

Weekly Economic Monitor

Il punto

Italia. La scelta di allentare la politica fiscale e di non far calare il debito in un contesto di bassa disoccupazione, politica monetaria restrittiva e drenaggio della liquidità è rischiosa sotto diversi punti di vista e può comportare una restrizione delle condizioni finanziarie. Sarebbe positivo per le prospettive economiche se tali vincoli fossero maggiormente considerati in fase di definizione della legge di bilancio. Data la dimensione del debito pubblico, misure che consentano di ridurre i premi per il rischio possono generare benefici importanti e duraturi, come testimonia il caso del Portogallo.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, le prime indagini di fiducia relativa al mese di ottobre (ZEW e fiducia manifatturiera INSEE) dovrebbero confermare lo stato di debolezza dell'economia. Il dato relativo ad agosto sulla produzione nelle costruzioni dell'area euro è atteso in contrazione. Infine, la stima finale dei prezzi al consumo di settembre dovrebbe confermare la prima lettura, con ampio calo dell'inflazione annua nell'Eurozona e una flessione più moderata in Italia. Il Governo italiano a inizio settimana invierà alla Commissione europea il Documento Programmatico di Bilancio, che quantificherà gli interventi inclusi nella manovra 2024.

Negli **Stati Uniti** questa settimana sono in uscita le prime indagini del manifatturiero relative ad ottobre, che dovrebbero indicare una modesta ripresa del settore a inizio quarto trimestre. I dati sull'attività del mercato immobiliare di settembre non dovrebbero dare ancora segnali di rilancio del comparto, mentre le vendite al dettaglio e la produzione industriale di settembre potrebbero anticipare un rallentamento del ciclo economico nei prossimi mesi. In calendario anche la pubblicazione da parte della Fed del Beige Book che potrebbe dare indicazioni potenzialmente rilevanti per la riunione del FOMC di inizio novembre.

13 ottobre 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Simone Zava

Economista

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone



Il punto

Italia. La scelta di allentare la politica fiscale e di non far calare il debito in un contesto di bassa disoccupazione, politica monetaria restrittiva e drenaggio della liquidità è rischiosa sotto diversi punti di vista e può comportare una restrizione delle condizioni finanziarie. Sarebbe positivo per le prospettive economiche se tali vincoli fossero maggiormente considerati in fase di definizione della legge di bilancio. Data la dimensione del debito pubblico, misure che consentano di ridurre i premi per il rischio possono generare benefici importanti e duraturi, come testimonia il caso del Portogallo.

- Con la NADEF approvata il 29 settembre, il Governo italiano afferma di voler trovare "un punto di equilibrio tra sostegno alla crescita agli investimenti e al potere d'acquisto delle famiglie italiane, da un lato, e disciplina di bilancio e riduzione del rapporto debito/PIL dall'altro". I risultati di tale ricerca sono stati: (1) un aumento del deficit programmato rispetto ai livelli tendenziali, avvenuto malgrado l'*output gap* sia stimato su valori positivi e crescenti; (2) un cambiamento ancora più significativo nella dinamica del debito, che cessa sostanzialmente di calare in rapporto al PIL nel corso del triennio 2024-26 malgrado il contributo una tantum che potrebbe arrivare da dismissioni patrimoniali ancora da definire nei dettagli. L'aumento del debito si riflette in aumento del fabbisogno del settore statale a 135 miliardi di euro nel 2024. Negli anni successivi, ammesso che la riduzione del deficit sia attuata nella misura oggi dichiarata e utilizzando le proiezioni del MEF per il PIL a prezzi correnti, il fabbisogno resterebbe comunque notevole: 124 miliardi nel 2025 e oltre 100 miliardi nel 2026 (Si veda: "[Focus: Dopo la NADEF: prospettive e sfide per la finanza pubblica](#)", 3 ottobre 2023).
- La dinamica proposta per il fabbisogno è stata sorprendente, considerato il drastico mutamento che è intervenuto nella politica monetaria a partire dal 2022, nonché la ridotta tolleranza che in diversi Paesi (a iniziare dagli Stati Uniti) gli investitori cominciano a mostrare per l'attuale livello di offerta di titoli di Stato. Un'ulteriore preoccupazione è costituita dalle possibili ricadute dell'ingente domanda di fondi da parte del Tesoro per la disponibilità di capitali nel settore privato.
- Iniziamo dal **rapporto tra politica monetaria e fiscale**. Dopo la crisi del debito nell'area euro e fino al 2021, la BCE dovette fare i conti con un'inflazione persistentemente inferiore all'obiettivo e poi con uno shock (la pandemia) inizialmente interpretato come deflazionistico. Ne sono derivati i tassi negativi e i programmi di acquisto di titoli. Questi hanno creato un'opportunità storica per ridurre l'indebitamento (grazie alla compressione del costo del servizio del debito) o per sostenere la domanda con politiche fiscali espansive (come durante la pandemia, grazie alla riduzione degli effetti di spiazzamento). Sono stati gli anni della cooperazione tra politica fiscale e politica monetaria. Dal 2022, però, con lo shock inflazionistico si è entrati in un regime di aumento dei tassi ufficiali e di riduzione dei portafogli di politica monetaria: il costo del debito è tornato a salire, l'Eurosistema ha incominciato a reimmettere titoli di stato e *duration* nei portafogli privati e si è iniziato a riassorbire l'eccesso di liquidità. Stimiamo che nel 2024 l'Eurosistema accrescerà l'offerta netta di titoli di Stato italiani di circa 40 miliardi, attraverso la riduzione del portafoglio PSPP. In queste condizioni, **i governi devono prepararsi a sostenere la fiducia nel debito con un adeguato livello di avanzo primario, per evitare di dover attuare aggressivi interventi prociclici forzati dalle condizioni di mercato**. Inoltre, ci si aspetterebbe un *minor* ricorso all'indebitamento in questa fase di tassi particolarmente elevati e di bassa disoccupazione. La stessa BCE continua a sollecitare i governi a concentrarsi su misure che rafforzino la capacità produttiva e non la domanda: all'ultima conferenza stampa sulle decisioni di politica monetaria, la presidente Lagarde ha avvisato che la riluttanza a rimuovere le misure di supporto contro la crisi energetica potrebbe aumentare le pressioni inflattive di medio termine, il che potrebbe rendere necessaria una più robusta reazione di politica monetaria.
- Riguardo alla seconda questione, stimiamo che l'offerta netta di titoli di Stato potrebbe essere pari a oltre 140 miliardi nel 2024. Un ordinato assorbimento di tale offerta richiederà probabilmente un contributo di diversi macrosettori, ma soprattutto famiglie e investitori

esteri. I flussi dall'estero richiedono però visibilità su diversi fronti (attuazione del PNRR, contenimento della dinamica del debito e crescita di lungo termine), in parte coincidenti con quelli che servono alle agenzie di rating per giustificare le valutazioni correnti, ed è più probabile che si manifestino quando le politiche di bilancio sono più chiaramente orientate alla riduzione del debito rispetto a quanto (per ora) comunicato dal Governo italiano. Un ricorso eccessivo al settore delle famiglie per la copertura del rifinanziamento, che può sembrare allettante, nell'attuale contesto ha una buona **probabilità di generare effetti collaterali negativi** per le ripercussioni sulla raccolta diretta bancaria e, attraverso vari canali, anche sul costo e **sull'offerta di credito al settore privato**. In questo contesto, dunque, non è così scontato che un aumento del deficit produca effetti positivi sulla crescita. Anche negli Stati Uniti, lo spostamento delle fonti di finanziamento del Tesoro dall'estero al mercato domestico sta risultando in un aumento del *term premium* sulla curva¹.

