

INTESA  **SANPAOLO**

La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Settembre 2023

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Meno supporto dalle politiche economiche, PNRR cruciale per l'outlook 2024

Sintesi della previsione macroeconomica

Torna a calare la produzione industriale a luglio

Le indagini non mostrano una ripresa per il settore manifatturiero

Il mercato immobiliare residenziale è in chiaro rallentamento

I servizi si stanno "normalizzando" dopo la vivace ripresa post-pandemica

Consumi ancora penalizzati dalla perdita di potere d'acquisto delle famiglie

Torna a salire la disoccupazione, frenata in vista per le assunzioni

L'export inizia a risentire del rallentamento della domanda globale

Prosegue il calo del CPI, ma qualche rischio viene dalla risalita dell'energia

Settembre 2023

2

2

6

7

8

Nota Mensile

9

Direzione Studi e Ricerche

10

11

12

13

Paolo Mameli

Economista Macro

14

Andrea Volpi

Economista Macro

Simone Zava

Economista Macro



L'evoluzione dello scenario congiunturale

Meno supporto dalle politiche economiche, PNRR cruciale per l'outlook 2024

Abbiamo recentemente rivisto al ribasso le nostre stime sul PIL italiano, all'1% in media nel 2023-24. I rischi su tale profilo previsivo restano verso il basso, e dipendono principalmente dagli effetti del graduale esaurirsi dei bonus edilizi e dall'impatto ritardato della stretta monetaria. Elementi di supporto saranno però la tenuta del mercato del lavoro, il recupero di potere d'acquisto delle famiglie e l'accelerazione attesa nei flussi di spesa effettiva finanziati da PNRR.

L'Italia aveva mostrato una ripresa post-pandemica più vigorosa rispetto a quella vista negli altri maggiori Paesi dell'Eurozona nel 2021-22, e ha fatto meglio della media dell'area euro anche nel 1° trimestre del 2023, evidenziando una resistenza migliore del previsto ai diversi shock che hanno colpito l'economia mondiale negli ultimi anni (pandemia, colli di bottiglia all'offerta, guerra e crisi energetica). **Tuttavia, questa sovraperformance sembra essere venuta meno nel periodo più recente** (nel 2° trimestre, il PIL in Italia si è contratto di -0,4% t/t, a fronte di un +0,1% t/t nell'insieme dell'area euro).

Nel complesso, al di là della volatilità su base trimestrale del PIL, dopo il vivace rimbalzo post-pandemico **l'economia è entrata in una fase di sostanziale stagnazione** nell'ultimo anno, spiegata dall'elevata inflazione e dagli effetti della restrizione monetaria (in termini sia di salita dei tassi di interesse che di condizioni di finanziamento più restrittive). In una prima fase, gli effetti dello shock inflazionistico sono stati attenuati dall'utilizzo degli extra-risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia; tale supporto sta però venendo meno, mentre viceversa si amplificano **gli effetti negativi della stretta monetaria**, che a nostro avviso **toccheranno il loro acme tra fine 2023 e inizio 2024**. Anche la spinta dai progetti previsti dal PNRR è stata minore del previsto, per effetto dei ritardi nell'implementazione del piano.

Come altrove, inizialmente la debolezza del ciclo ha riguardato soprattutto l'industria, penalizzata dall'esaurirsi degli effetti benefici della "normalizzazione" dei fattori di offerta dopo gli shock visti in precedenza (colli di bottiglia nel sistema delle catene globali del valore, impennata dei prezzi delle materie prime energetiche). Stante la persistente debolezza del commercio internazionale, e considerato quanto emerso dalle indagini di fiducia delle imprese, **non si vedono al momento segnali di ripartenza del settore industriale, almeno su un orizzonte di 3-6 mesi** (stimiamo una produzione industriale in ripresa di appena lo 0,4% nel 2024 dopo il -2,2% atteso per il 2023).

Nel periodo più recente, anche i servizi hanno perso spinta, dopo che la rimozione delle restrizioni pandemiche, l'accumulo di extra risparmi e il ripristino delle abitudini di consumo pre-Covid avevano alimentato una ripresa vivace sino ai mesi iniziali di quest'anno. La stagione turistica estiva, che era partita con i migliori auspici, ha evidenziato un andamento a consuntivo decisamente meno positivo del previsto, soprattutto per quanto riguarda il turismo domestico, mentre gli afflussi dall'estero, specie verso le città d'arte e le località di montagna, sembrano avere mantenuto le aspettative. Oltre agli eventi climatici, una delle principali cause è da ricercarsi negli aumenti dei prezzi dei servizi legati al turismo (trasporti, alloggio e ristorazione, pacchetti vacanza), ai quali la domanda si è dimostrata più elastica rispetto a un anno fa.

Infine, anche il settore delle costruzioni, che è stato uno dei principali motori di crescita (soprattutto dell'occupazione) negli ultimi anni, ha iniziato a rallentare (anche se sull'ampia contrazione registrata nel trimestre primaverile potrebbero aver inciso effetti transitori), e non potrà non risentire in misura ancor più significativa del combinato disposto derivante dal graduale esaurirsi degli incentivi edilizi e dagli effetti dell'aumento dei tassi (e della restrizione delle condizioni creditizie). **Ci aspettiamo una contrazione degli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale nel biennio 2023-24**, che sarà determinata soprattutto dal comparto

Paolo Mameli

Appare terminata la fase di crescita su ritmi superiori alla media area euro

Anzi l'economia nell'ultimo anno sembra entrata in una fase di sostanziale stagnazione

Non si vedono segnali di ripartenza dell'industria

I servizi hanno perso spinta, per effetto della "normalizzazione" dell'attività e dei rincari dei prezzi

Le costruzioni non potranno non risentire del graduale esaurirsi degli incentivi e degli effetti della restrizione creditizia

residenziale, mentre la parte non residenziale dovrebbe essere sostenuta dalla cantierizzazione dei progetti infrastrutturali previsti dal PNRR (attesa in accelerazione nel 2024).

In sintesi, **abbiamo recentemente rivisto al ribasso le nostre stime sul PIL italiano nel biennio 2023-24, all'1%** sia per quest'anno che per il prossimo (da 1,2% e 1,3% rispettivamente, di tre mesi fa). **L'incertezza sulle prospettive del ciclo nel 2024 è molto elevata perché vi sono forze che agiscono in senso opposto:** da un lato, l'impatto della restrizione monetaria come detto dovrebbe essere massimo nella prima metà del 2024; dall'altro lato però, un supporto verrà dal recupero di potere d'acquisto delle famiglie (in uno scenario di recupero per i redditi nominali e di calo dell'inflazione), e dall'accelerazione nella spesa finanziata dal PNRR (un netto aumento dei flussi di spesa effettiva nel 2024 rispetto al 2023 è condizione necessaria per una realizzazione anche parziale del piano). Nel complesso, **i rischi sullo scenario di crescita restano al ribasso. Uno dei fattori di supporto però è costituito dalla tenuta del mercato del lavoro:** nonostante il recente rallentamento del ciclo, il tasso di disoccupazione ha toccato un nuovo minimo dal 2009, al 7,4%; anche in prospettiva riteniamo che il mercato del lavoro possa rimanere solido (vediamo un tasso dei senza-lavoro in media a 8% nel 2024 dal 7,8% stimato per il 2023). **La nostra stima di crescita all'1% nel 2024 riflette le opposte forze di cui sopra,** ed è coerente con una crescita pari in media a 0,2% t/t nel primo semestre (quando peserà maggiormente il rialzo dei tassi), seguita da un aumento nel ritmo di crescita congiunturale a 0,4% t/t nella seconda metà dell'anno, quando dovrebbero acquistare maggiore rilievo l'accelerazione dei flussi di spesa finanziati dal PNRR e il recupero di potere d'acquisto dei consumatori.

