

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, i dati su CPI e PPI di ottobre hanno confermato una certa vischiosità delle componenti più core, che a nostro avviso non impedirà un altro taglio dei tassi da 25 punti base per la Fed il mese prossimo, ma potrebbe preludere, in un contesto di tenuta della crescita, a proiezioni meno dovish sui tagli dei tassi attesi dai membri del FOMC nel 2025. Nell'Eurozona, la tornata di indagini di fiducia di novembre (la settimana prossima sono attesi i PMI) dovrebbe segnalare un rallentamento per il PIL tra fine 2024 e inizio 2025, dopo la sorpresa positiva vista nel trimestre estivo, in parte dovuta a fattori una tantum. In Germania, alla perdurante crisi manifatturiera e ai timori di guerre commerciali si è aggiunta la crisi di governo, che condurrà a nuove elezioni nel febbraio 2025.

Stati Uniti:

■ Nell'ultima settimana:

- **Il CPI di ottobre è stato in linea con le attese** (headline: 0,2% m/m, da 2,4% a 2,6% a/a; core: 0,3% m/m, stabile a 3,1% a/a), avendo registrato una riaccelerazione dei servizi abitativi a fronte di una moderazione dei servizi non abitativi; per quanto riguarda **il PPI, l'indice headline è stato anch'esso in linea con le attese** (0,2% m/m, da 1,9% a 2,4% a/a), **ma hanno sorpreso al rialzo di un decimo sia l'indice core** (0,3% m/m, da 2,9% a 3,1% a/a) **che la misura al netto di energia, alimentari e commercio** (0,3% m/m, da 3,3% a 3,5% a/a). I dati sono coerenti con un deflatore PCE core in crescita di 0,27% m/m a ottobre, da 0,25% a settembre, per una variazione annua in salita di un decimo al 2,8%, ovvero al di sopra della proiezione Fed di settembre per il 4° trimestre (2,6%). Il dato verrà comunicato il 27 novembre. Rivediamo al rialzo di un decimo le nostre previsioni sul CPI nel 2024 e 2025, a 3% e 2,3% rispettivamente, sulla scia della vischiosità dei prezzi dei servizi abitativi. L'inflazione core rimane elevata ma a nostro giudizio non così alta da compromettere il percorso di riduzione dei tassi da parte della Fed, sia pur a ritmi moderati.
- **Venerdì scorso, si è registrato un ulteriore progresso per la fiducia dei consumatori: secondo l'Università del Michigan** a novembre è salita dal 70,5 precedente a 73, massimo dallo scorso aprile. Tuttavia, il miglioramento è trainato dalle aspettative mentre peggiorano le valutazioni sulla situazione corrente. In merito all'evoluzione dei prezzi, i consumatori hanno abbassato di un decimo l'attesa di inflazione a 1 anno (a 2,6%) ma alzato della stessa entità l'aspettativa a 5-10 anni (a 3,1%).
- La 'Senior Loan Officer Opinion Survey' della Federal Reserve ha evidenziato un graduale **allentamento delle condizioni di accesso al credito**, ma anche una **domanda di prestiti ancora debole**.
- Per quanto riguarda il flusso di discorsi dei membri della Fed, **l'intervento più importante è stato quello di ieri di Powell** a una conferenza organizzata dalla Fed di Dallas: il governatore della Fed ha adottato **toni decisamente meno dovish**, sottolineando che la Fed "non ha fretta di abbassare i tassi" e che la forza attuale dell'economia consente di "affrontare le nostre decisioni con cautela". Powell ha osservato che il mercato del lavoro "rimane in condizioni solide" e ha riconosciuto che l'aumento dell'immigrazione nel 2023-24 ha contribuito al suo riequilibrio. Riguardo all'inflazione, ha descritto gli ultimi dati come "leggermente più alti di quanto ci aspettassimo" con il PCE core stimato al 2,8% a/a nel 4° trimestre (dal 2,6% incluso nelle *Summary of Economic Projections* di settembre), anche se il trend disinflazionistico degli ultimi 18 mesi resta intatto. Powell ha aggiunto che si aspetta letture dell'inflazione che "continuino a fluttuare nel loro recente intervallo" nei prossimi mesi, con un percorso piuttosto irregolare e "accidentato"; in particolare, la Fed segue con attenzione il graduale calo dell'inflazione dei servizi abitativi. Infine, Powell ha

15 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

ribadito che il FOMC non reagirà alle politiche della nuova amministrazione Trump finché non ci sarà maggiore chiarezza sui tempi e sui contenuti di tali modifiche. Diversi altri esponenti, tra i quali Barkin (Richmond Fed) e i non votanti Musalem (St. Louis Fed), Logan (Dallas Fed), Schmid (Kansas City Fed) e Kashkari (Minneapolis Fed), hanno manifestato **cautela in relazione ai rischi che l'inflazione risalga o rimanga elevata** (secondo Kashkari, potrebbe restare al di sopra del 2% per uno o due anni). Viceversa, Kugler (Board), pur esprimendo anch'essa cautela, ha giudicato "significativi" i progressi sull'inflazione.

■ **In prospettiva, i principali indicatori macroeconomici che saranno diffusi a breve sono i seguenti:**

- Oggi pomeriggio, **le vendite al dettaglio potrebbero mantenere un ritmo robusto a ottobre, solo in lieve rallentamento rispetto a settembre**, a 0,3% m/m (sia per l'indice headline, che al netto delle auto, che in base al "control group"), e **la produzione industriale è attesa in calo di -0,3% m/m per il secondo mese consecutivo a ottobre, ancora sulla scia degli effetti di uragani e scioperi**; anche il grado di utilizzo della capacità produttiva è visto in diminuzione, a 77,2% da 77,5% (sarebbe un minimo da gennaio).
- **Sul mercato immobiliare, dovrebbero prevalere ancora segnali di debolezza**: l'indice NAHB di fiducia dei costruttori è atteso rimanere in territorio recessivo a novembre, poco variato rispetto al mese precedente (44 da 43); a ottobre, le aperture di nuovi cantieri sono viste in diminuzione per il secondo mese (-1,2% m/m) e i permessi edilizi dovrebbero mostrare un recupero solo parziale (1,2% m/m) dopo il calo di -3,1% a settembre; le vendite di case esistenti sono attese rimbalzare dell'1% m/m dopo la flessione della stessa entità vista il mese precedente.
- Infine, **dalle indagini regionali di novembre dovrebbero arrivare segnali misti**, in un contesto di ampia volatilità: l'Empire Manufacturing della NY Fed (in calendario oggi) è atteso a zero, dopo il tonfo a -11,9 il mese scorso, mentre il Philly Fed (che sarà diffuso giovedì 21) potrebbe evidenziare un rallentamento a 5 dopo il balzo a 10,3 visto a ottobre.