- Un terzo effetto negativo dell'allentamento della politica fiscale in questa fase congiunturale è che **rende molto più difficile ottenere un consenso a favore di interventi di stabilizzazione delle condizioni di finanziamento, qualora emergano tensioni**; a loro volta, i dubbi sulla disponibilità di interventi di stabilizzazione potrebbero rendere più difficile garantire l'afflusso di capitali esteri. La flessibilità dei reinvestimenti PEPP, che resta il primo strumento per contrastare le turbolenze che colpiscono singoli mercati dell'Eurozona, viene attivata in caso di andamenti non giustificati dai fondamentali, oltre che tali da compromettere un'ordinata trasmissione della politica monetaria in tutti i Paesi. Anche nel caso del TPI (Transmission Protection Instrument), il consiglio direttivo della BCE deve riscontrare un "deterioramento nelle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali specifici del Paese". Inoltre, il TPI richiede che il Paese rispetti le raccomandazioni della Commissione in tema di squilibri macroeconomici e disciplina fiscale.
- **Il Governo italiano ha ancora tempo per correggere l'impianto della sua strategia fiscale** in modo da renderlo più coerente con i vincoli più stringenti posti dalla politica monetaria e dalle condizioni di mercato. Nella sua recente audizione parlamentare sulla NADEF (v. [qui](#)), Nicoletti Altissimi (Banca d'Italia) raccomandava "già nel triennio 2024-26 una riduzione dell'incidenza del debito sufficientemente ampia da essere robusta rispetto ad andamenti economici meno favorevoli delle attese" (p. 15), sia per ridurre il rischio di turbolenze sui mercati, sia per contenere il rischio di forti aggiustamenti dei conti nell'eventualità di shock avversi. Raccomandava altresì di individuare coperture strutturali per gli oneri permanenti. **Tenere in conto questi punti quando sarà impostata la prossima legge di bilancio potrebbe garantire allo stesso tempo condizioni di rifinanziamento più agevoli e maggiore crescita economica.**
- Un esempio interessante è fornito dal **Portogallo**. Nel 2016, aveva un rapporto debito/PIL simile a quello dell'Italia (131% contro 134%), ma lo scorso anno era sceso al 113% - pur avendo subito un incremento analogo all'Italia nel 2020 durante la crisi pandemica -, grazie al ritorno a un cospicuo avanzo primario - senza che ciò si sia manifestato in una crescita depressa. Anzi, la crescita economica portoghese è in questo momento più vivace di quella italiana. Il rapido calo del debito garantisce costi di finanziamento più bassi rispetto a quelli del Tesoro italiano di ben 128pb sulla scadenza decennale e di 100pb su quella quinquennale. Il costo implicito del debito portoghese, che nel 2019 era identico a quello dell'Italia (2,53%), nel 2023 era stimato dalla Commissione Europea al 2,07%, contro il 2,94% di quello italiano.

¹ Capital Economics, "How demand and supply affect Treasury term premia", 12th October 2023.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, le prime indagini di fiducia relativa al mese di ottobre (ZEW e fiducia manifatturiera INSEE) dovrebbero confermare lo stato di debolezza dell'economia. Il dato relativo ad agosto sulla produzione nelle costruzioni dell'area euro è atteso in contrazione. Infine, la stima finale dei prezzi al consumo di settembre dovrebbe confermare la prima lettura, con ampio calo dell'inflazione annua nell'Eurozona e una flessione più moderata in Italia. Il Governo italiano a inizio settimana invierà alla Commissione europea il Documento Programmatico di Bilancio, che quantificherà gli interventi inclusi nella manovra 2024.

Negli **Stati Uniti** questa settimana sono in uscita le prime indagini del manifatturiero relative ad ottobre, che dovrebbero indicare una modesta ripresa del settore a inizio quarto trimestre. I dati sull'attività del mercato immobiliare di settembre non dovrebbero dare ancora segnali di rilancio del comparto, mentre le vendite al dettaglio e la produzione industriale di settembre potrebbero anticipare un rallentamento del ciclo economico nei prossimi mesi. In calendario anche la pubblicazione da parte della Fed del Beige Book che potrebbe dare indicazioni potenzialmente rilevanti per la riunione del FOMC di inizio novembre.

Lunedì 16 ottobre

Area euro

- **Italia.** Il Governo è atteso inviare alla Commissione europea il **Documento Programmatico di Bilancio**, che quantificherà gli interventi inclusi nella manovra 2024. In base alle ultime indiscrezioni, la manovra lorda non dovrebbe superare i 22-23 miliardi; il principale intervento sarà il rifinanziamento del taglio al cuneo fiscale (che vale oltre 9 miliardi), la "prima fase della riforma fiscale" con possibile accorpamento delle prime due aliquote IRPEF (4 miliardi), i rinnovi dei contratti del pubblico impiego (almeno 3 miliardi), l'aumento della dotazione alla sanità (3 miliardi), misure per il sostegno alla famiglia e alla natalità (1 miliardo) e il rifinanziamento delle politiche invariate. Tra le coperture figurano tagli di spesa per 2 miliardi, una possibile rimodulazione degli sconti fiscali (1 miliardo), misure relative al settore dei giochi (1 miliardo) e, forse, un intervento sulla rivalutazione delle pensioni, cui potrebbe aggiungersi un maggiore gettito derivante da un primo modulo della "Global Tax" e dall'avvio del concordato preventivo per le partite IVA. La manovra netta vale 15,7 miliardi ovvero lo 0,7% del PIL.
- **Italia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che l'**inflazione** è calata meno delle attese, passando al 5,3% (+0,2% m/m) dal 5,4% di agosto sull'indice nazionale, ed è cresciuta al 5,7% (+1,7% m/m per via della fine dei saldi estivi) dal 5,5% sull'armonizzato. Il lieve rallentamento tendenziale dei prezzi sul NIC risulterebbe imputabile principalmente ad alimentari e beni industriali, mentre in senso opposto avrebbero agito le componenti energia e servizi. L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) dovrebbe confermare il calo al 4,6% da 4,8% di agosto.

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** è previsto in modesto miglioramento a 6,5 ad ottobre da 1,9 di settembre, in linea con i segnali di moderata ripresa della manifattura degli ultimi mesi. A seguito della pandemia da Covid-19, l'indicatore ha registrato un incremento sostanziale della volatilità, ma il trend degli ultimi mesi delle componenti maggiormente prospettiche dell'indice puntano verso un graduale recupero dell'industria a fine anno, con ordini e consegne in ripresa (nuovamente in territorio positivo a settembre).

Martedì 17 ottobre

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** potrebbe calare a ottobre a -12,3 da un precedente -11,4 data la correzione del mercato azionario delle scorse settimane. L'indice sulla situazione corrente è

atteso in recupero a -77 da un precedente -79,4. L'indice ZEW sulla situazione corrente rimane su valori non molto distanti a quelli osservati nel primo lockdown e durante la crisi del 2009, e coerente con un proseguimento della fase di debolezza dell'economia tedesca.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di settembre dovrebbero aumentare di 0,3% m/m, in rallentamento rispetto al dato di agosto di 0,6% che, tuttavia, è spiegato quasi interamente dall'aumento dei prezzi della benzina. I volumi presso i concessionari sono saliti del 4,2% m/m a settembre, dopo l'ampio calo di -4,4% del mese precedente, e le vendite settimanali hanno segnato un incremento di 3,2% m/m, nonostante ad inizio ottobre abbiano iniziato a rallentare. Al netto delle auto, le vendite sono attese in rialzo moderato, con una variazione di 0,1% m/m da 0,6% precedente. Nel complesso il dato di settembre dovrebbe indicare che i consumi daranno ancora un apporto concreto alla crescita del PIL nel terzo trimestre, in decisa accelerazione rispetto allo 0,8% t/t del 2° trimestre.
- La **produzione industriale** a settembre dovrebbe espandersi dello 0,2% m/m, dopo la crescita maggiore delle aspettative di 0,4% m/m registrata il mese precedente. L'aumento di agosto è stato principalmente spiegato dagli incrementi delle utility e del settore estrattivo, che potrebbero ritracciare a settembre, mentre l'output nel manifatturiero è cresciuto solo marginalmente (0,1% m/m) e potrebbe riaccelerare grazie al rimbalzo del comparto auto (dopo il -5% m/m di agosto) e all'aumento degli occupati rilevati dall'*employment report* di settembre. I dati complessivamente dovrebbero rimanere in linea con una stagnazione dell'industria e un contributo marginale alla crescita del PIL del terzo trimestre.

Mercoledì 18 ottobre

Area euro

- **Area euro.** Ci aspettiamo una flessione di -1,5% m/m della **produzione nelle costruzioni** in agosto. I dati di Germania e Francia hanno registrato pesanti contrazioni mentre le indagini di fiducia confermano la debolezza per il settore. Dopo essersi già contratte durante la primavera, le costruzioni dovrebbero frenare, seppur in minor misura, il valore aggiunto anche nel 3° trimestre.
- **Area euro.** La **stima finale** dovrebbe confermare il marcato calo dell'**inflazione** in settembre, al 4,3% (+0,3% m/m) dal 5,2% di agosto (un minimo da ottobre 2021). Dovrebbe essere confermato anche il calo dell'indice "core BCE" (al netto di alimentari freschi ed energia), a 5,5% (0,2% m/m) da 6,2% precedente, un minimo da oltre un anno. In generale, il rallentamento tendenziale dovrebbe riguardare tutte le principali componenti. Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe attestarsi al 3,5% a fine anno, continuare a scendere al 2,2% nel dicembre 2024 e stabilizzarsi intorno alla soglia del 2% da inizio 2025.

Stati Uniti

- I **nuovi cantieri residenziali** a settembre sono attesi in salita a 1,400 mln, dopo aver registrato una correzione maggiore delle aspettative ad agosto a 1,283 mln per via di un crollo sia della componente multifamiliare che, in minor misura, di quella unifamiliare. Le **licenze edilizie** sono previste in marginale riduzione, a 1,450 mln da 1,541 mln. Ci aspettiamo che l'attività del mercato immobiliare rimanga fiacca nella chiusura dell'anno, frenata da molteplici fattori che hanno portato la fiducia dei costruttori in territorio negativo, tra i quali troviamo i nuovi massimi raggiunti dai tassi ipotecari, i prezzi elevati delle case e la carenza di manodopera qualificata.