La previsione per il 2024 sconta una lieve frenata dei consumi (a 1,1% dall'1,4% stimato per quest'anno), indotta soprattutto dalla "normalizzazione" dei servizi e dei consumi di beni durevoli (peraltro, particolarmente sensibili ai rialzi dei tassi) a fronte di una stabilizzazione della spesa in beni non durevoli dopo la contrazione indotta dallo shock inflazionistico di quest'anno; la ripresa dei consumi sarà infatti frenata da una **risalita del tasso di risparmio** (stimiamo a 7,4% in media nel 2024 dopo il minimo storico toccato a 5,3% a fine 2022), nonostante il recupero di potere d'acquisto delle famiglie (stimiamo di 1,2% nel 2024 dopo la stagnazione del 2023 e la flessione di -1,1% nel 2022). **Gli investimenti, invece, potrebbero riaccelerare nel 2024** (all'1%) dopo la frenata del 2023 (0,5%): un supporto verrà (sugli investimenti in costruzioni non residenziali) dall'accelerazione delle opere infrastrutturali attesa nel 2024; inoltre, una spinta continuerà a venire dalla spesa in conto capitale richiesta per accelerare la transizione "green" e digitale (sia per gli incentivi previsti dal PNRR, sia per il ritardo accumulato in passato rispetto ai Paesi più avanzati dell'Eurozona). **Ci aspettiamo, infine, nel 2024, una riaccelerazione per l'export** (a 2,5% dall'1% stimato per quest'anno), sulla scia della maggiore domanda mondiale rivolta verso l'Italia (attesa in ripresa di 2,5% dopo il -1,5% di quest'anno); nel complesso però, il contributo degli scambi con l'estero al PIL potrebbe risultare trascurabile, vista la concomitante ripresa dell'import nel 2024 dopo la contrazione stimata per quest'anno.

Giunto quasi al termine del primo dei due trienni del suo orizzonte temporale, il PNRR è a un punto di svolta. **Conforta che sia stato raggiunto un accordo con la UE** per lo sblocco (quasi integrale) della terza rata, e che siano state gettate le basi per il pagamento della quarta tranche. Inoltre, **la revisione del piano** proposta dal Governo lo scorso luglio, abbandonando i progetti di più difficile realizzazione e rimodulando alcuni obiettivi quantitativi (non solo sugli investimenti ma anche sulle riforme), **potrebbe in prospettiva ridurre i ritardi** accumulati sin qui. Ad oggi, l'ultimo monitoraggio ufficiale della spesa effettiva risale a fine febbraio ed è pari a 25,7 miliardi (ovvero, nei primi due mesi del 2023 sarebbe stato speso solo poco più di un miliardo). È assai plausibile che la spesa effettiva nel 2023, che in teoria avrebbe dovuto superare i 40 miliardi, sia di molto inferiore alle previsioni (come peraltro già accaduto negli anni scorsi). Pertanto, **una significativa accelerazione dei flussi di spesa nel 2024 appare imprescindibile per una realizzazione anche incompleta** del piano.

Abbiamo rivisto al ribasso le stime di crescita, su cui permangono rischi al ribasso

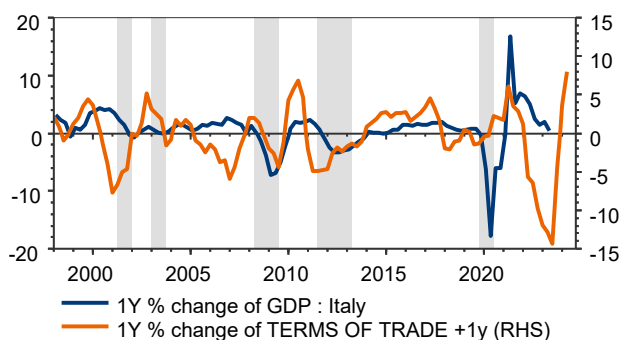
La crescita attesa per il 2024 sarà guidata dalla domanda domestica. Gli investimenti potrebbero continuare a beneficiare della transizione "green" e digitale

Il PNRR è a un momento cruciale

Sul fronte dei conti pubblici, in attesa della NADEF che sarà diffusa entro fine settembre, rispetto al profilo programmatico di finanza pubblica delineato nel DEF dello scorso aprile, **vi sono dei rischi sul deficit tendenziale derivanti dal deterioramento delle prospettive di crescita**, soprattutto per l'anno prossimo (l'obiettivo del governo nel DEF era una crescita del PIL dell'1,5% nel 2024) – il che, ceteris paribus, assumendo le nostre stime sul PIL, farebbe aumentare il deficit 2024 verso il 4%, dal 3,7% che era l'obiettivo del DEF, dopo che l'indebitamento netto del 2023 dovrebbe risultare sensibilmente superiore al previsto per via dell'adesione ben maggiore delle attese ai crediti d'imposta generati dal Superbonus. Il target che il Governo sceglierà per il 2024 sarà evidentemente frutto di scelta politica. Visto che il 2024 è anno elettorale (le europee sono in calendario a giugno), difficilmente verrà decisa una manovra restrittiva. In ogni caso, **sarà necessario trovare ingenti risorse per il 2024** (almeno 20 miliardi, verosimilmente) **per il rinnovo di diverse misure** finanziate sinora solo sino a fine 2023 (taglio al cuneo fiscale, contratti del pubblico impiego, defiscalizzazione premi di produttività e fringe benefit, nuove misure-ponte sulle pensioni, sanità, altre spese indifferibili). In sintesi, **l'orientamento della politica fiscale nel 2024 dovrebbe risultare meno espansivo rispetto agli anni scorsi**, soprattutto per il graduale esaurirsi delle misure contro il caro-energia e dei bonus edilizi; tuttavia, **la spinta derivante dall'accelerazione dei flussi di spesa previsti dal PNRR potrebbe essere in grado di più che compensare la "stretta"**, configurando un effetto netto ancora di supporto al ciclo.

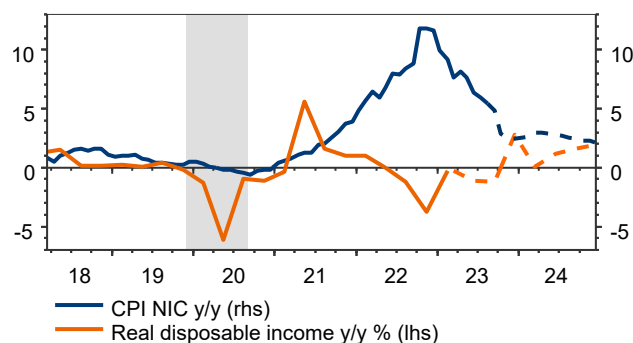
Meno supporto dalla politica fiscale

Fig. 1 – Il contro-shock sulle ragioni di scambio potrebbe sostenere la crescita nei prossimi trimestri



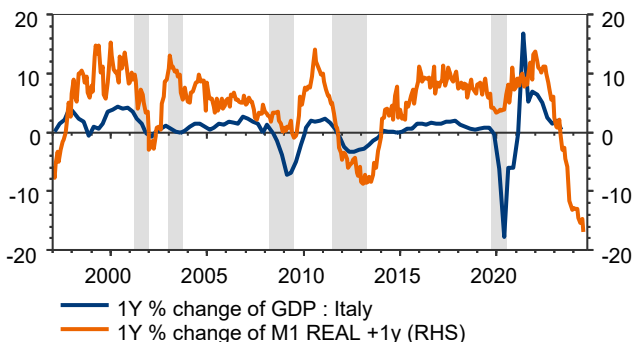
Nota: TERMS OF TRADE = differenza tra la crescita a/a del deflatore dell'export e la crescita a/a del deflatore dell'import. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Il potere d'acquisto delle famiglie è atteso tornare a crescere su base annua a partire dal 4° trimestre 2023



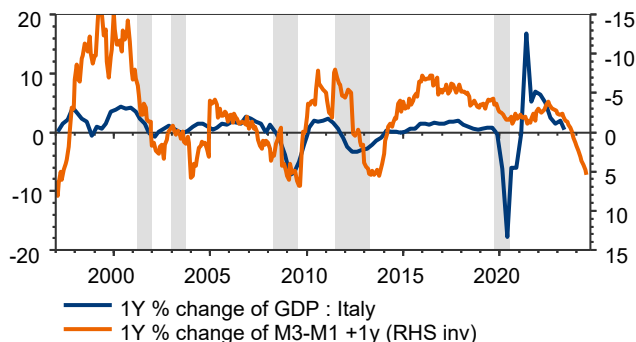
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Il principale rischio sulla crescita è rappresentato dagli effetti della stretta monetaria...



