

Weekly Economic Monitor

Il punto

In settimana, la BCE ha tagliato ancora i tassi, evitando di impegnarsi riguardo al punto di arrivo del ciclo espansivo. Confermiamo la previsione centrale di altri tre tagli di 25 punti base, che ci attendiamo saranno attuati a marzo, aprile e giugno; tuttavia, in caso di materializzazione dei rischi negativi per la crescita, l'allentamento della politica monetaria potrebbe essere più profondo. In tal senso, i dati sul PIL del 4° trimestre hanno sorpreso al ribasso, ma qualche spiraglio di ripartenza si intravede dalle indagini di fiducia di gennaio. Sul fronte dell'inflazione, il dato di gennaio per l'Eurozona, che sarà diffuso lunedì, dovrebbe vedere un IPCA in calo sia sull'indice headline sia, in maggior misura, sul core. Negli Stati Uniti, la Fed è in stand-by, in attesa di progressi sull'inflazione e di maggiore chiarezza sugli effetti delle politiche attuati dalla nuova amministrazione: per il momento, manteniamo l'idea di due tagli nelle tre riunioni restanti del primo semestre, ma questo scenario richiede che i dati dei primi mesi del 2025 evidenzino una significativa moderazione dell'inflazione, o almeno che vi siano segnali di indebolimento del mercato del lavoro (già dai dati di gennaio in uscita venerdì prossimo), altrimenti la finestra per nuovi tagli dei tassi potrebbe chiudersi nel giro di qualche mese.

Eurozona:

■ Questa settimana:

- **La decisione di politica monetaria della BCE è stata del tutto in linea con le attese:** taglio dei tassi di 25 punti base, deciso all'unanimità, conferma dell'approccio riunione per riunione basato sui dati, nessun cambiamento agli altri strumenti di politica monetaria. La direzione delle prossime mosse è chiara: ci saranno sicuramente altri tagli, in quanto il posizionamento della politica monetaria è ancora giudicato "restrittivo". Tuttavia, il Consiglio non vuole impegnarsi in anticipo riguardo al punto di arrivo del processo, a causa dei numerosi e rilevanti fattori di incertezza. Lagarde ha preannunciato che il 7 febbraio sarà pubblicato uno studio dello staff che aggiorna le stime interne sul tasso naturale di interesse, che fornirà indicazioni riguardo all'intervallo all'interno del quale potrebbe arrestarsi la fase di discesa se lo scenario di base sarà confermato. Confermiamo la previsione centrale di altri tre tagli di 25 punti base, che ci attendiamo saranno attuati a marzo, aprile e giugno. In caso di materializzazione dei rischi negativi per la crescita, però, l'allentamento della politica monetaria potrebbe essere più profondo.
- **PIL 4° trimestre 2024: prevalgono le sorprese al ribasso.** L'economia dell'Eurozona è risultata stagnante alla fine dell'anno scorso, dopo che il robusto 0,4% t/t registrato durante l'estate era stato sostenuto dall'effetto dei giochi olimpici in Francia e dal tipicamente volatile dato irlandese, fattori che si sono invertiti a fine anno. L'area euro archivia dunque il 2024 con una crescita media annua di 0,7% (da 0,5% dell'anno precedente), e riteniamo che anche nell'anno in corso la ripresa resterà su ritmi inferiori all'1% (la nostra previsione corrente è 0,9%). Tra le principali economie, nel 4° trimestre 2024 si registra una contrazione superiore alle attese in **Germania** (-0,2% t/t), penalizzata da un calo delle esportazioni che dovrebbe aver compensato ritmi di crescita dei consumi ancora positivi. Si riduce il PIL anche in **Francia** (-0,1% t/t), per via del venir meno dell'impatto delle Olimpiadi, a fronte di una crescita nulla in **Italia**, dove il sorprendente calo del valore aggiunto nei servizi (che non escludiamo possa essere dovuto a problematiche nei processi di destagionalizzazione) è stato compensato dalla vivacità delle costruzioni. Ancora solidi i ritmi di crescita registrati in **Spagna** (0,8% t/t) e Portogallo (1,5% t/t): in Spagna, oltre al dinamismo dei consumi e alla vivacità dei flussi turistici in entrata, si registra anche un inatteso e ampio rimbalzo per gli investimenti, che tornano

31 gennaio 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

al di sopra dei livelli di fine 2019. **Ci aspettiamo che l'economia dell'Eurozona, dopo la volatilità vista tra il 3° e il 4° trimestre 2024, torni ad espandersi già dal trimestre in corso, sia pur su ritmi modesti (in linea con la media del 2024, a 0,2-0,3% t/t per tutto il 2025).**

- **Indagini di fiducia: spiragli di luce a inizio 2025.** Le indagini della Commissione Europea di gennaio hanno evidenziato un miglioramento dell'indice composito **ESI** a 95,3 da un precedente 93,8, anche se il morale resta al di sotto dei livelli di novembre. Si registrano progressi per l'industria (-12,9 da -14,1), i servizi (6,9 da 6) e le costruzioni (-3 da -3,8), a fronte di una correzione per il commercio al dettaglio (-5 da -4,5). Confermato anche il lieve miglioramento della fiducia dei consumatori (-14,2 da -14,5), anche se tornano a peggiorare le intenzioni di acquisto di beni durevoli. In Germania l'indice IFO è risalito lievemente a 85,1 da 84,7, trainato dal secondo miglioramento consecutivo della valutazione della situazione corrente (86,1 da 85,1) a fronte del terzo calo mensile delle aspettative (84,2 da 84,4), una dinamica che riflette l'elevato grado d'incertezza sia domestica che internazionale, che preoccupa le imprese tedesche; l'aumento dell'IFO si unisce comunque al dato diffuso la settimana scorsa sul PMI composito di dicembre, tornato in prossimità della soglia d'invarianza dopo sei mesi in territorio recessivo. In Italia a gennaio è tornata a salire la fiducia sia dei nuclei famigliari (da 96,3 a 98,2) che delle imprese (da 95,3 a 95,7, massimo dallo scorso marzo); tra le aziende, si nota un recupero a sorpresa nel manifatturiero e nelle costruzioni, a fronte di una correzione nei servizi e nel commercio. In **Francia**, dopo tre mesi di calo, è tornato a salire l'indice INSEE di **fiducia dei consumatori** (da 89 a 92, un livello ancora inferiore alla media storica), grazie ad aspettative meno pessimistiche sulla situazione personale e sul clima nazionale.
- **Inflazione.** In **Francia** l'inflazione è rimasta invariata all'1,8% a/a su base armonizzata ed è salita di un decimo all'1,4% a/a sull'indice nazionale: lo spaccato preliminare dei dati evidenzia, come atteso, una risalita dell'energia a fronte di una incoraggiante moderazione nei servizi, che tornano sotto la soglia del 2% nonostante gli ulteriori rincari delle assicurazioni. In **Spagna** l'inflazione è salita di un decimo, al 2,9% a/a, su base armonizzata, e di due decimi, al 3%, sul paniere nazionale, spinta dall'energia; l'indice al netto di energia e alimentari freschi (sulla misura nazionale) è sceso di due decimi al 2,4% a/a, grazie soprattutto al capitolo delle spese per tempo libero e cultura. In **Germania** i prezzi sono calati di due decimi, per un indice armonizzato stabile al 2,8% a/a e una misura nazionale in calo di tre decimi al 2,3%; il dato core (sull'indice nazionale) vede una flessione a 2,9% da 3,3% precedente.
- **Mercato del lavoro.** Nell'**area euro** il **tasso di disoccupazione** a dicembre è salito al 6,3% dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto al ribasso di un decimo a 6,2%. Il tasso dei senza lavoro è rimasto invariato in Germania (3,4%), è calato in Spagna (10,6% da 10,7%) ed è risalito in Francia (7,8% da 7,7%). In **Italia**, dove **il tasso di disoccupazione è salito a 6,2% da 5,9%** (rivisto al rialzo di due decimi), sono tornati a calare gli inattivi dopo cinque mesi di aumento, ma la maggiore partecipazione si è tradotta in un aumento delle persone in cerca di occupazione a fronte di una stagnazione per gli occupati. **A gennaio, in Germania, il tasso di disoccupazione misurato sull'indice nazionale è aumentato di un decimo** al 6,2%, proseguendo nel trend di salita che dura da circa due anni e mezzo. In generale, **nell'Eurozona, vi sono segnali del fatto che il minor vigore del ciclo si stia iniziando a riflettere in un indebolimento del mercato del lavoro.**
- **M3 e BLS.** A dicembre la crescita dell'aggregato monetario **M3** ha rallentato a sorpresa a 3,5% a/a da un precedente 3,8%: il dato risente prevalentemente della decisa decelerazione della componente M2-M1 a 4,5% a/a da 6,5% (in sostanza, depositi a termine che potrebbero aver risentito del calo dei tassi d'interesse); i dati sul credito evidenziano però segnali più incoraggianti di ulteriore graduale ripresa dei prestiti ai consumatori (1,1% a/a da 0,9%) e alle imprese (1,5% a/a da 1%): il calo dei tassi BCE dovrebbe contribuire a sostenere la domanda di credito, soprattutto di mutui, anche nei prossimi mesi. La **Bank Lending Survey** di gennaio della BCE ha infatti confermato il

