

Weekly Economic Monitor

Il punto

Banca Centrale Europea: la moderata riduzione degli acquisti netti PEPP nel quarto trimestre è pienamente giustificata dagli sviluppi macroeconomici e di mercato (le emissioni nette di titoli sono largamente inferiori a quanto previsto). A dicembre potrebbero maturare le condizioni per confermare la chiusura del programma il 31 marzo. La riunione del 16 dicembre dovrà decidere sia come uscire dal PEPP, sia se rinnovare il programma TLTRO.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** il calendario macroeconomico si presenta scarso di indicatori in uscita. La produzione industriale dovrebbe essere tornata a crescere nel mese di luglio mentre le stime finali sui prezzi al consumo di agosto sono attese confermare la salita dell'inflazione in Italia, Francia e nel complesso dell'area euro.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di settembre dovrebbero dare indicazioni di continua espansione nel manifatturiero e di stabilizzazione della fiducia dei consumatori. Per quanto riguarda i dati di agosto, il CPI dovrebbe dare un nuovo segnale di moderazione, con una variazione attesa di 0,4% m/m per l'indice *headline* e 0,3% m/m per quello *core*. Le vendite al dettaglio dovrebbero essere frenate dal forte calo nel comparto auto, ed essere solo marginalmente positive per l'aggregato ex-auto. La produzione industriale è attesa in aumento di 0,4% m/m, grazie alla ripresa del segmento auto, probabilmente di breve durata.

10 settembre 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

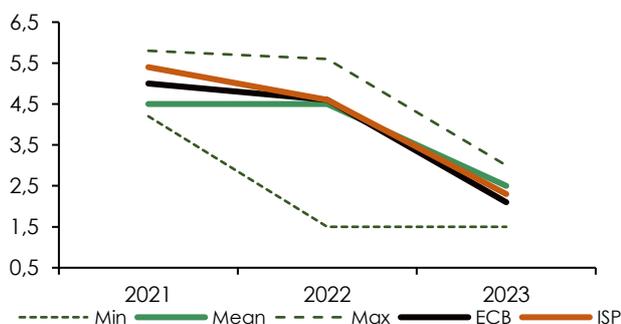
Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

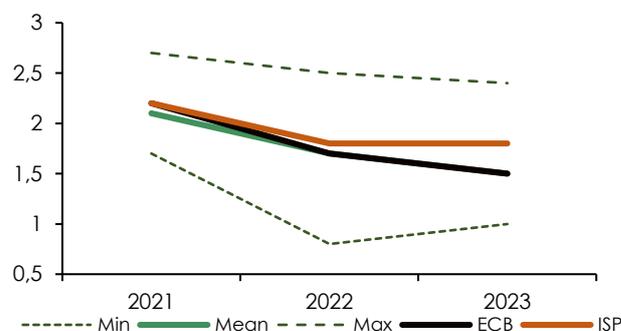
Andrea Volpi
Economista - Area euro

Proiezioni BCE a confronto con il consenso: PIL



Fonte: Refinitiv (Polls, agg. 2/9/2021), BCE e Intesa Sanpaolo

Proiezioni BCE a confronto con il consenso: Inflazione



Fonte: Refinitiv (Polls, agg. 2/9/2021), BCE e Intesa Sanpaolo

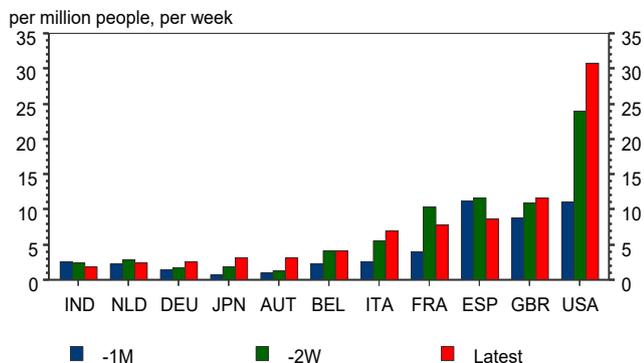
Il punto

Banca Centrale Europea: la moderata riduzione degli acquisti netti PEPP nel quarto trimestre è pienamente giustificata dagli sviluppi macroeconomici e di mercato (le emissioni nette di titoli sono largamente inferiori a quanto previsto). A dicembre potrebbero maturare le condizioni per confermare la chiusura del programma il 31 marzo. La riunione del 16 dicembre dovrà decidere sia come uscire dal PEPP, sia se rinnovare il programma TLTRO.

- Al termine della sua riunione di politica monetaria del 9 settembre, la Banca Centrale Europea ha annunciato un "moderato" ridimensionamento degli acquisti netti realizzati nell'ambito del PEPP, oltre a significative revisioni delle proiezioni macroeconomiche. Nulla è cambiato, invece, né per i tassi ufficiali (DFR: -0,50%, MRO: 0%, MLF: 0,25%), né per l'APP. La decisione è in linea con le attese della maggioranza degli analisti, ed è stata presa all'unanimità.
- Negli ultimi mesi del 2021, dunque, gli acquisti netti PEPP saranno condotti a un ritmo "moderatamente inferiore" rispetto ai sei mesi precedenti. Riteniamo che l'atterraggio potrebbe avvenire circa a metà strada fra i 14,6 miliardi settimanali del primo trimestre e i 18,1 miliardi del periodo aprile-settembre. La decisione è totalmente giustificata, alla luce della drastica riduzione delle emissioni nette di titoli sovrani, del miglioramento delle prospettive economiche e, infine, della resilienza delle condizioni di finanziamento. In particolare, il drastico calo delle emissioni nette di titoli rispetto alle previsioni potrebbe forse giustificare un rallentamento ancora più netto degli acquisti PEPP rispetto a quanto ipotizzato sopra.
- La presidente Lagarde ha fatto capire che **il destino del PEPP sarà deciso a metà dicembre**, in una riunione di politica monetaria che si preannuncia molto calda. Le condizioni di mercato potrebbero consentire di ridurre ulteriormente gli acquisti prima della scadenza. Un'altra opzione è che il residuo non speso del PEPP sia utilizzato nei mesi seguenti estendendo il programma; in alternativa, l'APP potrebbe essere aumentato di un plafond temporaneo per smussare la chiusura del PEPP.
- Il 16 dicembre, oltre a delineare la strategia di uscita dal PEPP, la BCE valuterà anche che cosa fare con il programma **TLTRO**, ormai arrivato alla fine della terza serie. L'ultima asta della terza serie si svolgerà proprio la settimana della riunione di politica monetaria. La maturazione della ripresa e la trasmissione più equilibrata della politica monetaria fra giurisdizioni potrebbero scongiurare la BCE dal lanciare una quarta serie di operazioni. Tuttavia, dovrà essere gestito il rientro della liquidità immessa in particolare con la maxi-asta del giugno 2020, che rientrerà nel giugno 2023.
- Per quanto concerne le **proiezioni dello staff**, la previsione di crescita 2021 è stata rivista al rialzo al 5,0%: ancora non abbastanza, alla luce della revisione del 2° trimestre annunciata da Eurostat dopo che lo staff BCE aveva concluso il suo lavoro. Ciò significa che a dicembre osserveremo una nuova revisione al rialzo (la nostra stima è salita già a 5,3%). Poiché la sorpresa positiva riflette un anticipo del processo di riapertura, la proiezione 2022 è stata limata, mentre il 2023 è invariato. La revisione più significativa delle proiezioni è quella che ha interessato l'**inflazione, rivista al rialzo su tutto l'orizzonte**. Se a dicembre la proiezione 2023 salirà ulteriormente a 1,6% (ora è a 1,5%), il divario con lo scenario pre-COVID sarà stato colmato, spianando la strada alla chiusura del PEPP il 31 marzo 2022. Ovviamente, anche dopo queste revisioni, la soglia del 2% resta molto lontana, e i mercati hanno buone ragioni per ritenere il primo rialzo dei tassi ufficiali un rischio tuttora remoto.