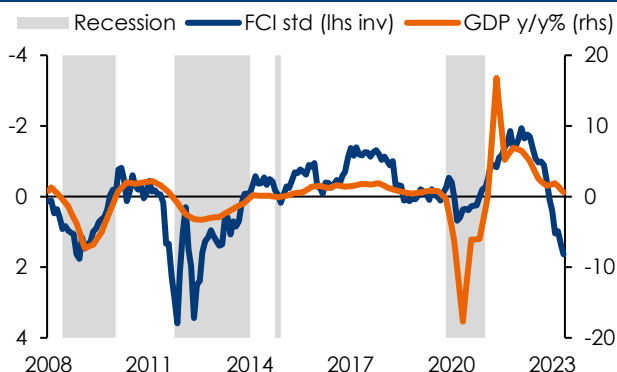
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Istat

Fig. 4 – ...che si stanno trasferendo in misura crescente all'economia reale



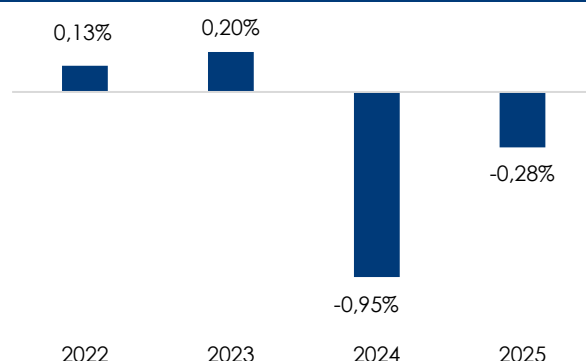
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Istat

Fig. 5 – L'indice di condizioni finanziarie in senso lato elaborato da Intesa Sanpaolo segnala che i rischi recessivi sono in aumento...



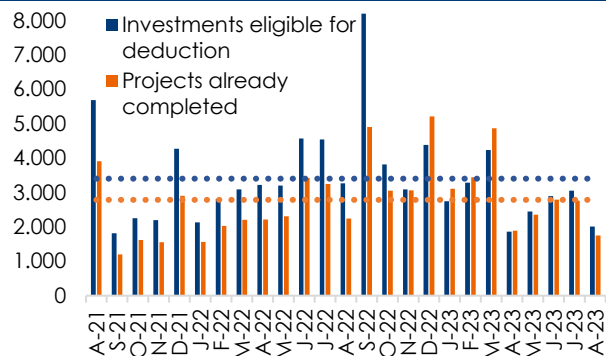
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su un ampio set di indicatori (che aggrega non solo indici di "stress di mercato" ma anche indicatori del costo e della disponibilità del credito; fonti: Istat, BCE, Banca d'Italia, Refinitiv-Datstream)

Fig. 6 – ...e che il picco degli effetti (ritardati) della restrizione delle condizioni finanziarie e creditizie si vedrà sulla crescita media 2024



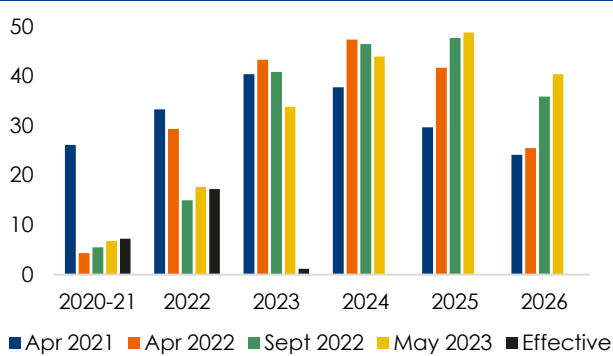
Nota: effetto sul tasso di crescita annua del PIL italiano in confronto allo scenario ipotetico di neutralità delle condizioni finanziarie e creditizie. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Il ricorso al Superecobonus 110% si è ridimensionato, ma è ben lungi dall'esaurirsi completamente (e restano a fine agosto oltre 15 miliardi di lavori da completare)



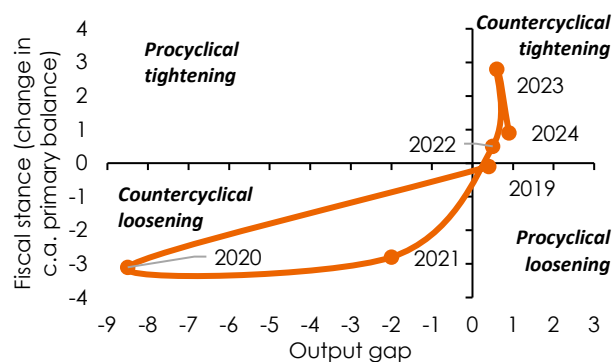
Nota: investimenti aggiuntivi per mese; la linea tratteggiata indica la media mensile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Governo italiano

Fig. 8 – L'ultimo monitoraggio ufficiale della spesa effettiva finanziata da RRF suggerisce che il target per il 2023 sarà di molto ridimensionato. Una accelerazione è necessaria nel 2024-26



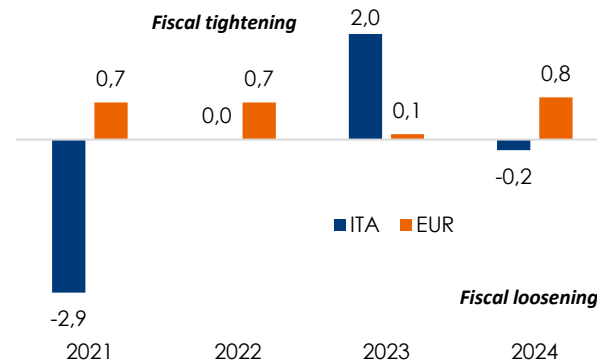
Nota: EFFECTIVE 2023 al 28/2/2023. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e Corte dei Conti

Fig. 9 – Il DEF prospettava una restrizione fiscale nel 2023-24 (dalla NADEF emergerà che la politica fiscale è stata meno severa del previsto nel 2023 ma dovrà essere stretta maggiormente nel 2024)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano (DEF 2023).

Fig. 10 – Tuttavia, l'accelerazione della spesa finanziata da NGEU potrebbe rendere ancora espansiva la stance fiscale in senso lato nel 2024



Fonte: stime BCE per Eurozona, settembre 2023 (variazione del saldo primario corretto per il ciclo al netto delle sovvenzioni NGEU); per l'Italia, stime del DEF corrette per elaborazioni Intesa Sanpaolo su spesa effettiva finanziata dai fondi NGEU

Sintesi della previsione macroeconomica

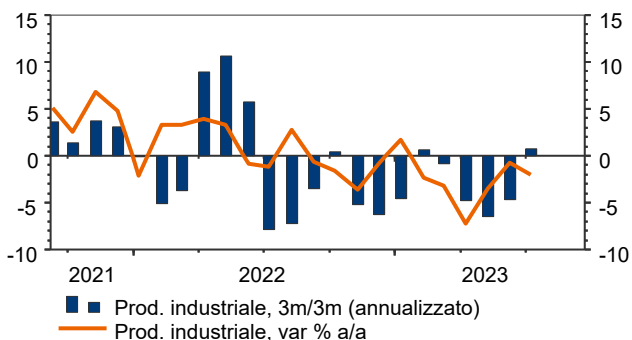
	2022	2023p	2024p	2022		2023				2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	1.0	1.0	2.5	1.5	2.0	0.4	0.6	0.9	0.5	1.2	1.0	1.2
- var.ne % t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
Consumi delle famiglie	4.6	1.4	1.1	2.3	-1.8	0.8	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.0	0.1	-0.1	-0.3	0.4	1.4	-1.6	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Investimenti fissi	9.7	0.5	1.0	-0.3	1.2	0.4	-1.8	0.6	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
Investimenti in macchinari	7.3	1.8	2.9	1.6	1.1	-0.4	-0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
Investimenti in mezzi di trasporto	8.2	13.9	3.8	8.2	3.2	5.3	1.6	1.0	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
Investimenti in costruzioni	12.2	-2.2	-1.1	-2.8	1.0	0.5	-3.6	0.5	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.2
Esportazioni	10.2	1.0	2.5	-0.3	2.1	-1.0	-0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Importazioni	12.5	-0.5	2.4	2.9	-2.6	-0.3	-0.4	0.2	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.5	0.5	0.1	-1.0	1.6	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Domanda finale interna	4.7	0.9	0.9	1.2	-0.7	0.8	-0.7	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
Var. scorte	-0.4	-0.5	0.0	0.1	-1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
Affività produttiva													
Produzione industriale	0.4	-2.2	0.4	-0.9	-1.6	-0.2	-1.2	0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	0.2
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (NIC, a/a)	8.2	6.0	2.6	8.4	11.7	8.9	7.4	5.4	2.6	2.7	2.9	2.5	2.2
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.2	2.5	4.5	5.6	6.2	5.9	4.8	3.8	3.0	2.5	2.2	2.1
PPI (a/a)	34.4	-6.0	-0.6	39.6	29.6	8.1	-3.8	-12.6	-13.7	-7.4	0.9	2.3	2.3
Disoccupazione (%)	8.1	7.8	8.0	8.0	7.9	7.9	7.6	7.7	7.9	7.9	8.0	8.1	8.1
Occupati totali	2.5	1.5	0.0	0.1	0.6	0.5	0.5	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Salari contrattuali	1.0	2.8	2.2										
Reddito disponibile reale	-1.1	0.0	1.2										
Tasso di risparmio (%)	8.1	7.3	7.4										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-8.0	-6.5	-4.3										
Debito (% PIL)	144.4	143.3	143.2										
Variabili finanziarie													
Euribor 3 mesi	2.07	4.01	3.56	1.01	2.07	2.91	3.54	3.80	4.01	4.01	3.99	3.79	3.56
Tasso BTP 10 anni (%)	3.05	4.22	4.59	3.50	4.13	4.13	4.09	4.20	4.44	4.53	4.70	4.65	4.48
BTP/Bund spread	1.88	1.78	1.93	2.18	2.00	1.82	1.72	1.68	1.90	1.97	2.00	1.93	1.83