Eurozona:

■ **Questa settimana:**

- In Germania, l'indice **ZEW** ha visto un calo a sorpresa sia delle aspettative a 6 mesi sull'economia, a 7,4 da 13,1, sia delle valutazioni sulla situazione corrente, a -91,4 da -86,9: in quest'ultimo caso, si tratta della quarta flessione mensile consecutiva, che porta l'indice a un nuovo minimo da maggio 2020. Sul calo hanno pesato la crisi politica interna e i timori di guerra commerciale con gli USA.
- La **produzione industriale** nell'Eurozona ha subito una contrazione di -2% m/m a ottobre, dopo il progresso di 1,5% m/m registrato a settembre (rivisto al ribasso da 1,8% precedente). Come più volte osservato, al di là della volatilità su base mensile, le indagini delle imprese del settore non appaiono coerenti con una ripresa dell'attività produttiva nemmeno nei prossimi 3-6 mesi.
- La seconda lettura del **PIL** relativo al 3° trimestre in area euro ha confermato lo 0,4% t/t (0,9% a/a) della prima stima; l'**occupazione** è cresciuta di 0,2% t/t, e il dato dei tre mesi precedenti è stato rivisto al ribasso di un decimo a 0,1% t/t.
- Infine, **la Commissione Europea ha pubblicato 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. Per quanto riguarda l'Italia, le stime di Bruxelles sono leggermente meno ottimistiche rispetto a quelle governative ma non mettono a rischio la tendenza in discesa del disavanzo, atteso tornare sotto il 3% del PIL nel 2026. Anche le stime sugli aggiustamenti strutturali sono inferiori rispetto a quelle del governo ma, considerando anche le proiezioni sul sentiero di spesa netta, non crediamo siano tali da mettere a rischio l'approvazione del piano fiscale italiano.

■ La settimana prossima:

- I dati più importanti saranno i **PMI flash di novembre**, dopo che le letture finali di ottobre avevano registrato revisioni al rialzo diffuse a manifattura e servizi, tali da riportare l'indicatore composito sulla soglia d'invarianza. Ci aspettiamo che l'indagine manifatturiera possa mostrare una ulteriore attenuazione del ritmo di contrazione di ordinativi e produzione, ma che l'indice rimanga in territorio recessivo, a 46,5 da 46. La ripresa dei servizi dovrebbe al contrario aver superato il punto di massimo: ci attendiamo un rallentamento a 51,4 da 51,6. Il PMI composito è perciò visto poco variato a 50,1 da 50. Anche l'indice **INSEE manifatturiero in Francia** potrebbe mostrare un recupero solo parziale a novembre, stimiamo a 95 da 92, dal momento che il crollo del mese scorso era in buona parte dovuto, oltre che all'incertezza sullo scenario di policy, al settore (tipicamente volatile) degli altri mezzi di trasporto (aeronautica). Nel complesso, le indagini di novembre dovrebbero confermare un quadro **di rallentamento della crescita del PIL dell'Eurozona tra fine 2024 e inizio 2025, dopo la sorpresa positiva vista in estate**.
- Ci aspettiamo, inoltre, che a novembre sia proseguita, la tendenza di risalita dell'indice di **fiducia dei consumatori diffuso dalla Commissione Europea**, stimiamo a -12,1 da -12,5. Indicazioni in tal senso sono arrivate dalla rilevazione GfK in Germania. Tuttavia, nonostante il graduale e moderato miglioramento in corso del morale delle famiglie, trainato da un recupero di potere d'acquisto più veloce del previsto, [i consumi privati nell'Eurozona continuano a stentare, frenati da una risalita della propensione al risparmio](#): si tratta di uno dei fattori che ci induce a mantenere una certa cautela sulle prospettive di crescita per il 2025.
- Mercoledì la BCE pubblicherà i numeri relativi al 3° trimestre sulla crescita dei **salari negoziali**. Sulla base dei dati nazionali già disponibili, prevediamo una decisa riaccelerazione da un precedente 3,5% a/a a 5,8% a/a. La salita è dovuta principalmente alla Germania, dove sono stati siglati importanti accordi finalizzati al recupero del potere d'acquisto perduto negli anni scorsi, ma anche a Italia, Spagna e Paesi Bassi dove si è registrata una lieve accelerazione delle retribuzioni contrattuali durante l'estate, a fronte di un proseguimento della tendenza di rallentamento in Francia e Austria. Continuiamo a pensare che **la crescita dei salari negoziali rallenterà nei prossimi trimestri, restando però su ritmi ancora superiori all'inflazione**; inoltre, dovrebbe aumentare il peso della componente strutturale, a discapito dei bonus una tantum.
- È in calendario anche la **seconda lettura del PIL tedesco** del 3° trimestre, che aveva registrato in prima lettura un inatteso rimbalzo di 0,2% t/t, a fronte però di una revisione al ribasso del trimestre precedente, a -0,3% t/t. Lo spaccato delle componenti di domanda dovrebbe evidenziare che la crescita è stata trainata dai consumi, pubblici e privati, a fronte di una contrazione per gli investimenti in macchinari e in costruzioni. Anche le esportazioni nette, come suggerito dai dati mensili sul commercio di beni, dovrebbero aver frenato la crescita. Pensiamo che il PIL possa tornare a rallentare nel trimestre corrente, almeno a 0,1% t/t (i rischi sono verso il basso). Più in generale, **stanno crescendo i rischi al ribasso sulla ripresa attesa in Germania nel 2025** dopo due anni di contrazione del PIL: la nostra attuale stima è 0,7% (da -0,1% sia nel 2023 che nel 2024), ma una serie di fattori ci inducono a considerare in aumento i rischi al ribasso su tale stima: la mancata ripartenza degli scambi globali e i timori di guerre commerciali, la crisi perdurante della manifattura e, in particolare, delle filiere dell'automotive, della chimica e dei metalli, l'intensificarsi dei segnali di deterioramento sul mercato del lavoro. Secondo il rapporto annuale del Consiglio degli esperti economici del Governo, pubblicato questa settimana, l'anno prossimo la crescita potrebbe fermarsi allo 0,4% grezzo ovvero allo 0,6% corretto per i giorni lavorativi, che corrisponde anche all'attuale aspettativa di consenso. In questo quadro, il cancelliere Olaf Scholz dovrebbe essere sfiduciato dal Bundestag il prossimo 16 dicembre, il che aprirebbe le porte, secondo l'accordo raggiunto tra SPD, CDU e Verdi, a nuove elezioni federali il 23 febbraio: a nostro avviso, **le implicazioni economiche della crisi politica sono limitate**, in quanto da tempo il governo era paralizzato dalle divisioni interne, e il nuovo voto potrebbe consentire un esecutivo più solido (secondo i sondaggi, a trazione CDU/CSU).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (18 – 22 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	18/11	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		set	-1.9	%	1.9
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		nov	43		
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		set	111.4	Mld \$	
Mar	19/11	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	ott	prel 2.0	%	2.0
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	ott	prel 0.3	%	-0.1
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ott	prel 2.7	%	
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	ott	1.354	Mln	1.340
		14:30	USA	Licenze edilizie		ott	1.425	Mln	
Mer	20/11	00:50	GIA	Bilancia commerciale		ott	-294.1	(-294.3) Mld ¥ JP	-360.4
		02:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	nov	3.6	%	
		02:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	nov	3.1	%	
		08:00	GB	CPI m/m		ott	0.0	%	
		08:00	GB	CPI a/a	*	ott	1.7	%	
		08:00	GER	PPI a/a		ott	-1.4	%	
		08:00	GER	PPI m/m		ott	-0.5	%	
		Gio	21/11	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	nov	92
14:30	USA			Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.873	Mln	
14:30	USA			Richieste di sussidio	*	settim	217	x1000	
14:30	USA			Indice Philadelphia Fed	*	nov	10.3		
16:00	USA			Indice anticipatore m/m		ott	-0.5	%	
16:00	USA			Vendite di case esistenti (mln ann.)		ott	3.84	Mln	3.88
16:00	EUR			Fiducia consumatori flash	*	nov	-12.5		
Ven	22/11	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	ott	2.5	%	
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	ott	2.4	%	2.2
		01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		nov	49.2		
		08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T3	0.2	%	
		08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T3	-0.2	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		ott	3.9	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	0.3	%	
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	nov	49.2		
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	nov	44.5		
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	nov	51.6		
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	nov	43.0		
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	nov	51.6		51.8
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	nov	46.0		46.0
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	nov	50.0		
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	nov	49.9		
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	nov	52.0		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	nov	48.5		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	nov	55.0		
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		nov	54.1		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		nov	prel 73.0				