Giovedì 19 ottobre

Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia manifatturiera INSEE** è atteso invariato a 99 in ottobre, ancora al di sotto della media di lungo periodo. Le indagini della Banque de France hanno registrato

attese di leggero incremento dell'output a fronte però di condizioni di domanda ancora deboli, soprattutto nei settori che avevano trainato i rialzi a settembre, quali l'auto e l'agro-alimentare. Ci aspettiamo che il morale rimanga al di sopra della media storica nei servizi, compatibilmente con un quadro generale di rallentamento per l'economia francese nel 2° semestre, ma meno pessimistico rispetto a quello segnalato dai PMI.

Stati Uniti

- Dopo il calo oltre alle aspettative di settembre, l'indice della **Philadelphia Fed** ad ottobre potrebbe recuperare qualche punto, attestandosi a -8 da -13,5 del mese precedente, grazie al miglioramento di ordini, attività e consegne (tornate in territorio negativo lo scorso mese). Le attese sull'orizzonte a 6 mesi rimangono positive ma ancora lontane dalla media di lungo periodo, segnale che la ripresa dell'industria anche nei prossimi mesi sarà limitata, mentre restano da monitorare gli indici di prezzo, spinti in alto a settembre dai rincari dei costi dei carburanti.
- Le **vendite di case esistenti** a settembre sono previste in lieve calo per il quarto mese consecutivo a 3,90 mln, da 4,04 mln del mese precedente, a seguito di contratti di compravendita ad agosto in flessione più del previsto (-7,1% m/m). Il reiterato ampliamento del differenziale fra i tassi attuali sui mutui e quelli a cui sono stati finanziati gli acquisti in passato continuerà a frenare le vendite anche nei prossimi mesi.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (16 – 20 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 16/10	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel 0.0	%		
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel 0.2	%	0.2	
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		set	prel 5.7	%	5.7	
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 1.7	%	1.7	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel 5.3	%	5.3	
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	1.9		-1.5	6.5
Mar 17/10	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	4.3	%	4.3	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		ago	8.5	%		
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		ott	-79.4		-81.0	-77.0
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ott	-11.4		-10.5	-12.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	set	0.6	%	0.2	0.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	set	0.6	%	0.1	0.1
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	79.7	%	79.6	
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	0.4	%	0.1	0.2
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ago	0.0	%	0.3	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ott	45			
	Mer 18/10	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T3	0.8	%	1.0
04:00		CN	PIL cumulato a/a		T3	5.5	%		
04:00		CN	PIL a/a	*	T3	6.3	%	4.4	
04:00		CN	Vendite al dettaglio a/a	*	set	4.6	%	4.5	
04:00		CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	set	3.2	%	3.2	
04:00		CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		set	7.0	%		
04:00		CN	Produzione industriale cumulata a/a		set	3.9	%		
04:00		CN	Produzione industriale a/a		set	4.5	%	4.3	
08:00		GB	CPI m/m		set	0.3	%		
08:00		GB	CPI a/a	*	set	6.7	%	6.5	
10:00		ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	6.4	Mld €		
10:00		ITA	Bilancia commerciale (UE)		ago	1.3	Mld €		
11:00		EUR	CPI m/m finale	*	set	prel 0.3	%	0.3	0.3
11:00		EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 5.5	%	5.5	5.5
11:00		EUR	CPI a/a finale	*	set	prel 4.3	%	4.3	4.3
14:30		USA	Nuovi cantieri residenziali	*	set	1.283	Mln	1.405	1.400
14:30		USA	Licenze edilizie		set	1.541	Mln	1.450	1.450
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ago	8.8	Mld \$			
Gio 19/10	01:50	GIA	Bilancia commerciale		set	-937.8	Mld ¥ JP	-425.0	
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	ott	99			99
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	209	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.702	Mln		
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	-13.5		-6.8	-8.0
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		set	-0.4	%	-0.3	
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		set	4.04	Mln	3.94	3.90
Ven 20/10	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	set	3.2	%		
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	set	3.1	%	2.7	
	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	ott	4.2	%		
	03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	ott	3.5	%		
	08:00	GER	PPI a/a		set	-12.6	%	-14.2	
	08:00	GER	PPI m/m		set	0.3	%	0.4	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		set	-1.4	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	set	0.4	%		

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 (16 – 20 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	16/10	09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		10:30	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
	16:30	USA	Discorso di Harker (Fed)	
	--	EUR	* Riunione Eurogruppo	
?	--	ITA	* Il Governo invia alla Commissione UE il Documento Programmatico di Bilancio	
Mar	17/10	11:05	GB	Discorso di Swati (BoE)
		14:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		15:00	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		16:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		16:45	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		19:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		--	UE	* Riunione Ecofin
Mer	18/10	18:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		21:15	USA	Discorso di Harker (Fed)
Gio	19/10	18:00	USA	* Discorso di Powell (Fed)
		19:20	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		22:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		23:30	USA	Discorso di Harker (Fed)
Ven	20/10	01:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
		15:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		--	SLV	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Slovenia
		--	GB	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito
		--	GRE	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Grecia
		--	ITA	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		--	OLA	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dei Paesi Bassi
		--	GB	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito
		--	FRA	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia
		--	IRL	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Irlanda

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	set	0.2	%	0.2
PPI m/m	set	0.7	%	0.3
Richieste di sussidio	settim	209 (207)	x1000	210
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.672 (1.664)	Mln	1.680
CPI m/m	set	0.6	%	0.3
CPI a/a	set	3.7	%	3.6
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	set	4.3	%	4.1
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	set	0.3	%	0.3
Prezzi all'import m/m	set	0.5	%	0.5
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	ott	68.1		67.2

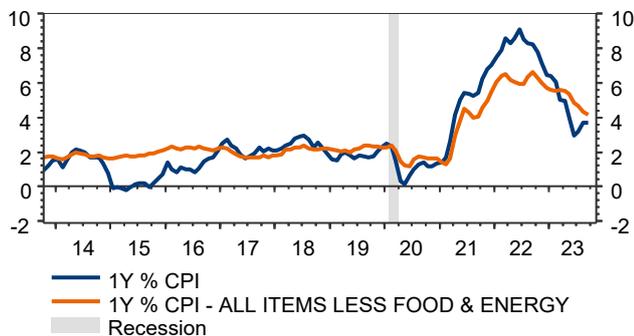
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **CPI** di settembre è aumentato lievemente più del previsto, di 0,4% m/m (3,7% a/a, stabile rispetto ad agosto), dopo lo 0,6% m/m del mese precedente, ancora trainato dall'energia (+1,5% m/m, con benzina in crescita di +2,1% m/m). L'indice core ha registrato una variazione mensile di 0,3% m/m, in linea con le attese e con il dato di agosto, rallentando su base annua a 4,1% da 4,3% (un minimo da settembre 2021). I prezzi dei beni al netto di alimentari ed energia sono rimasti in calo su base congiunturale (-0,4% da -0,1% m/m di agosto), grazie soprattutto agli ulteriori ribassi dei veicoli usati, e stagnanti su base tendenziale. I servizi al netto dell'energia hanno mostrato rincari di 0,6% m/m (5,7% a/a), in accelerazione rispetto ad agosto (0,4% m/m) e alla media degli ultimi 6 mesi, spinti dai servizi abitativi (0,6% m/m da 0,3%; tale componente dovrebbe però tornare a calare nei prossimi mesi) e da quelli sanitari (0,3% m/m da 0,1%). L'indice core al netto dei servizi abitativi è salito di un decimo nel mese, rallentando al 2% su base annua.

In conclusione, **gli ulteriori, sia pur graduali, miglioramenti sull'inflazione core dovrebbero consentire alla Fed di proseguire la fase attendista anche nella prossima riunione di novembre.**

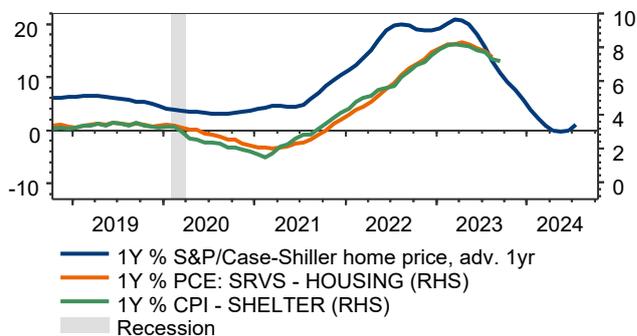
Tuttavia, ancora non si può escludere del tutto che il FOMC decida un ulteriore rialzo dei tassi nella riunione del 13 dicembre. La decisione dipenderà interamente dai dati, soprattutto su mercato del lavoro e consumi, che restano più robusti del previsto. In ogni caso, continuiamo a ritenere che un primo taglio dei tassi possa avvenire più tardi di quanto oggi scontano i mercati, ovvero a settembre 2024

Rimane stabile nel mese il CPI, mentre continua il rallentamento tendenziale del CPI core



Fonte: BLS

Gli affitti hanno accelerato a settembre, ma nei prossimi mesi dovrebbero proseguire sul trend discendente anticipato dai prezzi delle case



Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

Il **PPI** di settembre ha registrato un aumento pari a 0,5% m/m (2,2% a/a, un massimo da aprile 2023), in leggero rallentamento rispetto allo 0,7% di agosto, ancora trainato dalla crescita della componente energetica (3,3% m/m). I beni sono saliti di 0,9% m/m ma, al netto dell'energia, la

variazione risulta pari ad appena 0,1% (in linea con il mese precedente), mentre i servizi sono in leggera accelerazione a 0,3% m/m da 0,2%, registrando un consistente incremento del costo dei servizi di deposito (+13,9% m/m). L'indice al netto energia e alimentari è aumentato di 0,3% m/m, in leggera accelerazione rispetto allo scorso mese (0,2% m/m), portando la variazione annua a 2,7% da 2,5%.