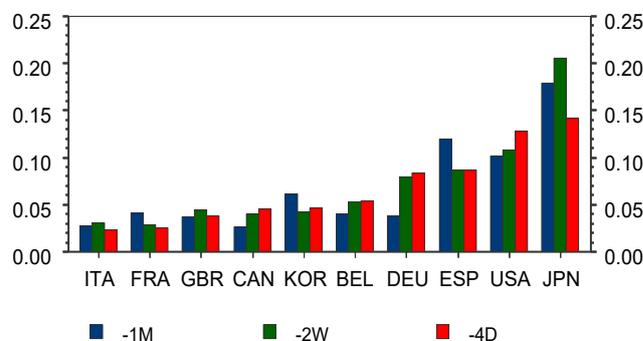
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



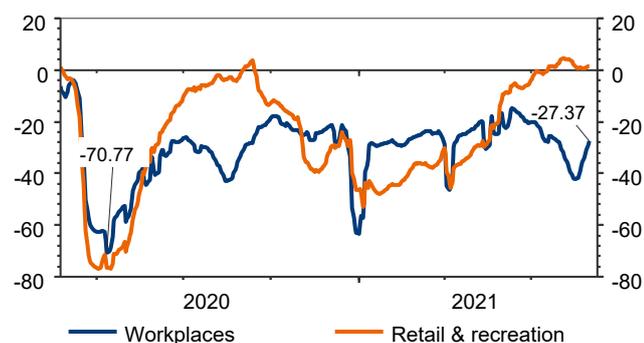
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



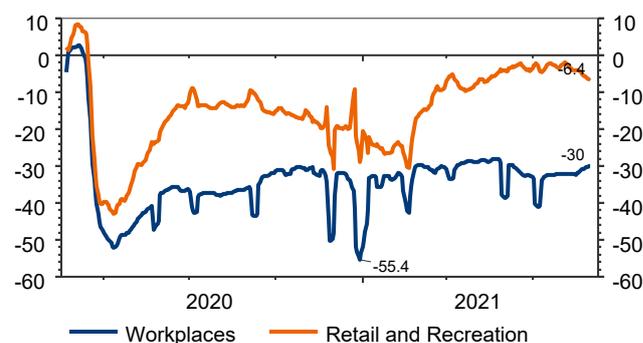
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



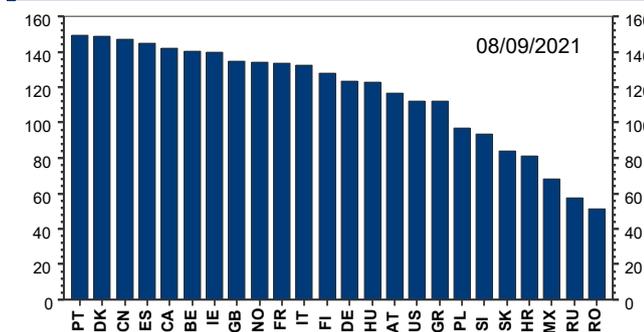
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro** il calendario macroeconomico si presenta scarso di indicatori in uscita. La produzione industriale dovrebbe essere tornata a crescere nel mese di luglio mentre le stime finali sui prezzi al consumo di agosto sono attese confermare la salita dell'inflazione in Italia, Francia e nel complesso dell'area euro.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di settembre dovrebbero dare indicazioni di continua espansione nel manifatturiero e di stabilizzazione della fiducia dei consumatori. Per quanto riguarda i dati di agosto, il CPI dovrebbe dare un nuovo segnale di moderazione, con una variazione attesa di 0,4% m/m per l'indice *headline* e 0,3% m/m per quello *core*. Le vendite al dettaglio dovrebbero essere frenate dal forte calo nel comparto auto, ed essere solo marginalmente positive per l'aggregato ex-auto. La produzione industriale è attesa in aumento di 0,4% m/m, grazie alla ripresa del segmento auto, probabilmente di breve durata.

Martedì 14 settembre

Stati Uniti

■ Il **CPI** di agosto è previsto in rialzo di 0,4% m/m (5,4% a/a), dopo 0,5% m/m di luglio, con l'indice *core* in aumento di 0,3% m/m (4,2% a/a). Un elemento incoraggiante per la previsione è la svolta verso il basso dei prezzi delle auto usate. Il Manheim Used Vehicle Value Index è calato per il terzo mese consecutivo nei primi 15 giorni di agosto (-0,8% m/m, 18,3% a/a), con indicazioni favorevoli per i prezzi delle auto usate del CPI, che a luglio avevano già registrato una variazione di solo 0,2% m/m, dopo tre mesi di variazioni comprese fra il 7 e il 10% m/m. Le voci dell'indice dei prezzi sensibili agli effetti di COVID dovrebbero essere su un sentiero di moderazione (ricreazione, ospitalità, auto usate), anche se restano alcuni osservati speciali colpiti da persistenti carenze di offerta. Prima di tutto, l'abitazione potrebbe risentire del trend verso l'alto dei prezzi delle case e della fine della moratoria sugli sfratti. In secondo luogo, i prezzi dei beni potrebbero continuare a essere spinti verso l'alto dall'eccesso di domanda e dalla scarsità di scorte diffusi a tutti i settori del manifatturiero. In generale, il trend dell'inflazione dovrebbe proseguire su un sentiero in calo, ma restare stabilmente ben al di sopra del 2% ancora per diversi trimestri.