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Torna a calare la produzione industriale a luglio

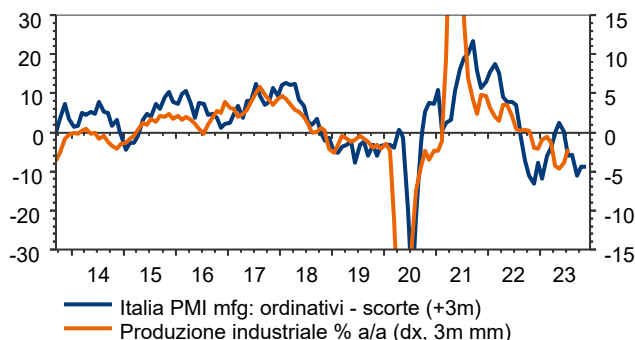
La produzione industriale italiana è tornata a calare a luglio dopo essere cresciuta nei due mesi precedenti. La diminuzione di -0,7% m/m è stata più ampia della previsione di consenso (e della nostra stima) limitata a -0,3%. La variazione annua (corretta per i giorni lavorativi e gli effetti di calendario) è scesa a -2,1% da un precedente -0,7%. **Il calo dell'indice generale è stato attenuato da un aumento della produzione di energia (+3,7% m/m)**, mentre gli altri principali comparti hanno subito tutti una flessione (beni di consumo -1,6%, con i durevoli a -4,4%; beni strumentali -1,5%; beni intermedi -0,5%). **Nel solo settore manifatturiero, la produzione si è contratta di -1,1% m/m** (-2% a/a, sempre sul dato corretto per gli effetti di calendario). Tra i settori manifatturieri, a guidare il **calo mensile vi sono i mezzi di trasporto (-4,8% m/m) e i prodotti farmaceutici (-2,8% m/m)**; entrambi questi comparti, tuttavia, **mantengono una significativa crescita su base annua (+10,1% e +5,8% a/a rispettivamente)**. **A soffrire maggiormente, nel confronto con un anno prima, sono ancora i settori ad alta intensità energetica** come legno, carta e stampa (-12,3%), coke e prodotti petroliferi raffinati (-10,8%) e prodotti chimici (-9,2%). Nel complesso, **nonostante il calo di luglio, il rimbalzo visto nei due mesi precedenti lascia un effetto di trascinamento positivo al trimestre estivo** (+0,2% t/t dopo il -1,2% dei mesi primaverili), il che significa che, in caso di stagnazione in agosto e settembre, la produzione smetterebbe di calare nel trimestre corrente, dopo 4 trimestri negativi consecutivi.

L'industria potrebbe non pesare sul PIL nel terzo trimestre



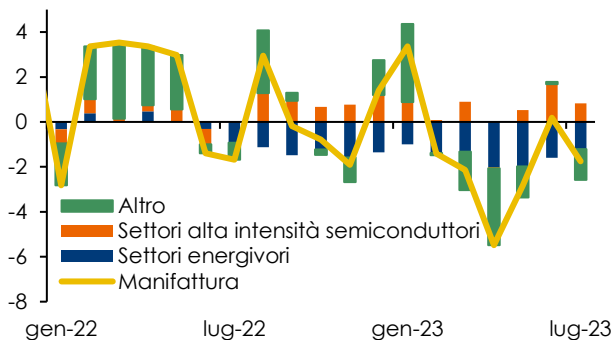
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini continuano a segnalare rischi al ribasso per i prossimi mesi



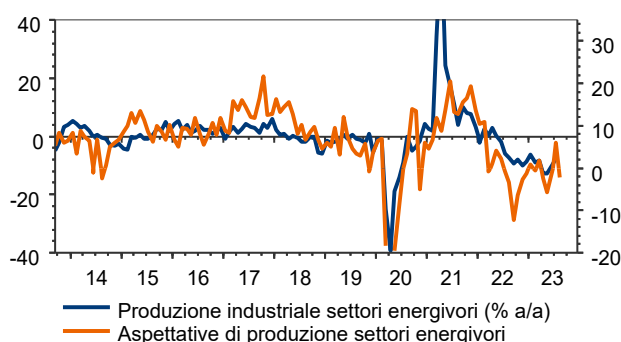
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Al momento solo il supporto degli ordini arretrati nei settori ad alta intensità di conduttori (in esaurimento) sostiene la produzione



Nota: contributi alla variazione % a/a; i settori ad alta intensità di semiconduttori sono computer ed elettronica, apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative di produzione nei settori energivori non mostrano segnali di ripartenza



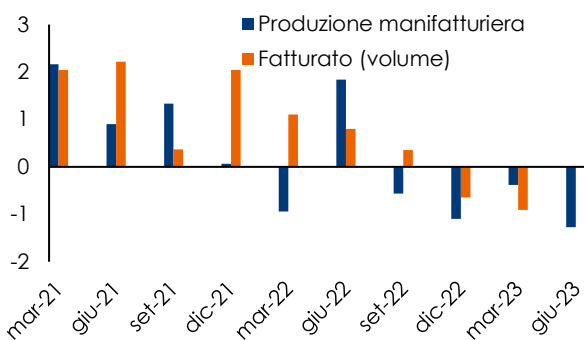
Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

Le indagini non mostrano una ripresa per il settore manifatturiero

I fondamentali di domanda e offerta segnalano una protratta debolezza per l'attività industriale

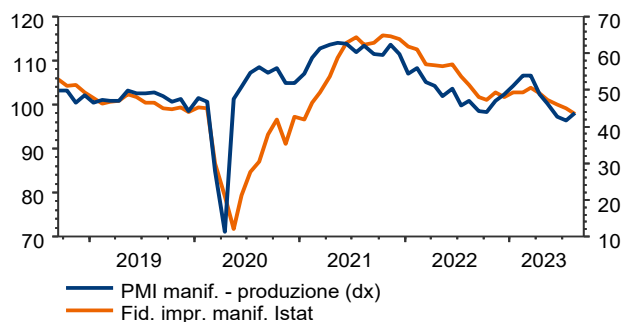
su un orizzonte di almeno 3-6 mesi; da un lato, il sostegno derivante dalla "normalizzazione" dei fattori di offerta (calo dei prezzi dell'energia, minori strozzature nelle catene globali del valore) sta venendo meno; dall'altro, la domanda, sia dal mercato interno che dall'estero, rimane debole. A causa di questo combinato disposto, per la prima volta in tre anni, le imprese industriali stanno segnalando un eccesso di scorte, il che ovviamente non è di buon auspicio per le prospettive dell'attività produttiva nei prossimi mesi. **Le indagini Istat di agosto hanno infatti registrato un peggioramento del morale manifatturiero per il quinto mese consecutivo**, a 97,8 da 99,1 di luglio, ai minimi da gennaio 2021, con un maggior pessimismo diffuso a ordini e produzione sia correnti che attesi; le scorte di magazzino sono vicine ai livelli più alti degli ultimi 3 anni. Al contrario, **l'indice PMI manifatturiero è salito per il secondo mese ad agosto, a 46,5 da un precedente 44,5, rimanendo comunque su livelli coerenti con un calo dell'attività**. L'indagine riporta un minor ritmo di contrazione della produzione, che resta comunque significativo, mentre accelerano al ribasso gli ordini all'export e restano deboli gli acquisti di input produttivi. Come per la survey dell'Istat, le indicazioni sulle scorte di prodotti finiti del PMI restano coerenti con un'attività industriale debole nei prossimi mesi; inoltre, le imprese segnalano un calo degli occupati per la prima volta da agosto 2020. **I dati espressi in volume sul fatturato manifatturiero registrano una stagnazione nel 2° trimestre** (a fronte di una produzione in calo di -1,3% t/t).

