

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Gli annunci di dazi verso Messico, Canada e Cina, sia pure sospesi, segnalano il rischio di un'implementazione dell'agenda di Trump più radicale di quanto incluso nel nostro attuale scenario di base, il che implicherebbe negli USA maggiore inflazione, minore crescita e tassi Fed più alti. Nell'Eurozona, se fosse anch'essa colpita da dazi, l'impatto sarebbe al ribasso sia sulla crescita sia, verosimilmente, su inflazione e tassi BCE. In ogni caso, anche se la UE evitasse i dazi, la maggiore incertezza sullo scenario internazionale potrebbe pesare sulle decisioni di investimento delle imprese.

#### Stati Uniti:

##### ■ Nell'ultima settimana:

- **La questione dei dazi verso Messico, Canada e Cina è stata al centro dell'attenzione.** Al momento, non è chiaro quale sia il reale obiettivo delle tariffe universali verso i principali partner commerciali degli Stati Uniti annunciate per il 4 febbraio e poi sospese per un mese. **Continuiamo a pensare che il vero target sia la Cina**, verso cui anzi il punto di arrivo potrebbe essere anche superiore al 10% aggiuntivo annunciato (dall'attuale 15% medio circa), **e che le "minacce" nei confronti dei vicini del Centro-Nord America siano uno strumento negoziale** per ottenere successi mediatici su un maggiore controllo dei flussi migratori e/o su un miglioramento dell'accordo di libero scambio firmato dallo stesso Trump il 1° luglio 2020. Secondo le stime del PIIE, i dazi, se attuati, avrebbero un **effetto al rialzo di circa mezzo punto sull'inflazione media annua USA nel 2025** (con un possibile picco attorno al 3%), **e al ribasso di circa tre decimi sulla crescita nel 2026-27**; il costo medio per ogni famiglia americana sarebbe di circa 1200 dollari all'anno, e l'impatto sarebbe superiore ai benefici dei tagli fiscali per tutte le famiglie fino al quarto quintile (l'assunzione è che, come accaduto in occasione della guerra commerciale con la Cina del 2018-19, le aziende esportatrici negli USA non abbassino i prezzi e che quindi l'aumento dei dazi sia sostenuto pressoché interamente dagli importatori, con effetti di sterilizzazione solo parziale da parte dei movimenti del cambio); vi sarebbero anche conseguenze difficili da quantificare, e potenzialmente dirompenti, sulle catene del valore (assai integrate tra USA, Messico e Canada). Tale eventualità, a nostro avviso, non sarebbe compatibile con i due tagli dei tassi Fed che per ora restano nel nostro scenario di base. Nel complesso: quanto accaduto sottolinea un **aumento del rischio di evoluzioni sfavorevoli**, mentre il nostro attuale scenario di base sposa un'implementazione "soft" dell'agenda elettorale trumpiana. La speranza è che la reazione negativa dei mercati finanziari vista questa settimana possa indurre l'amministrazione USA a una maggiore moderazione; in ogni caso, ci attende probabilmente una fase di **alta incertezza dovuta all'imprevedibilità degli annunci, e delle mosse effettive**, da parte del Presidente Trump.
- **Tra i pochi dati diffusi in settimana, l'ISM manifatturiero ha sorpreso al rialzo** salendo a 50,9 a gennaio da 49,2 precedente, evidenziando un aumento superiore alle attese sia dei nuovi ordini che dell'occupazione: il settore è tornato al di sopra della soglia di espansione dell'attività dopo oltre due anni di contrazione ininterrotta. **Viceversa, l'ISM servizi è rallentato più del previsto**, a 52,8 a gennaio dopo il 54 di dicembre, mostrando un minore dinamismo dei nuovi ordini ma una riaccelerazione a sorpresa dell'occupazione. **L'employment report di gennaio, che sarà diffuso oggi pomeriggio, potrebbe far registrare un rallentamento nella creazione di posti di lavoro (ma su ritmi ancora relativamente solidi)**, a 170 mila nuovi occupati non agricoli dai 256 mila di dicembre; il tasso di disoccupazione è visto stabile al 4,1% e la crescita dei salari orari invariata 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.

7 febbraio 2025

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

**■ La prossima settimana:**

- **CPI e PPI di gennaio sono attesi su ritmi ancora relativamente sostenuti.** I prezzi dovrebbero essere cresciuti di 0,3% m/m nel primo mese dell'anno, sia sul CPI che sul PPI, e considerando sia gli indici headline che quelli al netto di alimentari ed energia: si potrebbe vedere un rallentamento su base annua almeno del CPI core (di un decimo, a 3,1%), ma il ritmo mensile non è ancora coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della Fed. A nostro avviso, **è in aumento il rischio che la banca centrale possa quantomeno rimandare il prossimo taglio dei tassi**, in attesa sia di progressi sul fronte dei dati di inflazione, sia dell'evoluzione del negoziato intrapreso con Canada e Messico per scongiurare i dazi annunciati.
- **Sia la produzione industriale che le vendite al dettaglio potrebbero registrare un rallentamento su base congiunturale a gennaio, dopo i ritmi (sostenuti) di dicembre** (l'output a 0,3% m/m da 0,9%, le retail sales al netto delle auto a 0,2% m/m da 0,4%).
- Infine, mercoledì 12 è in calendario la **testimonianza semestrale del presidente della Fed Jerome Powell alla Commissione per i Servizi Finanziari della Camera.**

