

Weekly Economic Monitor

Il punto

La BCE, come atteso, ha ridotto di altri 25pb i tassi ufficiali, ma senza fornire indicazioni sulle prossime mosse; tuttavia, i crescenti rischi al ribasso sull'attività economica, che dovrebbero essere confermati dalle indagini di dicembre in uscita la settimana prossima, appaiono coerenti con una ulteriore discesa dei tassi, nei prossimi mesi, di almeno altri 100pb. Anche la Fed, che si riunisce il 17-18 dicembre, dovrebbe procedere a un nuovo taglio da un quarto di punto: i recenti dati su CPI e PPI non dovrebbero essere di ostacolo (sono coerenti con un incremento mensile di appena un decimo del deflatore PCE core, che sarà diffuso venerdì 20), ma le Summary of Economic Projections dovrebbero vedere revisioni al rialzo su crescita e inflazione, e al ribasso sulla disoccupazione, e, di conseguenza, uno spostamento verso l'alto del livello atteso dei tassi non solo per il 2025 ma anche per gli anni successivi.

Eurozona:

■ Questa settimana:

- Come atteso, **la BCE ha annunciato una riduzione al 3% del tasso sui depositi**. Non ha stupito neppure la scelta di astenersi da qualsiasi anticipazione sulle prossime mosse, che saranno decise riunione per riunione. Le proiezioni di crescita e inflazione sono state limiate, anche se lo scenario centrale resta di debole ripresa. In prospettiva, **ci attendiamo un nuovo taglio dei tassi di 25 punti base alla riunione del 30 gennaio 2025**. Altri tagli di pari dimensione dovrebbero avvenire alle riunioni seguenti, fino a ricondurre il tasso sui depositi al 2%. La possibilità di mosse più ampie, o di un maggior numero di tagli, non va esclusa nell'ipotesi che i dati sull'andamento dell'attività economica si rivelino deludenti (in particolare, che non si manifesti la prevista ripresa dei consumi privati o che l'andamento dell'occupazione si deteriori significativamente).
- In **Italia la produzione industriale è rimasta ferma ad ottobre** dopo la flessione di settembre. Pesano soprattutto i mezzi di trasporto (anche che il comparto estrattivo e quello della raffinazione), mentre tra i pochi segnali positivi spicca l'alimentare. L'industria dovrebbe frenare il valore aggiunto almeno ancora nei due trimestri a cavallo d'anno, il che aggiunge rischi al ribasso alla nostra previsione di crescita del PIL italiano nel 2025 (recentemente rivista da 1,2% a 1%).
- Anche nell'insieme dell'**area euro la produzione industriale** è risultata ferma ad ottobre, dopo la flessione di -1,5% m/m (rivista dal -2% stimato inizialmente) registrata a settembre. Tuttavia, al netto del volatile dato irlandese (+5,7% da -5,5% precedente), l'output si è contratto di -0,5% m/m. Su base annua, la produzione è in calo di -1,2% (-2,8% escludendo l'Irlanda). L'indice nei comparti ad alta intensità energetica è del 18% inferiore al livello precedente l'inizio della guerra in Ucraina, e nel settore auto è più basso del 17% rispetto ai livelli pre-Covid. Le indagini non segnalano un'inversione di tendenza per l'industria, che potrebbe continuare a fare da freno per l'attività economica generale anche nei prossimi 3-6 mesi.

■ La settimana prossima prende avvio la tomata di indagini congiunturali di dicembre:

- **PMI**: dopo le indicazioni decisamente negative giunte negli ultimi mesi, non vediamo un miglioramento significativo a dicembre: stimiamo un ulteriore calo dell'indice manifatturiero, a 45 da un precedente 45,2, e viceversa una leggera risalita per i servizi, a 49,8 da 49,5 di novembre; il PMI composito dovrebbe risultare invariato a 48,3. In ogni caso, i PMI sembrano aver perduto parte della loro capacità previsiva nel periodo più recente, visto che il PIL negli ultimi trimestri ha mostrato una maggiore correlazione con indici come l'ESI della Commissione Europea o l'€-coin della Banca d'Italia (che davano segnali meno negativi rispetto ai PMI).

13 dicembre 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

- Indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea: è attesa una seconda flessione mensile consecutiva dopo quella di novembre, a -14,5 da un precedente -13,7: l'indagine GfK in Germania ha registrato un aumento delle preoccupazioni dei consumatori sulla disoccupazione, mentre i più recenti sviluppi politici potrebbero aver contribuito ad accentuare l'incertezza delle famiglie francesi.
- **Germania: IFO e ZEW**: ci aspettiamo un ulteriore deterioramento del morale sia degli imprenditori del settore manifatturiero (IFO) che degli analisti finanziari (ZEW), compatibile con un PIL pressoché fermo tra fine 2024 e inizio 2025. L'**IFO** è atteso a 85,5 da 85,7 precedente, con una flessione ancora una volta più ampia per le valutazioni sulla situazione corrente (84 da 84,3), ma diffusa anche alle aspettative (87 da 87,2). Per lo **ZEW**, vediamo un calo a 6,3 da 7,4 (per la condizione corrente, a -93 da -91,4), in coerenza con quanto anticipato dall'indice SENTIX per l'Eurozona pubblicato questa settimana.
- **Francia: INSEE**. L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere, che a novembre era tornato a salire grazie al rimbalzo nel volatile settore degli "altri mezzi di trasporto" (molto dipendente dall'attività di Airbus), potrebbe calare di almeno un punto a dicembre, a 96, sulla scia degli ultimi sviluppi di politica domestica e di deboli prospettive di domanda. La più recente indagine della Banque de France ha infatti confermato la tendenza di calo dell'utilizzo di capacità produttiva e degli ordini, con aspettative di contrazione della produzione a dicembre.
- **Italia: indagini Istat**. A dicembre si dovrebbe registrare un recupero per la fiducia dei consumatori (a 97,2 da 96,6) dopo il calo dei due mesi precedenti; viceversa, il morale delle imprese nel settore manifatturiero potrebbe tornare a calare (a 85,9 da 86,5) dopo il sorprendente rimbalzo visto il mese scorso. L'Indice IESI (sentiment composito delle aziende) è atteso poco variato rispetto al minimo da aprile 2021 toccato il mese scorso (93,1), sulla scia di un possibile recupero nei servizi dopo l'ampia flessione di novembre.