Mercoledì 15 settembre

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe rimbalzare di +1,2% m/m a luglio dopo la flessione di -0,3% m/m registrata a giugno (che non escludiamo possa essere rivista verso l'alto). Oltre alle positive sorprese registrate in Germania e Italia, i dati nazionali già pubblicati hanno evidenziato ampi rimbalzi congiunturali in Belgio, Irlanda e Portogallo che dovrebbero sostenere la lettura relativa al complesso dell'Eurozona. Le indagini congiunturali continuano a dipingere un quadro espansivo per il settore ma nei prossimi mesi l'attività produttiva potrebbe continuare a risentire delle difficoltà nel reperire materie prime che impediscono un pieno ritorno alla normalità e ai livelli pre-crisi.
- **Francia.** La stima finale dell'**inflazione** di agosto è attesa confermare l'accelerazione sia sull'indice nazionale, a 1,9% a/a da 1,2% di luglio, che sulla misura armonizzata, a 2,4% a/a da 1,5% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di sei decimi sull'indice nazionale e di sette decimi su quello armonizzato. In prospettiva, il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre. In media d'anno, nel 2021, l'inflazione è vista a 1,6% sull'indice nazionale e 2% sull'armonizzato.
- **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di agosto dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in salita da 1,9% a 2,1% sul NIC e da 1% a 2,6% sull'indice armonizzato UE. L'inflazione di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata stabile a 0,6%. Nel

mese i listini dovrebbero essere confermati in aumento di cinque decimi sull'indice domestico e di tre decimi sull'armonizzato. In prospettiva, il tasso di crescita dei prezzi resterà sopra il 2% sino a fine anno; la nostra previsione è per una media 2021 ad almeno 1,6%.

Stati Uniti

- La **produzione industriale** di agosto è attesa in aumento di 0,4% m/m, dopo 0,9% m/m di luglio. Le ore lavorate ad agosto sono aumentate di 0,2% m/m nel manifatturiero e nell'estrattivo e di 0,6% m/m nelle utility, con variazioni relativamente sostenute degli occupati nel manifatturiero e nell'estrattivo (37 mila e 6 mila, rispettivamente) a fronte di una modesta correzione nelle utility (-1300). A luglio e agosto, il settore auto è tornato a crescere, con la cancellazione di diverse giornate di vacanza decise dai produttori per recuperare parte del terreno perso a causa della scarsità di semiconduttori, e questo dovrebbe riflettersi in un nuovo recupero dell'indice di produzione nel manifatturiero anche ad agosto, anche se la riaccelerazione dell'output dovrebbe essere di breve durata, dato che le strozzature all'offerta persistono.
- L'indice **Empire** della NY Fed a settembre è atteso in rialzo a 18,6 da 18,3 di agosto. L'indice di aspettative a 6 mesi il mese scorso non dava indicazioni di rallentamento della crescita e le informazioni a livello regionale sono rimaste in linea con attività in espansione nonostante la variante Delta. Gli indici di prezzo ad agosto avevano registrato una flessione per i prezzi pagati, a fronte di un ulteriore rialzo per quelli ricevuti: a settembre ci dovrebbero essere indicazioni di prezzi in continuo rialzo, ma a ritmi più contenuti.

Giovedì 16 settembre

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di agosto sono attese in forte calo, -0,7% m/m, spinte verso il basso dal crollo registrato nel comparto auto. Le vendite rilevate dai concessionari nel mese scorso sono calate di -11% m/m, segnando la terza contrazione consecutiva e riportando i livelli sui minimi da luglio 2020. Al netto delle auto, le vendite sono previste in aumento di 0,1% m/m, alla luce delle indicazioni relativamente positive delle vendite settimanali, ma mitigate in alcuni comparti dalla correzione stagionale per il periodo di riapertura delle scuole. La recente debolezza nel settore dell'edilizia immobiliare residenziale rende probabile una dinamica negativa dei materiali da costruzione e dell'arredamento. Nel complesso, comunque, il buon andamento del mercato del lavoro e l'elevato risparmio supportano la previsione di espansione ancora solida dei consumi delle famiglie nel 2° semestre.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a settembre dovrebbe essere in modesto aumento a 19,8 da 19,4 di agosto, alla luce delle informazioni delle indagini di agosto e del Beige Book. L'indagine dovrebbe continuare a registrare segnali di espansione solida, frenata da vincoli all'offerta e dalla difficoltà a reperire manodopera. Gli indici di prezzo dovrebbero confermare il continuo, forte aumento dei prezzi, ma a ritmi più contenuti rispetto ai mesi precedenti.

Venerdì 17 settembre

Area euro

- **Area euro.** La **stima finale** di agosto dovrebbe indicare un'**inflazione** in crescita al 3% a/a (massimo da novembre 2011) dal 2,2% a/a di luglio. La componente energetica dovrebbe spiegare direttamente circa metà dell'inflazione osservata. Sul mese, i prezzi sono attesi in aumento di quattro decimi. La salita continuerà nei prossimi mesi ma sarà temporanea: in prospettiva, l'indice generale dovrebbe toccare il 2,2% in media d'anno nel 2021, per poi assestarsi all'1,8% nel 2022.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a settembre (prel.) dovrebbe mantenersi vicina ai livelli compressi di agosto, con una variazione modesta a 70,5 da 70,3 di

agosto. Il probabile ridimensionamento dell'inflazione dovrebbe dare un sostegno alla fiducia, anche se la variante Delta continuerà a essere un fattore di preoccupazione per le famiglie. Le aspettative di inflazione dovrebbero segnare assenza di ulteriori spinte verso l'alto, stabilizzandosi all'interno dell'intervallo di fluttuazione degli ultimi mesi sia per l'indice a 1 anno (4,6% ad agosto) sia per quello a 5-10 anni (2,9% ad agosto).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (13-17 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Mar 14/9	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		lug	prel -1.5	%	
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		lug	4.7	%	4.6
	08:00	GB	Retribuzioni medie		lug	8.8	%	
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ago	prel 3.3	%	3.3
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	4.3	%	4.2
	14:30	USA	CPI a/a		ago	5.4	%	5.4
	14:30	USA	CPI m/m	*	ago	0.5	%	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.3	%	0.3
Mer 15/9	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		lug	-1.5	%	3.1
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ago	8.5	%	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ago	10.3	%	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		ago	20.7	%	
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		ago	14.4	%	
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		ago	6.4	%	
	08:00	GB	CPI m/m		ago	0.0	%	
	08:00	GB	CPI a/a	*	ago	2.0	%	2.9
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.7	%	0.7
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ago	0.1	%	
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.4	%	2.4
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	ago	prel 0.5	%	0.5
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.3	%	0.3
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.6	%	2.6
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		ago	prel 2.1	%	2.1
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T2	1.5	%	
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	lug	-0.3	%	0.5
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ago	0.3	%	0.3
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	set	18.3		18.6
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		ago	0.9	%	0.4
15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ago	76.1	%	76.3	
Gio 16/9	01:50	GIA	Bilancia commerciale		ago	439.4	Mld ¥ JP	-47.7
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		lug	4.8	Mld €	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		lug	5.7	Mld €	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		lug	0.9	Mld €	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	310	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.783	Mln	
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ago	-0.4	%	-0.1
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ago	-1.1	%	-0.7
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	set	19.4		19.8
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		lug	0.8	%	0.5
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		lug	110.9	Mld \$	
Ven 17/9	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ago	-2.5	%	0.5
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		ago	2.4	%	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ago	prel 1.6	%	1.6
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	ago	prel 3.0	%	3.0
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	ago	prel 0.4	%	0.4
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		set	70.3		70.2