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

Calendario degli eventi (18 – 22 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	18/11	02:00	GIA	Discorso di Ueda (BoJ)
		09:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Makhlouf (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di Stournaras (BCE)
		16:00	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		19:30	EUR	Discorsi di Greene (BoE) e Vujcic (BCE)
		19:30	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE) Vertice del G20
Mar	19/11	09:30	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		11:45	EUR	Discorso di Vujcic (BCE) Vertice del G20
Mer	20/11	10:00	EUR	La BCE pubblica il Financial Stability Review
		14:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		17:00	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		19:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		19:30	EUR	Discorso di Stournaras (BCE)
		20:00	IRL	Discorso di Makhlouf (BCE)
Gio	21/11	06:25	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		09:00	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		09:30	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		09:30	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Escrivá (BCE)
		14:45	USA	Discorso di Hammack (Fed)
		15:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
		16:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		17:00	EUR	Discorsi di Holzmann, Kazimir e Vujcic (BCE)
		18:25	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
18:30	USA	Discorso di Hammack (Fed)		
Ven	22/11	09:30	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		14:00	EUR	Discorsi di Nagel e Villeroy (BCE)
			ITA	* Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
			GRE	* Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Grecia

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	ott	0.2	%	0.2	0.2
CPI a/a	ott	2.4	%	2.6	2.6
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ott	3.3	%	3.3	3.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ott	0.3	%	0.3	0.3
Richieste di sussidio	settim	221	x1000	223	217
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.884 (1.892)	Mln	1.880	1.873
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ott	0.2	%	0.3	0.3
PPI m/m	ott	0.1 (0.0)	%	0.2	0.2
Indice Empire Manufacturing	nov	-11.9		-0.7	
Prezzi all'import m/m	ott	-0.4	%	-0.1	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ott	0.5	%	0.3	
Vendite al dettaglio m/m	ott	0.4	%	0.3	
Produzione industriale m/m	ott	-0.3	%	-0.3	
Impiego capacità produttiva	ott	77.5	%	77.2	
Scorte delle imprese m/m	set	0.3	%	0.2	

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

Stati Uniti: CPI di ottobre in linea con le attese. Il dato sul CPI di ottobre è risultato in linea con le attese, sia per l'indice headline che per il core. La sorpresa viene dall'aumento dei prezzi dei servizi abitativi, mentre tra i servizi emerge una moderazione nella componente non abitativa. L'inflazione core rimane elevata ma a nostro giudizio non così alta da compromettere il percorso di riduzione dei tassi da parte della Fed, sia pur a ritmi moderati

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PIL a/a 2a stima	T3	0.9	%	0.9	0.9
EUR	PIL t/t 2a stima	T3	0.4	%	0.4	0.4
EUR	Produzione industriale m/m	set	1.5 (1.8)	%	-1.4	-2.0
FRA	Tasso di disoccupazione	T3	7.3	%	7.4	7.4
FRA	IPCA m/m finale	ott	0.3	%	0.3	0.3
FRA	IPCA a/a finale	ott	1.5	%	1.5	1.6
FRA	CPI m/m Ex Tob	ott	-1.3	%		0.3
GER	CPI m/m finale	ott	0.4	%	0.4	0.4
GER	CPI a/a finale	ott	2.0	%	2.0	2.0
GER	IPCA m/m finale	ott	0.4	%	0.4	0.4
GER	IPCA a/a finale	ott	2.4	%	2.4	2.4
GER	ZEW (Sit. corrente)	nov	-86.9		-85.9	-91.4
GER	ZEW (Sentiment econ.)	nov	13.1		13.0	7.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ott	0.9 (0.8)	%		0.7
ITA	IPCA a/a finale	ott	1.0	%	1.0	1.0
ITA	IPCA m/m finale	ott	0.3	%	0.3	0.3
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ott	0.0	%	0.0	0.0
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ott	0.9	%	0.9	0.9
ITA	Bilancia commerciale (totale)	set	1.335 (1.431)	Mld €		2.580
ITA	Bilancia commerciale (UE)	set	-1.460 (1.364)	Mld €		-1.175
SPA	IPCA a/a finale	ott	1.8	%	1.8	1.8