Stati Uniti:

■ I dati degli ultimi 8 giorni hanno mostrato le seguenti indicazioni:

- **L'Employment Report di novembre, diffuso venerdì scorso, è stato solo apparentemente migliore del previsto**: da un lato i numeri sugli occupati sono stati moderatamente migliori del previsto (ma sono distorti dal rientro dell'effetto di uragani e scioperi), dall'altro si è visto un aumento, sia pur lento, della disoccupazione in un contesto di contrazione delle forze di lavoro.
- **L'indice della fiducia dei consumatori rilevata dall'Università del Michigan**, anch'esso diffuso venerdì 6 dicembre, **è salito più del previsto** a 74 a dicembre da 71,8 a novembre, anche se il miglioramento è dovuto unicamente alla condizione corrente, mentre le aspettative sono calate a sorpresa; le attese di inflazione hanno visto un marginale rallentamento sull'orizzonte a 5-10 anni (a 3,1%) ma viceversa una salita di tre decimi a 1 anno (a 2,9%).
- **Dati sui prezzi in media lievemente superiori al previsto. Il CPI di novembre è risultato circa in linea con le attese** (come già a ottobre), ma il livello dell'indice (sia headline che core) è lievemente superiore rispetto al consenso. Inoltre, **i dati sul PPI hanno sorpreso al rialzo**, sia pure di poco, e più sull'indice generale che non nelle componenti core. I dati confermano che **la parte finale del 2024 ha visto una sostanziale pausa nel processo disinflattivo**.

■ La settimana prossima:

- L'evento più atteso è il **FOMC del 17-18 dicembre, da cui ci aspettiamo una riduzione dei tassi di interesse di ulteriori 25 punti base. I recenti dati di inflazione non dovrebbero essere di ostacolo** (sono coerenti con un incremento mensile di appena un decimo del PCE core a novembre), ma sta emergendo un approccio più cauto sul percorso di successiva riduzione dei tassi, per via non solo della resilienza dell'inflazione ma anche

della tenuta della domanda (e del mercato del lavoro, almeno al netto dei fattori una tantum). Le Summary of Economic Projections potrebbero vedere revisioni al rialzo su crescita e inflazione, e al ribasso sulla disoccupazione. Di conseguenza, il "grafico a punti" dovrebbe spostarsi verso l'alto: **i tagli attesi nel 2025 potrebbero ridursi a due/tre, dai quattro previsti lo scorso settembre, e anche il livello di equilibrio dei tassi nel medio/lungo termine potrebbe essere più elevato** di quanto stimato tre mesi fa.

- **I dati di novembre dovrebbero confermare la robustezza dei consumi.** Per le **vendite al dettaglio** è attesa un'accelerazione rispetto al mese precedente, su ritmi di 0,4-0,5% m/m (a seconda dell'aggregato considerato). **Reddito e spesa delle famiglie** potrebbero mantenere ritmi di crescita robusti a novembre, dopo quelli già visti ad ottobre.
- **Segnali incoraggianti dai deflatori di novembre.** Nonostante dati su CPI e PPI in media lievemente superiori al previsto, dai deflatori PCE di novembre dovrebbero venire messaggi più confortanti: l'indice headline è atteso in aumento di due decimi come a ottobre, per una variazione annua in salita da 2,3% a 2,5%, ma il core dovrebbe rallentare a 0,1% da 0,3% m/m, per una tendenza sull'anno stabile a 2,8%.
- **Attività industriale in recupero a novembre sulla scia del venir meno degli effetti di scioperi e uragani.** La produzione industriale è attesa rimbalzare di 0,2% m/m, dopo la flessione di -0,3% di ottobre. Anche il grado di utilizzo degli impianti è visto in miglioramento, a 77,3% da 77,1% di ottobre (che rappresentava un minimo da aprile 2021).
- **Mercato immobiliare: segnali di lieve recupero?** Sia le aperture di nuovi cantieri che i permessi edilizi dovrebbero registrare a novembre un rimbalzo all'incirca della stessa entità del calo di ottobre, sulla scia del rientro dell'effetto-uragani. Le vendite di case esistenti dovrebbero crescere per il secondo mese a novembre, all'incirca sugli stessi ritmi di ottobre (3,4% m/m). L'indice NAHB di fiducia dei costruttori, pur rimanendo per l'ottavo mese consecutivo in territorio recessivo, potrebbe mostrare un ulteriore recupero per il quarto mese di fila, a 47 da 46.
- **Indagini regionali di dicembre: attesi segnali misti,** in un contesto di ampia volatilità. L'indice Empire Manufacturing della NY Fed è visto in netto rallentamento a 5,8, dopo il balzo a 31,2 registrato a novembre. Viceversa, per il Philly Fed è atteso un ritorno in territorio espansivo, a 2,2 dopo il crollo a -5,5 visto il mese scorso.
- La prossima settimana, Banca del Giappone e Banca d'Inghilterra hanno in agenda le proprie riunioni di politica monetaria giovedì 19:
 - La **Banca del Giappone** dovrebbe mantenere i **tassi invariati a 0,25%**. I mercati attribuiscono a tale scenario una probabilità superiore al 75%. Non ci attendiamo per il momento una riduzione degli acquisti netti di titoli di stato dagli attuali 5000 miliardi di yen mensili.
 - Anche il Monetary Policy Committee della **Bank of England** dovrebbe mantenere i **tassi fermi**, in questo caso a **4,75%**. I mercati attribuiscono all'ipotesi di un nuovo taglio di 25 punti base una probabilità del 14% circa. La BoE dovrebbe ridurre i tassi ufficiali di circa 25pb al trimestre, a meno di un ulteriore peggioramento delle prospettive.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (16 – 20 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	
Lun	16/12	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ott	-0.7	%	1.2
		01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		dic	49.0		
		03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	nov	4.8	%	4.6
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	nov	3.4	%	3.4
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		nov	3.5	%	
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		nov	5.8	%	
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		nov	5.3	%	5.3
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	dic	46.9		46.5
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	dic	43.1		43.0
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	dic	49.3		49.3
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	dic	43.0		43.2
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	dic	49.5		49.4
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	dic	45.2		45.0
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	dic	48.3		48.1
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	dic	48.0		
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	dic	50.8		51.0
		11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T3	4.7	%	
		11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	nov	prel 0.0	%	0.0
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		nov	prel 1.4	%	
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		nov	prel 1.6	%	1.6
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	nov	prel 0.0	%	
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	dic	31.2		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	dic	49.7		
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	dic	56.1				
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		dic	54.9				
Mar	17/12	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ott	4.3	%	4.3
		08:00	GB	Retribuzioni medie		ott	4.3	%	4.6
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ott	2.6	Mld €	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		ott	-1.2	Mld €	
		10:00	GER	IFO (attese)		dic	87.2		87.5
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		dic	84.3		84.0
		10:00	GER	IFO	**	dic	85.7		85.6
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		dic	-91.4		-93.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	dic	7.4		5.9
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	nov	0.4	%	0.5
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	nov	0.1	%	0.4
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		nov	-0.3	%	0.1
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		nov	77.1	%	77.2
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ott	0.1	%	0.2
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		dic	46		
		Mer	18/12	00:50	GIA	Bilancia commerciale		nov	-462.1
08:00	GB			CPI m/m		nov	0.6	%	
08:00	GB			CPI a/a	*	nov	2.3	%	2.5
11:00	EUR			CPI a/a finale	*	nov	prel 2.3	%	2.3
11:00	EUR			CPI m/m finale	*	nov	prel -0.3	%	-0.3
11:00	EUR			CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		nov	prel 2.8	%	
14:30	USA			Saldo partite correnti	*	T3	-266.8	Mld \$	
14:30	USA			Nuovi cantieri residenziali	*	nov	1.311	Mln	1.344
14:30	USA			Licenze edilizie		nov	1.419	Mln	
Gio	19/12			08:00	GER	Fiducia consumatori		gen	-23.3
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	dic	97		96
		14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T3	prel 2.1	%	
		14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T3	prel 1.9	%	
		14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T3	prel 2.8	%	2.9
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	dic	-5.5		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.886	Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	242	x1000	
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		nov	-0.4	%	-0.1
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		nov	3.96	Mln	3.97
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ott	216.1	Mld \$			