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (13-17 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mer 15/9	17:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Gio 16/9	10:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	345 (340) x1000	335	310
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.805 (2.748) Mln	2.744	2.783
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ago	1.0	%	0.5
PPI m/m	ago	1.0	%	0.6

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

Le nuove richieste di sussidi di disoccupazione rilevate nella settimana del 4 settembre sono calate a 310 mila (minimo da marzo 2020), da 345 mila della settimana precedente. I sussidi statali esistenti al 28 agosto sono in flessione a 2,783 mln (-22 mila). Nell'ultima settimana di erogazione dei sussidi federali, si registrano 96 mila richieste per il programma Pandemic Unemployment Assistance. Al 21 agosto, su un totale di 11,930 mln di sussidi, circa 8,9 mln erano erogati con programmi federali, in scadenza il 6 settembre. Entro metà settembre i programmi federali per i lavoratori precari, i disoccupati di lungo termine e l'integrazione di 300 dollari alla settimana termineranno, con effetti restrittivi sul reddito personale e un possibile, ma per ora ancora incerto, conseguente incremento della ricerca di lavoro da parte degli individui attualmente disoccupati.

I dati della **Jobs and Labor Turnover Survey** di luglio confermano che la richiesta di manodopera si mantiene su livelli record, con le **posizioni aperte** sui massimi storici, a 10,9 mln, e incrementi significativi in tutti i segmenti del settore servizi. Le assunzioni sono poco variate a 6,7 mln. I dati sono coerenti con un mercato del lavoro vincolato dal lato dell'offerta, con probabili pressioni verso l'alto sui salari.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	lug	-4.3 (-5.1) %	2.9	0.7
PIL t/t, ann. finale	T2	1.3	%	1.6
PIL t/t finale	T2	0.3	%	0.4

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

La seconda stima del **PIL del 2° trimestre** ha registrato una revisione della crescita a 0,5% t/t (1,9% t/t ann.), da 0,3% t/t (1,3% t/t ann.) della lettura preliminare, grazie a variazioni più forti per gli investimenti fissi non residenziali e per i consumi pubblici. La previsione per il 3° trimestre rimane di quasi-stagnazione, sulla scia della persistenza dell'ondata pandemica della primavera.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PIL a/a finale	T2	13.6	%	13.6
EUR	PIL t/t finale	T2	2.0	%	2.2
EUR	Occupazione t/t	T2	0.5	%	0.7
FRA	Produzione industriale m/m	lug	0.6 (0.5) %	0.4	0.3
GER	Ordini all'industria m/m	lug	4.6 (4.1) %	-1.0	3.4
GER	Produzione industriale m/m	lug	-1.0 (-1.3) %	0.9	1.0
GER	ZEW (Sit. corrente)	set	29.3	34.0	31.9
GER	ZEW (Sentiment econ.)	set	40.4	30.0	26.5
GER	Bilancia commerciale destag.	lug	13.6	Mld €	13.0
GER	CPI (Lander) m/m finale	ago	0.0	%	0.0
GER	CPI (Lander) a/a finale	ago	3.9	%	3.9
GER	IPCA m/m finale	ago	0.1	%	0.1
GER	IPCA a/a finale	ago	3.4	%	3.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	7.9 (7.70) %		6.7
ITA	Produzione industriale m/m	lug	1.1 (1.0) %	0.1	0.8
SPA	Produzione industriale a/a	lug	11.1	%	5.9

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

Area euro. Nel 2° trimestre la crescita del **PIL** è stata rivista verso l'alto di due decimi a 2,2% t/t (14,3% a/a). Dal lato dell'offerta tutti i settori hanno contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto ma sono stati soprattutto servizi e commercio a trainare l'espansione. Dal lato della domanda invece è stata la domanda interna al netto delle scorte a fornire un apporto positivo a fronte di uno sostanzialmente nullo da parte del canale estero. Il ritmo della ripresa dovrebbe aver toccato un picco nei trimestri centrali dell'anno: durante l'estate la crescita dovrebbe essersi mantenuta solida, su ritmi simili a quelli registrati durante la primavera. Tra le principali economie, la ripresa potrebbe accelerare nel 3° trimestre in Francia e Germania e decelerare in Italia e Spagna.

Germania. I dati sulla **produzione industriale** hanno mostrato un rimbalzo dell'1% m/m a luglio, speculare rispetto al calo della stessa entità visto a giugno. Il recupero è trainato dai beni di investimento (+3,2% m/m) e frenato dall'energia (-3,2% m/m). L'output resta del 5,5% inferiore rispetto ai livelli di febbraio 2020. Il dato, accanto ai numeri superiori alle attese diffusi ieri sugli ordini, conferma che l'espansione dell'industria tedesca continua, sebbene a ritmi meno ampi di quelli segnalati dalle indagini (per via dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta).

Germania. Gli **ordinativi industriali** hanno registrato una crescita di +3,4% m/m in luglio, dopo il +4,6% m/m (rivisto al rialzo di cinque decimi) del mese precedente; rispetto a febbraio 2020 gli ordini risultano più alti del 15,7%. L'aumento di luglio è legato alla crescita degli ordinativi esteri (+8% m/m), mentre le commesse domestiche sono salite di +2,5% m/m.

Germania. L'indice **ZEW** è calato oltre le attese di consenso nel mese di settembre, con l'indicatore sulle aspettative che è passato a 26,5 da 40,4 di agosto. Di contro, la valutazione sulla situazione corrente è cresciuta per il settimo mese consecutivo, passando a 31,9 punti da 29,3 precedente. L'indagine di questo mese conferma, quindi, che il picco della ripresa è ormai alle spalle.

Germania. La stima finale dell'**indice dei prezzi al consumo** di agosto ha confermato la lettura preliminare: l'inflazione armonizzata è salita a 3,4% a/a da 3,1% a/a precedente mentre quella nazionale è avanzata di un decimo al 3,9% a/a, rispettivamente ai massimi da luglio 2008 e da dicembre 1993. Sul valore tendenziale pesano, oltre che effetti base legati al taglio dell'IVA dello scorso anno, i rincari nei trasporti (10,5% a/a) e nell'energia (12,6% a/a). L'inflazione tedesca è attesa crescere attorno al 4,0% in questo 2° semestre, cui seguirà un ritorno abbondantemente sotto area 3% dal 1° trimestre 2022. In sintesi, l'indice domestico dovrebbe toccare il 2,9% in media d'anno nel 2021 (2,7% armonizzato), per poi assestarsi poco sopra il 2% nel 2022.