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

Area euro: l'incognita dei consumi. La ripresa dei consumi sull'onda del recupero del potere d'acquisto delle famiglie rappresenta il principale elemento di supporto per le previsioni di ripartenza del PIL in Eurozona nel 2025. In un contesto di domanda estera (in particolare quella rivolta al settore manifatturiero) più debole delle attese, e di investimenti frenati da una politica monetaria ancora restrittiva, è cruciale per la ripresa del ciclo chiedersi se i presupposti alla base del recupero delle spese private siano ancora validi. Una serie di fattori contribuisce a spiegare come mai la ripresa dei consumi non si sia ancora pienamente concretizzata: tra questi, la

disuguaglianza nella distribuzione del recupero dei redditi, l'incertezza gravante sullo scenario prospettico, la necessità di ricostituire adeguati buffer di liquidità, livelli dei prezzi ancora elevati nonostante il rientro dell'inflazione dai picchi di due anni fa. Inoltre, tassi d'interessi più elevati rispetto al passato potrebbero giustificare una propensione al risparmio strutturalmente più elevata. Lo scenario non è privo di rischi verso il basso, legati soprattutto ad un possibile deterioramento del mercato del lavoro. Tuttavia, continuiamo a ritenere che a partire dal prossimo anno la ripresa dei redditi reali possa iniziare a riflettersi, sia pur con ritardo, in una più significativa ripartenza dei consumi, che potrebbe materializzarsi da metà 2025.

Previsioni di autunno della Commissione Europea. La Commissione Europea ha pubblicato 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. Per quanto riguarda l'Italia le stime di Bruxelles sono leggermente meno ottimistiche rispetto a quelle governative ma non mettono a rischio la tendenza in discesa del disavanzo, atteso tornare sotto il 3% del PIL nel 2026. Non vediamo particolari criticità sul 2025 mentre le stime sugli aggiustamenti strutturali nel 2026 sono inferiori rispetto a quelle del governo. Tuttavia, considerando anche le proiezioni sul sentiero di spesa netta, non crediamo queste differenze siano tali da mettere a rischio l'approvazione del piano fiscale italiano.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T3	0.7	%	0.2	0.2
PIL t/t, ann. prelim	T3	2.9	%	0.7	0.9
Produzione industriale m/m finale	set	1.4	%		1.6

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
M2 a/a	ott	6.8	%	6.9	7.5
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ott	1590	Mld ¥ CN	700	500
Finanza sociale aggregata (flusso)	ott	3760	Mld ¥ CN	1545	1400
Produzione industriale cumulata a/a	ott	5.8	%		5.8
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ott	3.35	%		3.51
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ott	3.4	%	3.5	3.4
Produzione industriale a/a	ott	5.4	%	5.6	5.3
Vendite al dettaglio a/a	ott	3.2	%	3.8	4.8

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

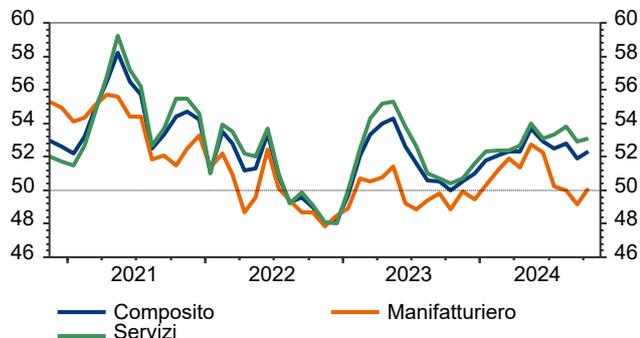
Cina: dati di attività economica ottobre 2024. I dati di ottobre hanno confermato un ulteriore miglioramento dell'attività economica all'inizio del 4° trimestre, trainata soprattutto dal recupero, superiore alle attese, dei consumi, supportati dai programmi di permuta e dalle festività. Alcuni segnali positivi si sono registrati anche nel mercato immobiliare grazie alle misure di sostegno governative. L'attività economica dovrebbe continuare a migliorare nei prossimi mesi, grazie alle recenti misure di stimolo, avvicinando la crescita al target per il 2024. Nuove misure di supporto si renderanno necessarie nel 2025 per evitare una nuova frenata.

Cina: inflazione ottobre 2024. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa da 0,4% a/a in settembre a 0,3% a/a in ottobre, il minimo degli ultimi quattro mesi. Il rallentamento dell'inflazione degli alimentari e la maggior deflazione dei trasporti hanno compensato l'accelerazione dell'inflazione nel comparto dei beni e servizi vari e in quello dell'istruzione e intrattenimento. L'inflazione core è risalita solo marginalmente e la deflazione dei prezzi alla produzione si è accentuata, riconfermando la debolezza della domanda interna e gli effetti della

sovracapacità produttiva. L'aumento dei prezzi delle materie prime industriali e un effetto base positivo dovrebbero contribuire quantomeno a ridurre moderatamente la deflazione dei prezzi alla produzione nei prossimi mesi. L'inflazione dei prezzi al consumo dovrebbe rimanere positiva e in moderata risalita grazie alla riduzione della deflazione nel comparto degli alimentari e all'aumento dei prezzi di trasporti ed energia, nonché a una moderata ripresa della domanda sostenuta dallo stimolo fiscale e monetario. Tuttavia, la concorrenza al ribasso sui prezzi operata dalle imprese per conquistare quote di mercato su alcuni beni, unita all'eccesso di capacità produttiva in alcuni settori, contribuiranno a mantenerla ancora contenuta anche nel 2025.