I **verbali della riunione del FOMC** di settembre hanno confermato la fase attendista della Fed e che quasi tutti i partecipanti hanno preferito procedere con cautela e attendere i prossimi dati economici in arrivo per determinare se sarà necessario un eventuale ulteriore irrigidimento della politica monetaria. Alcuni partecipanti hanno giudicato che l'attuale livello dei tassi è "al massimo o vicino al massimo", e l'attenzione si dovrà spostare sulla durata del mantenimento dei tassi obiettivo su livelli restrittivi, vista la tenuta migliore delle aspettative dell'economia americana. Un rialzo a dicembre rimane comunque sul tavolo, la maggioranza dei partecipanti, infatti, vede un rialzo dei tassi nelle prossime riunioni, nonostante stia continuando il graduale processo di disinflazione e il mercato del lavoro stia raggiungendo un migliore equilibrio tra domanda e offerta.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Ordinativi di macchinari m/m	ago	-1.1	%	0.4	-0.5

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

Area euro

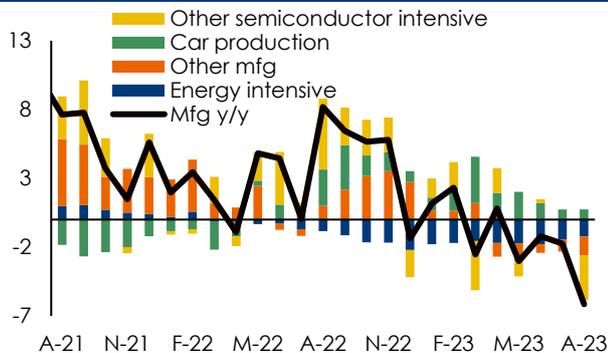
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
EUR	Produzione industriale m/m	ago	-1.1	%	0.1	0.6	
FRA	IPCA m/m finale	set	-0.6	%	-0.6	-0.6	
FRA	IPCA a/a finale	set	5.6	%	5.6	5.7	
FRA	CPI m/m Ex Tob	set	1.0	%		-0.5	
GER	Produzione industriale m/m	ago	-0.6	(-0.8)	%	-0.1	-0.2
GER	CPI m/m finale	set	0.3	%	0.3	0.3	
GER	CPI a/a finale	set	4.5	%	4.5	4.5	
GER	IPCA m/m finale	set	0.2	%	0.2	0.2	
GER	IPCA a/a finale	set	4.3	%	4.3	4.3	
ITA	Produzione industriale m/m	ago	-0.9	(-0.7)	%	0.0	0.2
SPA	IPCA a/a finale	set	3.2	%	3.2	3.3	

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

Area euro. La **produzione industriale** è cresciuta più delle attese ad agosto, di 0,6% m/m, ma il calo del mese precedente è stato rivisto ulteriormente al ribasso di due decimi a -1,3% m/m. La variazione tendenziale affonda a -5,1%, un minimo da settembre 2020. Il rimbalzo agostano è in gran parte spiegato dal volatile dato irlandese (+6,1% m/m da -9%) al netto di cui l'output industriale sarebbe stagnante dopo il -0,5% m/m di luglio. Tra le principali economie si registrano marginali incrementi per l'output anche in Germania (0,1% m/m) e Italia (0,2% m/m) a fronte di flessioni per Francia (-0,2% m/m) e Spagna (-0,7% m/m). Lo spaccato per componenti mostra un calo dell'output di beni intermedi (-0,3% m/m) e di energia (-0,9% m/m), mentre tornano a crescere beni strumentali (0,3% m/m) e di consumo durevoli (1,2% m/m), progressi comunque non sufficienti ad annullare le flessioni di luglio. In crescita per il secondo mese la produzione di beni di consumo non durevoli (0,5% m/m). Nel solo settore manifatturiero, quindi al netto di energia ed attività mineraria, il rimbalzo dell'output è solo modesto, di 0,2% m/m, dopo il crollo di -4% m/m del mese precedente. Dopo il modesto recupero di agosto la produzione potrebbe tornare a correggere a settembre compatibilmente con una contrazione dell'industria nel 3° trimestre (sarebbe il quinto trimestre consecutivo) intorno a -1% t/t (-0,8% t/t escludendo l'Irlanda)

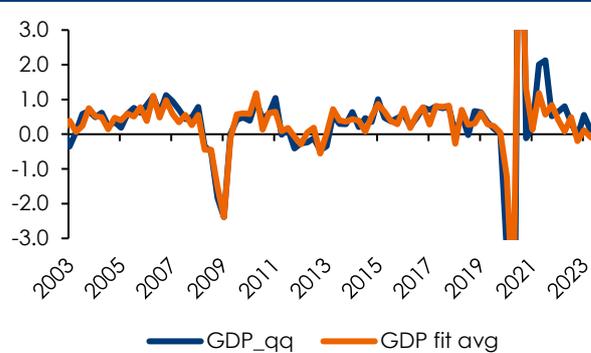
tale da sottrarre fino a due decimi alla formazione del valore aggiunto incrementando i rischi al ribasso sulla nostra stima di stagnazione del PIL durante l'estate.

Ormai solo il recupero della produzione di veicoli contribuisce positivamente alla var % a/a della produzione industriale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

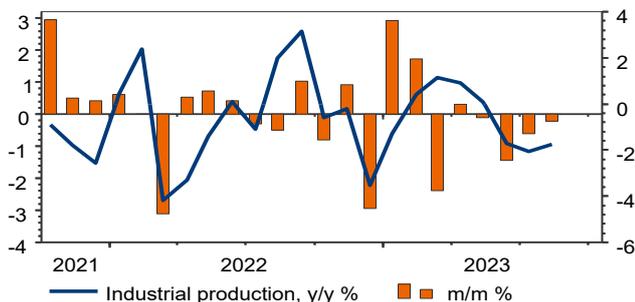
I dati reali finora pubblicati segnalano la presenza di rischi al ribasso sulla nostra stima di stagnazione del PIL nel T3



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

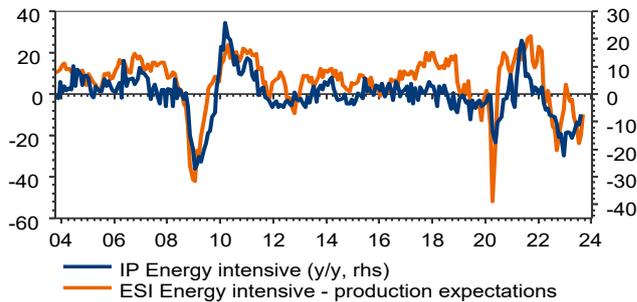
Germania. La **produzione industriale** è scesa per il quarto mese di -0,2% m/m (-2% a/a), dopo la flessione di -0,6% m/m (rivista da -0,8%) di luglio. La contrazione è imputabile principalmente a energia (-6,6% m/m) e costruzioni (-2,6% m/m); il dato è influenzato anche dal calo di impianti e macchinari (-2,3% m/m) cui però si è contrapposta una crescita dell'automotive (+7,6% m/m da -9,4% m/m di luglio). In agosto, l'output manifatturiero è cresciuto di +0,5% m/m per via di un aumento di beni capitali (+1,3% m/m) e, in minor misura, di beni intermedi (+0,5% m/m), che ha più che compensato il calo dei beni di consumo (-1,4% m/m). Nei comparti energivori, l'output ha registrato un aumento di +0,9% nel mese, e resta in contrazione di -8,3% su base annua. Il dato lascia la produzione in rotta per un calo intorno a -1,8% t/t nel 3° trimestre, dopo il -1,3% t/t registrato nei mesi primaverili. Le indagini congiunturali confermano lo stato di profonda debolezza dell'industria tedesca. L'indice PMI sulla produzione manifatturiera è calato per il quinto mese consecutivo e gli ordini inevasi, in costante diminuzione, non potranno sostenere la produzione ancora a lungo. La contrazione attesa nell'industria dovrebbe trascinare il PIL in territorio negativo (-0,2% t/t) nel 3° trimestre, e confermare che i rischi sono orientati verso il basso.