**Eurozona:****■ Questa settimana:**

- **Anche la UE potrebbe essere bersaglio delle politiche protezioniste della nuova amministrazione USA.** L'Unione Europea non è esplicitamente menzionata nel Memorandum del 20 gennaio "America First Trade Policy" della nuova amministrazione USA, che annuncia "misure appropriate, come una tariffa globale o altre politiche" per rimediare all'ampio deficit commerciale, ma potrebbe diventare un obiettivo a causa dell'ampio surplus bilaterale e dei tentativi di tassare le aziende tecnologiche statunitensi. Il presupposto (infondato) è che i disavanzi commerciali dipendano da manipolazioni valutarie o da un trattamento iniquo dei prodotti statunitensi, non da squilibri macroeconomici (nel caso del saldo USA-UE, dal maggior dinamismo della domanda interna americana rispetto a quella europea). **Le stime pubblicate da diverse banche centrali nazionali quantificano in circa mezzo punto di PIL l'impatto cumulato per l'Eurozona nel giro di 2-3 anni di una tariffa universale del 10%** (accompagnata da misure di ritorsione, da un dazio del 60% sulla Cina e da un'implementazione estesa ad altre parti dell'agenda di Trump); **l'impatto sull'inflazione è incerto, ma potrebbero prevalere le spinte al ribasso** derivanti dalla minore crescita della domanda rispetto all'impatto diretto degli eventuali contro-dazi sui prodotti importati dagli USA; pertanto, si configurerebbero ulteriori **rischi al ribasso sul punto di arrivo dei tassi BCE** ora compreso nel nostro scenario di base (2%), accentuando la divergenza delle politiche monetarie sulle due sponde dell'Atlantico. Continuiamo a ritenere che una tariffa su tutti i prodotti importati dalla UE non sia l'opzione più probabile, ma **non si possono escludere annunci espliciti in tal senso simili a quelli visti nei giorni scorsi, con la successiva apertura di un negoziato** che potrebbe chiudersi con la promessa di maggiori acquisti di armamenti, energia o prodotti agricoli dagli USA, e/o della rinuncia a inasprire la tassazione sui colossi USA high tech (nel 2018, un negoziato simile, aperto per scongiurare dazi sulle auto, incluse maggiori acquisti di GNL e soia). In ogni caso, non si può escludere che a regime si possa vedere un aumento delle tariffe su specifici settori o gruppi di prodotti (auto, chimica/farmaceutica, macchinari, metalli); soprattutto, **il prezzo di un eventuale processo di stop-and-go, con annunci e poi rinegoziazioni, potrebbe essere quello della maggiore incertezza**, che potrebbe colpire gli investimenti anche nel caso in cui si eviti un inasprimento dei dazi. Stimiamo che l'impatto cumulato di uno shock di incertezza di una deviazione standard nell'Eurozona possa arrivare a -0,4% nel giro di pochi anni.
- **Inflazione in ulteriore salita, indici core stabili.** L'inflazione nell'Eurozona è salita per il quarto mese a gennaio, di un decimo, al 2,5% a/a. Inoltre, ci si aspettava una moderazione per gli indici core, che viceversa sono rimasti fermi al 2,7% a/a. La recente evoluzione dei prezzi dell'energia, e i rischi prospettici soprattutto sui listini del gas naturale,

inducono a maggiore prudenza sull'evoluzione dell'IPCA headline nel corso di quest'anno (la nostra attuale stima sulla media annua è 2,2%, da 2% la settimana scorsa), anche se restano in piedi le condizioni per vedere una maggiore moderazione dei servizi e, pertanto, della dinamica sottostante. Inoltre, in questa fase l'attenzione della BCE pare più rivolta all'evoluzione del ciclo: **la deviazione dell'inflazione dalle aspettative non pare per ora di entità così significativa da mettere a rischio il percorso di tagli dei tassi, che anzi potrebbe essere più esteso che nel nostro scenario centrale nel caso in cui non si materializzi l'attesa ripresa della domanda** (il che sarà inevitabile se dazi generalizzati colpiranno anche la UE).

- **Produzione industriale in netto calo.** In **Germania** l'output si è contratto assai più del previsto a dicembre, di -2,4% m/m dopo il recupero di 1,3% (che giudicavamo come effimero) visto a novembre. La flessione è però condizionata dagli scioperi nelle fabbriche Volkswagen: in tal senso, ci aspettiamo un rimbalzo a gennaio; nello stesso mese gli ordini all'industria sono tornati a crescere, anche al netto delle commesse ad elevato valore unitario, suggerendo che la domanda possa essere in fase di stabilizzazione, sia pure su bassi livelli; tuttavia, il contesto di grande incertezza, le problematiche strutturali e i rincari energetici suggeriscono che l'attività possa restare debole anche nei prossimi mesi. Anche in **Francia** la produzione industriale è calata più del previsto a dicembre, di -0,4% m/m da un precedente 0,1% (-0,7% da 0,2% nel solo manifatturiero), e anche in questo ha inciso in particolare il settore auto (-1,1% m/m, -19,1% a/a).
- **Francia: approvato il Budget 2025.** Come atteso, il governo Bayrou è ricorso all'articolo 49.3 della Costituzione per l'approvazione della legge di bilancio, ed è sopravvissuto alle mozioni di censura depositate da LFI grazie al mancato voto dei socialisti (nonché dei partiti di destra e del RN). Come anticipato, il budget vede un disavanzo programmatico al 5,4% del PIL, dal 6,1% stimato per il 2024. **La restrizione fiscale prevista è solo moderatamente meno ampia rispetto all'obiettivo iniziale** di deficit al 5% del precedente governo, e non si discosta troppo dal 5,2-5,3% che sarebbe risultato dall'ultima proposta di legge Barnier frutto dei compromessi con il RN. L'impostazione di base non è infatti cambiata radicalmente: vengono confermate la tassa eccezionale per le grandi imprese e sui redditi più elevati e l'incremento delle imposte sui buyback di azioni e sul valore aggiunto delle imprese; rispetto al disegno di legge di ottobre lo sforzo richiesto dal lato della spesa si riduce solo modestamente, e gli obiettivi rimangono ambiziosi. Secondo il rapporto dell'Haut Conseil des Finances Publiques, la prevista moderazione della spesa pubblica è soggetta a rischi di implementazione, data anche la carenza di dettagli sulle misure, e la stretta sulla spesa del governo centrale lascia poco spazio per finanziare eventuali misure d'emergenza nel corso dell'anno. Gli obiettivi di bilancio si basano su un'ipotesi di crescita del PIL allo 0,9% quest'anno, una stima a nostro avviso ottimistica (la nostra attuale previsione è 0,7%). In sintesi, **il rischio di "sforamenti" rispetto ai target non è trascurabile, e l'obiettivo di riportare il disavanzo al 3% del PIL entro il 2029 rimane sfidante.**