Il volume del fatturato manifatturiero è risultato stagnante nel 2° trimestre (a fronte di un calo della produzione)



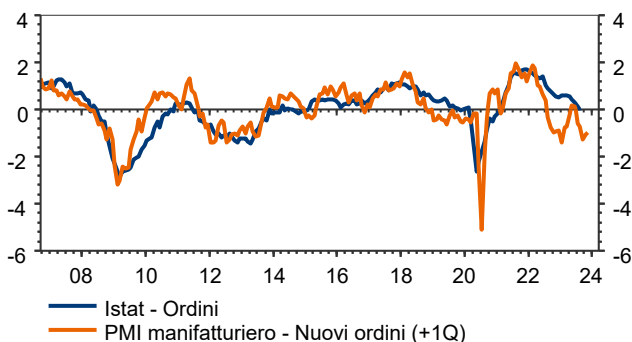
Nota: var % t/t. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini di fiducia sono coerenti con una fase di protratta debolezza per l'industria



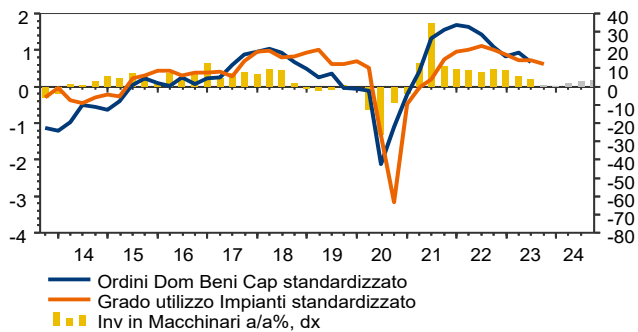
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Le indicazioni delle imprese sugli ordinativi confermano la debolezza della domanda



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il rallentamento degli ordini di beni strumentali segnala una dinamica ancora positiva, ma meno vigorosa, per gli investimenti in macchinari

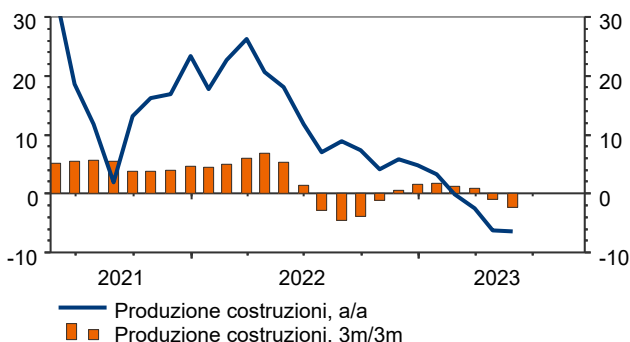


Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il mercato immobiliare residenziale è in chiaro rallentamento

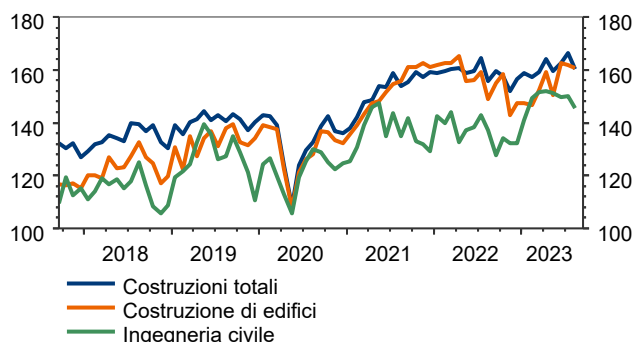
Per la prima volta da sei mesi, nel 2° trimestre tornano a crescere i prezzi delle abitazioni (+2% t/t), ma il ritmo di crescita tendenziale decelera a 0,7% da un precedente 1%. Su base regionale la crescita risulta guidata dal Nord-Ovest (in particolare da Milano e Torino), mentre nel resto del paese i prezzi risultano in calo rispetto al 2022 (soprattutto nel Sud e nel Centro). I dati di attività mostrano una decisa riduzione del numero di compravendite (-16% a/a, dopo il -8,3% del trimestre precedente). Dopo aver frenato il PIL in misura considerevole nel 2° trimestre (il valore aggiunto nel comparto è calato di -3,2% t/t), il settore delle costruzioni dovrebbe mantenere un tono debole nei prossimi mesi. L'ampio calo registrato nei mesi primaverili potrebbe essere in parte spiegabile da fattori straordinari che hanno condizionato l'attività (l'alluvione in Emilia-Romagna e altri fenomeni climatici estremi), e in tal senso è possibile aspettarsi un recupero nel trimestre corrente. Tuttavia, i fondamentali di domanda restano coerenti con una fase prolungata di debolezza, soprattutto nel comparto residenziale, visti gli effetti della restrizione monetaria; anche il graduale esaurirsi dei bonus edilizi dovrebbe pesare sull'attività, dopo il dinamismo dello scorso biennio: ad agosto gli investimenti ammessi a detrazione nell'ambito del Superecobonus 110% hanno raggiunto quota 85 miliardi di euro e i lavori ancora da completare sono quantificabili intorno ai 15 miliardi, ma il ricorso si sta progressivamente ridimensionando in vista della scadenza del bonus. È al contrario possibile che il comparto non residenziale possa mostrare un maggior vigore per via della cantierizzazione delle opere infrastrutturali previste dal PNRR, ma l'impatto potrebbe farsi tangibile solo dal 2024.

Il valore aggiunto nelle costruzioni è calato di -3,2% t/t nel 2° trimestre



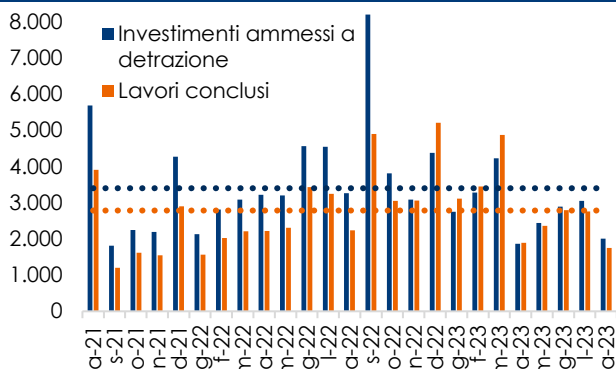
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nonostante la restrizione finanziaria, il morale dei costruttori mostra inattesi segnali di resilienza



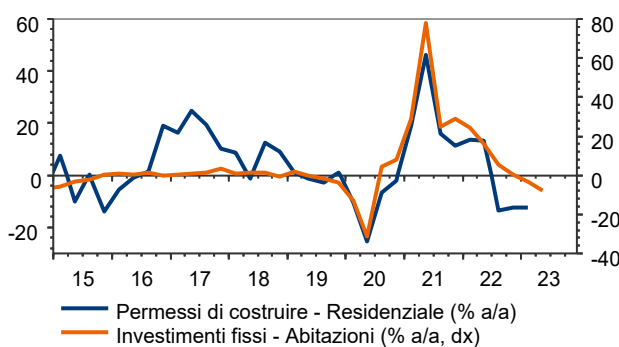
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Gli investimenti per Superecobonus restano significativi, ma sono destinati a rallentare ulteriormente nei prossimi mesi



Nota: investimenti aggiuntivi mensili; la linea tratteggiata indica la media mensile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Governo italiano

Gli investimenti residenziali sono calati nel 2° trimestre, e i dati sui permessi di costruire puntano verso un'ulteriore frenata

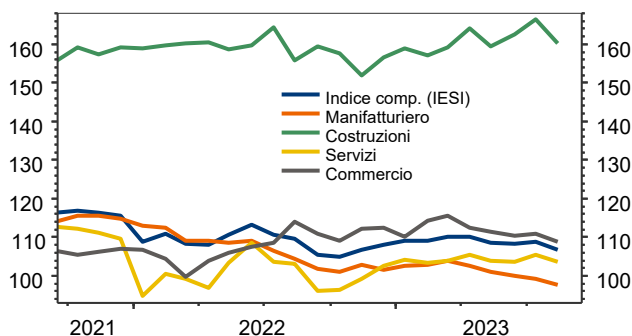


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I servizi si stanno “normalizzando” dopo la vivace ripresa post-pandemica