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

Calendario dei dati macroeconomici (16 – 20 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Ven	20/12	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	nov	2.3	%
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	nov	2.3	%
		02:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	dic	3.6	%
		02:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	dic	3.1	%
		08:00	GER	PPI a/a		nov	-1.1	%
		08:00	GER	PPI m/m		nov	0.2	%
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		nov	2.4	%
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	nov	-0.7	%
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		dic	96.6	
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	dic	86.5	
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ott	-5.7	%
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ott	-0.3	%
		12:00	ITA	PPI a/a	0	nov	-2.8	%
		12:00	ITA	PPI m/m	0	nov	0.7	%
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	nov	2.8	%
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		nov	0.6	%
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	nov	2.3	%
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	nov	0.3	%
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	nov	0.4	%
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		dic	-11.1	
16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	dic	-13.7			
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		dic	prel 74.0			

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 (16 – 20 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	16/12	08:15	EUR * Discorsi di Lagarde e Simkus (BCE)
		09:45	EUR Discorso di Guindos (BCE)
		13:00	EUR Discorso di Wunsch (BCE)
		13:30	EUR Discorso di Escrivá (BCE)
		17:30	EUR Discorso di Schnabel (BCE)
Mar	17/12	10:00	EUR Discorso di Kazimir (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Rehn (BCE)
Mer	18/12	08:35	EUR Discorso di Muller (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Lane (BCE)
		10:30	EUR Discorso di Nagel (BCE)
		20:00	USA ** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds -25pb a 4,25%-4,50%)
		20:30	USA ** Conferenza stampa di Powell (Fed)
--	UE	Vertice UE-Balceni occidentali	
Gio	19/12	13:00	GB ** Riunione BoE (previsione Intesa Sanpaolo: bank rate invariato a 4,75%)
		13:30	GB ** Conferenza stampa della BoE
		--	GIA ** Riunione BoJ (previsione Intesa Sanpaolo: tasso a breve invariato a 0,25%)
		--	UE * Consiglio Europeo

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T3	1.9	%	1.5	0.8
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T3	2.2	%	2.2	2.2
CPI m/m	nov	0.2	%	0.3	0.3
CPI a/a	nov	2.6	%	2.7	2.7
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	nov	3.3	%	3.3	3.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	nov	0.3	%	0.3	0.3
Richieste di sussidio	settim	225 (224)	x1000	220	242
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.9	Mln	1.9	1.886
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	nov	0.3	%	0.2	0.2
PPI m/m	nov	0.3 (0.2)	%	0.2	0.4
Prezzi all'import m/m	nov	0.3	%	-0.2	

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

Stati Uniti: employment report solo apparentemente migliore del previsto. Il rapporto sull'occupazione di novembre mostra da un lato numeri lievemente migliori delle attese sugli occupati (ma distorti dal rientro dell'effetto di uragani e scioperi), dall'altro un aumento sia pur lento della disoccupazione in un contesto di contrazione delle forze di lavoro. Nel complesso, le indicazioni negative a nostro avviso prevalgono: il dato non rappresenta un ostacolo per un ulteriore taglio dei tassi da parte della Fed il prossimo 18 dicembre, né per il prosieguo del percorso di graduale avvicinamento della politica monetaria verso un territorio di neutralità.

Stati Uniti: CPI di novembre ancora in linea con le attese. Come già ad ottobre, il dato di novembre sul CPI è in linea con le attese, anche se conferma che la seconda parte del 2024 ha visto una sostanziale pausa nel processo disinflattivo. Ciò non dovrebbe impedire un taglio dei tassi da 25 punti-base da parte della Fed il 17-18 dicembre (che pure non è certo); tuttavia, nelle SEP che saranno diffuse in occasione del FOMC di settimana prossima, la Fed potrebbe ridurre i tagli attesi nel 2025, dai quattro previsti a settembre a due/tre. Anzi non è escluso che già nella riunione di fine gennaio possa esservi una pausa nel ciclo di tagli dei tassi, in attesa di dati più favorevoli sull'inflazione; tali dati a nostro avviso potrebbero arrivare nei mesi successivi, consentendo alla banca centrale di portare i tassi sui fed funds a 3,50-3,75% entro il prossimo giugno (al di sotto delle attuali aspettative dei mercati).

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	ott	-1.5 (-2.0)	%	-0.1	0.0
FRA	IPCA m/m finale	nov	0.1	%	-0.1	-0.1
FRA	IPCA a/a finale	nov	1.7	%	1.7	1.7
FRA	CPI m/m Ex Tob	nov	0.3	%		-0.1
GER	CPI m/m finale	nov	-0.2	%	-0.2	-0.2
GER	CPI a/a finale	nov	2.2	%	2.2	2.2
GER	IPCA m/m finale	nov	-0.7	%	-0.7	-0.7
GER	IPCA a/a finale	nov	2.4	%	2.4	2.4
GER	Bilancia commerciale destag.	ott	17.0	Mld €	16.1	13.4
ITA	Produzione industriale m/m	ott	-0.3 (-0.4)	%	0.2	0.0
SPA	IPCA a/a finale	nov	2.4	%	2.4	2.4

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

La BCE taglia i tassi di 25pb e non fornisce indicazioni sulle prossime mosse. Come atteso, la BCE ha annunciato una riduzione al 3,0% del tasso sui depositi. Non ha stupito neppure la scelta di astenersi da qualsiasi anticipazione sulle prossime mosse, che saranno decise riunione per riunione. Le proiezioni di crescita e inflazione sono state liminate, anche se lo scenario centrale resta di debole ripresa, e sono coerenti con almeno altri 100pb di taglio dei tassi ufficiali.