#### ■ La prossima settimana:

- **Produzione industriale attesa in calo sia in Italia sia soprattutto nell'area euro.** I dati su Italia ed Eurozona completeranno la tornata di rilevazioni sull'output di dicembre. Ci aspettiamo che in Italia la produzione sia tornata a calare (di -0,1% m/m) dopo la lieve crescita vista nei due mesi precedenti: nel trimestre finale dello scorso anno, l'industria in senso stretto dovrebbe aver dato un apporto circa nullo al valore aggiunto, e difficilmente il settore tornerà a contribuire al PIL almeno per tutta la prima metà di quest'anno. Nell'area euro la flessione dovrebbe essere di maggiore entità (nostra stima: -1,1% m/m), sulla base dei dati comparabili già comunicati per Germania (-2,9% m/m) e Francia (-0,4% m/m), e nonostante il recupero visto in Spagna (0,9% m/m).
- Giovedì 13, la **BCE** pubblica il **Bollettino Economico**.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (10 – 14 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso			
Mar	11/2	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione	T4	7.4	% 7.5			
Mer	12/2	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	dic	0.3	% -0.2		
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	gen	0.2	% 0.3		
		14:30	USA	CPI m/m	*	gen	0.4	% 0.3		
		14:30	USA	CPI a/a		gen	2.9	%		
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		gen	3.2	%		
Gio	13/2	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T4	0.0	% -0.1		
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	dic	-0.4	%		
		08:00	GER	CPI a/a finale		gen	prel 2.3	% 2.3		
		08:00	GER	IPCA a/a finale		gen	prel 2.8	% 2.8		
		08:00	GER	IPCA m/m finale		gen	prel -0.2	% -0.2		
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	gen	prel -0.2	% -0.2		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		dic	-19.3	Mld £		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		dic	-7.7	Mld £		
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	dic	0.2	% 0.0		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.850	(1,886) Mln		
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	208	(219) x1000		
		14:30	USA	PPI m/m		gen	0.2	%		
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	gen	0.0	%		
		Ven	14/2	09:00	SPA	IPCA a/a finale		gen	prel 2.9	%
				09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T4	0.8	%
09:30	OLA			PIL a/a prelim	*	T4	1.9	%		
11:00	EUR			PIL a/a 2a stima	*	T4	prel 0.9	% 0.9		
11:00	EUR			Occupazione t/t flash		T4	0.2	%		
11:00	EUR			PIL t/t 2a stima	**	T4	prel 0.0	% 0.0		
14:30	USA			Prezzi all'import m/m		gen	0.1	%		
14:30	USA			Vendite al dettaglio m/m	**	gen	0.4	%		
14:30	USA			Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	gen	0.4	%		
15:15	USA			Produzione industriale m/m		gen	0.9	%		
15:15	USA			Impiego capacità produttiva		gen	77.6	%		
16:00	USA			Scorte delle imprese m/m		dic	0.1	%		

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 (10 – 15 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	11/2	09:45	GB	Discorso di Mann (BoE)
		13:15	GB	Discorso di Bailey (BoE)
		14:50	USA	Discorso di Hammack (Fed)
		21:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
Mer	12/2	11:00	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		16:00	GB	Discorso di Greene (BoE)
		16:00	USA	** Testimonianza di Powell (Fed) alla Commissione Servizi Finanziari della Camera
		18:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Gio	13/2	10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		18:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Sab	15/2	11:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	gen	50.1			51.2
Spesa in costruzioni	dic	0.2 <del>(0.0)</del>	%	0.2	0.5
Indice ISM manifatturiero	gen	49.2 <del>(49.3)</del>		49.8	50.9
Ordinativi industriali m/m	dic	-0.8 <del>(-0.4)</del>	%	-0.7	-0.9
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	dic	-2.2	%		-2.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	dic	0.3	%		0.3
Nuovi occupati: stima ADP	gen	176 <del>(122)</del>	x1000	150	183
Bilancia commerciale	dic	-78.9 <del>(-78.2)</del>	Mld \$	-96.6	-98.4
Markit PMI Composito finale	gen	52.4			52.7
Markit PMI Servizi finale	gen	52.8			52.9
Indice ISM non manifatturiero composito	gen	54.0 <del>(54.1)</del>		54.3	52.8
Richieste di sussidio	settim	208 <del>(207)</del>	x1000	213	219
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.850 <del>(1.858)</del>	Mln	1.874	1.886
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T4	0.5 <del>(0.8)</del>	%	3.4	3.0
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T4	2.3 <del>(2.2)</del>	%	1.4	1.2
Tasso di disoccupazione	gen	4.1	%	4.1	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	gen	256	x1000	170	
Salari orari m/m	gen	0.3	%	0.3	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	feb	71.1		71.1	

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

**Focus globale: dall'immaginario al reale. L'economia statunitense** mostra una resilienza superiore alle aspettative, giustificando un approccio monetario meno espansivo nel breve termine anche a prescindere da politiche più inflazionistiche nel 2025. **Eurozona:** si prevede una crescita moderata (2025: 0,9%), legata principalmente alla ripresa dei consumi; ci sono però rischi notevoli. **La percezione dei rischi legati al secondo mandato Trump è in netta ascesa:** una attuazione più radicale della agenda trumpiana potrebbe impattare negativamente sull'economia europea. La maggiore **incertezza** è il rischio principale per la fiducia delle imprese e per gli investimenti.

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	gen	46.1		46.1	46.6
EUR	CPI a/a stima flash	gen	2.4	%	2.4	2.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	gen	2.7	%	2.7	2.7
EUR	PMI servizi finale	gen	51.4		51.4	51.3
EUR	PMI composito finale	gen	50.2		50.2	50.2
EUR	PPI a/a	dic	-1.2	%	-0.1	0.0
EUR	Vendite al dettaglio m/m	dic	0.0 <del>(0.1)</del>	%	-0.1	-0.2
FRA	PMI manifatturiero finale	gen	45.3		45.3	45.0
FRA	Produzione industriale m/m	dic	0.1 <del>(0.2)</del>	%	-0.1	-0.4
FRA	PMI servizi finale	gen	48.9		48.9	48.2
FRA	Occupati non agricoli prelim	T4	0.2	%		-0.2
GER	PMI manifatturiero finale	gen	44.1		44.1	45.0
GER	PMI servizi finale	gen	52.5		52.5	52.5
GER	Ordini all'industria m/m	dic	-5.4	%	2.0	6.9
GER	Produzione industriale m/m	dic	1.3 <del>(1.5)</del>	%	-0.6	-2.4
GER	Bilancia commerciale destag.	dic	19.2 <del>(19.7)</del>	Mld €	17.0	20.7
ITA	PMI manifatturiero	gen	46.2		46.8	46.3
ITA	IPCA m/m prelim	gen	0.1	%	-1.1	-0.7
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	gen	1.3	%		1.5
ITA	IPCA a/a prelim	gen	1.4	%	1.4	1.7
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	gen	0.1	%		0.6
ITA	PMI servizi	gen	50.7		50.5	50.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	dic	1.1	%		0.6
SPA	Produzione industriale a/a	dic	-0.1 <del>(-0.4)</del>	%	0.5	2.1

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

**Sorprende al rialzo l'inflazione Eurozona e Italia a gennaio.** A gennaio, l'inflazione è risultata più alta del previsto sia nell'Eurozona (in salita da 2,4% a 2,5% a/a) che in Italia (da 1,4% a 1,7%, sull'IPCA). Per l'area euro, ci si aspettava una moderazione per gli indici core, che viceversa sono rimasti fermi al 2,7% a/a. In ogni caso, non pensiamo che il dato sia tale da cambiare radicalmente le prospettive per l'inflazione: la domanda da parte dei consumatori resta debole, il che aumenta le probabilità che le componenti core, e in particolare i servizi, possano iniziare a evidenziare un trend più chiaro di decelerazione nei prossimi mesi. In tale contesto, non riteniamo che il dato possa incidere sul percorso di progressiva riduzione dei tassi da parte della BCE, che pensiamo possa portare il tasso depò al 2% entro giugno.