rimbalzo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni, a fronte di una domanda ancora piuttosto debole da parte delle imprese; si registra inoltre una restrizione delle condizioni creditizie per le imprese e per il credito al consumo; le componenti relative alle aspettative sono coerenti con un approccio ancora cauto da parte del settore bancario anche a inizio 2025.

- **Francia.** È stato raggiunto in Commissione un accordo per il **Budget 2025**. Secondo indiscrezioni di stampa (Les Echos), il disavanzo programmatico dovrebbe attestarsi, come atteso, tra il 5,3% e il 5,4% del PIL. Il testo approderà lunedì all'Assemblea Nazionale. Molto probabilmente il governo Bayrou ricorrerà all'articolo 49.3 della Costituzione per l'approvazione, cui potrebbe seguire una mozione di censura entro le 48 ore successive. Per l'esito sarà decisivo il voto del partito socialista, con cui l'esecutivo ha negoziato per raggiungere un accordo sulla versione finale della legge finanziaria.

■ La prossima settimana:

- **Inflazione.** L'inflazione nell'**Eurozona** dovrebbe essere calata di un decimo a gennaio, al 2,3% a/a. L'energia ha causato pressioni al rialzo, mentre l'indice core al netto di energia e alimentari freschi dovrebbe moderare a 2,5% dopo il 2,7% visto negli ultimi 4 mesi del 2024. In **Italia** i listini sono attesi in calo di -0,9% m/m sull'indice armonizzato mentre su base nazionale è prevista una crescita di 0,5% m/m (come di consueto, nel mese di gennaio la differenza tra i due indici è dovuta al diverso trattamento dei saldi invernali su abbigliamento e calzature); l'inflazione dovrebbe comunque tornare a crescere su entrambe le misure per via del ridimensionamento dell'effetto base negativo sull'energia che negli ultimi mesi ha contribuito a mantenere l'inflazione italiana al di sotto della media europea: stimiamo una salita di due decimi, all'1,6% a/a dall'1,4% per l'inflazione armonizzata e all'1,5% a/a dall'1,3% per quella nazionale.
- **Produzione industriale.** In **Germania** l'output dovrebbe essere tornato a calare a dicembre (stimiamo di -1,2% m/m) dopo il rimbalzo di 1,5% m/m registrato il mese precedente: il balzo di novembre era stato sostenuto da energia, costruzioni e dal tipicamente volatile settore degli "altri mezzi di trasporto", attesi ridimensionarsi a fine anno; un contributo negativo dovrebbe essere venuto dagli scioperi negli stabilimenti Volkswagen. Anche in **Francia** ci aspettiamo una flessione della produzione industriale, stimiamo di -0,1% m/m da un precedente +0,2%: l'indagine mensile della Banque de France ha registrato un nuovo calo del tasso di utilizzo della capacità produttiva, che potrebbe essere solo parzialmente compensato da un maggior vigore del settore agro-alimentare e dall'aumento della produzione di energia.
- In calendario in **area euro** anche i dati di dicembre relativi a prezzi alla produzione e vendite al dettaglio. Ci aspettiamo un'ulteriore crescita del **PPI** (0,4% m/m da un precedente 1,6% m/m) sulla scia dei rincari dell'energia. Le **vendite al dettaglio** dovrebbero tornare a calare, stimiamo di -0,8% m/m dopo lo 0,1% m/m di novembre, per via della flessione registrata sia in Germania che in Francia (l'aumento di 0,7% m/m dei consumi di beni in Francia a dicembre è spiegato da immatricolazioni di auto ed energia, che non rientrano nelle vendite al dettaglio come misurate da Eurostat).

Stati Uniti:

■ Nell'ultima settimana:

- **FOMC in stand-by, in attesa di maggiori progressi sul fronte inflattivo.** [La riunione del FOMC di gennaio si è conclusa con la decisione unanime di mantenere il tasso sui fed funds invariato](#) al 4,25-4,50%, in linea con le attese. Sono stati eliminati i riferimenti del comunicato sia ai progressi sul fronte inflattivo sia all'indebolimento del mercato del lavoro, anche se il tono della conferenza stampa è stato meno hawkish di quello dello statement. In sintesi, la Fed è in modalità di wait-and-see, in attesa di progressi sull'inflazione, e di maggiore chiarezza sugli effetti delle politiche della nuova amministrazione. Per il momento, manteniamo l'idea di due tagli nelle tre riunioni restanti del primo semestre, ma questo scenario richiede che i dati dei primi mesi del 2025

evidenzino una significativa moderazione dell'inflazione, o almeno che vi siano segnali di indebolimento del mercato del lavoro. Se nessuna di queste due condizioni si materializzasse a breve, la finestra per nuovi tagli dei tassi potrebbe chiudersi, in quanto nella seconda metà dell'anno l'implementazione anche parziale delle politiche di Trump potrebbe mettere a rischio il processo disinflattivo.