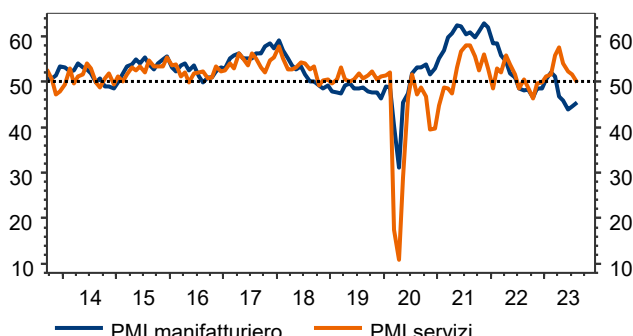
L'ampio calo del PIL registrato durante la primavera è risultato diffuso a tutti i principali macrosettori. È stata l'industria in senso lato ad agire come principale freno alla crescita, ma anche nei servizi si è registrato un calo, decisamente più contenuto ma comunque sorprendente, del valore aggiunto (-0,1% t/t). Lo spaccato dei dati mostra come la contrazione sia dovuta essenzialmente a due settori: attività professionali, ricerca e servizi di supporto (-1,2% t/t) e commercio, trasporto, alloggio e ristorazione (-0,4% t/t). La debolezza del primo non è sorprendente in quanto legata agli effetti della frenata industriale, mentre nel secondo caso il calo potrebbe invertirsi durante l'estate, grazie al ritorno dei flussi turistici esteri (ma i dati aggiornati a giugno sugli arrivi internazionali non sono risultati particolarmente incoraggianti, soprattutto se paragonati a quelli di Spagna e Grecia dove i livelli pre-Covid sono già stati ampiamente superati). **Il turismo potrebbe offrire sostegno al PIL nel 3° trimestre ma il morale delle imprese del settore, secondo l'indagine Istat, negli ultimi mesi è in calo dai picchi toccati lo scorso aprile.** Più in generale, l'indice **PMI servizi** suggerisce cautela, essendo tornato al di sotto della soglia d'invarianza ad agosto, a 49,8 da 51,5 del mese precedente (non accadeva da fine 2022, e il dato rappresenta un minimo dallo scorso novembre). Le indagini riportano una contrazione dell'attività in scia ad un deciso peggioramento della domanda, appesantita da prezzi elevati e che non mostrano ancora segnali di significativo raffreddamento. La frenata dell'attività e il peggioramento delle aspettative cominciano inoltre a riflettersi in un calo delle intenzioni di assunzione.

Ad agosto le indagini Istat hanno registrato un calo del morale diffuso a tutti i settori



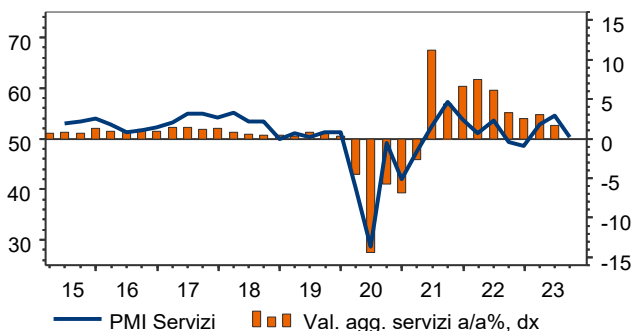
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

PMI servizi leggermente al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da fine 2022



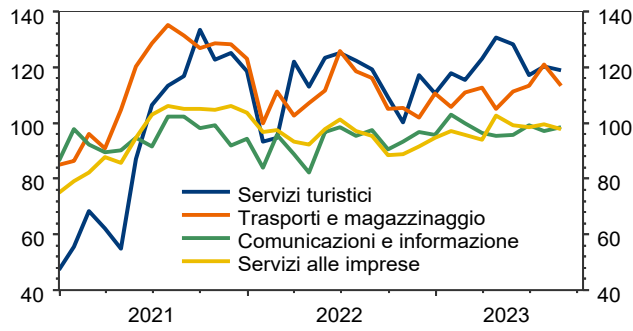
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

La spinta post-pandemica nei servizi è ormai in fase di esaurimento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il morale delle imprese del turismo e dei trasporti è in calo rispetto ai picchi registrati qualche mese fa

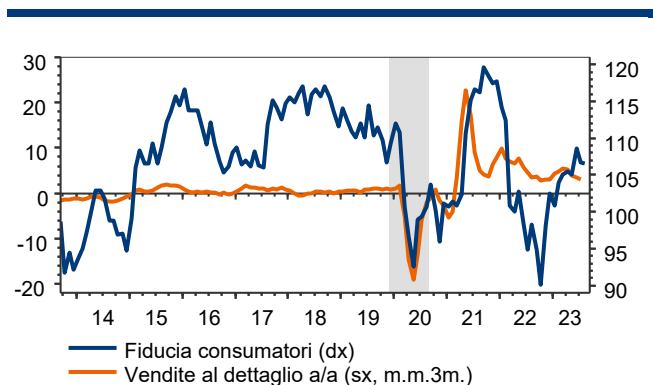


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Consumi ancora penalizzati dalla perdita di potere d'acquisto delle famiglie

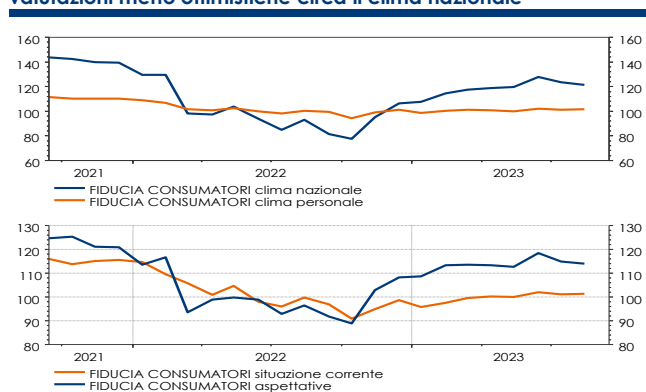
Le indagini di fiducia di agosto hanno evidenziato una lieve correzione della fiducia dei consumatori (a 106,5 da 106,7 di luglio). La seconda flessione consecutiva lascia comunque l'indicatore al di sopra dei livelli medi toccati nel 1° semestre dell'anno, ed è spiegata soprattutto da un peggioramento delle valutazioni circa la situazione economica del Paese. In miglioramento però sono le indicazioni delle famiglie sulla propria situazione finanziaria, sul bilancio familiare e sui risparmi attuali, mentre si registra un calo dai massimi dell'inflazione percepita. Al momento potrebbe essere prematuro interpretare due mesi di correzione come l'inizio di una tendenza al ribasso della fiducia. Tuttavia, difficilmente assisteremo ad una decisa riaccelerazione in assenza di un più sostanziale recupero del potere d'acquisto, quindi non prima di fine anno. **Il volume delle vendite al dettaglio è calato per il secondo mese a luglio**, di -0,2% m/m da un precedente -0,6%. Viceversa, sono tornate a crescere le vendite in valore (0,4% m/m da -0,2%), gonfiate dalla risalita dei prezzi. Le difficoltà dei consumatori nell'affrontare i forti rincari sono confermate dallo spaccato degli acquisti per tipologia di esercizio: sono i discount a registrare il maggior incremento tendenziale di vendite (+10,5%). Assieme alle evidenze di una stagione turistica meno positiva rispetto alle attese, **i primi dati sulle vendite suggeriscono che i consumi di contabilità nazionale potrebbero rimanere deboli nel 3° trimestre dopo la stagnazione vista nei mesi primaverili.**

Fiducia dei consumatori in calo per il secondo mese ad agosto



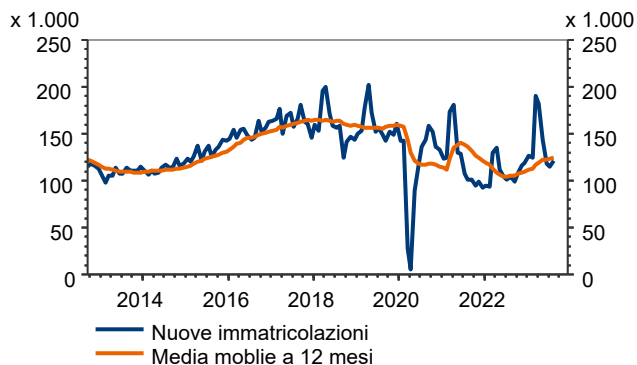
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Negli ultimi mesi il calo del morale è spiegato soprattutto da valutazioni meno ottimistiche circa il clima nazionale