**Germania: industria in calo per il terzo anno nel 2024.** Il calo di -2,4% m/m della produzione industriale a dicembre non è troppo sorprendente in quanto l'ampia flessione registrata nel comparto auto dovrebbe aver risentito degli scioperi nelle fabbriche Volkswagen ed è destinata ad invertirsi già a gennaio quando ci aspettiamo un rimbalzo dell'output. Nello stesso mese gli ordinativi industriali sono tornati a crescere, anche al netto delle commesse ad elevato valore unitario, suggerendo come la domanda potrebbe essere in fase di stabilizzazione, sia pur a bassi livelli. Il contesto di incertezza, le problematiche strutturali e l'aumento dei prezzi energetici invitano però alla cautela e suggeriscono che l'attività dovrebbe restare complessivamente fiacca nei prossimi mesi e che l'eventuale ripresa potrebbe risultare solo modesta.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	gen	48.8			48.7
Consumi delle famiglie a/a	dic	-0.4	%	0.2	2.7

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

#### Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	gen	50.5		50.5	50.1
PMI servizi - Caixin	gen	52.2			51.0
CPI m/m	gen	0.0	%	0.8	
CPI a/a	gen	0.1	%	0.4	
PPI a/a	gen	-2.3	%	-2.1	

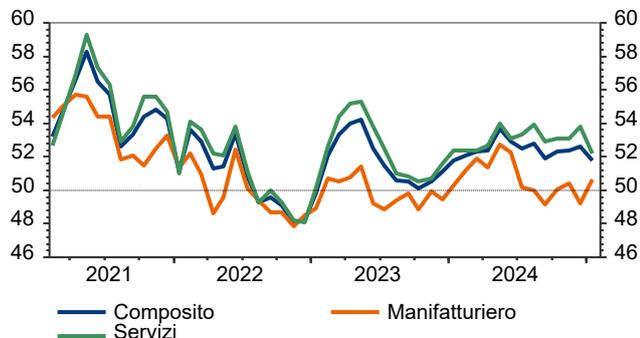
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: LSEG Datastream

**Cina: PMI manifatturiero Caixin gennaio 2025.** L'indice PMI manifatturiero rilevato da Caixin è sceso da 50,5 in dicembre a 50,1 in gennaio, rimanendo poco sopra 50 contrariamente all'indice del NBS (49,1). La media delle due rilevazioni è scesa da 50,3 in dicembre a 49,6 in gennaio, segnalando che l'attività del settore manifatturiero ha perso slancio in gennaio a causa di una moderazione degli ordini che ha portato le imprese a ridurre ulteriormente il personale. La prospettiva dell'imposizione di ulteriori dazi nel corso dell'anno da parte degli USA, oltre a quelli del 10% recentemente annunciati, potrebbe continuare a favorire un anticipo degli ordini, offrendo sostegno alle esportazioni. Questo fattore, insieme ad ulteriori misure di sostegno fiscale e monetario, dovrebbe contribuire ad un miglioramento dell'attività manifatturiera nei prossimi mesi.

**Cina: indice PMI servizi gennaio 2025.** L'indice PMI dei servizi è sceso sia nella rilevazione Caixin sia in quella del NBS, abbassando la media delle due rilevazioni da 52,1 in dicembre a 50,6 in gennaio e segnalando una moderazione del ritmo di espansione dell'attività del settore. L'aumento degli indici compositi prefigura un rallentamento dell'attività economica all'inizio del 1° trimestre, guidato soprattutto dal settore manifatturiero.

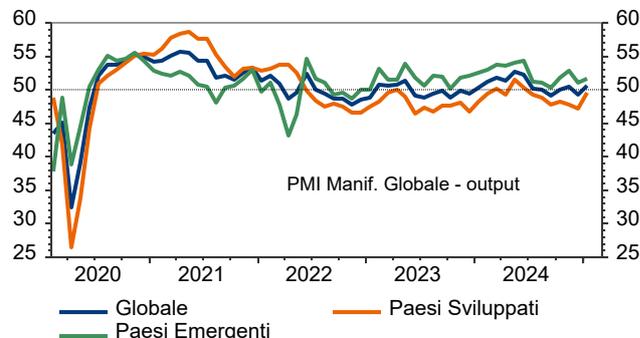
## Ciclo Reale

**PMI globale: manifatturiero e servizi**



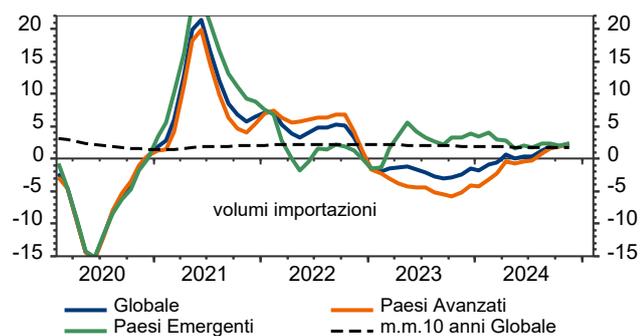
Fonte: S&P Global

**PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti**



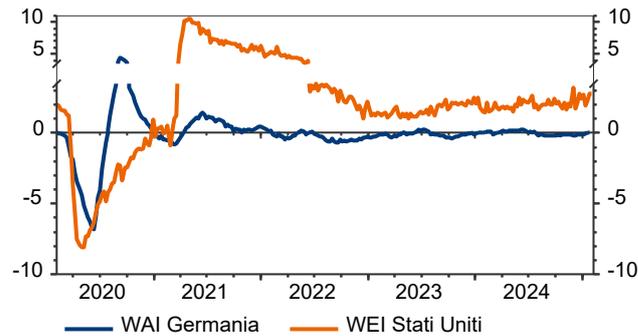
Fonte: S&P Global

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



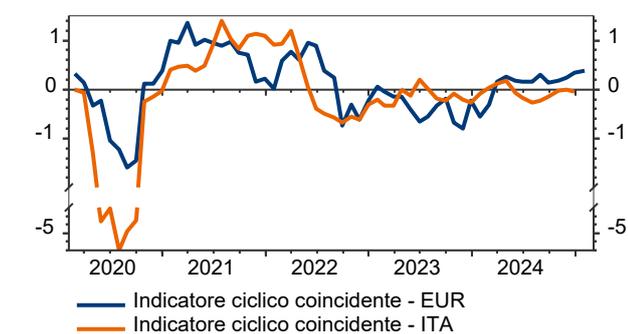
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

**Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti**



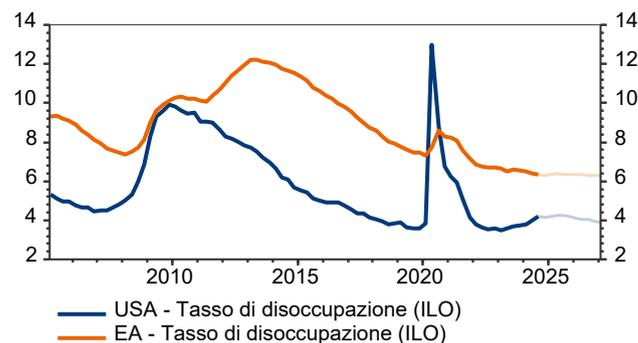
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

**Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia**



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

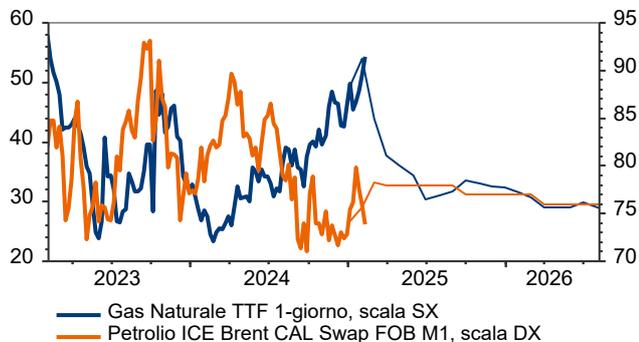
**Tasso di disoccupazione (ILO)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

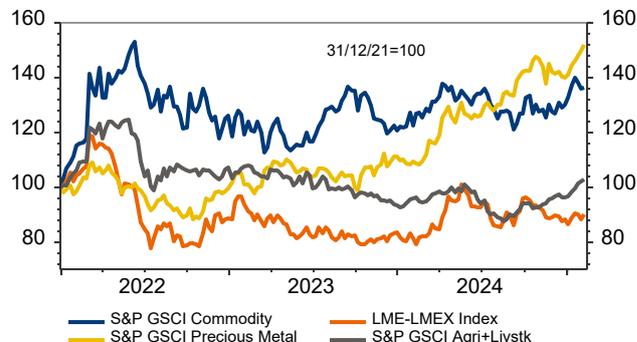
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



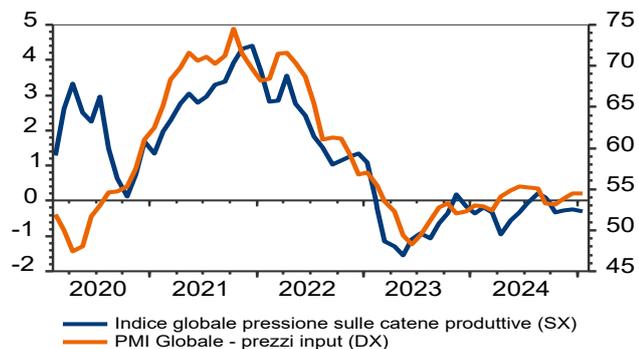
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



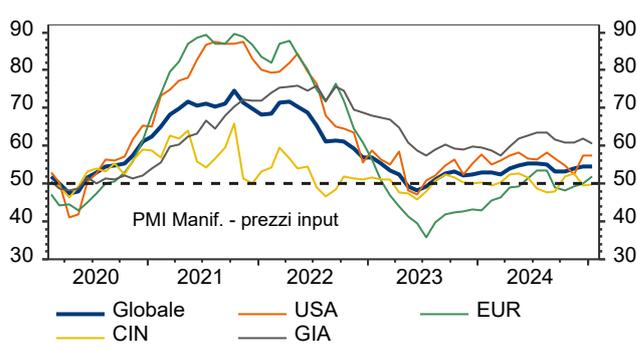
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



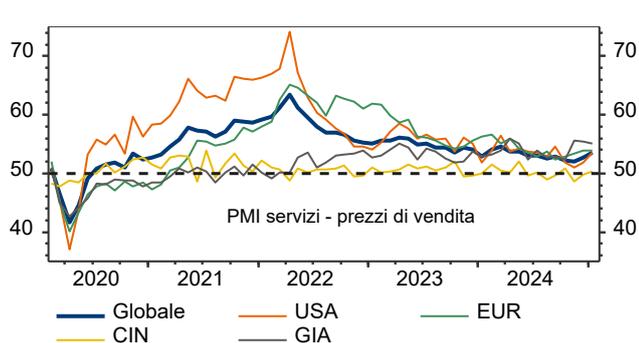
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



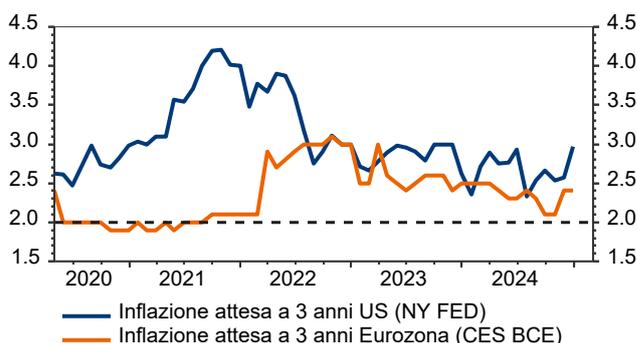
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

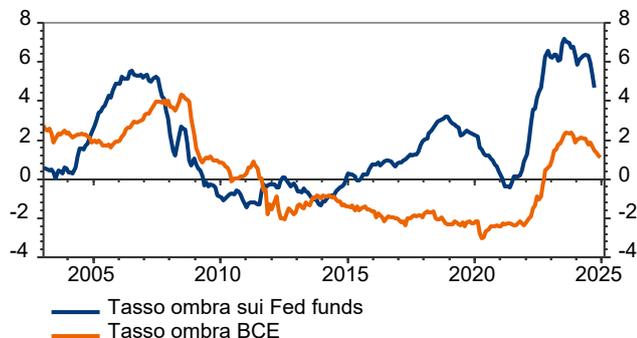
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