- **PIL meno forte del previsto a fine 2024, ma domanda per consumi ancora robusta.** Il PIL del 4° trimestre 2024 è rallentato più del previsto, a 2,3% t/t ann. da 3,1% nei tre mesi precedenti. Tuttavia, i consumi privati hanno visto un'accelerazione a 4,2% t/t ann. da 3,7% precedente. Si registra, invece, sia un rallentamento della spesa pubblica (a 2,5% t/t ann. da 5,1%) che una flessione degli investimenti (-0,6% t/t ann. da 2,1%) per via della componente non residenziale (-2,2% t/t ann. da 4%) e, in particolare, delle attrezzature (-7,8% da 10,8%), in presenza, però, di un recupero per le costruzioni residenziali (5,3% da -4,3%). Un freno alla crescita (per quasi un punto percentuale) è venuto anche dalle scorte. Il contributo degli scambi con l'estero è stato pressoché nullo. Alcuni fattori temporanei potrebbero aver avuto un impatto negativo sull'attività economica nel trimestre scorso, tra cui gli uragani e gli scioperi Boeing, il che segnala possibili rischi al rialzo per il trimestre in corso.
- **Indagini di gennaio in frenata.** Il **PMI** composito è rallentato a sorpresa a 52,4 da 55,4 di dicembre, facendo registrare la frenata più ampia degli ultimi nove mesi: hanno pesato i servizi (52,8 da 56,8), mentre si osserva un recupero per il manifatturiero, tornato in territorio marginalmente espansivo dopo sei mesi di contrazione (a 50,1 da 49,4). A gennaio si registra, inoltre, un calo per la **fiducia dei consumatori**, sia secondo l'indice elaborato dall'Università del Michigan (a 71,1 da 74) sia in base a quello del Conference Board (104,1 da 109,5).
- **Beni durevoli in recupero al netto delle componenti più volatili.** I nuovi ordini di beni durevoli sono diminuiti di -2,2% m/m a dicembre, dopo il -2% di novembre, ma il dato al netto dei trasporti ha visto un rimbalzo di 0,3% m/m da -0,2% precedente; le commesse al netto di difesa e aerei sono aumentate di 0,5% m/m, da 0,9% m/m di novembre (rivisto da 0,4%).
- **Segnali di ripresa dal settore immobiliare.** Le vendite di case esistenti sono cresciute oltre le attese, per il terzo mese consecutivo, a dicembre, al livello più alto da quasi un anno (2,2% m/m da 4,8% precedente). Anche le vendite di nuove case sono salite più del previsto, ai massimi dallo scorso settembre (3,6% m/m da 9,8% di novembre).
- **Deficit commerciale ai massimi storici.** Il disavanzo negli scambi con l'estero è aumentato oltre le attese a dicembre, a 122,1 miliardi dai 103,5 di novembre, per via di una crescita dell'import (+3,9% m/m) a fronte di un calo dell'export (-4,5% m/m). Il dato potrebbe fornire ulteriori argomentazioni alla retorica protezionista della nuova amministrazione.
- **Segnali di apertura a un negoziato per evitare le tariffe annunciate verso Canada e Messico.** Il Segretario al Commercio Howard Lutnick ha dichiarato, durante la sua audizione al Senato, che Canada e Messico possono evitare l'imposizione di tariffe del 25% se adotteranno misure per fermare il flusso di droga e l'immigrazione illegale verso gli Stati Uniti entro la scadenza del 1° febbraio. Lutnick ha, inoltre, espresso il suo sostegno all'imposizione di dazi anche verso Europa e Asia.

■ La prossima settimana:

- **Employment report di gennaio: atteso un rallentamento nella creazione di posti di lavoro,** a 150 mila nuovi occupati non agricoli dai 256 mila di dicembre. Il tasso di disoccupazione è visto stabile al 4,1%, la crescita dei salari orari potrebbe risultare stabile a 0,3% m/m con una decelerazione di un decimo su base annua al 3,8%. Saranno pubblicate anche le revisioni annuali dell'Establishment Survey.
- **ISM di gennaio.** L'ISM manifatturiero è atteso poco variato a 49,3, mentre l'indice sui servizi è visto in accelerazione a 54,5 da 54 precedente.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 9 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 3/2	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		gen	prel 48.8	
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	gen	50.5	50.5
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	gen	46.2	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		gen	prel 45.3	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 44.1	44.1
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 46.1	46.1
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	gen	48.2	48.2
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	gen	0.1	%
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	gen	1.4	%
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	gen	0.1	%
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	gen	1.3	%
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	gen	2.4	%
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	gen	2.8	%
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		gen	50.1	
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		dic	0.0	%
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	gen	49.2 (49.3)	
Mar 4/2	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		dic	-0.4	%
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	dic	prel 0.3	%
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	dic	prel -2.2	%
Mer 5/2	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	gen	52.2	
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	dic	0.2	%
	09:45	ITA	PMI servizi	*	gen	50.7	50.5
	09:50	FRA	PMI servizi finale		gen	prel 48.9	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	gen	prel 52.5	52.5
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	gen	prel 50.2	50.2
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	gen	prel 51.4	51.4
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		dic	1.1	%
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	gen	51.2	51.2
	11:00	EUR	PPI a/a		dic	-1.2	%
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		gen	122	x1000
	14:30	USA	Bilancia commerciale		dic	-78.2	Mld \$
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		gen	52.4	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		gen	52.8	
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	gen	54.0 (54.1)	
Gio 6/2	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	dic	-5.4	%
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		dic	0.1	%
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1,858	Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	207	x1000
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T4	0.8	%
	14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T4	2.2	%
Ven 7/2	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	dic	-0.4	%
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	dic	1.5	%
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		dic	19.7	Mld €
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T4	0.0	%
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		dic	-0.4	%
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	gen	256	x1000
	14:30	USA	Salari orari m/m		gen	0.3	%
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	gen	4.1	%
Dom 9/2	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		feb	prel 76.9	
	02:30	CN	CPI m/m		gen	0.0	%
	02:30	CN	CPI a/a	*	gen	0.1	%
	02:30	CN	PPI a/a	*	gen	-2.3	%

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

Calendario degli eventi (3 – 7 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	3/2	UE	* Incontro informale dei leader dell'UE
		GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di gennaio
		EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mar	4/2	00:30 USA	Discorso di Musalem (Fed)
		14:30 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		17:00 USA	Discorso di Bostic (Fed)
		20:00 USA	Discorso di Daly (Fed)
Mer	5/2	01:30 USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		15:00 EUR	Discorso di Lane (BCE)
		15:00 USA	Discorso di Barkin (Fed)
		19:00 USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		21:00 USA	Discorso di Bowman (Fed)
Gio	6/2	01:30 USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		02:30 GIA	Discorso di Tamura (BoJ)
		13:00 GB	** Riunione BoE (previsione ISP: bank rate -0,25% a 4,50%)
		17:15 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		20:30 USA	Discorso di Waller (Fed)
Ven	7/2	09:45 EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		13:15 GB	Discorso di Pill (BoE)
		15:25 USA	Discorso di Bowman (Fed)
		18:00 USA	Discorso di Kugler (Fed)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite di nuove case (mln ann.)	dic	0.674 (0.664)	Mln	0.7	0.698
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	dic	-2.0 (-1.2)	%	0.6	-2.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	dic	-0.2	%	0.4	0.3
Indice dei prezzi delle case m/m	nov	0.5 (0.4)	%		0.3
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	nov	4.2	%	4.3	4.3
Fiducia consumatori (CB)	gen	109.5 (104.7)		105.6	104.1
Bilancia commerciale dei beni prelim	dic	-103.5	Mld \$		-122.1
Richieste di sussidio	settim	223	x1000	220	207
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1,900 (1,899)	Mln	1,890	1,858
PIL t/t ann. advance	T4	3.1	%	2.6	2.3
Deflatore consumi (core) a/a	dic	2.8	%	2.8	2.8
Deflatore consumi a/a	dic	2.4	%	2.6	2.6
Spesa per consumi (nominale) m/m	dic	0.4	%	0.5	0.7
Redditi delle famiglie m/m	dic	0.3	%	0.4	0.4
Deflatore consumi (core) m/m	dic	0.1	%	0.2	0.2
Costo del lavoro	T4	0.8	%	0.9	0.9
PMI (Chicago)	gen	36.9		40.0	