La produzione industriale è calata per il quarto mese ad agosto



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

L'output nei settori energivori resta in territorio ampiamente negativo rispetto a un anno prima

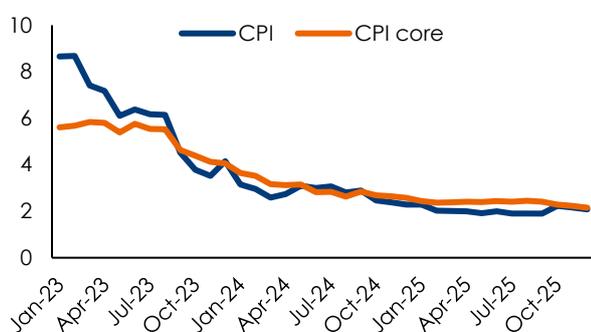


Nota: i settori energivori sono chimica, metallurgia, prodotti minerali non metallici, carta, raffinazione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, EU Commission DG Ecofin

Germania. La stima finale ha confermato il brusco calo dell'**inflazione** a settembre, al 4,5% a/a dal 6,1% di agosto sul CPI e al 4,3% a/a dal 6,4% precedente sull'indice armonizzato per via di effetti basi favorevoli. Si tratta di un minimo dallo scoppio del conflitto in Ucraina. L'indice core (sul CPI), al netto di energia e alimentari, è sceso al 4,6% (circa in linea con le nostre attese) dal 5,5% di agosto. Il rallentamento tendenziale dell'inflazione è dovuto principalmente all'impatto ribassista di effetti base sia sulla componente trasporti (i biglietti combinati per ferrovia, autobus

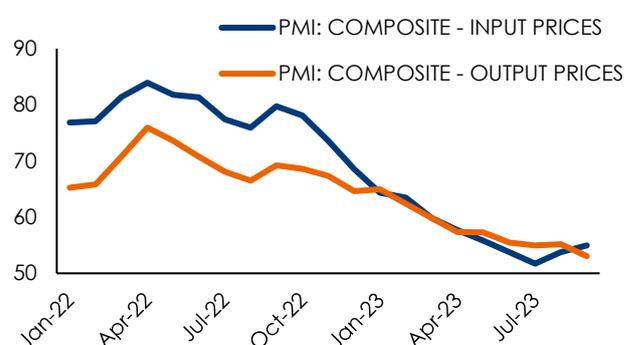
e simili, sono scesi a -22,6% in settembre da 113% di agosto), che ha spinto al ribasso i servizi a 4% da 5,1% precedente, che sull'energia (all'1% da 8,3% precedente), dove alcune componenti presentano prezzi più bassi rispetto ad un anno fa (ad esempio, gas naturale: -5,3%; carburanti: -6,0%; gasolio da riscaldamento: -26,0%); rallentano anche gli alimentari (a 7,5% da 9% di agosto), che dovrebbero continuare a scendere nei prossimi mesi. La variazione congiunturale è stata di +0,3% m/m sulla misura nazionale e di +0,2% su quella armonizzata. Nel complesso, la crescita mensile è imputabile in buona parte alla componente energia (+0,8% m/m, mentre nel settembre 2022 l'aumento era stato dell'8% m/m). Nel mese di settembre si sono registrate anche fluttuazioni stagionali dei prezzi: ad esempio, sono aumentati i prezzi dell'abbigliamento (+5,4% m/m), mentre sono diminuiti i prezzi dei pacchetti vacanza (-6,5% m/m). In prospettiva, l'inflazione dovrebbe proseguire lungo un trend di discesa, in un contesto però di elevata incertezza: l'inflazione nazionale è attesa passare da 4,2% di dicembre 2023 a 2,3% alla fine del prossimo anno. L'indice al netto di energia e alimentari (sul CPI) dovrebbe scendere al 4,1% a fine 2023 ed è visto al 2,6% a dicembre 2024.

Inflazione headline vs inflazione core



Fonte: Destatis e previsioni Intesa Sanpaolo

Una risalita dei prezzi degli input potrebbe rallentare la discesa dei prezzi core



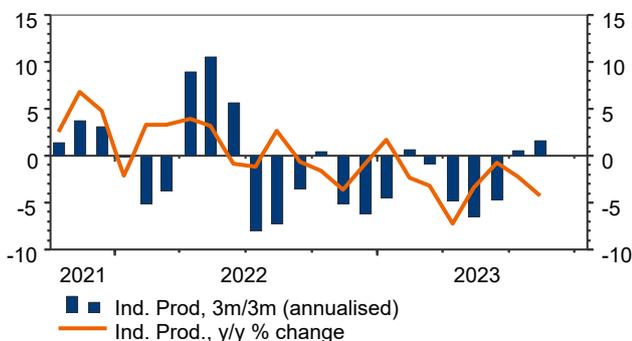
Fonte: S&P Global

Francia. La stima finale di settembre ha confermato la stabilizzazione dell'**inflazione** nazionale al 4,9% a/a, mentre il dato armonizzato è stato rivisto al rialzo di un decimo a 5,7% a/a, ora anch'esso invariato rispetto al mese precedente. L'inflazione headline continua ad essere sostenuta dall'energia (11,9% a/a da 6,8%) per via della fine del bouclier tarifaire sull'elettricità e il rincaro dei carburanti, mentre rallenta il ritmo di crescita degli alimentari (9,7% a/a da 11,2%) dove i prezzi calano su base mensile per la prima volta in quasi 2 anni. In decelerazione anche servizi (2,9% a/a da 3%) e beni industriali non energetici (2,8% a/a da 3,1%). L'inflazione core armonizzata è calata circa in linea con le attese al 4,5% a/a da 5,3% di agosto, mentre la dinamica nazionale sottostante calcolata sul CPI è rimasta invariata al 4,6% a/a. Ci aspettiamo che l'inflazione torni a calare già da ottobre e che anche la discesa della componente core possa proseguire.

Italia. La **produzione industriale** è cresciuta di 0,2% m/m (-4,2% a/a) in agosto. L'aumento non è sufficiente a compensare il calo di -0,9% m/m (rivisto al ribasso di due decimi) registrato a luglio ma lascia l'output in rotta per una leggera crescita nel 3° trimestre (0,1% t/t) dopo quattro trimestri consecutivi di contrazione. Lo spaccato settoriale mostra come il contenuto progresso di agosto sia dovuto interamente ai beni di consumo che tornano a crescere dopo due mesi di calo. La crescita di 1,2% m/m non è comunque sufficiente a recuperare la flessione cumulata di -1,6% registrata tra giugno e luglio. L'output di beni di consumo durevoli rimbalza di 4,4% m/m da -4,6% mentre i non durevoli salgono di 0,6% m/m da -1,4%. In contrazione per il secondo mese la produzione di beni strumentali (-0,1% m/m da -1,6%) e di beni intermedi (-0,9% m/m da -0,4%). In termini tendenziali il comparto dei beni capitali è l'unico ancora in crescita (+0,6%), seppur in progressivo rallentamento. L'output di energia flette di -2,2% m/m dopo l'incremento di 3,6% di

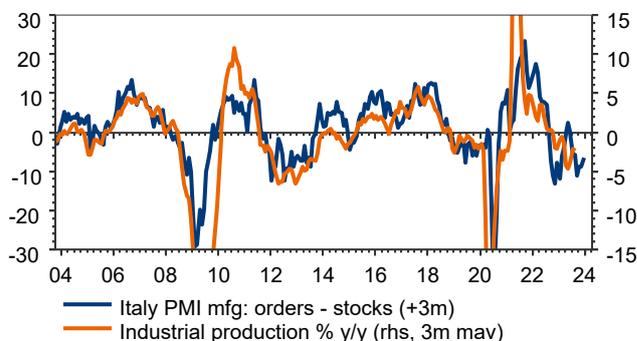
luglio. La produzione nel solo settore manifatturiero al netto di energia ed attività estrattiva è in rialzo di 0,2% m/m (-4,1% a/a). Le indagini PMI suggeriscono che il ritmo di contrazione della produzione sta rallentando mentre l'indicatore anticipatore costituito dalla differenza tra gli ordinativi e le scorte potrebbe aver toccato un punto di minimo. Tuttavia, le condizioni di domanda sembrano essere ancora deboli, e appare prematuro anticipare una fase di ricostituzione delle scorte nel breve termine. Riteniamo quindi che la produzione possa tornare a calare a settembre e non ci aspettiamo una riaccelerazione dell'attività nei prossimi mesi. In aggiunta, le indagini Istat non mostrano ancora segnali d'inversione, con la fiducia nel settore manifatturiero che a settembre è scesa ai minimi da novembre 2020, mostrando valutazioni non particolarmente incoraggianti sia per quanto riguarda la situazione corrente che le aspettative, in particolare per la produzione di beni di consumo e strumentali.