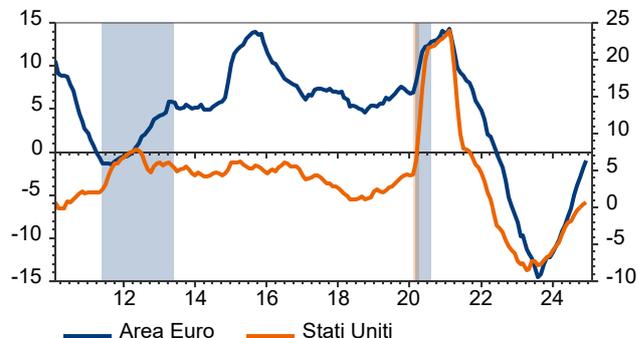
## Condizioni Finanziarie

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



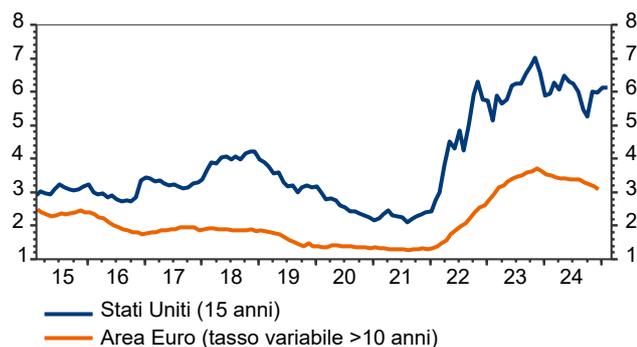
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

**M1 reale, variazione % a/a**



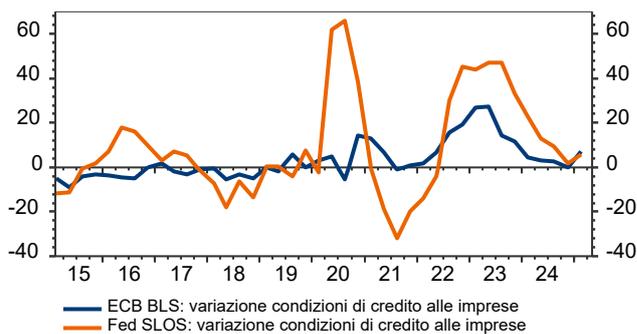
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

**Tassi sui mutui residenziali**



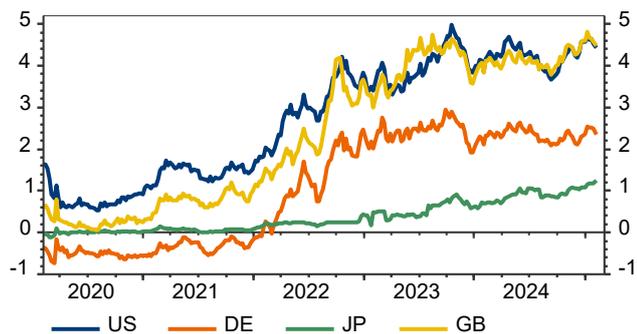
Fonte: Fed, BCE

**Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie**



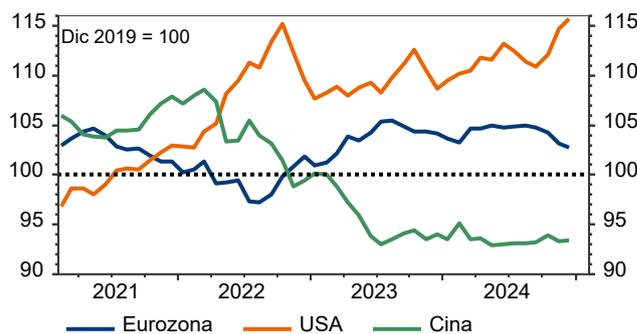
Fonte: Fed, BCE

**Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)**



Fonte: LSEG Datastream

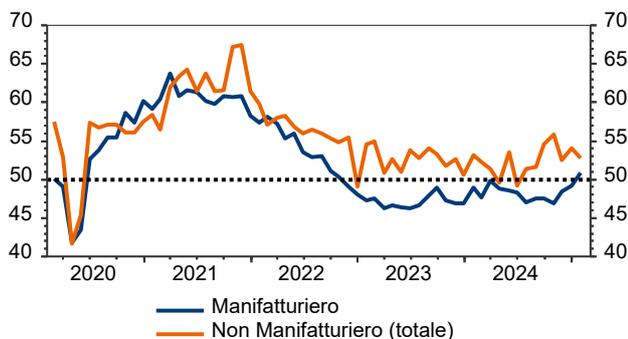
**Cambi reali effettivi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

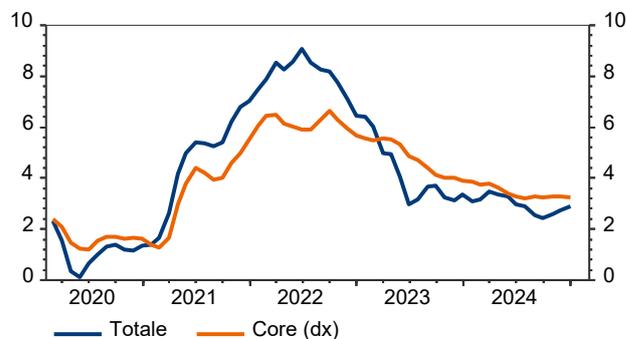
## Stati Uniti

### Indagini ISM



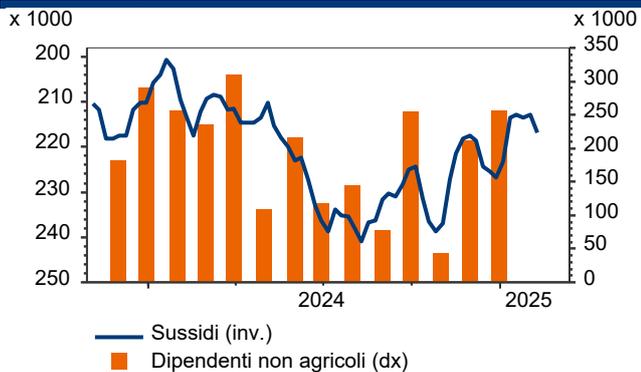
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



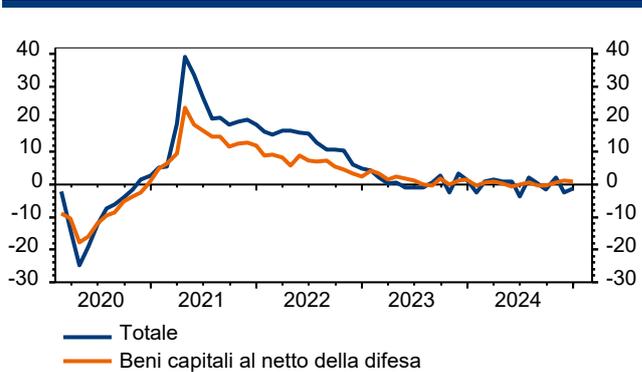
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