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

FOMC: non c'è fretta di tagliare, in attesa di maggiori progressi sul fronte inflattivo. La riunione del FOMC di gennaio si è conclusa con la decisione unanime di mantenere il tasso sui fed funds invariato al 4,25-4,50%, in linea con le attese. Sono stati eliminati i riferimenti del comunicato ai progressi sul fronte inflattivo e all'indebolimento del mercato del lavoro, anche se il tono della conferenza stampa è stato meno hawkish di quello dello statement. In sintesi, la Fed è in stand-by, in attesa di maggiori progressi sull'inflazione, e di maggiore chiarezza sugli effetti delle politiche della nuova amministrazione. Per il momento, manteniamo l'idea di due tagli nelle tre riunioni restanti del primo semestre, ma questo scenario richiede che i dati dei primi mesi del 2025 evidenzino una significativa moderazione dell'inflazione, o almeno che vi siano segnali di indebolimento del mercato del lavoro. Se nessuna di queste due condizioni si materializzasse a breve, la finestra per nuovi tagli dei tassi potrebbe chiudersi, in quanto nella seconda metà dell'anno l'implementazione anche parziale delle politiche di Trump potrebbe mettere a rischio il processo disinflattivo.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	gen	-13.8			-13.6
BEL	PIL t/t prelim	T4	0.3	%	0.2	0.2
EUR	M3 dest. a/a	dic	3.8	%	3.8	3.5
EUR	Fiducia consumatori finale	gen	-14.2		-14.2	-14.2
EUR	Fiducia servizi	gen	5.7	{5.9}	6.0	6.6
EUR	Fiducia industria	gen	-14.1		-13.8	-12.9
EUR	Indice di fiducia economica	gen	93.7		94.1	95.2
EUR	PIL t/t 1a stima	T4	0.4	%	0.1	0.0
EUR	PIL a/a 1a stima	T4	0.9	%	1.0	0.9
EUR	Tasso di disoccupazione	dic	6.2	{6.3}	6.3	6.3
FRA	Fiducia consumatori	gen	89		90	92
FRA	Spese per consumi m/m	dic	0.2	{0.3}	0.2	0.7
FRA	PIL t/t 1a stima	T4	0.4	%	0.0	-0.1
FRA	IPCA a/a prelim	gen	1.8	%	1.9	1.8
GER	IFO	gen	84.7		84.7	85.1
GER	IFO (sit. corrente)	gen	85.1		85.4	86.1
GER	IFO (attese)	gen	84.4		84.2	84.2
GER	Fiducia consumatori	feb	-21.4	{-21.3}	-20.0	-22.4
GER	Prezzi import a/a	dic	0.6	%	1.9	2.0
GER	PIL s.a. t/t prelim	T4	0.1	%	-0.1	-0.2
GER	PIL s.a. a/a prelim	T4	-0.3	%	0.0	-0.2
GER	Vendite al dettaglio m/m	dic	-0.1	{-0.6}	0.2	-1.6
GER	Vendite al dettaglio a/a	dic	2.9	{2.5}	2.5	1.8
GER	Tasso di disoccupazione	gen	6.1	%	6.2	6.2
GER	Variazione n° disoccupati	gen	10	x1000	14	11
GER	IPCA m/m prelim	gen	0.7	%	-0.2	-0.2
GER	CPI (Lander) a/a prelim	gen	2.6	%	2.6	2.3
GER	CPI (Lander) m/m prelim	gen	0.5	%	0.1	-0.2
GER	IPCA a/a prelim	gen	2.8	%	2.8	2.8
ITA	Fiducia delle imprese manif.	gen	85.9	{85.8}	85.5	86.8
ITA	Fiducia consumatori	gen	96.3		96.0	98.2
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	dic	5.91	Mld €		7.79
ITA	PIL a/a prelim	T4	0.4	%	0.6	0.5
ITA	PIL t/t prelim	T4	0.0	%	0.1	0.0
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	dic	5.9	{5.7}	5.7	6.2
ITA	Fatturato industriale a/a	nov	-5.1	{-5.3}	%	-2.6
ITA	Fatturato industriale m/m	nov	0.6	{0.5}	%	1.5
SPA	PIL t/t prelim	T4	0.8	%	0.6	0.8
SPA	IPCA a/a prelim	gen	2.8	%	2.8	2.9

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

Germania: modesto rimbalzo per l'IFO a gennaio. Torna a salire l'indice di fiducia IFO a gennaio grazie al secondo miglioramento della valutazione della situazione corrente che compensa il terzo calo consecutivo delle aspettative. Il modesto aumento dell'IFO si unisce all'incremento del PMI composito della scorsa settimana nell'offrire segnali di stabilizzazione. Nel complesso però le due indagini rimangono ancora compatibili con un'economia sostanzialmente stagnante. Prevediamo una marginale espansione di 0,1% t/t a inizio 2025.

Italia: indici di fiducia in ripresa a gennaio. Migliora a gennaio il morale sia dei consumatori che delle imprese; tra le aziende, si nota un recupero a sorpresa nel manifatturiero e nelle costruzioni, a fronte di una correzione nei servizi e nel commercio. Dopo una seconda metà del 2024 piuttosto debole, le indagini potrebbero segnalare una ripresa nel primo semestre del 2025, che però, a nostro avviso, sarà moderata (in area 0,2-0,3% t/t, dopo lo 0-0,1% t/t medio stimato per il secondo semestre dello scorso anno).

Eurozona: PIL fermo nel 4° trimestre 2024. Nel 4° trimestre del 2024 l'economia dell'area euro è risultata stagnante. Si contraggono le economie di Germania e Francia. Crescita nulla per l'Italia

mentre si conferma la vivacità spagnola. Le prospettive di ripresa per i prossimi trimestri rimangono deboli: dopo aver archiviato il 2024 con una crescita in media annua allo 0,7% prevediamo un'espansione ancora fiacca nel 2025, inferiore all'1%.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Fiducia delle famiglie	gen	36.2		35.2
Job to applicant ratio	dic	1.25	1.25	1.25
Tasso di disoccupazione	dic	2.5	2.5	2.4
Vendite al dettaglio a/a	dic	2.8	3.2	3.7
Produzione industriale m/m prelim	dic	-2.2	0.3	0.3

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

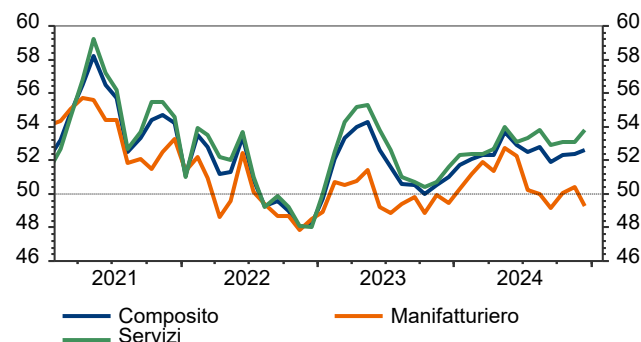
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	gen	52.2		50.1
PMI manifatturiero - NBS	gen	50.1	50.1	49.1
PMI non manifatturiero - NBS	gen	52.2		50.2

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

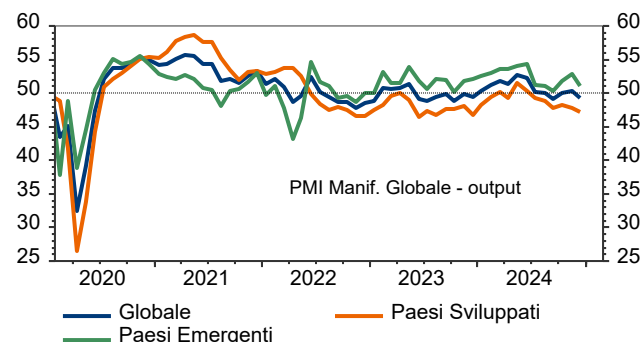
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