Italia: produzione industriale invariata a ottobre. La produzione industriale italiana è rimasta ferma ad ottobre dopo la flessione di settembre. Pesano soprattutto i mezzi di trasporto (anche che il comparto estrattivo e quello della raffinazione), mentre tra i pochi segnali positivi spicca l'alimentare. L'industria dovrebbe frenare il valore aggiunto almeno ancora nei due trimestri a cavallo d'anno, il che aggiunge rischi al ribasso alla nostra previsione di crescita del PIL 2025 (recentemente rivista da 1,2% a 1%).

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t finale	T3	0.2	%	0.2	0.3
PIL t/t, ann. finale	T3	0.9	%	0.9	1.2
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T4	13		12	14
Tankan, grandi imprese non manifat.	T4	34		32	33
Produzione industriale m/m finale	ott	3.0	%		2.8

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	nov	-0.3	%	-0.4	-0.6
CPI a/a	nov	0.3	%	0.5	0.2
PPI a/a	nov	-2.9	%	-2.8	-2.5

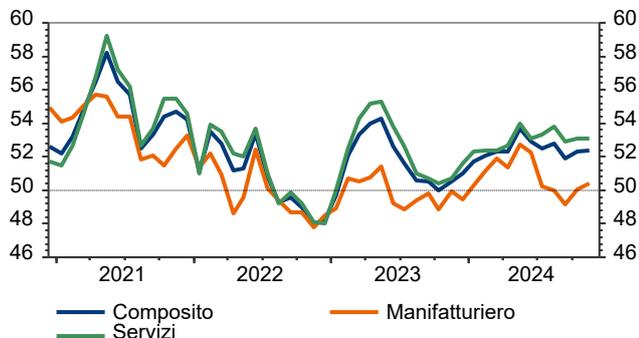
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina: inflazione novembre 2024. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa da 0,3% a/a in ottobre a 0,2% a/a in novembre, riportandosi sui minimi toccati a giugno. Il rallentamento dell'inflazione degli alimentari, guidato dalle verdure, e la deflazione nei comparti dei beni e servizi per la famiglia e dei trasporti hanno compensato l'accelerazione dell'inflazione dei beni e servizi vari e di istruzione e intrattenimento. L'inflazione core è risalita solo marginalmente ma la deflazione dei prezzi alla produzione si è ridotta. L'aumento dei prezzi delle materie prime 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 ripresa della domanda sostenuta dallo stimolo fiscale e monetario. Tuttavia, la riduzione della deflazione degli alimentari potrebbe risultare contenuta perché la dinamica sostenuta dei prezzi della carne di maiale - che la guida - appare vicino alla svolta. Questo fattore, la concorrenza al ribasso sui prezzi di diversi beni operata dalle imprese per conquistare quote di mercato e l'eccesso di capacità produttiva in alcuni settori, contribuiranno a mantenere l'inflazione molto bassa anche nel 2025.

Cina: commercio estero novembre 2024. Dopo la forte accelerazione in ottobre (12,7% a/a) la dinamica delle esportazioni è rallentata (+6,7% a/a) più delle attese in novembre, mentre la contrazione delle importazioni si è accentuata. (-3,9% 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 esportazioni continueranno, inoltre, ad essere supportate dal calo dei prezzi e dal cambio effettivo reale. Le misure a sostegno del mercato immobiliare e l'atteso aumento dello stimolo fiscale dovrebbero contribuire, invece, a sostenere le importazioni.

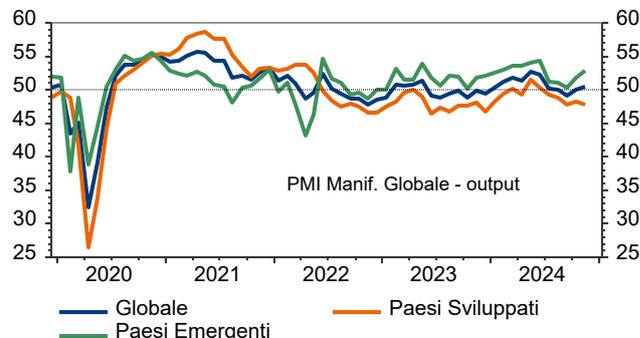
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



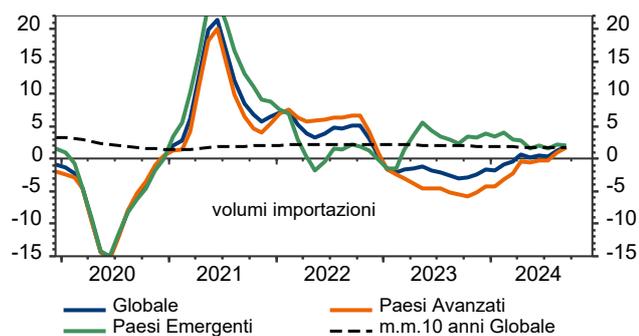
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



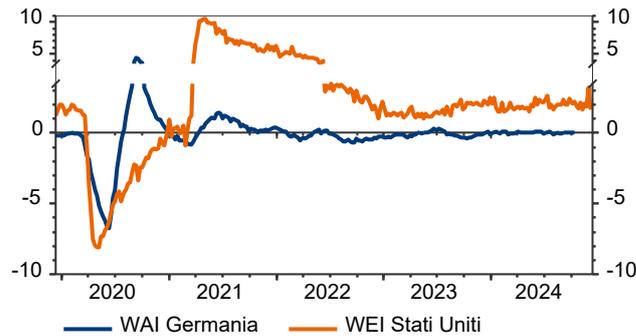
Fonte: S&P Global

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



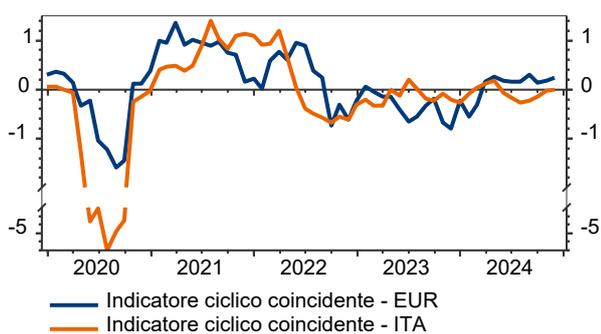
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