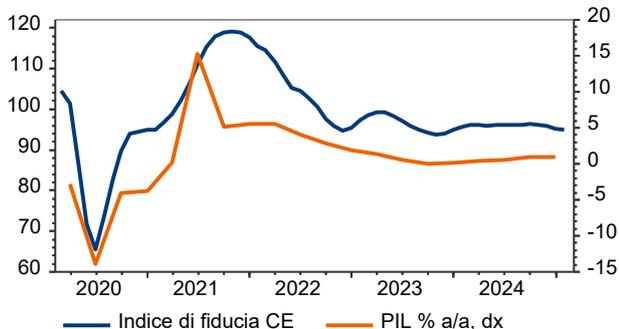
### Previsioni

	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	3.1	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	4.3	3.8	4.0	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4

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

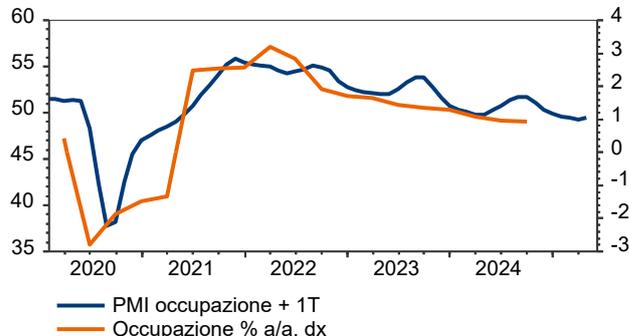
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



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

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.0	2.5	2.7	2.7	2.3
feb-25	127.1	123.2	119.9	126.6	2.2	2.5	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.2	121.1	127.4	2.1	2.4	2.5	2.1
apr-25	128.3	124.6	121.5	127.7	1.8	2.1	2.2	1.7
mag-25	129.3	125.9	123.1	128.9	2.4	2.8	3.0	2.4
giu-25	129.5	126.1	123.1	129.0	2.3	2.5	2.7	2.3
lug-25	129.2	125.8	122.8	128.7	2.1	2.4	2.5	2.1
ago-25	129.2	125.8	122.6	128.7	2.0	2.1	2.1	2.0
set-25	129.6	126.2	123.0	129.1	2.3	2.3	2.4	2.4
ott-25	129.9	126.4	123.2	129.4	2.2	2.2	2.2	2.3
nov-25	129.5	126.0	122.6	129.0	2.3	2.4	2.4	2.4
dic-25	130.0	126.5	123.2	129.3	2.3	2.4	2.4	2.1
<b>Media</b>	<b>128.8</b>	<b>125.3</b>	<b>122.1</b>	<b>128.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>

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	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	125.0	121.5	128.0	1.6	1.9	2.0	1.6
feb-26	129.5	125.8	122.5	128.8	1.8	2.1	2.2	1.7
mar-26	130.0	126.4	122.9	129.3	1.6	1.7	1.5	1.5
apr-26	130.4	126.8	123.3	129.7	1.6	1.7	1.5	1.5
mag-26	131.7	128.3	125.1	131.0	1.8	1.9	1.7	1.7
giu-26	132.0	128.6	125.3	131.3	2.0	2.0	1.7	1.8
lug-26	131.9	128.3	124.9	131.2	2.1	2.0	1.7	1.9
ago-26	132.0	128.3	124.8	131.3	2.2	2.0	1.7	2.0
set-26	132.4	128.6	125.2	131.7	2.2	2.0	1.8	2.0
ott-26	132.5	128.7	125.4	131.6	2.0	1.8	1.8	1.7
nov-26	132.0	128.2	125.0	131.1	1.9	1.7	1.9	1.6
dic-26	132.4	128.7	125.7	131.5	1.9	1.7	2.0	1.7
<b>Media</b>	<b>131.3</b>	<b>127.6</b>	<b>124.3</b>	<b>130.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>

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.

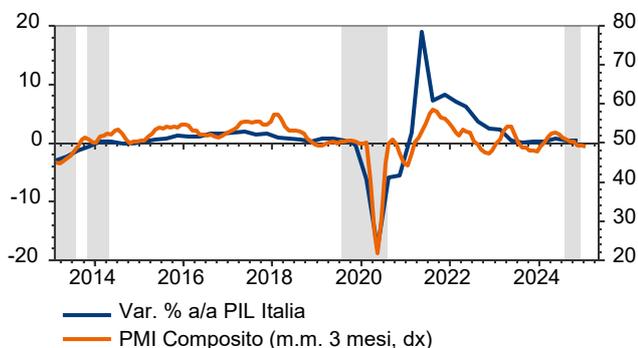
### Previsioni

	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	2.2	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.2	2.1	2.3
Produzione industriale (a/a)	-1.7	-3.1	-0.1	-4.6	-3.9	-1.6	-2.1	-1.1	-0.6	0.0	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

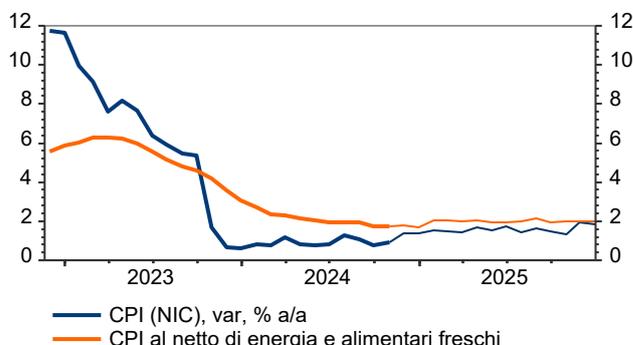
## Italia

## 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	122.5	121.9	120.8	120.8	1.7	1.5	1.3	1.3
feb-25	122.7	122.2	121.7	121.6	1.9	1.7	2.0	1.9
mar-25	124.2	122.2	121.2	121.6	1.9	1.7	1.6	1.8
apr-25	125.2	122.7	121.6	122.0	2.3	2.0	1.9	2.3
mag-25	125.4	122.9	121.6	122.0	2.2	1.9	1.8	2.1
giu-25	125.6	123.1	121.7	122.1	2.2	2.0	1.8	2.2
lug-25	124.0	123.1	121.7	121.6	1.8	1.6	1.4	1.3
ago-25	124.0	123.5	122.0	121.9	2.0	1.7	1.6	1.5
set-25	125.2	123.1	121.7	121.6	1.8	1.6	1.4	1.3
ott-25	125.5	123.0	121.5	121.4	1.7	1.5	1.3	1.1
nov-25	125.4	122.8	121.5	121.4	1.7	1.4	1.3	1.1
dic-25	125.7	123.1	121.9	121.8	1.8	1.6	1.4	1.3
<b>Media</b>	<b>124.6</b>	<b>122.8</b>	<b>121.6</b>	<b>121.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>