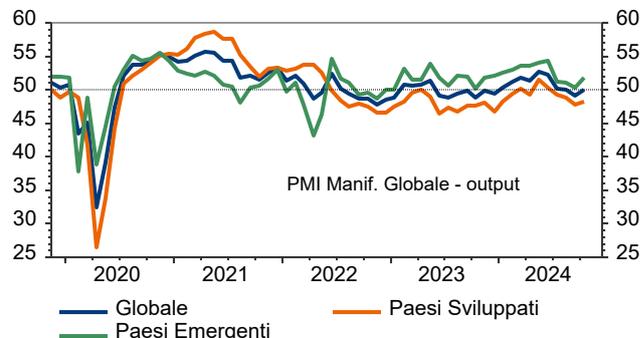
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



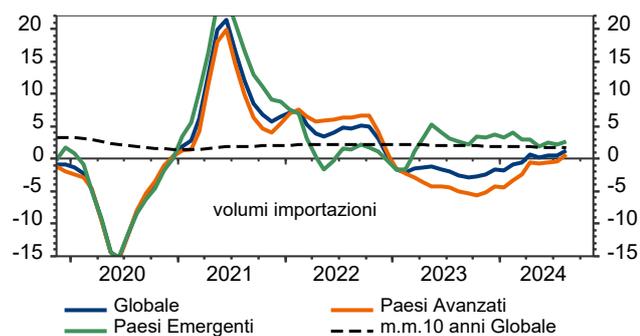
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



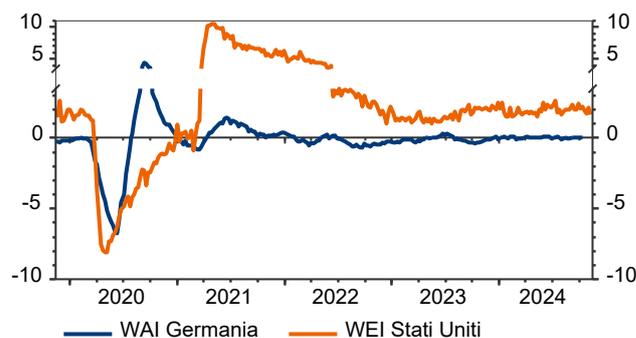
Fonte: S&P Global

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



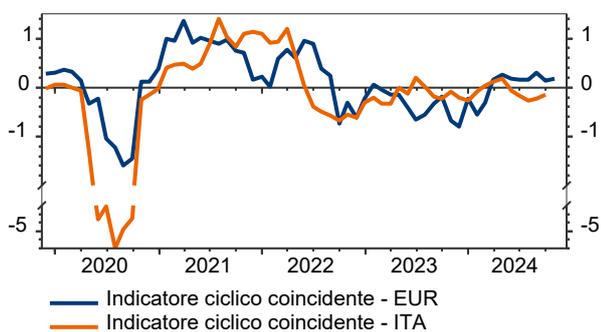
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



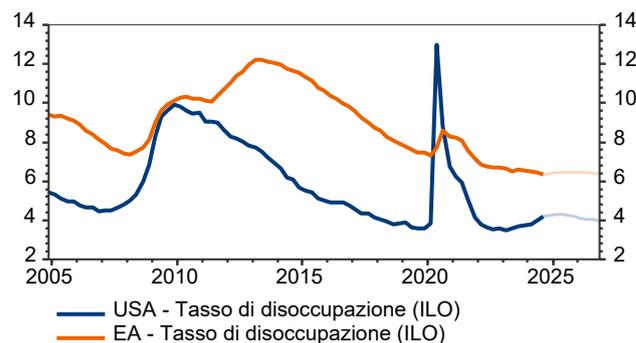
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

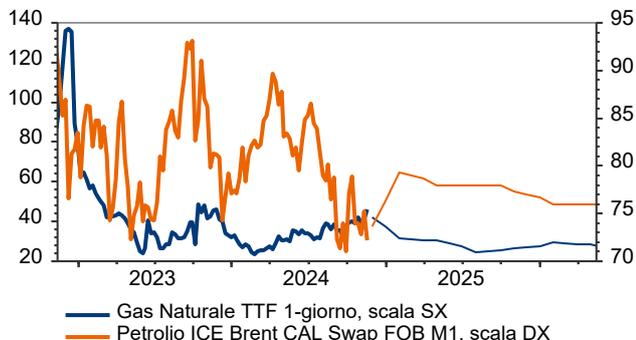
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



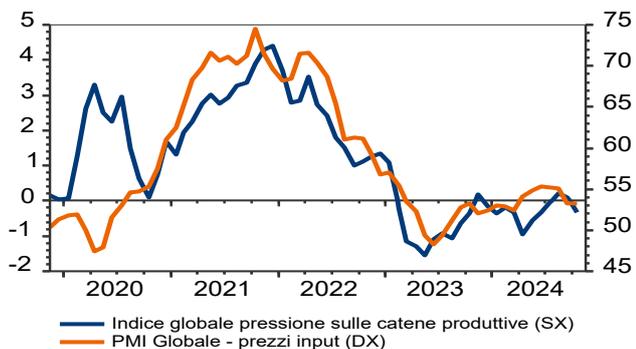
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



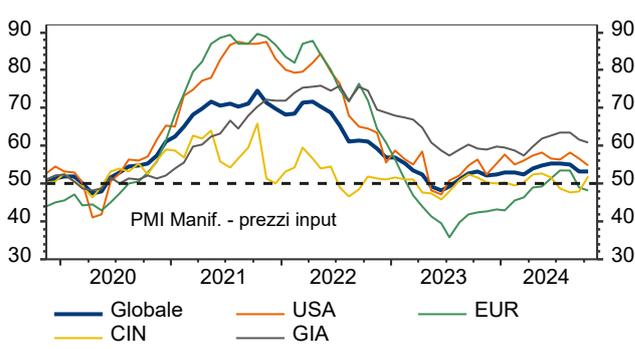
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



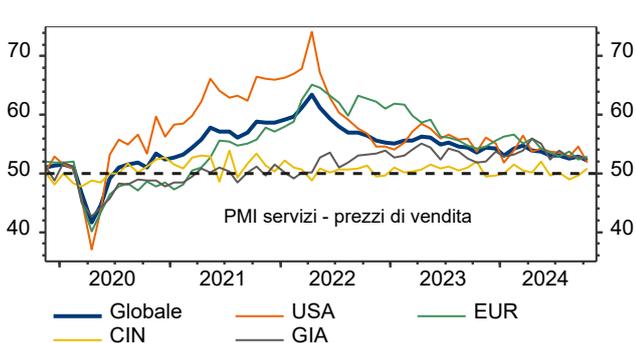
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