La produzione industriale potrebbe non essersi contratta nel 3° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

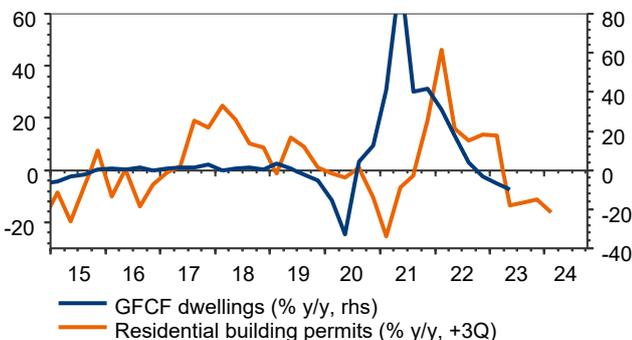
Le indagini non anticipano ancora una significativa riaccelerazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

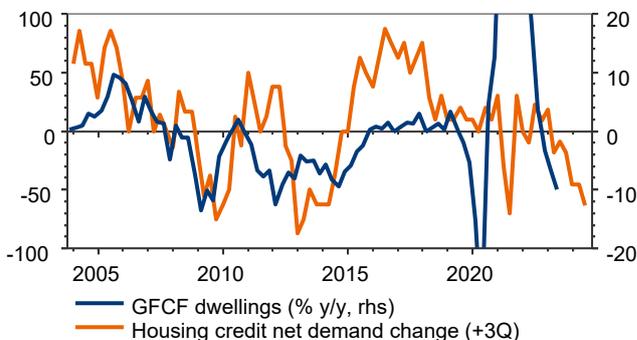
Italia. Nel 2° trimestre i **permessi di costruzione** sono calati di -5,2% t/t nel comparto residenziale e cresciuti di 8,9% t/t nell'edilizia non residenziale (dove però erano in flessione ininterrottamente da tre trimestri). In termini tendenziali la variazione dei permessi affonda al -13,5% da -8,7% per i fabbricati residenziali, mentre si attesta al 4,1% da -3,3% per le strutture non residenziali. I dati sui permessi di costruire si uniscono a quelli sulla domanda di mutui nell'anticipare una contrazione degli investimenti residenziali nei prossimi trimestri. Il contesto per le strutture non residenziali e per le infrastrutture potrebbe in prospettiva beneficiare dei programmi PNRR, ma visti i ritardi nell'implementazione è possibile che tali impatti non si manifestino prima della seconda metà del 2024.

I dati sui permessi di costruzione residenziali puntano verso una contrazione degli investimenti dei nuclei famigliari



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche la domanda di mutui è coerente con una frenata degli investimenti residenziali



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Banca d'Italia

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	set	0.3		% 0.3	0.2
CPI a/a	set	0.1		% 0.2	0
PPI a/a	set	-3.0		% -2.4	-2.5
Esportazioni in USD a/a	set	-8.8		% -7.6	-6.2
Importazioni in USD a/a	set	-7.3		% -6.0	-6.2
Bilancia commerciale USD	set	68.36	Mld \$	70.00	77.71
M2 a/a	set	10.6		% 10.7	10.3
Nuovi prestiti bancari (flusso)	set	1360	Mld ¥ CN	2500	2310
Finanza sociale aggregata (flusso)	set	3120	Mld ¥ CN	3800	4120

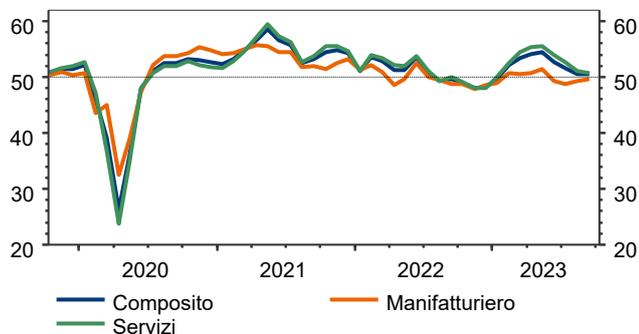
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è scesa da 0,1% a/a a zero in agosto, contrariamente alle aspettative, posizionate per un lieve aumento (consenso Bloomberg: 0,2% a/a). Il rallentamento è stato nuovamente favorito dal calo tendenziale dei prezzi degli alimentari (da -1,7% a/a in agosto a -3,2% a/a in settembre), dei beni e servizi per l'abitazione (-0,4% a/a) e dei trasporti (-1,3% a/a), e dalla decelerazione dei prezzi dei servizi turistici (da 14,8% a/a in agosto a 12,3% a/a in settembre). Il calo dell'inflazione resta comunque guidato dalla deflazione dei beni di consumo (-0,9% a/a) mentre l'inflazione dei servizi è rimasta invariata a 1,3% a/a, sui massimi da febbraio 2022, così come l'inflazione core (0,8% a/a). Il calo tendenziale degli alimentari è stato favorito da un significativo effetto base (-1,9% m/m) e dovrebbe risultare temporaneo, così come quello dei trasporti. La **deflazione dei prezzi alla produzione** si è ridotta da -3% a/a in agosto a -2,5% a/a in settembre (+0,4% m/m, l'aumento mensile più elevato da maggio 2022), spinta da una minor deflazione dei beni di produzione nel comparto minerario ed estrattivo e dei beni di consumo non durevoli e non alimentari. La deflazione dei beni alla produzione dovrebbe continuare a ridursi nei prossimi mesi mentre l'inflazione dei prezzi al consumo dovrebbe aver toccato il minimo. Ci aspettiamo, infatti, che l'atteso miglioramento della domanda, insieme ai rincari della carne e dei trasporti, contribuisca ad aumentare l'inflazione nei prossimi mesi, portandola poco sopra l'1% per fine anno.

I dati di **commercio estero** in dollari relativi al mese di settembre hanno sorpreso al rialzo, registrando un minor calo sia delle esportazioni (da -8,8% a -6,2% a/a in settembre) sia delle importazioni (da -7,3% a -6,2%) rispetto ad agosto e alle aspettative di consenso. Similmente per i dati in CNY, dove i cali rimangono più contenuti (-0,6% a/a per le esportazioni e -0,8% a/a per le importazioni). I dati nominali destagionalizzati mostrano un aumento dell'export superiore rispetto ad agosto, tuttavia la componente degli ordini esteri continua a segnalare una contrazione verso i maggiori partner commerciali. Per quanto riguarda le **esportazioni**, il miglioramento tendenziale deriva da un minor calo delle vendite verso il Giappone (da -20,1% a -6,4% a/a) e verso l'area euro3 (Francia, Italia, Germania: da -18,9% a -8,7% a/a), cui si è contrapposto un peggioramento delle esportazioni verso l'area ASEAN6. Riguardo alle **importazioni**, il minor calo degli acquisti da Giappone, ASEAN6 e area euro è stato parzialmente compensato da un peggioramento delle importazioni dagli Stati Uniti, da -7,9% a -12,6% a/a. Resta invece in netto aumento il commercio estero con la Russia, dove sia l'export (+20,6% a/a) che l'import (+8,2% a/a) continuano a superare in livello gli scambi con la Germania.

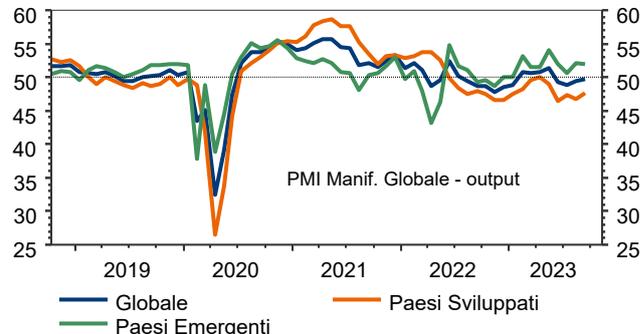
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



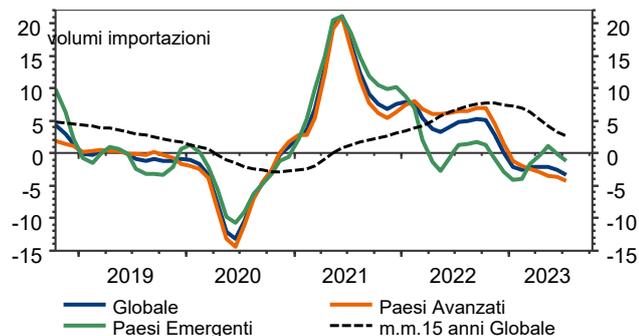
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



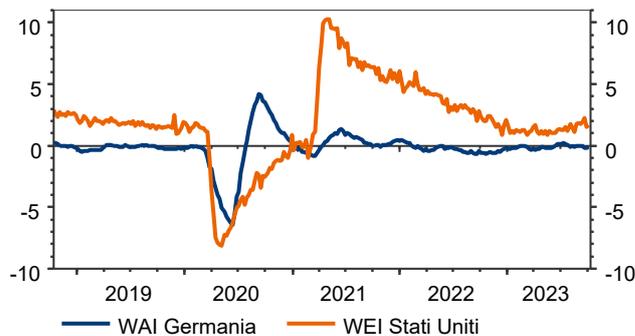
Fonte: S&P Global

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



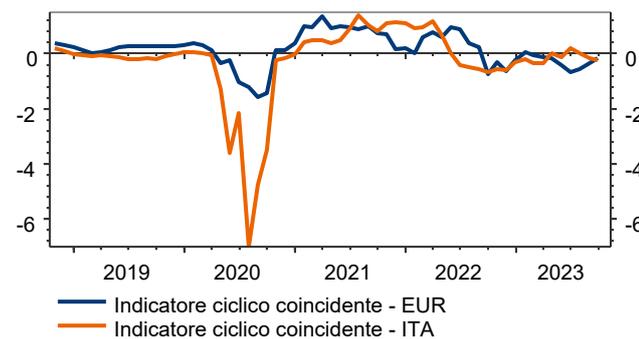
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