Francia. La **produzione industriale**, in luglio, è cresciuta di +0,3% m/m (dopo il +0,6% di giugno). L'output manifatturiero è salito di +0,6% m/m (+1,0% a giugno; il dato è stato infatti rivisto verso l'alto di un decimo), trainato dal settore auto (+2,9% m/m) e dagli alimentari e bevande (+1,7% m/m); le costruzioni sono rimbalzate di +1,4% m/m, dopo la lettura fortemente negativa di giugno (-1,9%). Il confronto statistico con i livelli pre-crisi (febbraio 2020) restituisce ancora valori negativi con riguardo sia al dato composito (-4,8%) sia al solo manifatturiero (-5,5%); lo spaccato evidenzia come il settore auto resti quello maggiormente penalizzato rispetto agli altri comparti, nonostante gli ampi progressi di giugno e luglio (rispettivamente +3,0% e +2,9%). L'attuale scarsità di semiconduttori sta determinando una revisione dei volumi di produzione nonché dei relativi listini. Per i prossimi mesi, ci attendiamo una prosecuzione delle tensioni nelle filiere produttive, che potrebbero continuare a frenare il recupero del settore.

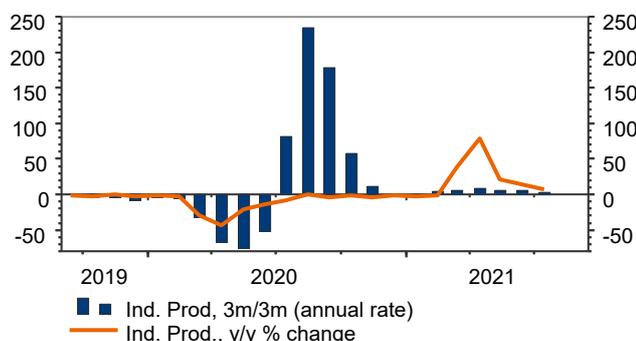
Italia. Le vendite al dettaglio sono tornate a calare a luglio, di -0,4% m/m dopo il rimbalzo registrato nel mese precedente. La contrazione è sintesi di una stagnazione degli acquisti di alimentari e di una flessione per quelli di beni non alimentari, riflettendo la dinamica già registrata nello stesso mese tra le altre principali economie dell'area euro. Nonostante un debole inizio di trimestre, le vendite al dettaglio dovrebbero mantenersi in crescita anche durante l'estate, dopo aver chiuso il trimestre primaverile in espansione del 2,8% t/t. L'andamento degli indici di mobilità verso gli esercizi commerciali resta sopra la media pre-COVID e segnala la possibilità di un significativo recupero per le vendite al dettaglio nei prossimi mesi.

Italia. La produzione industriale è salita a sorpresa a luglio, di +0,8% m/m, dopo il rimbalzo di +1,1% m/m visto a giugno (rivisto al rialzo di un decimo). L'output resta in ampia espansione su base annua, pur rallentando a +7% da +13,8% precedente (sui dati corretti per gli effetti di calendario). **Nel mese, la crescita è trainata da beni di investimento, beni intermedi e beni di consumo non durevoli** (+1,9%, +1,4% e +1,3% m/m, rispettivamente), mentre si registra una parziale correzione per l'energia e il secondo calo mensile consecutivo per i durevoli. Su base annua, tutti i macro-settori sono in espansione, con la sola eccezione dei prodotti energetici. **La produzione manifatturiera è cresciuta di ben +1,2% m/m**, trascinata soprattutto da macchinari e attrezzature (+2,7% m/m): un segnale che il ciclo degli investimenti è ormai avviato, grazie alle prospettive positive sulla domanda, alle favorevoli condizioni di finanziamento e all'ampia liquidità a disposizione delle imprese. Alcuni comparti manifatturieri registrano però una correzione nel mese: si tratta soprattutto di raffinazione, farmaceutico, apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto, settore metallurgico. Su base annua, gli unici comparti in calo sono proprio il farmaceutico (-1,9%) e (al di fuori del manifatturiero) l'attività estrattiva (-2,8%). La produzione industriale già a giugno era tornata al di sopra dei **livelli pre-COVID**, e a luglio ha **consolidato i progressi del mese precedente** (+1,5% rispetto a febbraio 2020). **L'output è in rotta per un altro incremento nel 3° trimestre**, sia pure meno marcato di quello visto nei primi due trimestri dell'anno.

Le indagini di fiducia delle imprese confermano che **l'industria resta in fase espansiva, anche se si nota una moderata decelerazione** rispetto ai ritmi della prima parte dell'anno. Le difficoltà di approvvigionamento di materiali, e i rincari delle materie prime, sembrano negli ultimi mesi aver acquisito maggiore importanza come ostacolo all'attività produttiva delle aziende. In ogni caso, **la crescita dell'economia oggi è trainata non dall'industria ma dai servizi**, che hanno ancora ampi margini di recupero dopo i drammatici effetti della pandemia: mentre l'industria ha già recuperato i livelli pre-crisi, il valore aggiunto nei servizi nel 2° trimestre 2021 restava del 5% inferiore ai livelli di fine 2019 (-9,4% nel commercio, trasporto, alloggio e ristorazione, -14,4% nelle altre attività dei servizi). Anche se il trend di rallentamento nell'industria dovesse accentuarsi, per via dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta, il contributo dei servizi appare tale in questa fase da più che compensare un eventuale minore dinamismo prospettico di manifatturiero e costruzioni.

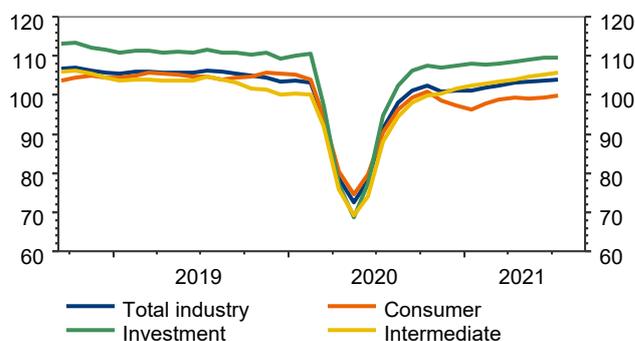
Proprio in ragione di un contributo ancora molto forte dai servizi (il cui valore aggiunto è cresciuto di 2,9% t/t nel 2° trimestre, contro il 2,7% del PIL), **pensiamo che l'attività economica possa aver mantenuto un ritmo di crescita assai sostenuto nel trimestre estivo** (nel range 1,5-2% t/t) prima di rallentare (poco sotto l'1% t/t) nello scorcio finale dell'anno. Il nostro scenario sconta un'evoluzione della quarta ondata pandemica non tale da indurre le autorità a misure restrittive comparabili a quelle viste durante le ondate precedenti (anche in ragione dello stadio avanzato della campagna vaccinale). Di conseguenza, **stiamo rivedendo al rialzo le nostre previsioni di crescita per il PIL italiano**, visto ora rimbalzare a un ritmo di almeno 5,7% quest'anno (dopo il -8,9% registrato l'anno scorso). A nostro avviso, **i rischi rispetto a questa proiezione di crescita sono ora verso l'alto**.