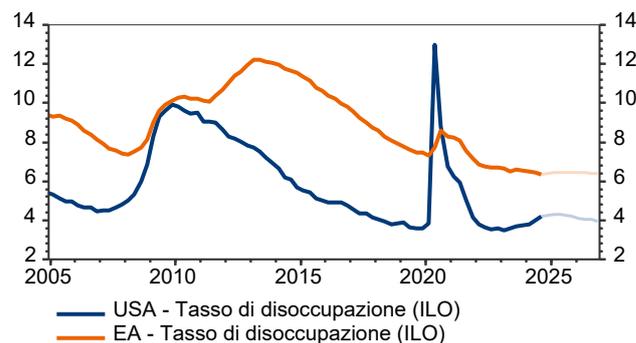
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

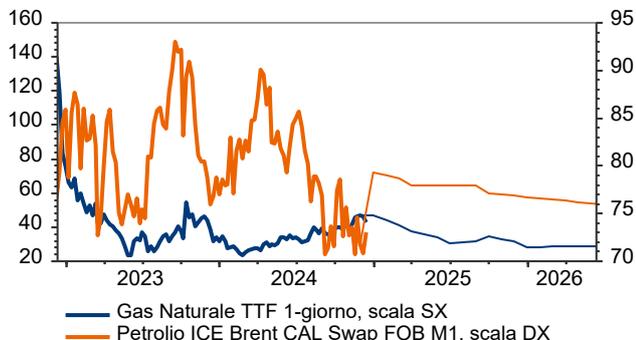
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

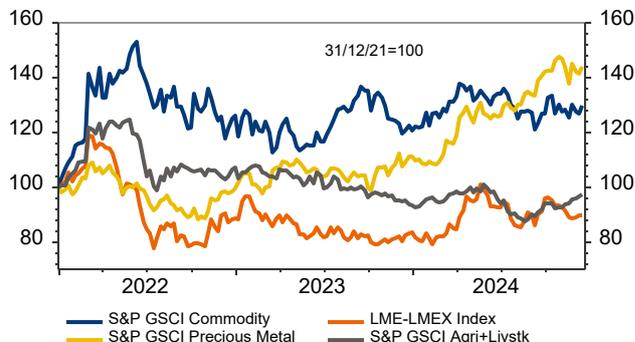
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



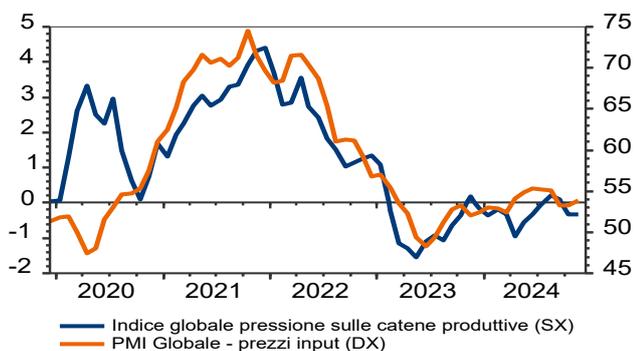
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



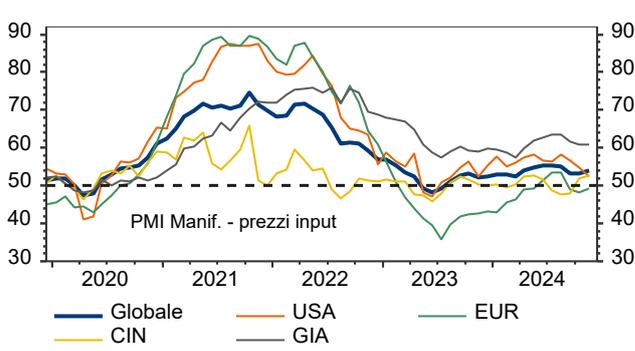
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



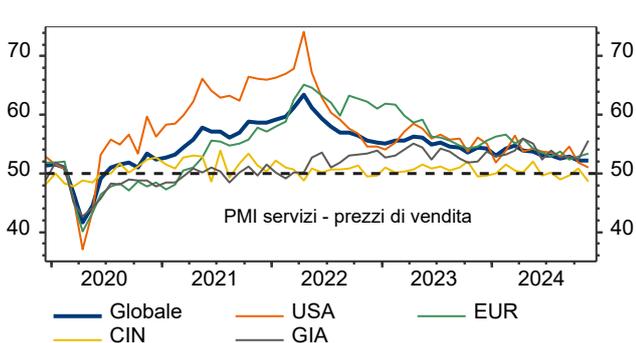
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



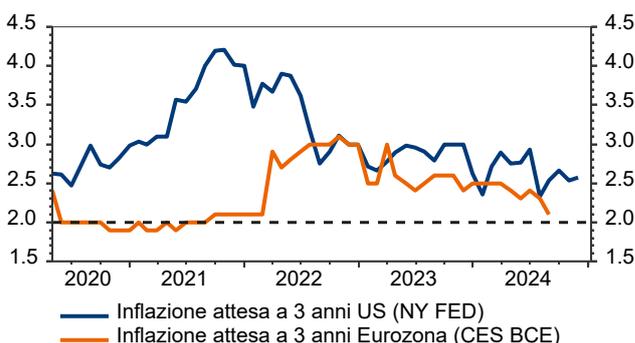
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

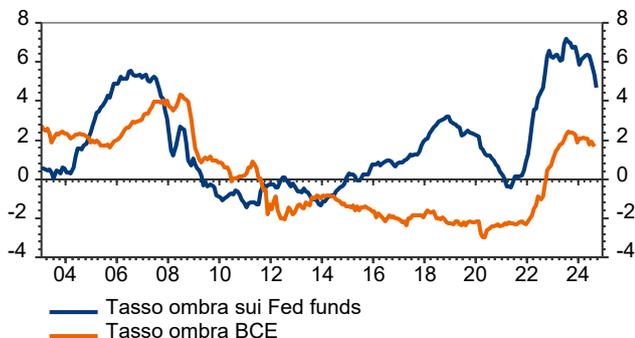
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

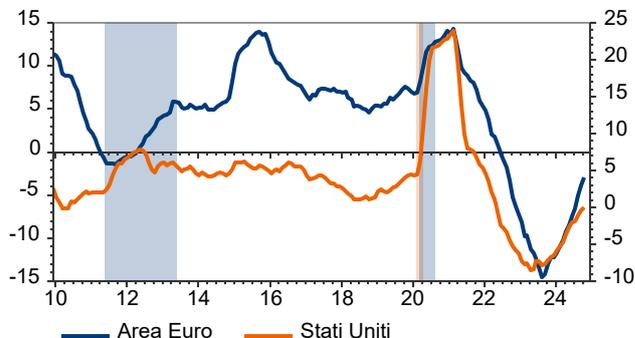
Condizioni Finanziarie

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



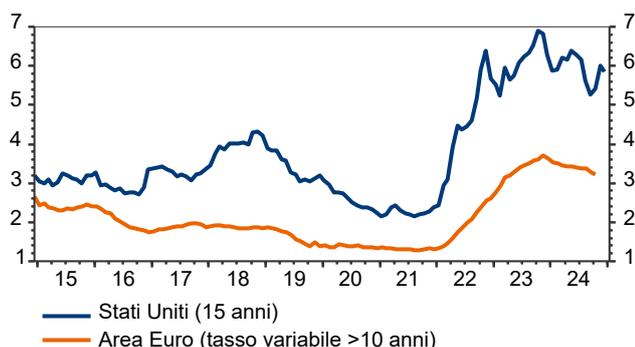
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