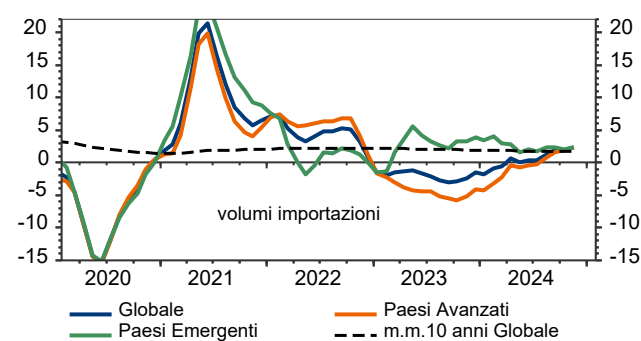
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



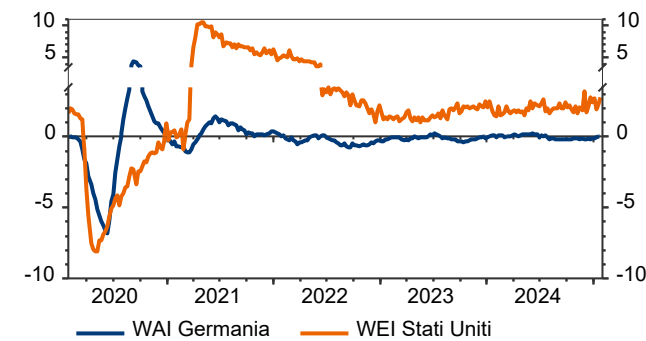
Fonte: S&P Global

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



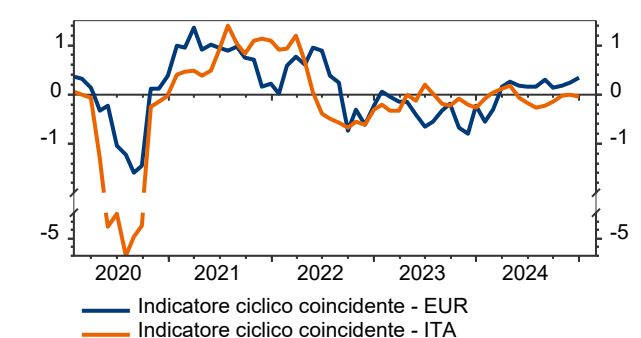
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



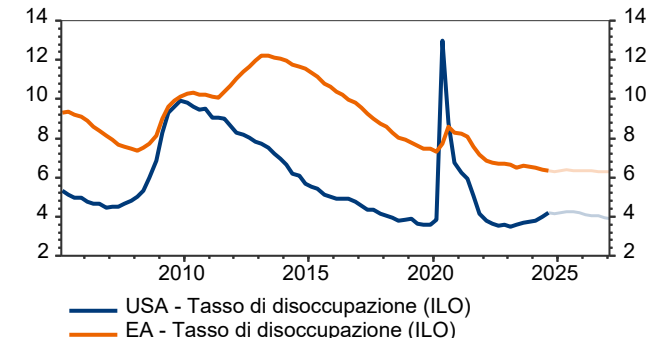
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

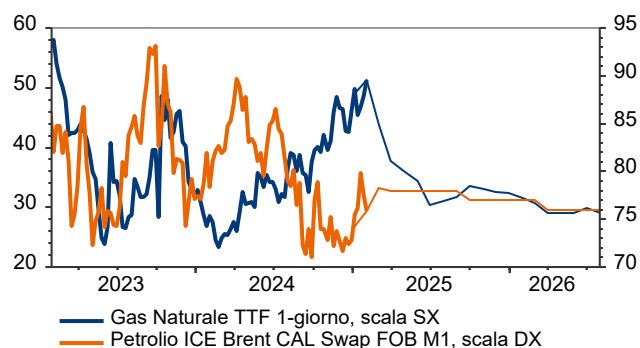
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

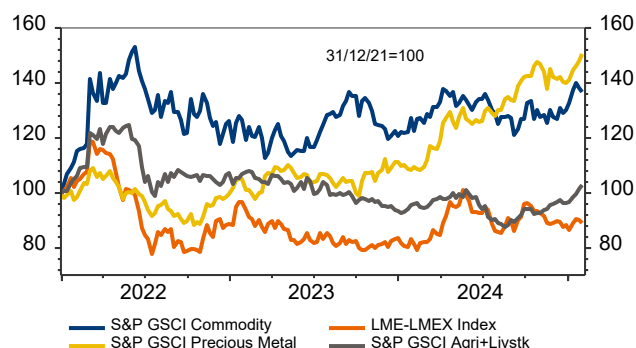
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



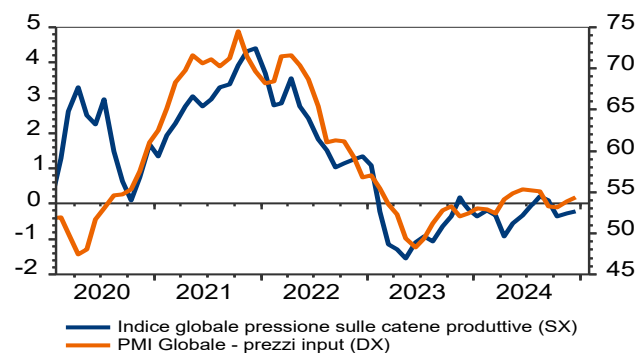
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



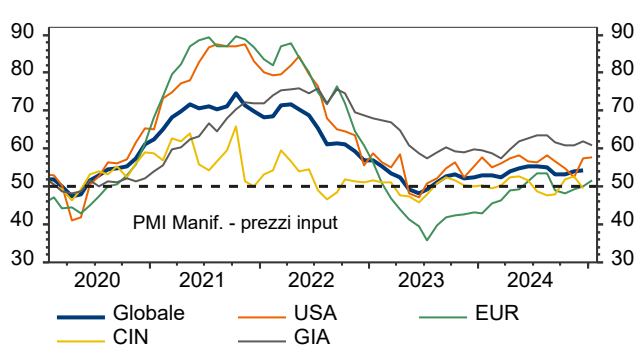
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



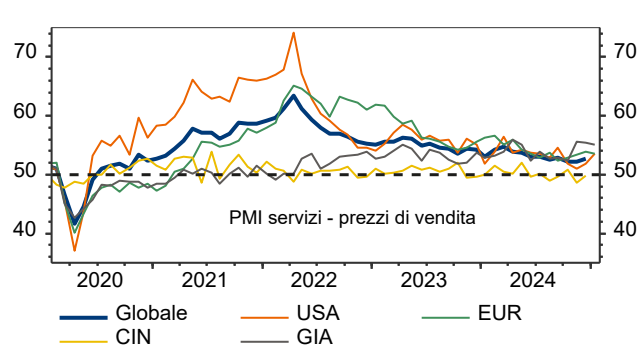
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



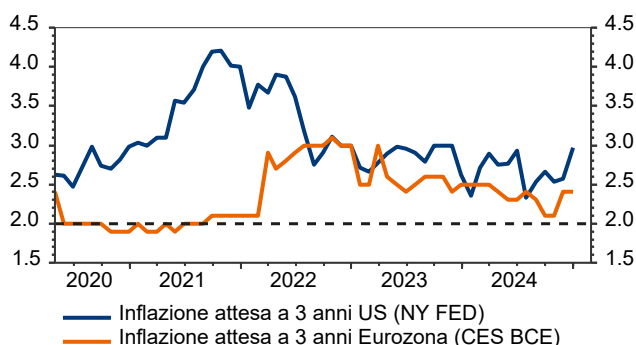
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

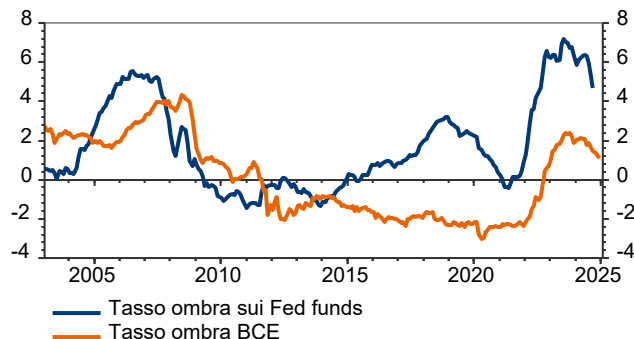
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