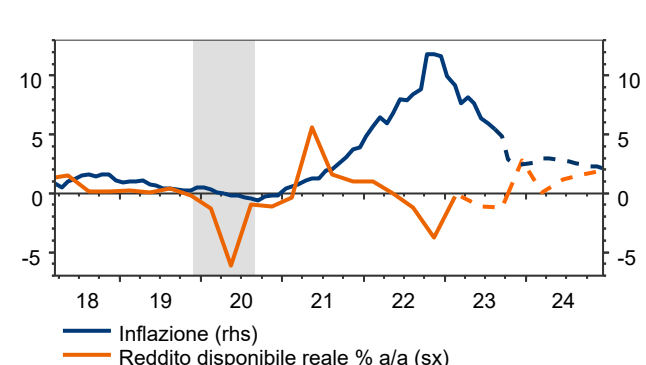
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La risalita delle immatricolazioni di auto è spiegata dalla normalizzazione dei fattori d'offerta e non da una ripresa della domanda



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

La crescita del reddito disponibile in termini reali potrebbe tornare positiva solo a fine anno



Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Torna a salire la disoccupazione, frenata in vista per le assunzioni

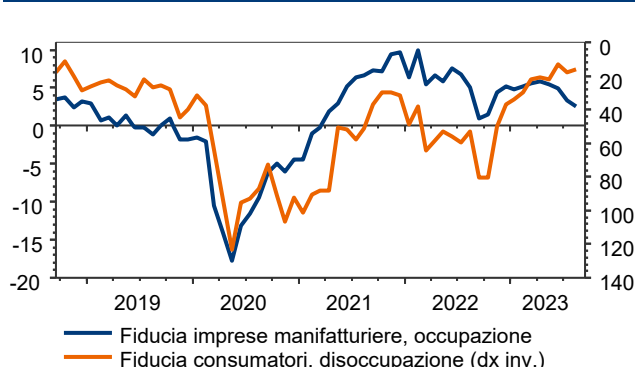
I dati trimestrali sul mercato del lavoro nel 2° trimestre hanno evidenziato come la crescita dell'occupazione di 0,6% t/t sia risultata diffusa all'industria (+0,4% t/t) e ai servizi (+0,9% t/t). In particolare, i comparti che hanno registrato il maggior dinamismo sono risultati i servizi di alloggio e ristorazione (+3,4% t/t) e le utility (+2,5% t/t), mentre solo il settore finanziario e il macrogruppo che comprende noleggio, agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese hanno riportato una modesta flessione (-0,1% t/t). **A luglio, il tasso di disoccupazione è salito al 7,6%** dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo al 7,5%. Le persone in cerca di occupazione sono tornate a salire (+37 mila unità) dopo cinque mesi di calo, ma in termini assoluti restano al di sopra dei livelli di maggio. L'occupazione (-73 mila) e la forza lavoro (-36 mila) sono entrambe calate, interrompendo una tendenza di aumento in atto da novembre dello scorso anno. La diminuzione degli occupati riguarda tutte le categorie contrattuali ma è particolarmente ampia tra i lavoratori temporanei (-62 mila). **Il tasso di occupazione è calato di due decimi al 61,3%** mentre il tasso d'inattività è stabile al 33,5%. I dati estivi sono tipicamente volatili per via di difficoltà nel processo di destagionalizzazione, tuttavia, come per il resto dell'Eurozona, anche in Italia le indagini congiunturali iniziano a mostrare un calo delle intenzioni di assunzione compatibile con una frenata della crescita occupazionale nei prossimi mesi. **Vediamo un tasso di disoccupazione in ulteriore moderato aumento nei prossimi mesi, con un picco che potrebbe essere toccato intorno all'8% nel corso del 2024.**

Il tasso di disoccupazione è risalito a luglio, ma resta prossimo ai minimi da 10 anni



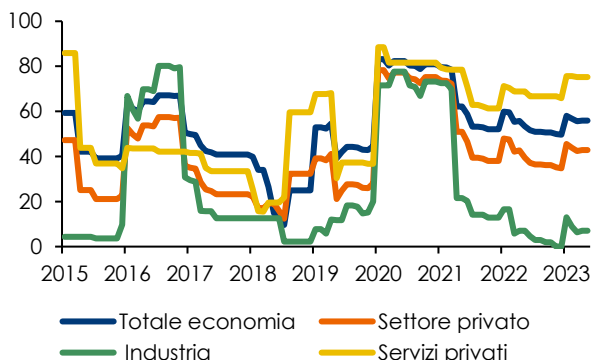
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le imprese iniziano a segnalare una minore domanda di lavoro, per il momento il morale dei consumatori non sembra risentirne



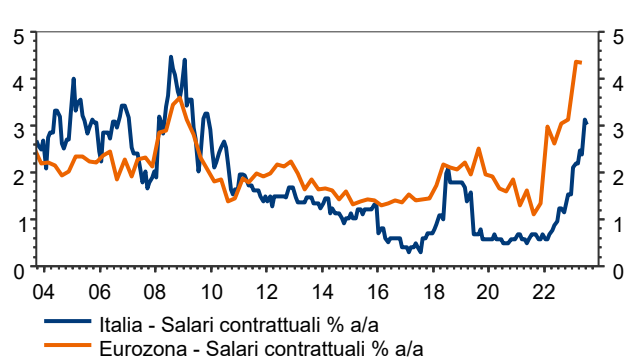
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiacca dinamica salariale è spiegata anche dell'elevato numero di contratti scaduti e non ancora rinnovati



Nota: dipendenti in attesa di rinnovo sul totale dei dipendenti (%)
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita delle retribuzioni contrattuali è ai massimi da oltre 10 anni, ma resta ben inferiore a quella della media dell'Eurozona

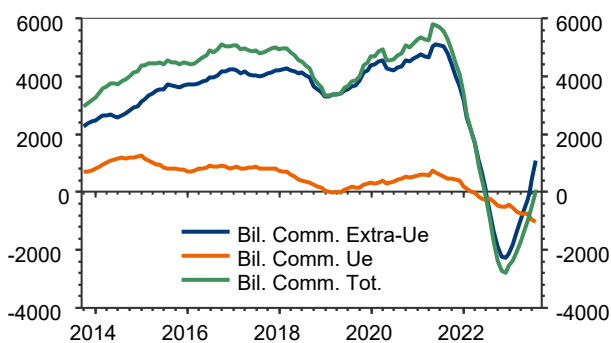


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

L'export inizia a risentire del rallentamento della domanda globale

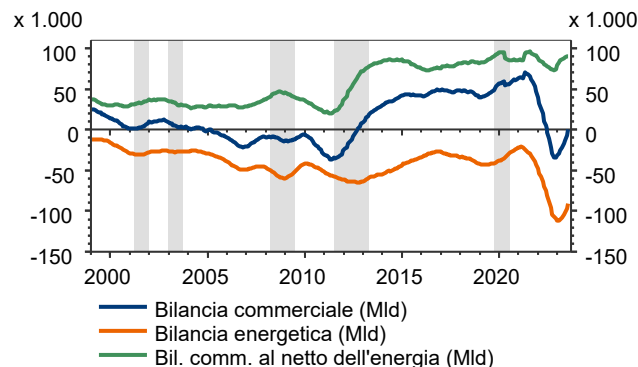
I dati di luglio sul commercio estero registrano un calo dei flussi diffuso a esportazioni (-1,8% m/m) e, in misura maggiore, importazioni (-4,7% m/m). Il saldo commerciale risulta quindi in surplus di 6,4 miliardi di euro (contro un deficit di -0,5 miliardi un anno prima), grazie al deciso ridimensionamento del disavanzo energetico (-4,8 miliardi da -11,4 mld un anno fa). Al netto dell'energia si registra un avanzo di +11,2 miliardi, circa in linea con i valori di luglio 2022. La frenata dell'export è guidata dall'energia (-11,5%), ma le vendite verso l'estero risultano in diminuzione anche al netto della componente energetica (-1,5%), appesantite dai beni di consumo (-3%), soprattutto durevoli (-8,7%). In discesa anche i beni intermedi (-1,8%), mentre i beni strumentali risultano poco più che stagnanti (+0,4%). **Su base tendenziale l'export è in calo di -7,7%** (-11,6% considerando i dati espressi in volume, ovvero al netto dell'aumento dei prezzi), penalizzato soprattutto da minori vendite di prodotti farmaceutici e chimici verso il Belgio e di mezzi di trasporto verso gli Stati Uniti. Si registra però una flessione significativa dell'export anche verso Germania e Cina. **Dato il rallentamento della domanda**, soprattutto in mercati di sbocco rilevanti come la Germania, **riteniamo che le esportazioni di beni possano restare deboli nei prossimi mesi**. Ci aspettiamo però che le esportazioni di contabilità nazionale possano beneficiare dell'afflusso di turisti durante l'estate (anche se i dati, al momento aggiornati fino a giugno, sono risultati piuttosto deludenti), e registrare un rimbalzo dopo la flessione del 1° semestre.