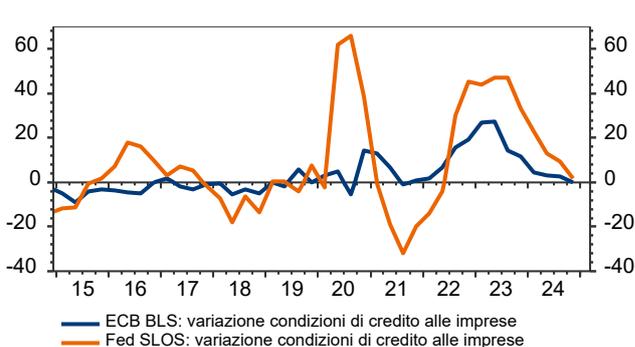
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



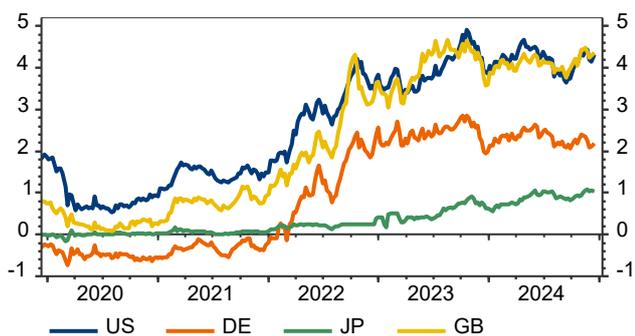
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



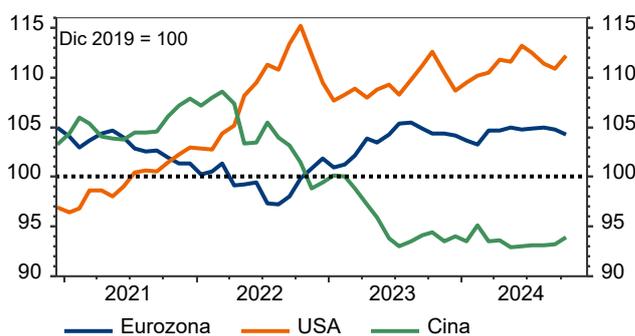
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

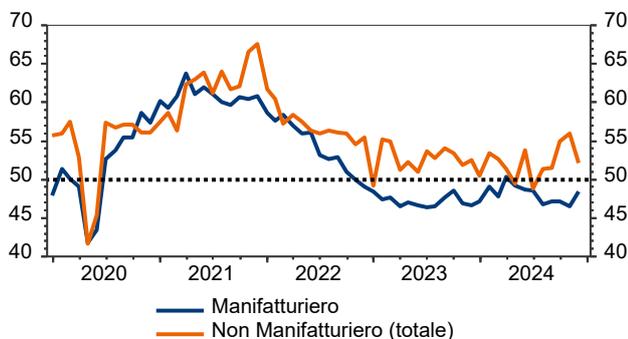
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

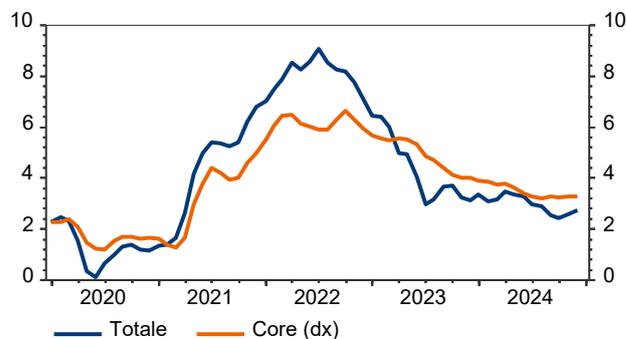
Stati Uniti

Indagini ISM



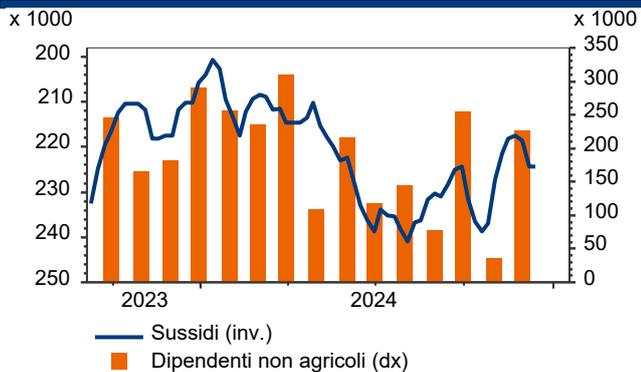
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



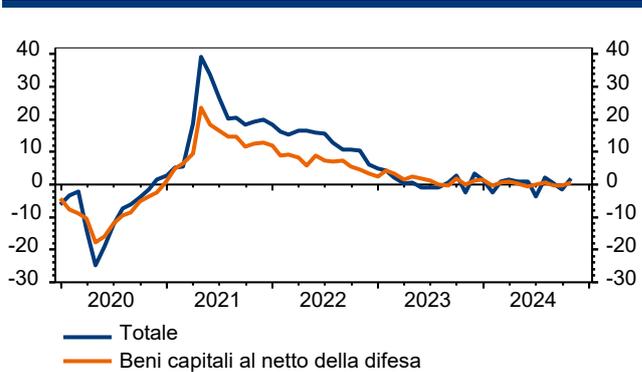
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