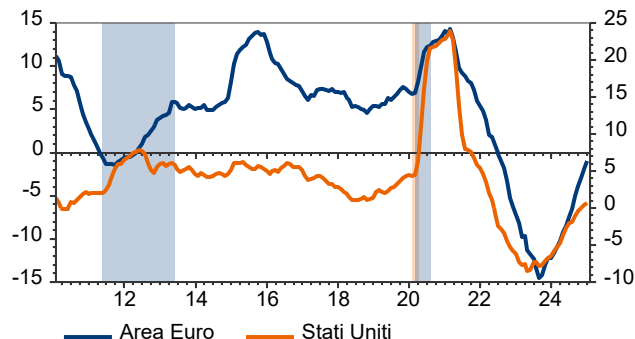
Condizioni Finanziarie

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



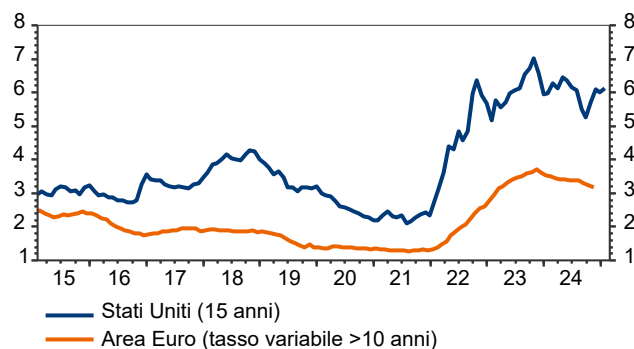
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



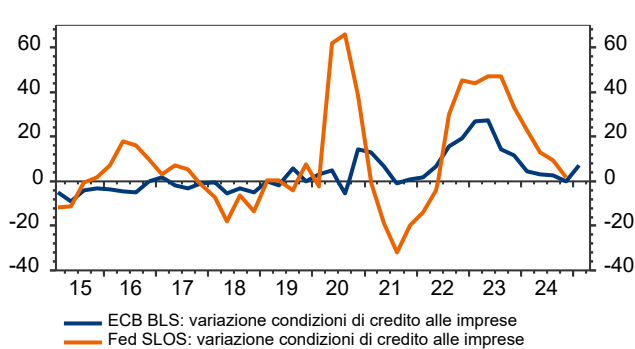
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



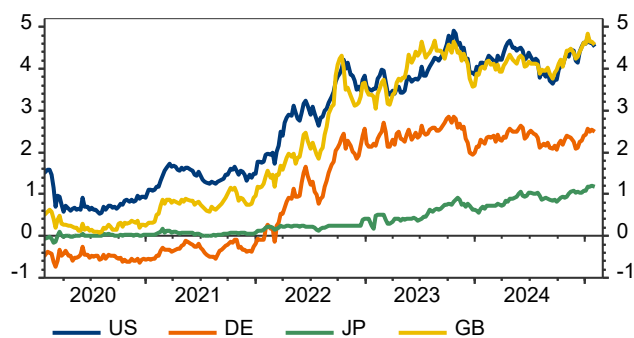
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



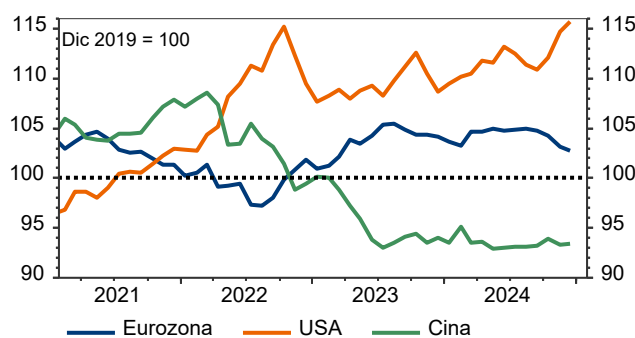
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

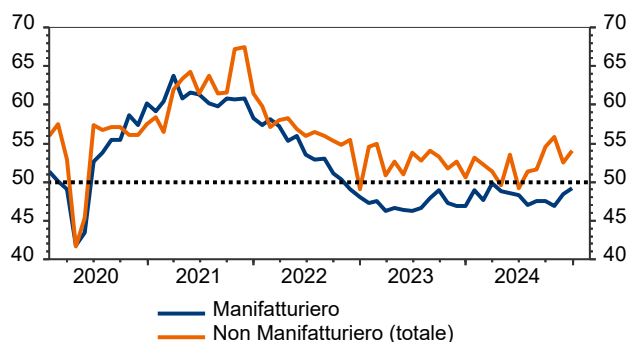
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

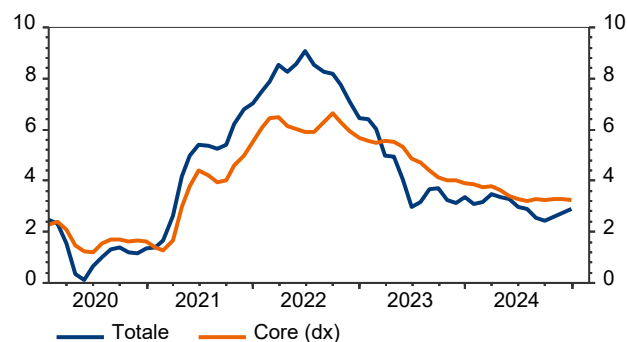
Stati Uniti

Indagini ISM



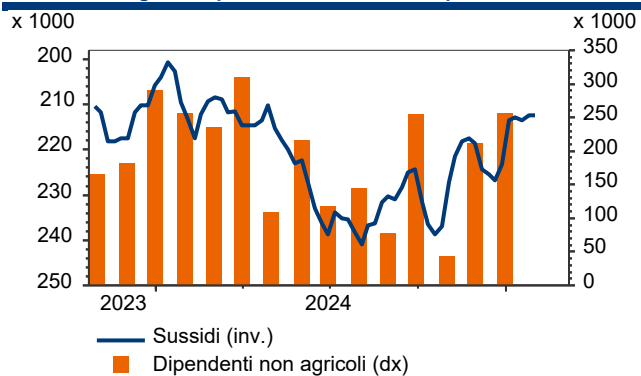
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



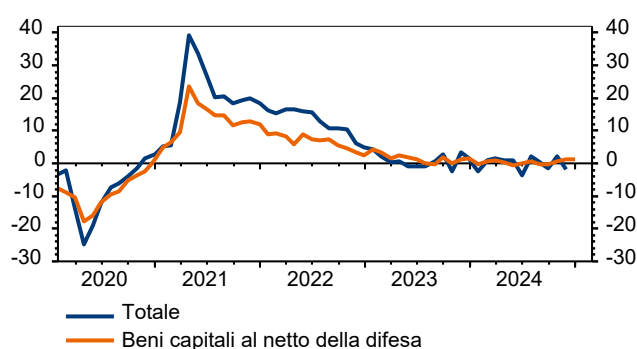
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