La bilancia commerciale sta risentendo del rallentamento della domanda dai principali partner europei (soprattutto dalla Germania)



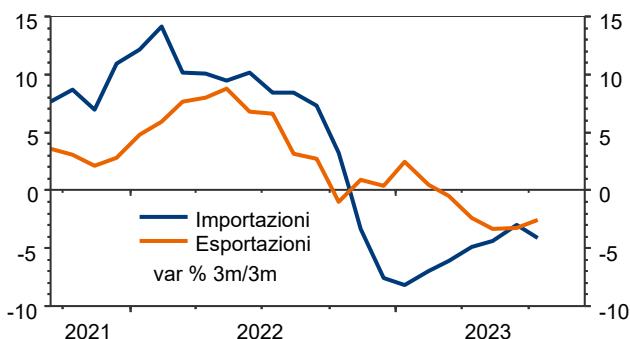
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il saldo sta beneficiando della normalizzazione dei prezzi dell'energia dopo i massimi dello scorso anno



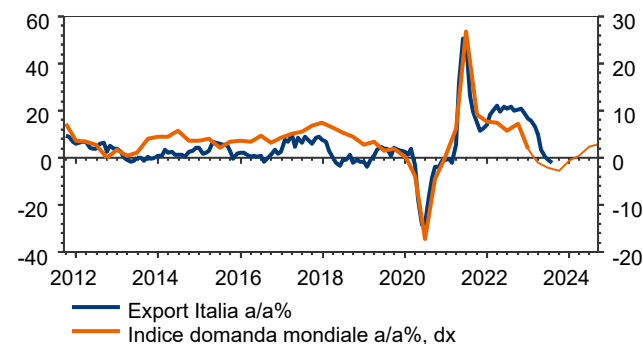
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Import ed export di beni sono in rotta per una contrazione nel 3° trimestre (ma l'afflusso di turisti potrebbe sostenere l'export di servizi)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In prospettiva 2024, l'export dovrebbe ritrovare vigore in scia alla ripresa della domanda globale

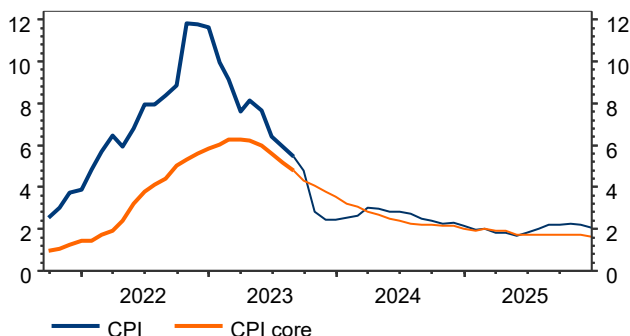


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Prosegue il calo del CPI, ma qualche rischio viene dalla risalita dell'energia

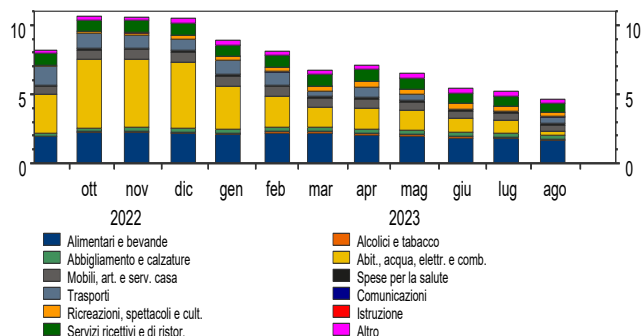
Ad agosto l'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa a 5,4% a/a da 5,9% a luglio, mentre l'inflazione armonizzata è calata a 5,5% da 6,3% del mese precedente. Nel mese, i prezzi sono cresciuti di +0,3% m/m sul NIC e di +0,2% m/m sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile alla componente energetica non regolamentata (passata da 7% a 5,7%), ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 6,6% a 5,8%), agli alimentari non lavorati (da 10,4% a 9,2%), ai trasporti (da 2,4% a 1,2%), ai beni durevoli (da 5,4% a 4,6%) e, in misura minore, agli alimentari lavorati (da 10,5% a 10%). All'opposto, sono saliti i prezzi dei servizi relativi all'abitazione (da 3,6% a 3,9%), e si è attenuato il calo dei prezzi dei beni energetici regolamentati (da -30,3% a -29,6%). **L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) flette al 4,8% ad agosto, dal 5,2% di luglio. Cala, pur rimanendo su livelli elevati, anche l'inflazione del "carrello della spesa" (9,4% a/a). Nelle nostre stime, la crescita dei prezzi potrebbe tornare al 2% a/a solo a gennaio 2025.** L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stimato al 3,5% a fine 2023 e al 2% a dicembre 2024. **A luglio il PPI è calato di -0,1% m/m portando la variazione tendenziale a -10,2%.** Il marginale calo su base mensile è spiegato da una flessione dei beni intermedi (-1,4% m/m) e, in misura inferiore, dei beni di consumo durevoli (-0,2% m/m), mentre è tornata a crescere l'energia (+1% m/m), al netto della quale i listini sono diminuiti di -0,5% m/m (ma sono ancora in rialzo di 1,1% rispetto ad un anno prima); sostanzialmente invariati i beni strumentali (+0,2% m/m). **Il recente rialzo dei costi energetici potrebbe contribuire a frenare l'attenuamento delle pressioni a monte delle filiere produttive nei prossimi mesi.**

Inflazione attesa tornare al 2% a inizio 2025. Più lenta la discesa per l'indice core nei prossimi 6 mesi



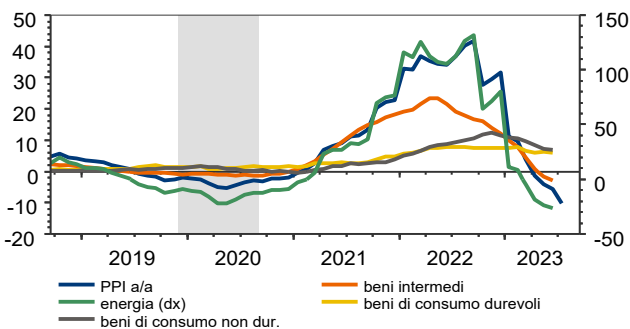
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sono gli alimentari a fornire il principale contributo all'inflazione



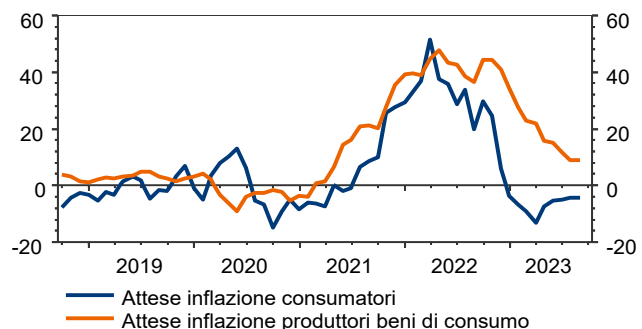
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Inflazione dei prezzi alla produzione in territorio negativo, ma il calo è spiegato interamente da energia e beni intermedi



Nota: in ombreggiato i periodi recessivi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Dopo la discesa dei mesi scorsi, le aspettative d'inflazione sembrano essersi stabilizzate



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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.

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 S.p.A. 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

Macroeconomic Analysis

Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

Simone Zava – Economista macro Area euro/Italia

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

simone.zava@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

elisa.coletti@intesasnpaolo.com