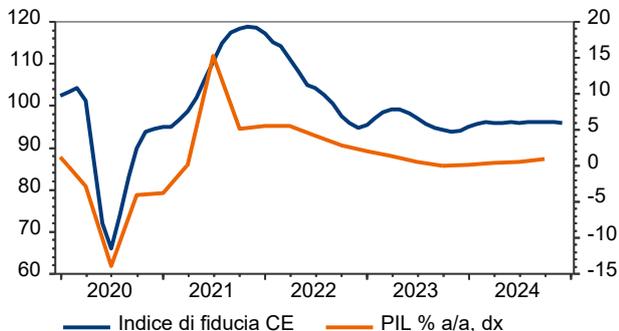
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.7	2.0	3.2	2.9	3.0	2.7	2.3	2.3	2.0	1.9
- trim./trim. annualizzato				3.2	1.6	3.0	2.8	1.7	1.5	2.0	2.3
Consumi privati	2.5	2.6	2.0	3.5	1.9	2.8	3.5	1.9	1.6	1.6	1.7
IFL - privati non residenziali	6.0	4.1	4.8	3.8	4.5	3.9	3.8	5.6	4.8	4.8	5.1
IFL - privati residenziali	-8.3	3.9	2.1	2.5	13.7	-2.8	-5.0	1.7	3.5	4.5	5.0
Consumi e inv. pubblici	3.9	3.3	2.1	3.6	1.8	3.1	5.0	1.4	1.3	1.7	2.0
Esportazioni	2.8	3.2	4.2	6.2	1.9	1.0	7.5	3.1	3.5	4.2	5.0
Importazioni	-1.2	5.8	7.2	4.2	6.1	7.6	10.2	5.9	7.9	6.9	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.2	-0.4	-0.5	0.9	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.3	-3.7	-4.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.8	-7.4	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	137.7	138.3								
CPI (a/a)	4.1	3.0	2.3	3.2	3.2	3.2	2.6	2.8	2.4	2.1	2.4
Produzione industriale	0.2	-0.3	1.1	-0.4	-0.4	0.6	-0.2	-0.4	0.6	0.5	0.5
Disoccupazione (%)	3.6	4.1	4.2	3.7	3.8	4.0	4.2	4.3	4.3	4.2	4.1

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

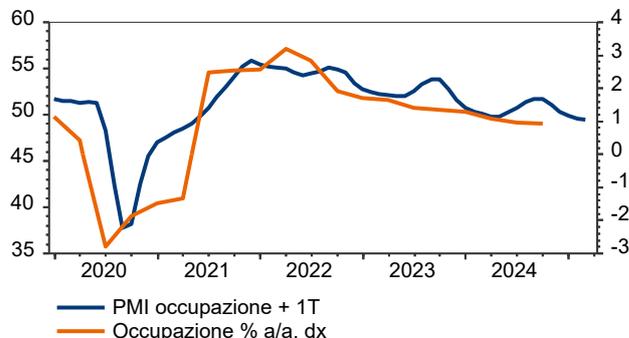
Area euro

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 ex tob	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	126.6	2.0	2.7	2.7	2.0
nov-24	126.7	123.1	119.8	126.1	2.3	2.8	2.7	2.2
dic-24	127.2	123.7	119.3	126.6	2.6	2.9	1.8	2.4
Media	126.1	122.4	119.1	125.6	2.4	2.9	2.8	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 ex tob	IPCA ex tob
gen-25	126.3	122.5	118.7	125.8	2.2	2.5	2.3	2.1
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	128.0	2.0	2.6	2.1	2.0
mag-25	128.8	125.5	122.2	128.3	2.0	2.4	2.3	2.0
giu-25	129.0	125.7	122.1	128.5	1.9	2.2	1.8	1.9
lug-25	128.7	125.4	121.9	128.2	1.7	2.1	1.8	1.7
ago-25	128.7	125.4	121.8	128.2	1.6	1.7	1.4	1.6
set-25	129.1	125.8	122.1	128.6	2.0	2.0	1.6	2.0
ott-25	129.4	126.0	122.1	128.9	1.9	1.9	1.4	1.8
nov-25	129.0	125.6	121.6	128.5	1.9	2.0	1.5	1.9
dic-25	129.6	126.2	121.9	128.9	1.9	2.0	2.1	1.8
Media	128.4	125.0	121.3	127.9	1.9	2.1	1.9	1.8

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

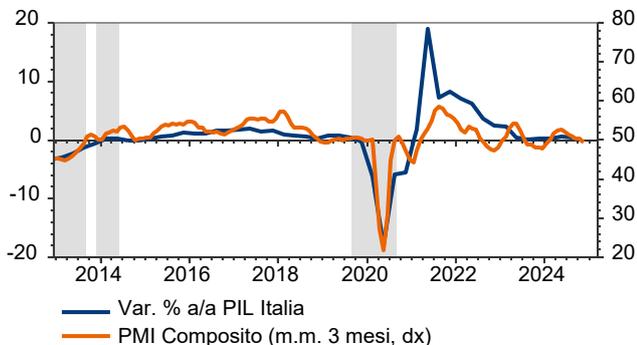
Previsioni

	2023	2024	2025	2023				2025			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	0.9	0.1	0.4	0.5	0.9	1.0	0.9	1.0	0.8
- t/t				0.0	0.3	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
Consumi privati	0.7	0.9	1.1	0.0	0.3	0.0	0.7	0.1	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	1.8	-2.0	0.6	1.4	-2.3	-2.4	2.0	0.4	-0.5	0.4	0.0
Consumi pubblici	1.6	2.3	1.0	0.7	0.1	1.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.5	1.0	1.4	0.3	1.1	1.5	-1.5	0.4	0.8	0.3	0.5
Importazioni	-1.2	0.1	2.0	0.2	-0.3	1.1	0.2	0.5	0.4	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.9	-0.3	0.2	-0.5	0.0	0.1	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.7	2.6	2.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.2	-2.9								
Debito pubblico (% PIL)	87.5	88.1	88.7								
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)	-1.7	-3.0	-0.3	-3.6	-4.6	-3.8	-1.7	-2.0	-1.4	-1.0	0.0
Disoccupazione (%)	6.6	6.4	6.5	6.5	6.5	6.4	6.3	6.3	6.4	6.4	6.5
Euribor 3 mesi	3.43	3.58	2.14	3.96	3.92	3.81	3.56	3.02	2.49	2.11	1.97