La produzione industriale resta in crescita, anche se su ritmi meno vivaci rispetto a qualche mese fa



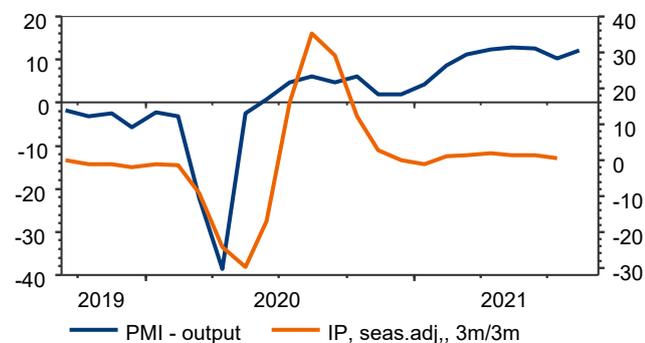
Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'output, soprattutto nel settore dei beni intermedi, ha già recuperato i livelli pre-COVID



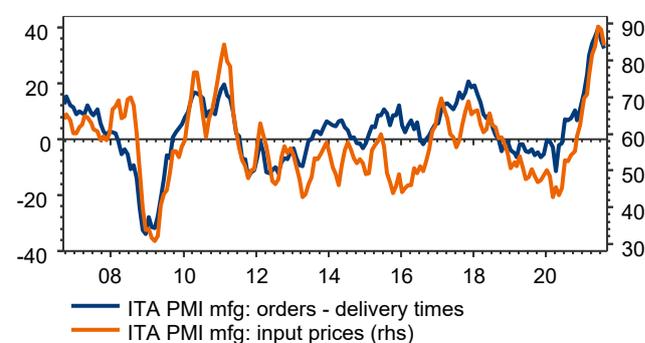
Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli indici di fiducia restano coerenti con un'ulteriore espansione dell'attività produttiva nell'industria...



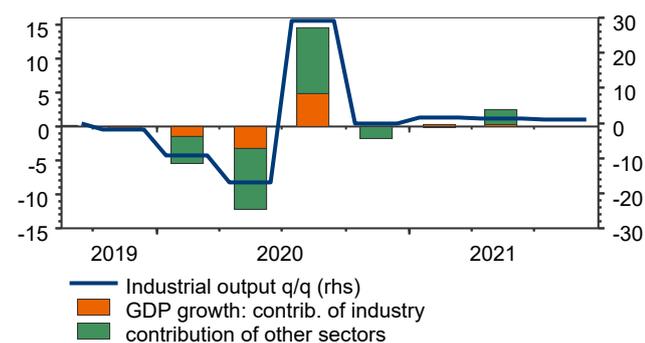
Fonte: Istat, Markit, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...anche se i colli di bottiglia dal lato dell'offerta stanno acquisendo crescente importanza come ostacolo alla produzione



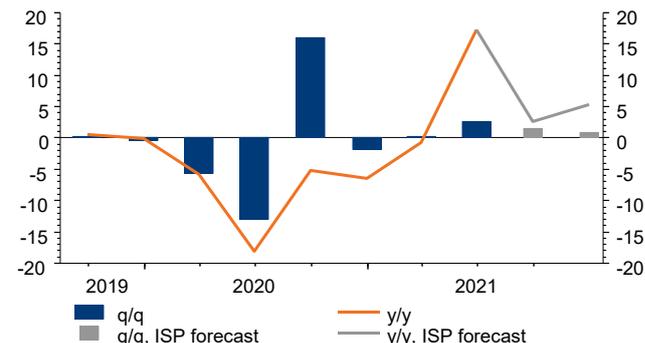
Fonte: Markit, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il PIL nei prossimi trimestri dovrebbe ancora essere spinto più dai servizi che dall'industria (come già accaduto nel 2° trimestre)



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'attività economica modererà in prospettiva al diminuire dell'effetto-riapertura, ma è attesa rimanere su ritmi superiori al potenziale



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

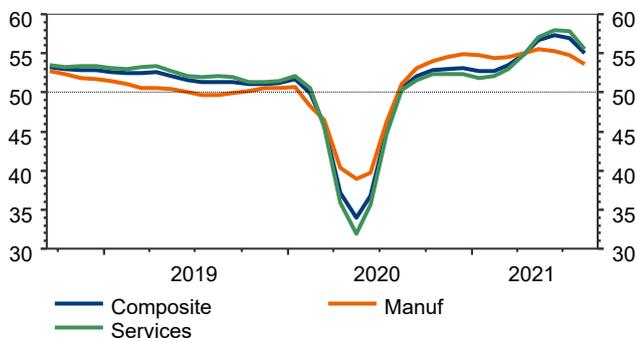
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	ago	19.3	%	17.1 25.6
Importazioni in USD a/a	ago	28.1	%	26.8 33.1
Bilancia commerciale USD	ago	56.59	Mld \$	51.05 58.34
Riserve in valuta estera	ago	3.236	1000Mld \$	3.227 3.232
CPI m/m	ago	0.3	%	0.5 0.1
CPI a/a	ago	1.0	%	1.0 0.8
PPI a/a	ago	9.0	%	9.0 9.5
M2 a/a	ago	8.3	%	8.4
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ago	1080	Mld ¥ CN	1300
Finanza sociale aggregata (flusso)	ago	1060	Mld ¥ CN	2750

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

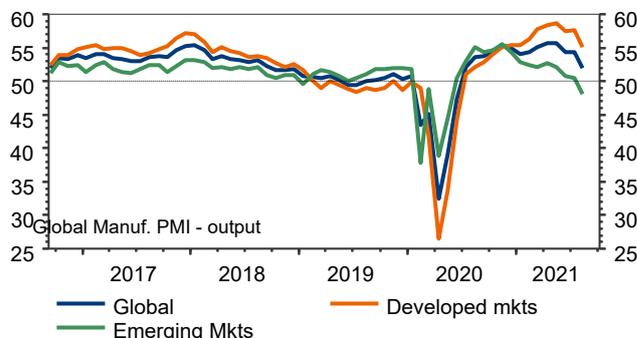
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



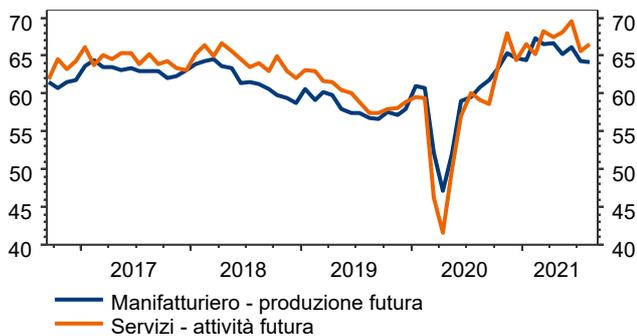
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