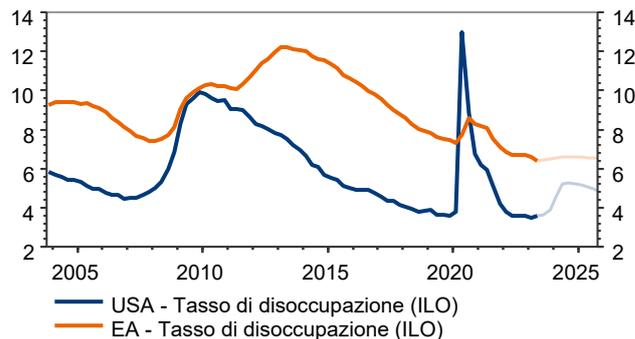
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

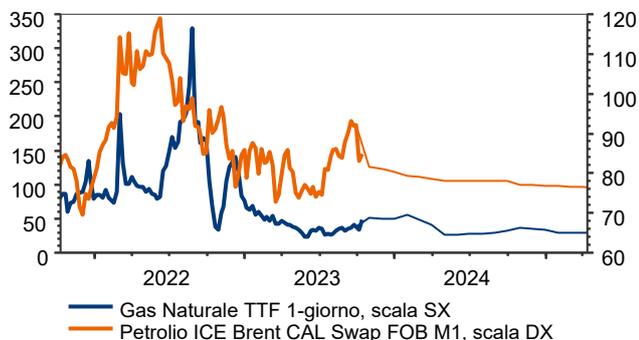
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

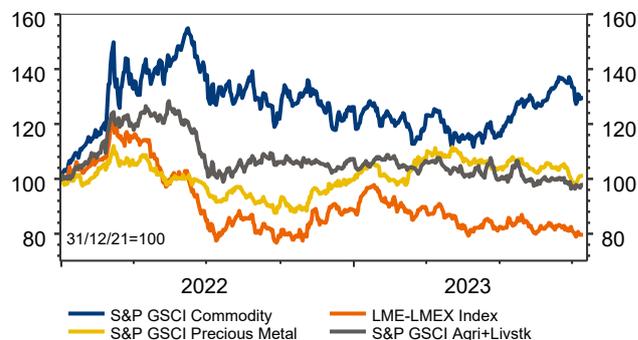
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



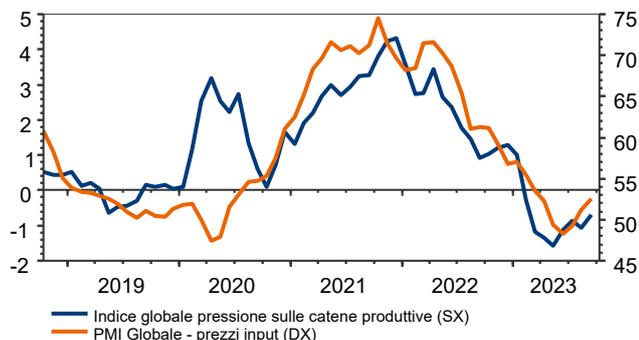
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



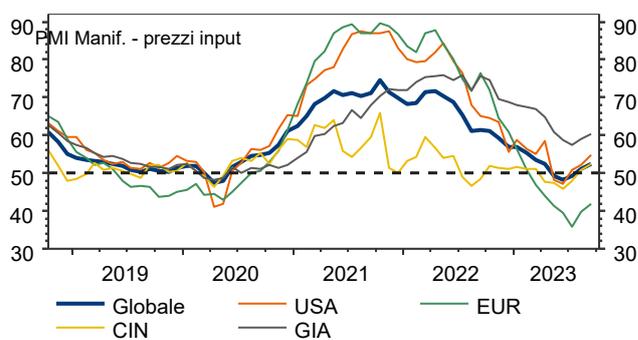
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



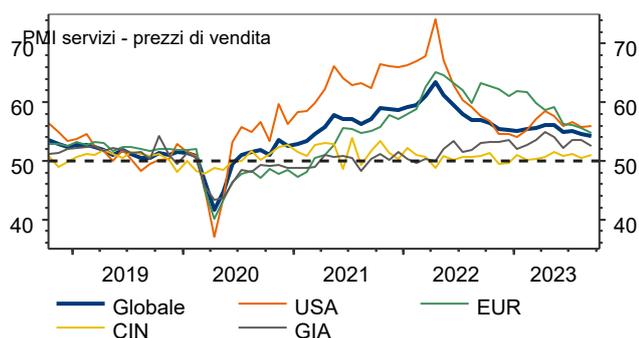
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



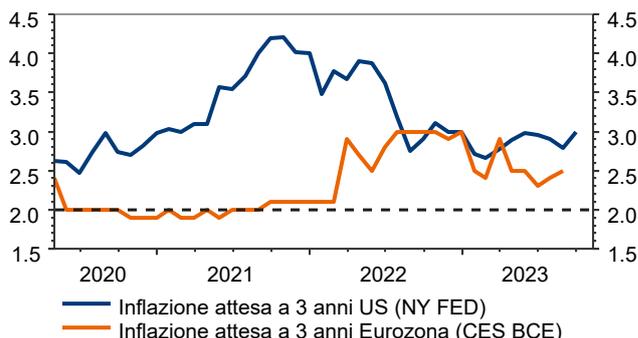
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

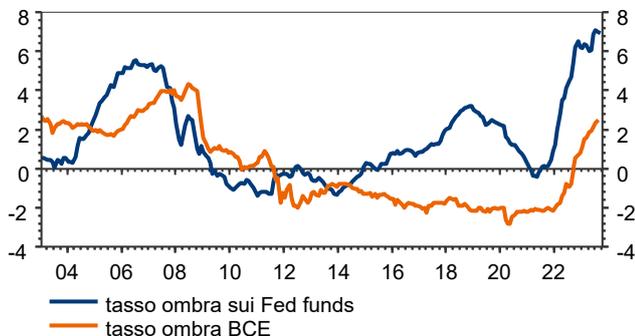
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

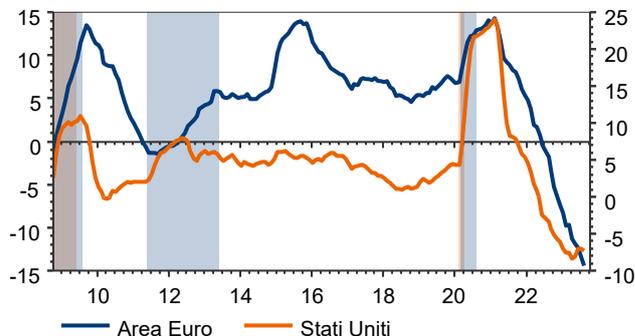
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



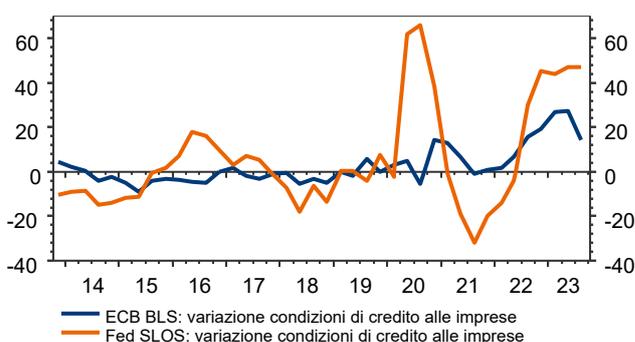
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



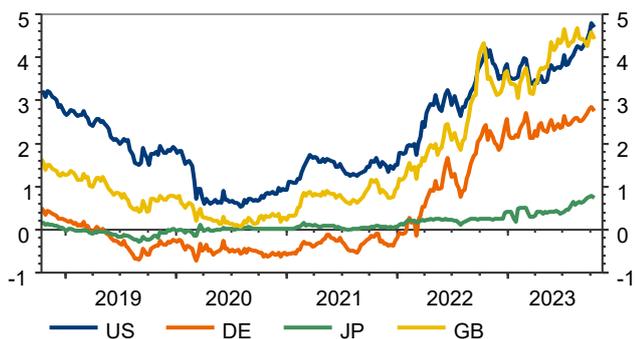
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