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

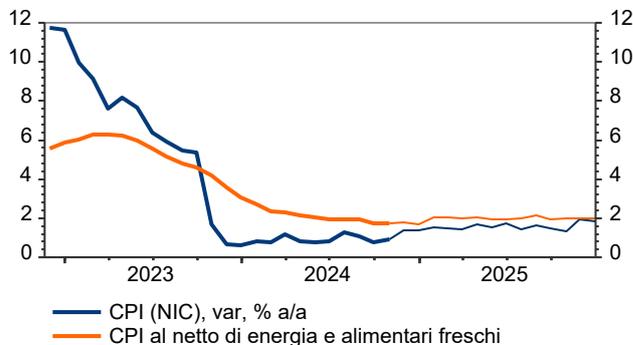
Italia

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	123.4	121.2	120.0	120.1	1.6	1.4	1.2	1.2
dic-24	123.9	121.7	120.6	120.7	1.8	1.7	1.5	1.5
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	122.6	122.1	121.4	121.5	1.8	1.7	1.8	1.8
feb-25	122.7	122.3	121.6	121.6	1.9	1.7	1.9	1.9
mar-25	124.2	122.4	121.2	121.7	2.0	1.8	1.6	1.9
apr-25	125.2	122.8	121.5	122.0	2.3	2.1	1.8	2.3
mag-25	125.3	123.0	121.5	122.0	2.1	2.0	1.7	2.1
giu-25	125.6	123.2	121.7	122.2	2.2	2.1	1.8	2.3
lug-25	124.1	123.3	121.8	121.8	1.9	1.7	1.5	1.5
ago-25	124.1	123.7	122.2	122.2	2.0	1.9	1.7	1.7
set-25	125.3	123.3	121.9	121.9	1.9	1.7	1.6	1.6
ott-25	125.5	123.1	121.7	121.7	1.7	1.6	1.4	1.3
nov-25	125.4	123.0	121.7	121.7	1.7	1.5	1.4	1.3
dic-25	126.7	124.3	123.0	123.0	2.3	2.1	2.0	1.9
Media	124.7	123.0	121.8	121.9	2.0	1.8	1.7	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	0.7	0.4	0.6	0.6	0.8	1.3	0.6	0.6	0.8	1.3
- t/t				0.0	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	1.0	0.7	1.8	-1.7	0.2	0.6	1.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	8.7	0.1	0.2	1.5	-0.9	-0.5	-1.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.9	0.5	0.5	0.3	-0.6	0.9	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	1.1	-0.3	0.6	1.3	-0.2	-1.2	-0.9	-0.4	0.8	0.6	0.6	-0.4	0.8	0.6	0.6
Importazioni	0.0	-2.0	1.7	-1.1	-1.0	0.3	1.2	0.8	-0.4	0.5	0.6	0.8	-0.4	0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-2.3	-0.5	0.1	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	-0.3	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.1	1.3	1.1												
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-3.8	-3.3												
Debito pubblico (% PIL)	134.8	135.6	136.9												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.1	2.0	1.0	1.0	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	1.9	1.5	1.9	2.2	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	0.9
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	6.4	6.2	7.5	7.1	6.7	6.1	5.8	6.0	6.2	6.3	5.8	6.0	6.2	6.3
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.66	3.72	4.19	3.74	3.86	3.61	3.45	3.57	3.67	3.77	3.45	3.57	3.67	3.77

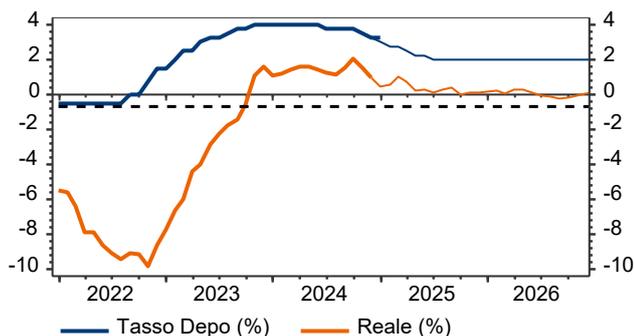
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	12/12	dic	mar	giu	set
Deposit rate	4.00	3.75	3.50	3.00	3.00	2.50	2.00	2.00
Euribor 1m	3.86	3.63	3.35	2.87	2.95	2.41	2.01	1.97
Euribor 3m	3.89	3.71	3.28	2.84	2.89	2.33	2.01	1.97

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

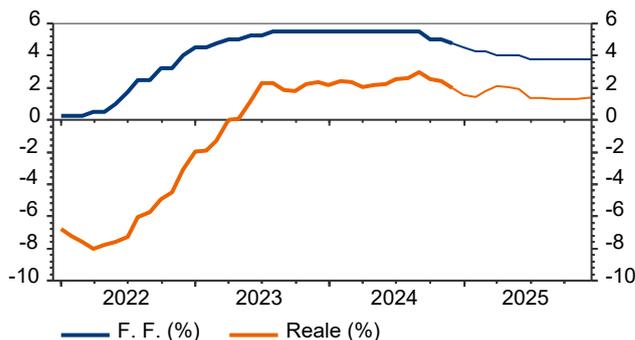


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	12/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.50	5.50	5.00	4.75	4.50	4.00	3.75	3.75
OIS 3m	5.32	5.32	4.59	4.34	4.32	3.85	3.70	3.75

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

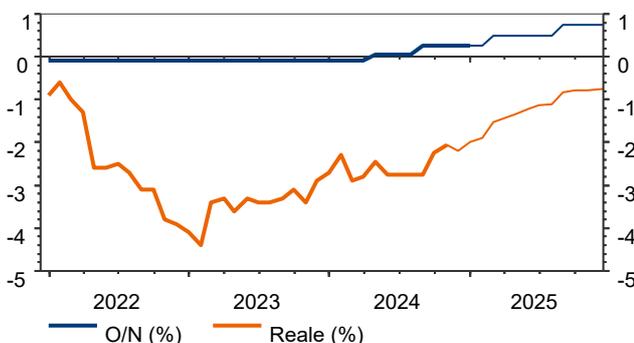


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	mar	giu	set	12/12	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	0.35	0.47	0.55	0.65	0.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

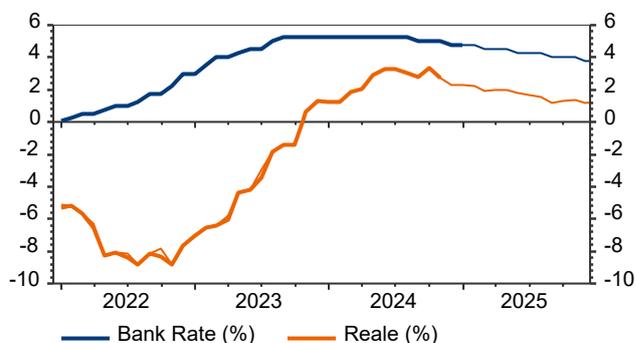


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	12/12	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	4.64	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	13/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.05	1.08	1.08	1.11	1.06	1.0491	1.05	1.03	1.05	1.07	1.08
USD/JPY	135	145	157	141	155	153.54	150	153	148	140	137
GBP/USD	1.24	1.25	1.28	1.32	1.27	1.2648	1.27	1.25	1.28	1.31	1.33
EUR/CHF	0.99	0.95	0.97	0.94	0.94	0.9373	0.94	0.93	0.95	0.97	1.00
EUR/JPY	145	157	170	156	165	161.10	158	157	155	150	148
EUR/GBP	0.86	0.86	0.84	0.84	0.83	0.8293	0.83	0.83	0.82	0.82	0.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com