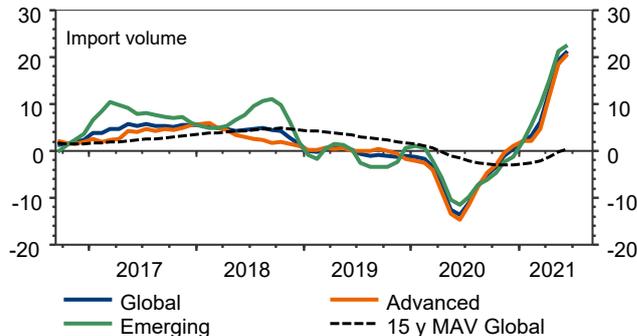
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



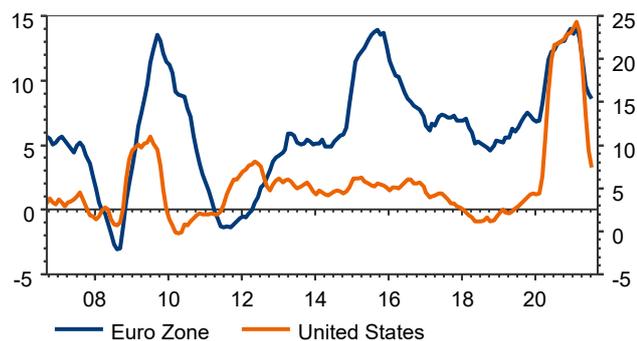
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



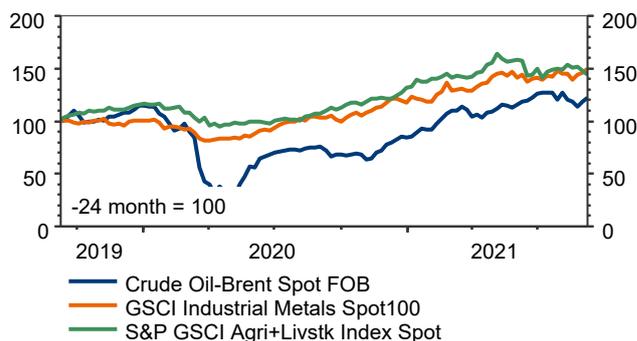
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat e BLS.

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

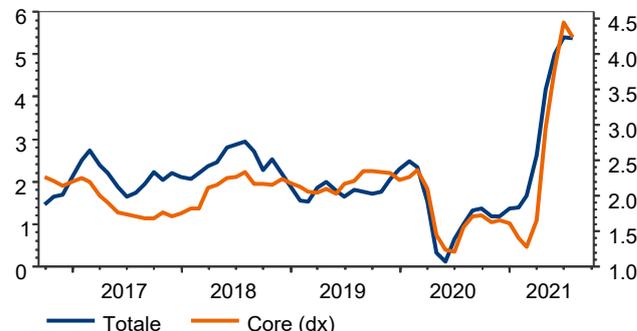
Stati Uniti

Indagini ISM



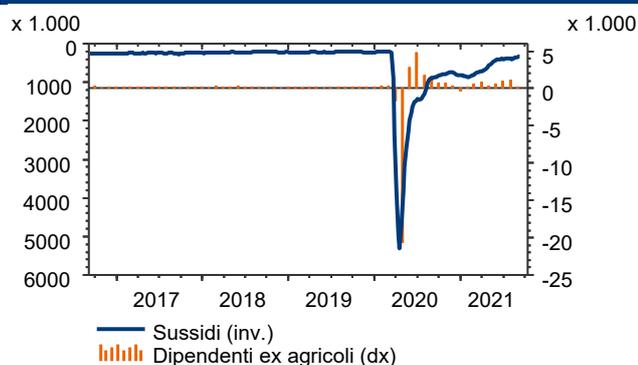
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



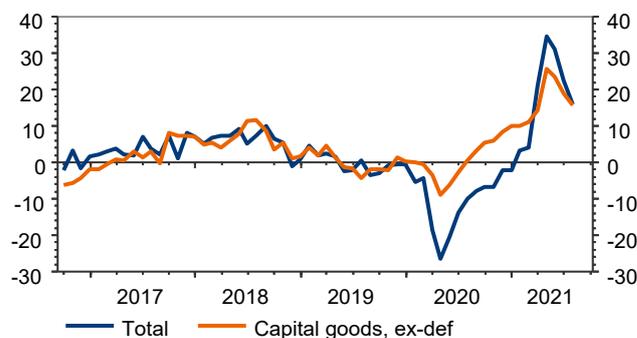
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

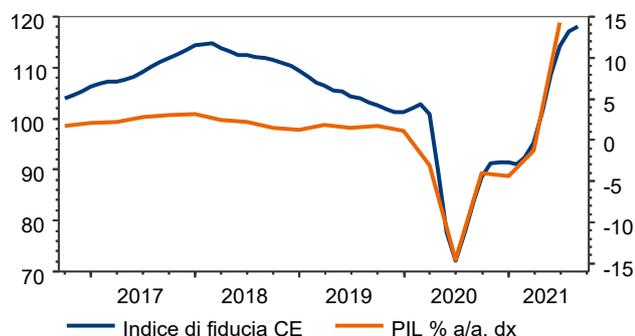
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021			2022			
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	6.1	3.9	-9.1	-2.9	-2.3	0.5	12.2	6.0	6.2	5.3
- trim./trim. annualizzato				-31.2	33.8	4.5	6.3	6.6	6.5	5.6	2.4
Consumi privati	-3.8	8.7	4.1	-33.4	41.4	3.4	11.4	11.9	7.5	4.3	2.6
IFL - privati non residenziali	-5.3	8.0	3.6	-30.3	18.7	12.5	12.9	9.3	5.4	5.2	0.4
IFL - privati residenziali	6.8	10.2	-0.2	-30.7	59.9	34.4	13.3	-11.5	-0.5	1.1	0.0
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.8	2.3	3.9	-2.1	-0.5	4.2	-1.9	1.5	1.2	2.5
Esportazioni	-13.6	6.2	9.4	-59.9	54.5	22.5	-2.9	6.6	12.5	15.0	7.3
Importazioni	-8.9	14.9	6.2	-53.1	89.2	31.3	9.3	6.7	18.0	6.1	2.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	0.0	0.3	-4.7	6.4	1.4	-3.8	-1.7	3.6	1.0	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.7	-3.2								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.9	-12.1	-5.5								
Debito pubblico (% PIL)	160.8	155.0	150.1								
CPI (a/a)	1.2	4.3	2.6	0.4	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	5.0	4.3
Produzione Industriale	-7.2	5.7	4.4	-12.9	9.6	2.0	1.0	1.5	1.3	1.3	1.1
Disoccupazione (%)	8.1	5.5	4.1	13.1	8.8	6.8	6.2	5.9	5.2	4.7	4.4

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters.