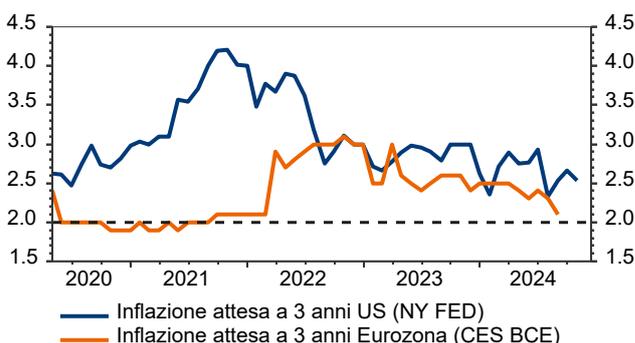
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

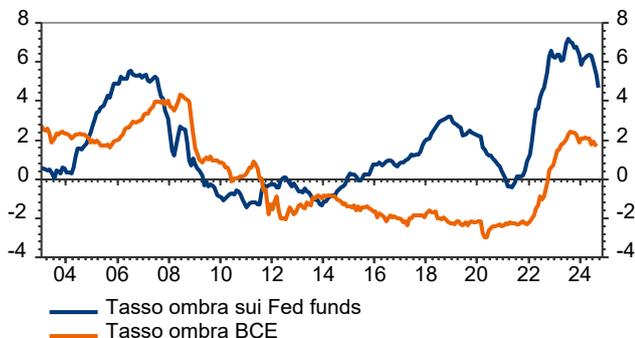
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

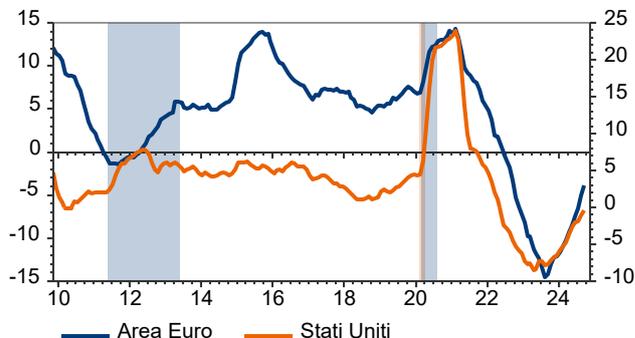
Condizioni Finanziarie

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



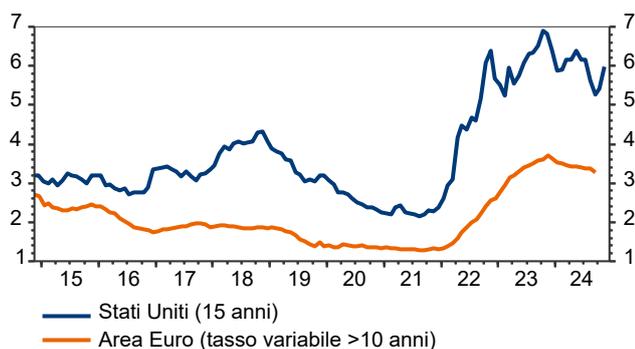
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



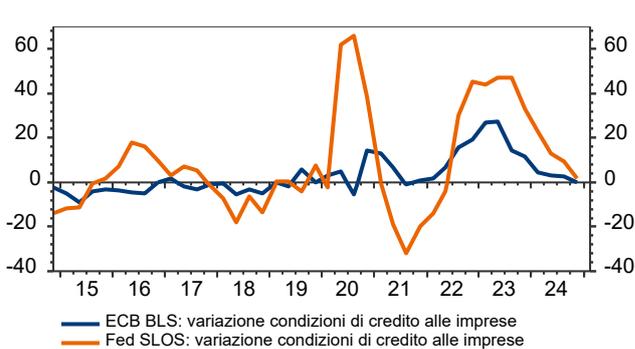
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



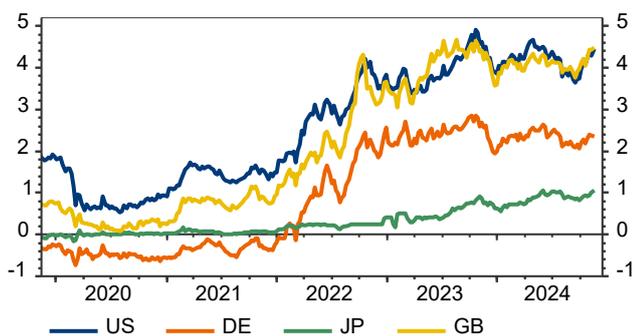
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



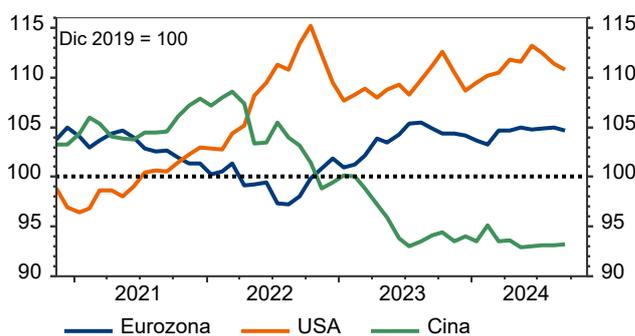
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

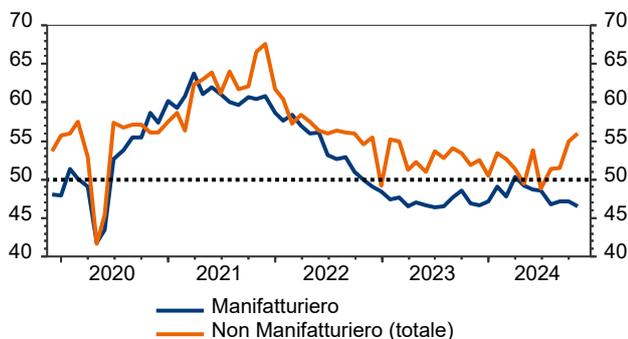
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