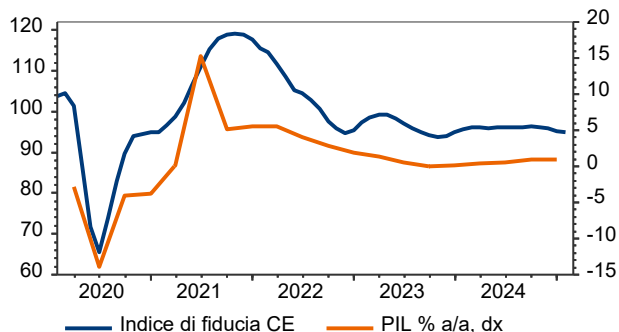
Previsioni

	2023	2024	2025	2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.8	2.0	2.9	3.0	2.7	2.5	2.4	2.1	1.8	1.7
- trim./trim. annualizzato				1.6	3.0	3.1	2.3	1.5	1.8	1.7	2.0
Consumi privati	2.5	2.8	2.3	1.9	2.8	3.7	4.2	1.7	1.4	1.1	1.4
IFL - privati non residenziali	6.0	3.7	3.3	4.5	3.9	4.0	-2.2	4.8	4.8	4.8	4.9
IFL - privati residenziali	-8.3	4.2	2.9	13.7	-2.8	-4.3	5.3	3.4	4.5	5.0	5.5
Consumi e inv. pubblici	3.9	3.4	2.2	1.8	3.0	5.1	2.5	1.3	1.6	1.3	2.0
Esportazioni	2.8	3.2	3.7	1.9	1.0	9.6	-0.8	3.5	4.2	5.0	5.7
Importazioni	-1.2	5.4	6.0	6.1	7.6	10.7	-0.8	7.9	6.9	6.1	5.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.0	0.0	-0.5	0.9	-0.2	-0.9	0.2	0.3	0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.3	-3.8	-4.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.4	-7.4								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	137.9	138.5								
CPI (a/a)	4.1	2.9	2.3	3.2	3.2	2.6	2.7	2.4	2.1	2.4	2.3
Produzione industriale	0.2	-0.3	1.8	-0.4	0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.8	0.8	0.8
Disoccupazione (%)	3.6	4.0	4.4	3.8	4.0	4.2	4.1	4.4	4.5	4.3	4.3

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

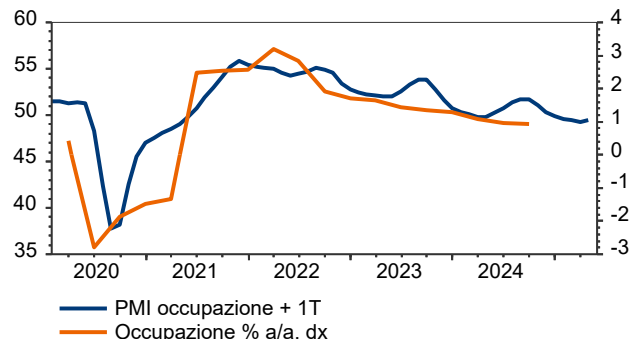
Area euro

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.5	122.4	119.0	125.9	2.3	2.5	2.6	2.2
feb-25	126.9	122.8	119.6	126.4	2.1	2.2	2.4	2.0
mar-25	127.8	123.8	120.8	127.2	2.0	2.1	2.3	1.9
apr-25	128.8	125.1	122.3	128.2	2.2	2.5	2.8	2.1
mag-25	129.0	125.4	122.6	128.5	2.1	2.3	2.6	2.1
giu-25	129.1	125.6	122.7	128.7	2.0	2.1	2.3	2.0
lug-25	128.9	125.3	122.3	128.4	1.9	2.0	2.2	1.9
ago-25	128.9	125.3	122.2	128.4	1.7	1.6	1.7	1.8
set-25	129.3	125.7	122.5	128.8	2.1	1.9	2.0	2.2
ott-25	129.6	125.9	122.7	129.1	2.0	1.8	1.9	2.1
nov-25	129.2	125.5	122.2	128.7	2.1	2.0	2.0	2.1
dic-25	129.7	126.0	122.7	129.0	2.1	2.0	2.0	1.9
Media	128.6	124.9	121.8	128.1	2.0	2.1	2.2	2.0

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	124.7	121.2	128.0	1.8	1.9	1.9	1.6
feb-26	129.4	125.5	122.2	128.7	2.0	2.1	2.2	1.8
mar-26	130.0	126.0	122.6	129.1	1.7	1.7	1.5	1.5
apr-26	131.0	127.3	124.1	130.1	1.7	1.7	1.5	1.5
mag-26	131.5	127.8	124.6	130.6	1.9	1.9	1.7	1.6
giu-26	131.8	128.0	124.8	130.9	2.0	2.0	1.7	1.7
lug-26	131.7	127.8	124.4	130.8	2.1	2.0	1.8	1.8
ago-26	131.8	127.7	124.3	130.9	2.2	2.0	1.7	1.9
set-26	132.1	128.1	124.7	131.2	2.2	2.0	1.8	1.9
ott-26	132.2	128.2	125.0	131.3	2.0	1.8	1.8	1.7
nov-26	131.7	127.7	124.5	130.8	1.9	1.7	1.9	1.6
dic-26	132.2	128.2	125.2	131.2	1.9	1.7	2.0	1.7
Media	131.2	127.3	124.0	130.3	2.0	1.9	1.8	1.7

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.

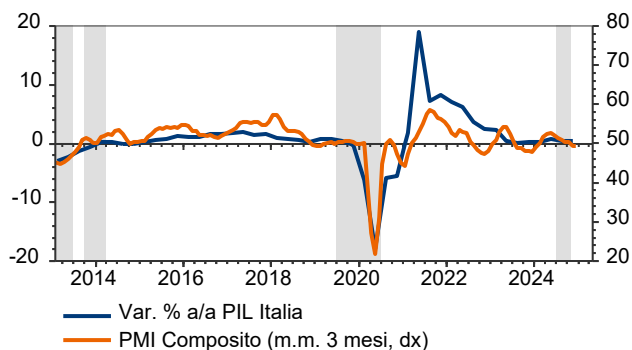
Previsioni

	2023	2024	2025	2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	0.9	0.4	0.5	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	1.1
- t/t				0.3	0.2	0.4	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.7	0.9	1.3	0.3	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	1.9	-1.9	0.9	-2.3	-2.4	2.0	0.8	-0.5	0.4	0.0	0.7
Consumi pubblici	1.6	2.3	1.1	0.1	1.1	0.6	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	-0.6	0.8	0.7	1.1	1.5	-1.5	-0.4	0.7	0.3	0.5	0.5
Importazioni	-1.2	0.1	2.0	-0.3	1.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.9	-0.3	0.4	0.0	0.2	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
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	2.0	2.6	2.5	2.2	2.2	2.1	2.1	1.9	2.0
Produzione industriale (a/a)	-1.7	-3.0	-0.1	-4.6	-3.8	-1.7	-2.0	-1.2	-0.8	0.2	1.5
Disoccupazione (%)	6.6	6.4	6.5	6.5	6.4	6.3	6.3	6.4	6.5	6.6	6.6
Euribor 3 mesi	3.43	3.58	2.14	3.92	3.81	3.56	3.02	2.49	2.11	1.97	1.99