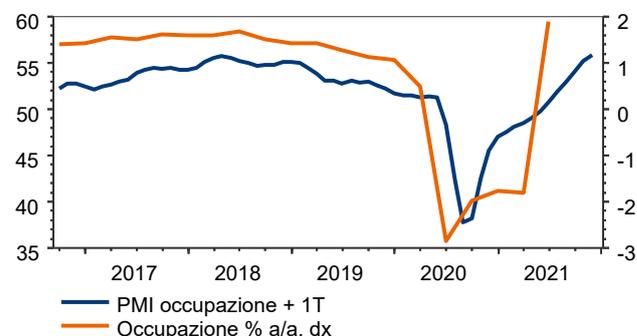
Area euro

PIL



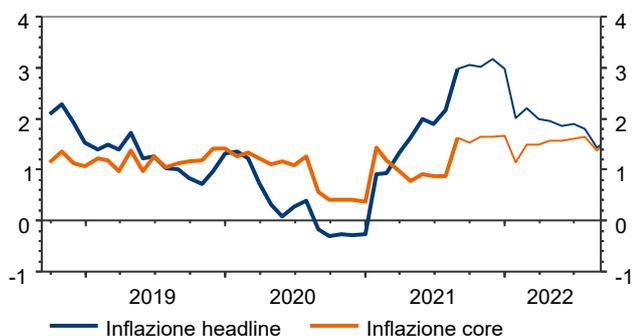
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	2.0
febbraio	1.2	0.9	2.2
marzo	0.7	1.3	2.0
aprile	0.3	1.6	1.9
maggio	0.1	2.0	1.9
giugno	0.3	1.9	1.9
luglio	0.4	2.2	1.8
agosto	-0.2	3.0	1.4
settembre	-0.3	3.0	1.6
ottobre	-0.3	3.0	1.5
novembre	-0.3	3.2	1.6
dicembre	-0.3	3.0	1.5

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.3	4.6	-14.5	-4.0	-4.4	-1.2	14.3	3.8	5.4	6.7
- t/t				-11.7	12.6	-0.4	-0.3	2.2	2.2	1.1	0.9
Consumi privati	-8.0	3.5	6.3	-12.9	14.4	-3.1	-2.1	3.7	3.1	1.7	1.2
Investimenti fissi	-7.5	4.9	4.4	-19.7	13.9	2.8	-0.2	1.1	2.0	1.3	0.9
Consumi pubblici	1.4	3.1	1.4	-2.7	5.6	0.7	-0.5	1.2	0.1	0.3	0.3
Esportazioni	-9.3	9.5	5.5	-18.6	16.6	4.1	0.7	2.2	2.3	1.7	1.2
Importazioni	-9.2	6.8	4.9	-20.2	11.8	4.8	0.4	2.3	1.9	1.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.2	-0.4	-0.2	-1.6	0.6	0.8	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.6	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-7.0	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	97.8	99.9	98.2								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	2.2	1.8	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.7	3.1	2.1
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.6	2.3	-20.1	-6.8	-1.5	3.5	22.1	5.4	1.7	1.0
Disoccupazione (%)	7.9	7.7	6.8	7.6	8.5	8.2	8.1	8.0	7.4	7.2	7.0
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.54	-0.55	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55

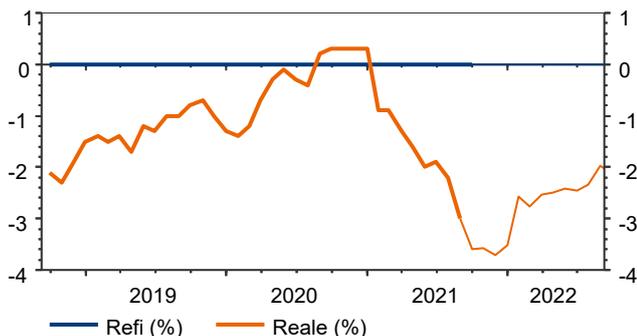
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	9/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.55	-0.56	-0.57	-0.56	-0.55	-0.55	-0.55	-0.56
Euribor 3m	-0.55	-0.54	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.54	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

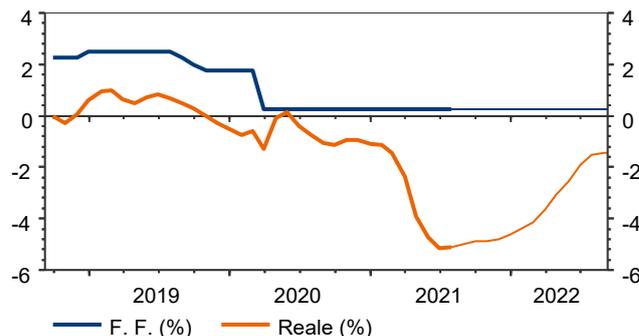


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	9/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.24	0.19	0.15	0.12	0.12	0.13	0.13	0.14

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

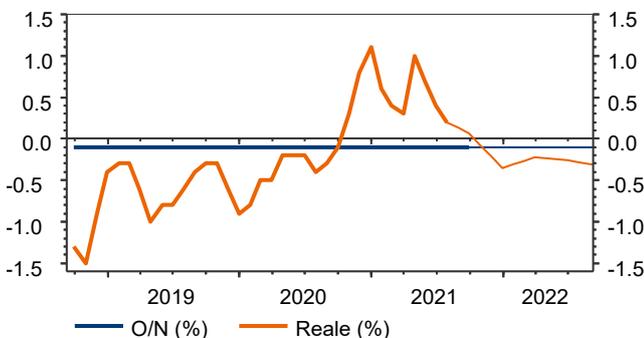


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	9/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.07	-0.08	-0.09	-0.08	-0.08	-0.07	-0.07

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

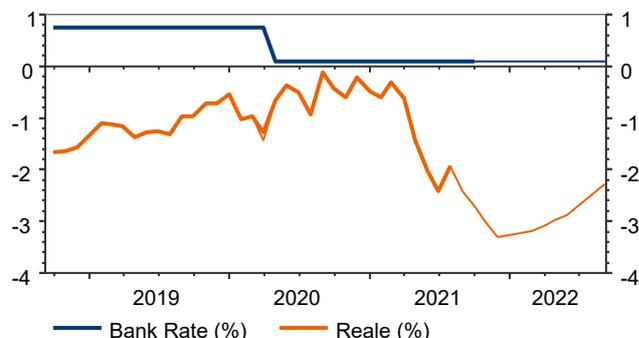


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	9/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.03	0.09	0.08	0.06	0.08	0.10	0.12	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	10/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.18	1.19	1.22	1.17	1.1816	1.17	1.16	1.15	1.22	1.24
USD/JPY	107	106	109	110	111	110.23	111	112	113	114	115
GBP/USD	1.24	1.29	1.39	1.41	1.38	1.3762	1.39	1.38	1.38	1.47	1.50
EUR/CHF	1.09	1.08	1.11	1.09	1.08	1.0879	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	119	126	129	133	129	130.25	129	130	129	139	143
EUR/GBP	0.89	0.92	0.86	0.86	0.85	0.8584	0.84	0.84	0.83	0.82	0.82

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-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.

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 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 Spa 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com