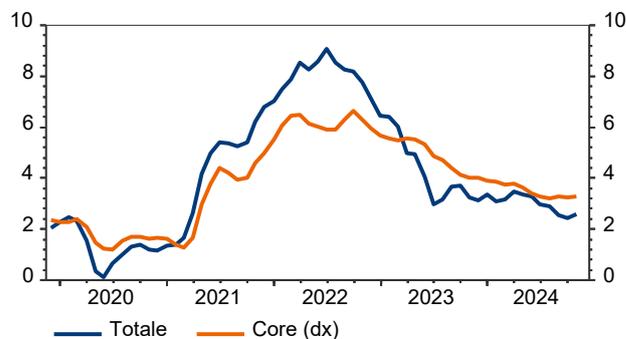
Stati Uniti

Indagini ISM



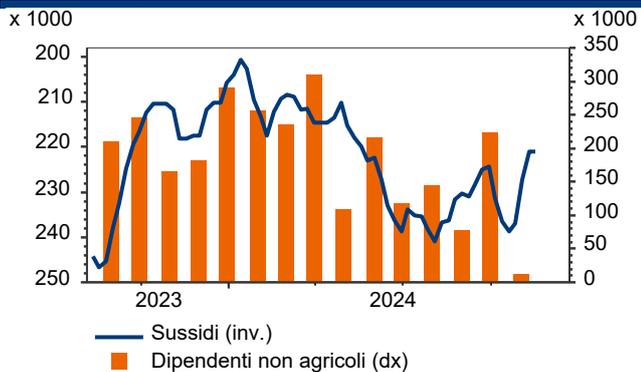
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



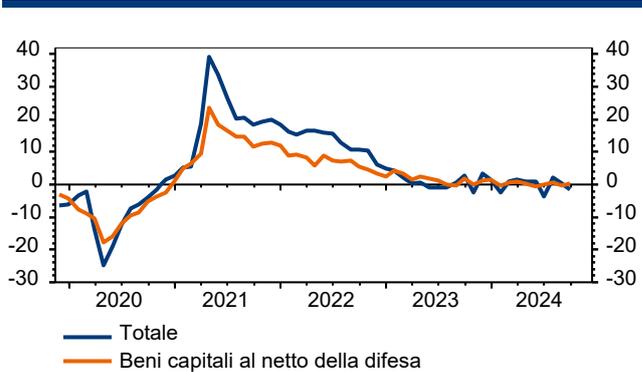
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

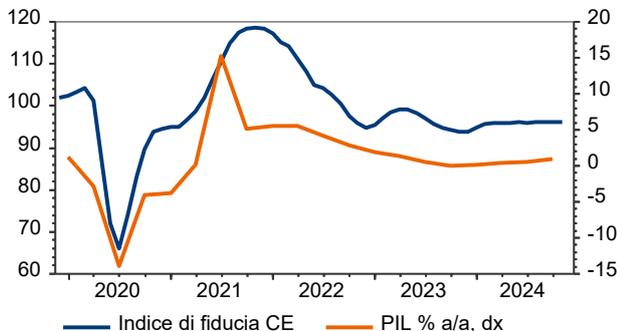
Previsioni

	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	-3.7	-3.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.8	-7.4	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	137.7	138.4								
CPI (a/a)	4.1	3.0	2.3	3.2	3.2	3.2	2.6	2.8	2.4	2.1	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	4.3	4.5	4.4	4.4

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

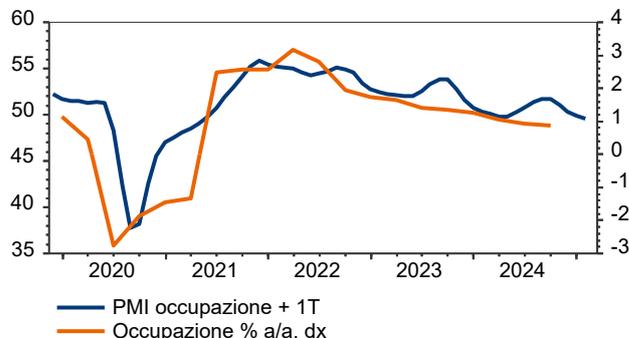
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-24	123.6	119.5	116.1	123.2	2.8	3.6	3.3	2.7
feb-24	124.4	120.2	116.8	123.9	2.6	3.3	3.1	2.4
mar-24	125.3	121.3	118.1	124.9	2.4	3.1	2.9	2.3
apr-24	126.0	122.1	119.0	125.6	2.4	2.8	2.7	2.3
mag-24	126.3	122.6	119.5	125.8	2.6	2.9	2.9	2.5
giu-24	126.6	123.0	119.9	126.1	2.5	2.8	2.9	2.4
lug-24	126.5	122.9	119.7	126.0	2.6	2.8	2.9	2.5
ago-24	126.7	123.3	120.1	126.2	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	126.3	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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	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	128.9	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	128.3	1.8	2.1	1.9	1.8
ago-25	128.8	125.4	121.9	128.3	1.6	1.7	1.5	1.7
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	129.2	125.7	121.6	128.7	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.

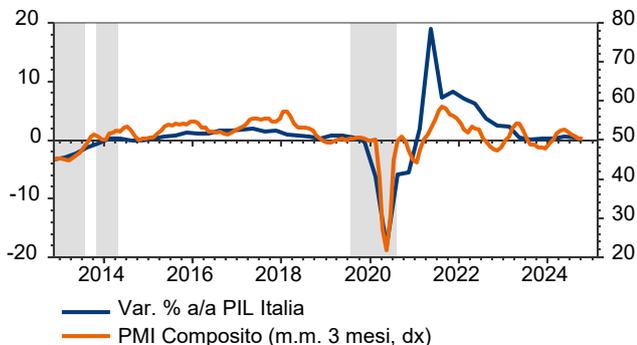
Previsioni

	2023	2024	2025	2023				2025			
				T4	T1	T2	T3	T4	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
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.7	0.9	1.3	0.0	0.3	0.1	0.5	0.2	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
Consumi pubblici	1.6	2.1	1.0	0.6	0.2	0.9	0.6	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.5	1.5	2.1	0.3	0.9	1.5	-0.1	0.5	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
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
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
Produzione industriale (a/a)	-2.2	-3.0	0.9	-3.9	-4.7	-3.6	-2.4	-2.9	-0.7	1.0	2.5
Disoccupazione (%)	6.6	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4	6.3	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