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

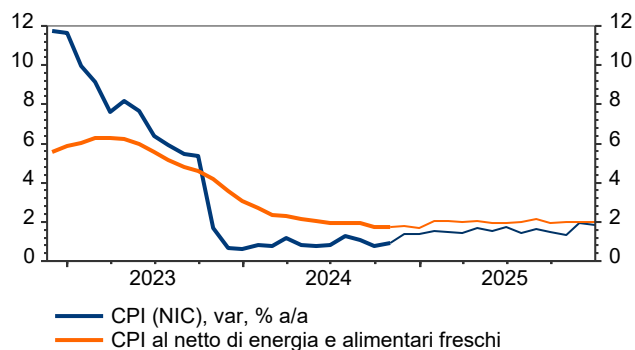
Italia

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-25	122.3	121.8	121.2	121.2	1.6	1.5	1.7	1.6
feb-25	122.2	121.8	121.2	121.1	1.5	1.4	1.6	1.5
mar-25	123.8	122.0	120.8	121.2	1.6	1.5	1.3	1.5
apr-25	124.8	122.5	121.2	121.6	2.0	1.8	1.6	1.9
mag-25	125.0	122.7	121.3	121.7	1.9	1.7	1.5	1.8
giu-25	125.3	122.9	121.5	121.9	1.9	1.8	1.7	2.0
lug-25	123.7	122.9	121.5	121.4	1.5	1.4	1.3	1.2
ago-25	123.7	123.3	121.8	121.7	1.7	1.5	1.4	1.3
set-25	124.9	122.9	121.5	121.4	1.5	1.4	1.3	1.2
ott-25	125.1	122.7	121.3	121.2	1.4	1.3	1.1	0.9
nov-25	125.0	122.6	121.3	121.2	1.4	1.3	1.1	0.9
dic-25	125.3	122.9	121.6	121.5	1.6	1.4	1.2	1.1
Media	124.3	122.6	121.4	121.4	1.6	1.5	1.4	1.4

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-26	124.3	123.7	122.3	122.2	1.7	1.5	0.9	0.8
feb-26	124.2	123.7	122.3	122.2	1.7	1.5	0.9	0.9
mar-26	125.8	123.8	122.4	122.3	1.6	1.5	1.3	0.9
apr-26	126.8	124.2	122.7	122.6	1.6	1.4	1.2	0.8
mag-26	126.9	124.4	122.7	122.6	1.6	1.4	1.2	0.7
giu-26	127.3	124.7	123.0	122.9	1.6	1.5	1.2	0.8
lug-26	125.9	124.9	123.2	123.1	1.8	1.6	1.4	1.4
ago-26	125.9	125.4	123.6	123.5	1.8	1.7	1.5	1.5
set-26	127.3	125.1	123.4	123.3	2.0	1.8	1.6	1.6
ott-26	127.6	125.0	123.2	123.1	2.0	1.8	1.6	1.6
nov-26	127.4	124.8	123.1	123.0	1.9	1.8	1.5	1.5
dic-26	127.7	125.0	123.4	123.3	1.9	1.7	1.5	1.5
Media	126.4	124.6	122.9	122.8	1.8	1.6	1.3	1.2

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2023	2024	2025	2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.5	1.0	0.3	0.7	0.5	0.5	0.5	0.7	1.1	1.6
- t/t				0.4	0.2	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	1.0	0.6	1.7	0.2	0.6	1.4	-0.2	0.5	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	8.7	0.2	0.6	-0.9	-0.5	-1.2	0.7	0.2	0.4	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.9	0.5	0.5	-0.6	0.9	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	1.1	-0.2	0.5	-0.2	-1.2	-0.9	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
Importazioni	0.0	-2.2	1.9	-1.0	0.3	1.2	0.1	0.3	0.5	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-2.3	-0.6	0.2	0.3	0.2	0.1	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
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	1.6	1.0	0.9	1.2	1.3	1.6	1.9	1.6	1.5
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-3.1	0.3	-3.5	-2.9	-3.4	-2.7	-1.4	-0.1	1.2	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	6.5	6.6	7.1	6.7	6.2	6.0	6.3	6.5	6.6	6.7
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.66	3.72	3.74	3.86	3.61	3.45	3.57	3.67	3.77	3.87

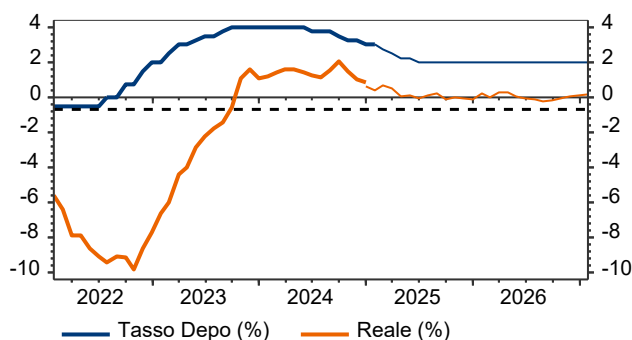
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	30/1	mar	giu	set	dic
Deposit rate	3.75	3.50	3.00	2.75	2.50	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	3.63	3.35	2.85	2.66	2.41	2.01	1.97	1.98
Euribor 3m	3.71	3.28	2.71	2.59	2.33	2.01	1.97	2.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

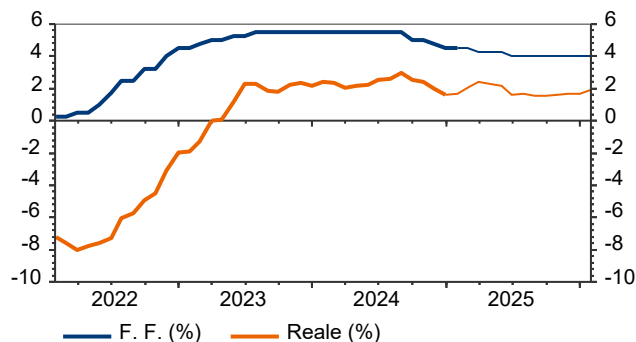


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	30/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	5.32	4.59	4.32	4.33	4.16	4.00	4.05	4.17

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

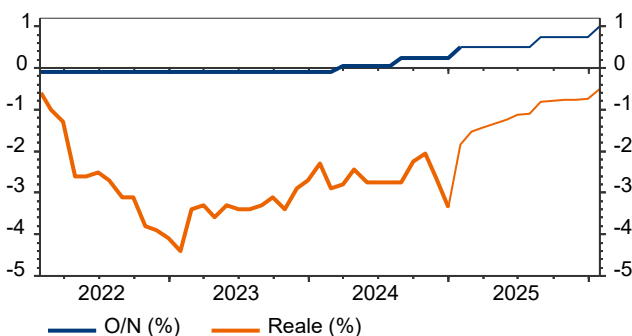


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	giu	set	dic	30/1	mar	giu	set	dic
O/N target	0.05	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
OIS 3m	0.12	0.25	0.32	0.48	0.55	0.65	0.80	0.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

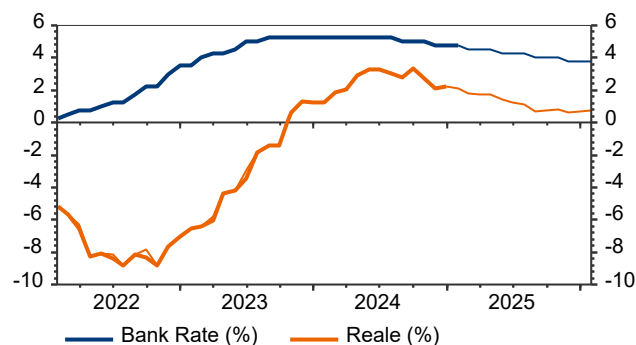


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	30/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.25	5.00	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
OIS 3m	5.13	4.82	4.62	4.48	4.35	4.15	3.85	3.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	31/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.08	1.08	1.09	1.04	1.0378	1.03	1.02	1.04	1.05	1.07
USD/JPY	130	146	150	152	157	154.65	158	160	153	147	140
GBP/USD	1.23	1.27	1.28	1.29	1.25	1.2415	1.26	1.25	1.28	1.31	1.33
EUR/CHF	1.00	0.93	0.95	0.94	0.94	0.9452	0.93	0.92	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	141	160	163	166	163	160.51	163	164	159	154	150
EUR/GBP	0.88	0.85	0.84	0.84	0.83	0.8357	0.82	0.81	0.81	0.80	0.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG 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 LSEG 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