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	124.5	123.6	122.3	122.2	1.6	1.4	1.2	1.2
feb-26	124.7	123.9	122.7	122.6	1.6	1.4	0.8	0.8
mar-26	126.3	124.0	122.8	122.7	1.7	1.5	1.3	0.9
apr-26	127.3	124.5	123.1	123.0	1.7	1.4	1.2	0.8
mag-26	127.4	124.7	123.1	123.0	1.7	1.4	1.2	0.8
giu-26	127.9	125.0	123.4	123.3	1.8	1.5	1.4	1.0
lug-26	126.4	125.1	123.6	123.5	1.9	1.6	1.6	1.6
ago-26	126.4	125.6	124.0	123.9	2.0	1.7	1.6	1.6
set-26	127.8	125.4	123.8	123.7	2.1	1.8	1.7	1.7
ott-26	128.1	125.2	123.6	123.5	2.1	1.8	1.7	1.7
nov-26	127.9	125.1	123.5	123.4	2.0	1.8	1.6	1.6
dic-26	128.2	125.3	123.8	123.7	2.0	1.7	1.6	1.6
<b>Media</b>	<b>126.9</b>	<b>124.8</b>	<b>123.3</b>	<b>123.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>

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	0.5	1.2	0.2	0.6	1.4	-0.4	0.3	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	-0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	-0.1	1.3	1.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-3.8	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	134.8	135.7	137.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.1	1.9	1.0	0.9	1.2	1.3	1.9	2.2	1.9	1.7
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-3.1	0.1	-3.5	-2.9	-3.4	-2.6	-1.4	-0.2	0.7	1.1
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

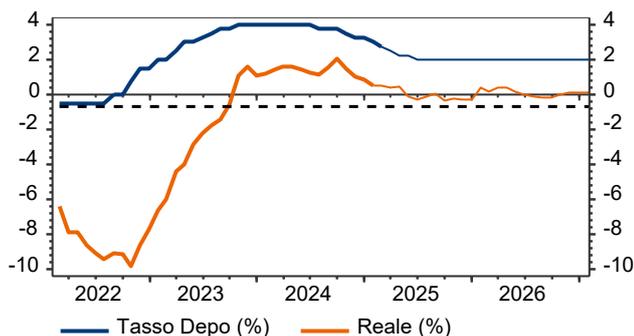
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	giu	set	dic	6/2	mar	giu	set	dic
Deposit rate	3.75	3.50	3.00	<b>2.75</b>	2.50	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	3.63	3.35	2.85	<b>2.65</b>	2.41	2.01	1.97	1.98
Euribor 3m	3.71	3.28	2.71	<b>2.53</b>	2.33	2.01	1.97	2.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

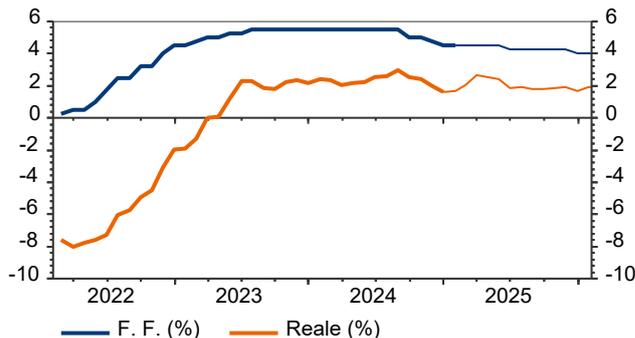


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	giu	set	dic	6/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.50	5.00	4.50	<b>4.50</b>	4.50	4.25	4.25	4.00
OIS 3m	5.32	4.59	4.32	<b>4.33</b>	4.32	4.24	4.29	4.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

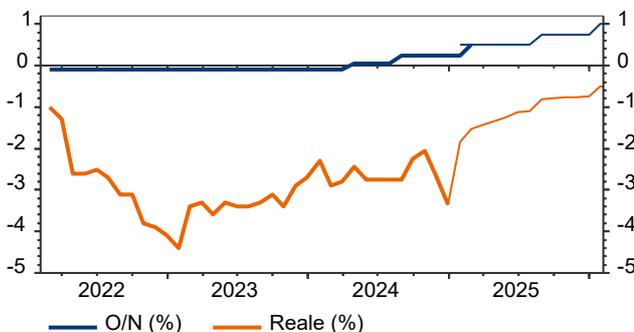


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

	giu	set	dic	6/2	mar	giu	set	dic
O/N target	0.05	0.25	0.25	<b>0.50</b>	0.50	0.50	0.75	0.75
OIS 3m	0.12	0.25	0.32	<b>0.48</b>	0.55	0.65	0.80	0.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

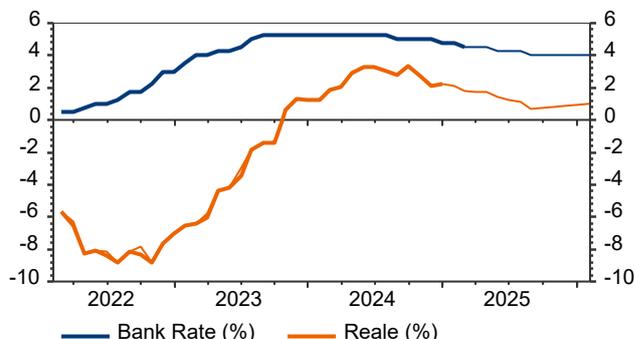


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	6/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.25	5.00	4.75	<b>4.50</b>	4.50	4.25	4.00	4.00
OIS 3m	5.13	4.82	4.62	<b>4.44</b>	4.35	4.15	3.95	3.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	7/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.08	1.09	1.08	1.04	<b>1.0378</b>	1.03	1.02	1.04	1.05	1.07
USD/JPY	131	148	147	153	158	<b>152.08</b>	158	160	153	147	140
GBP/USD	1.20	1.26	1.27	1.30	1.25	<b>1.2450</b>	1.26	1.25	1.28	1.31	1.33
EUR/CHF	0.99	0.94	0.94	0.94	0.94	<b>0.9415</b>	0.93	0.92	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	141	160	161	166	164	<b>157.88</b>	163	164	159	154	150
EUR/GBP	0.89	0.85	0.86	0.83	0.83	<b>0.8335</b>	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