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

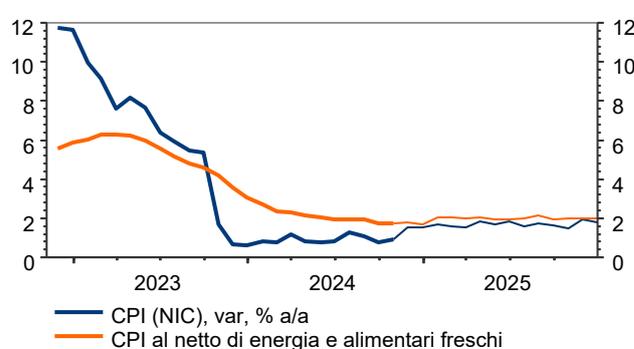
Italia

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	120.0	120.1	1.0	0.9	0.8	0.8
nov-24	123.5	121.3	120.2	120.3	1.6	1.5	1.3	1.3
dic-24	123.7	121.6	120.5	120.6	1.6	1.5	1.4	1.4
Media	122.3	120.8	119.7	119.8	1.1	1.0	1.0	0.9

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	122.5	122.2	121.5	121.6	1.8	1.7	1.9	1.9
feb-25	122.4	122.2	121.5	121.6	1.7	1.6	1.8	1.9
mar-25	123.8	122.1	120.9	121.5	1.6	1.6	1.3	1.8
apr-25	124.7	122.5	121.2	121.8	1.9	1.8	1.6	2.1
mag-25	124.9	122.7	121.2	121.8	1.8	1.7	1.4	1.9
giu-25	125.3	123.0	121.5	122.1	1.9	1.9	1.7	2.2
lug-25	123.9	123.2	121.7	121.8	1.7	1.6	1.4	1.5
ago-25	123.8	123.6	122.1	122.2	1.8	1.8	1.7	1.7
set-25	125.1	123.2	121.8	121.9	1.7	1.6	1.5	1.6
ott-25	125.3	123.0	121.6	121.7	1.6	1.5	1.3	1.3
nov-25	125.9	123.7	122.3	122.4	2.0	1.9	1.7	1.7
dic-25	126.0	123.8	122.4	122.5	1.9	1.8	1.6	1.6
Media	124.5	122.9	121.6	121.9	1.8	1.7	1.6	1.8

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	0.6	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	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	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	8.7	1.1	0.6	1.4	-0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.2	0.3	0.4	-0.3	0.2	0.3	0.4
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	0.1	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	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	0.4	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	-0.1	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	1.7
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	0.9
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	6.7
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	3.54

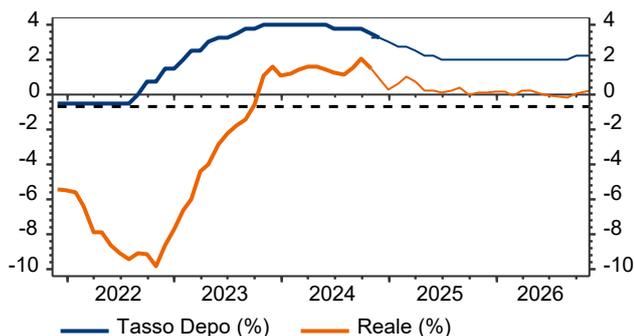
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	14/11	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	3.08	2.92	2.39	2.00	2.03
Euribor 3m	3.89	3.71	3.28	3.01	2.86	2.32	2.05	2.09

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

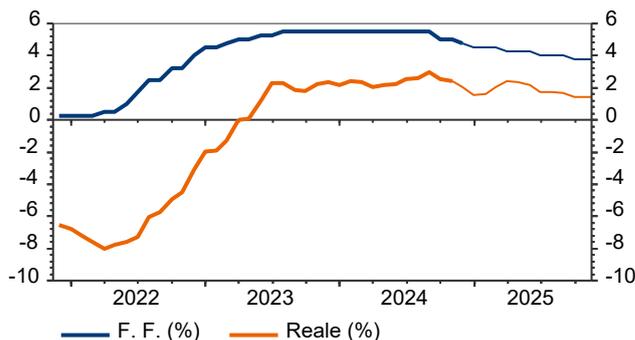


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	14/11	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	4.49	4.16	3.92	3.76	3.63

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

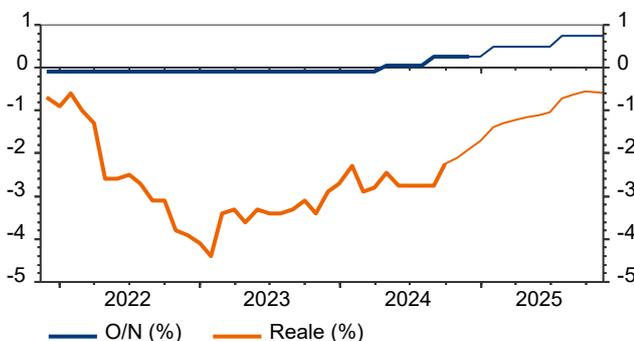


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	mar	giu	set	14/11	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	0.33	0.40	0.55	0.65	0.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

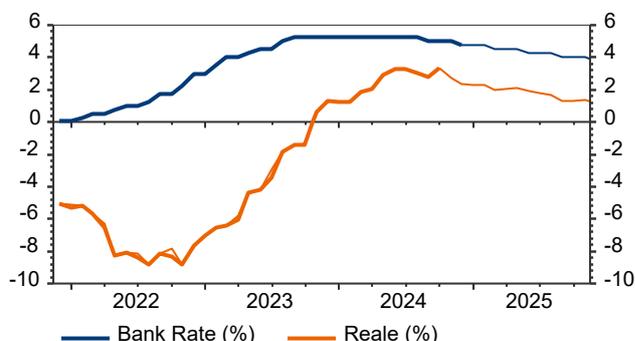


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	14/11	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	15/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.04	1.09	1.08	1.10	1.09	1.0571	1.07	1.05	1.07	1.06	1.08
USD/JPY	139	151	155	149	149	155.50	157	153	150	148	140
GBP/USD	1.19	1.24	1.26	1.29	1.31	1.2678	1.29	1.28	1.30	1.31	1.34
EUR/CHF	0.98	0.96	0.98	0.95	0.94	0.9387	0.94	0.95	0.96	0.98	1.00
EUR/JPY	145	163	168	162	163	164.39	168	161	161	157	151
EUR/GBP	0.87	0.87	0.86	0.86	0.83	0.8334	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