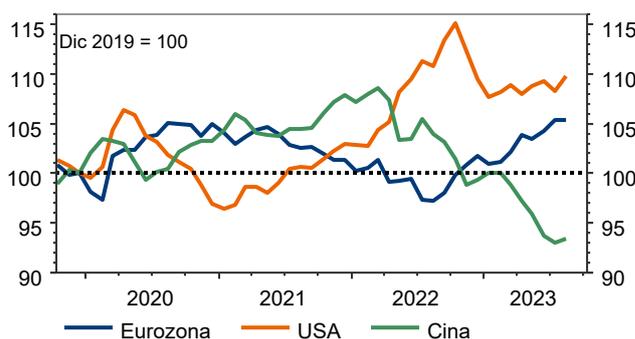
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

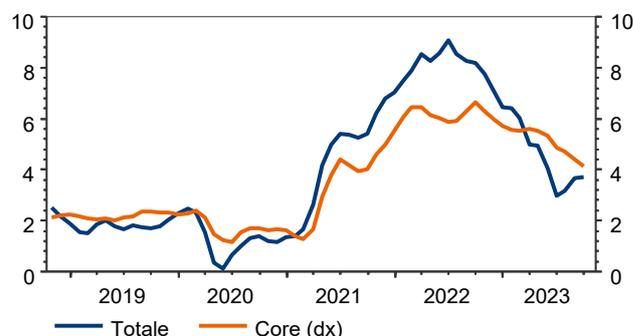
Stati Uniti

Indagini ISM



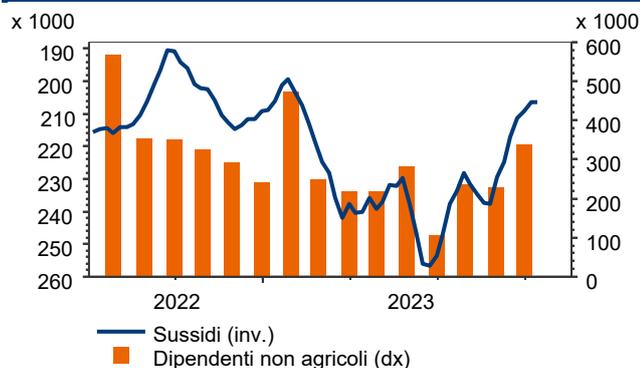
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



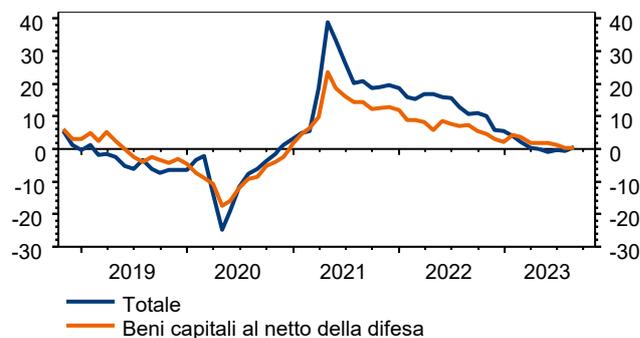
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

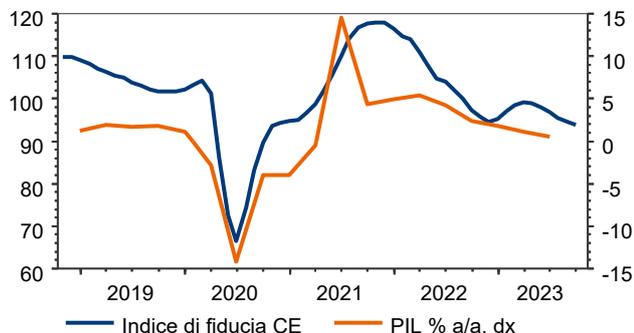
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	2.2	1.2	1.7	0.7	1.7	2.4	2.8	2.1	1.5	1.3
- trim./trim. annualizzato				2.7	2.6	2.2	2.1	4.2	0.1	-0.2	1.2
Consumi privati	2.5	2.1	1.0	1.6	1.2	3.8	0.8	3.4	0.6	0.1	0.8
IFL - privati non residenziali	5.2	4.1	1.2	4.7	1.7	5.7	7.4	1.4	-1.4	-1.4	3.3
IFL - privati residenziali	-9.0	-11.5	1.6	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	4.4	-7.6	-2.5	4.2
Consumi e inv. pubblici	-0.9	3.5	1.3	2.9	5.3	4.8	3.3	2.8	1.1	1.0	0.8
Esportazioni	7.0	2.6	1.2	16.2	-3.5	6.8	-9.3	7.2	0.5	0.6	1.3
Importazioni	8.6	-2.3	0.6	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	-0.4	0.5	1.2	1.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.5	0.0	-0.4	1.5	-2.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.2	-3.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-6.9	-6.4								
Debito pubblico (% PIL)	144.2	144.0	147.8								
CPI (a/a)	8.0	4.2	2.7	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.4	3.0	2.7
Produzione industriale	3.4	0.3	-0.2	0.5	-0.6	-0.1	0.2	0.5	-0.3	-0.8	0.3
Disoccupazione (%)	3.7	3.7	4.4	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.3	4.4

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

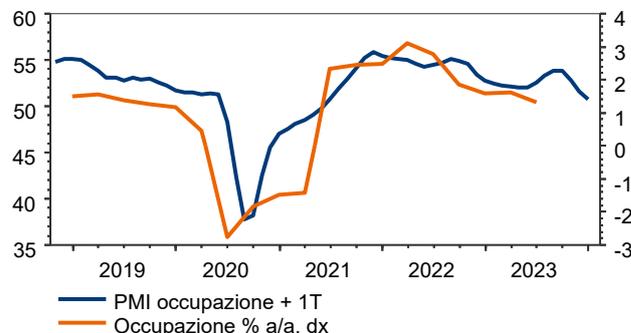
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-23	120.3	115.3	112.4	120.0	8.6	7.1	5.3	8.8
feb-23	121.2	116.3	113.3	120.9	8.5	7.4	5.6	8.6
mar-23	122.3	117.7	114.7	122.0	6.9	7.5	5.7	6.9
apr-23	123.1	118.8	115.9	122.8	7.0	7.3	5.6	7.0
mag-23	123.2	119.2	116.1	122.8	6.1	6.9	5.3	6.1
giu-23	123.5	119.6	116.6	123.1	5.5	6.8	5.5	5.5
lug-23	123.4	119.5	116.4	123.0	5.3	6.6	5.5	5.3
ago-23	124.0	119.9	116.8	123.7	5.2	6.2	5.3	5.2
set-23	124.4	120.2	117.1	124.0	4.3	5.5	4.5	4.2
ott-23	125.2	120.3	117.3	124.8	3.4	4.9	4.1	3.3
nov-23	124.8	120.0	117.0	124.3	3.2	4.3	3.9	3.0
dic-23	124.7	120.2	117.4	124.2	3.5	3.9	3.7	3.3
Media	123.3	118.9	115.9	123.0	5.6	6.2	5.0	5.5

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-24	124.4	119.6	116.6	123.9	3.4	3.8	3.7	3.3
feb-24	125.2	120.5	117.3	124.7	3.2	3.6	3.6	3.1
mar-24	126.2	121.7	118.6	125.7	3.2	3.3	3.3	3.0
apr-24	126.9	122.6	119.6	126.4	3.0	3.1	3.2	2.9
mag-24	126.9	122.5	119.5	126.4	3.1	2.8	2.9	2.9
giu-24	127.1	122.7	119.5	126.6	2.9	2.6	2.5	2.8
lug-24	126.8	122.4	119.0	126.2	2.8	2.4	2.2	2.7
ago-24	127.1	122.7	119.3	126.5	2.4	2.3	2.2	2.3
set-24	127.2	122.9	119.6	126.7	2.2	2.3	2.1	2.2
ott-24	127.9	123.0	119.8	127.3	2.1	2.2	2.1	2.1
nov-24	127.5	122.6	119.5	126.9	2.2	2.2	2.2	2.1
dic-24	127.4	122.9	120.0	126.9	2.2	2.2	2.2	2.1
Media	126.7	122.2	119.0	126.2	2.7	2.7	2.7	2.6

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

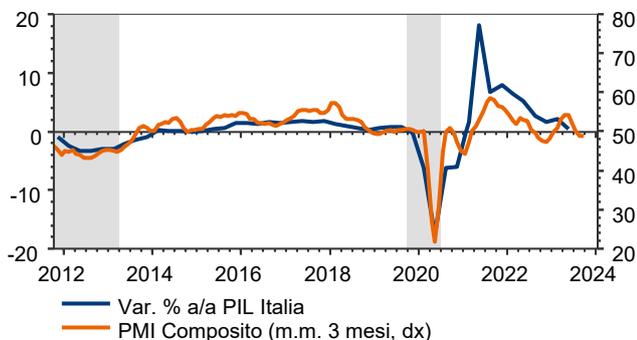
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.5	0.7	2.3	1.7	1.1	0.5	0.1	0.3	0.3	0.4
- t/t				0.3	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3
Consumi privati	4.3	0.2	0.8	0.9	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4
Investimenti fissi	2.9	0.9	0.9	0.9	-0.2	0.3	0.3	-0.3	0.1	0.1	0.4
Consumi pubblici	1.4	-0.1	0.4	0.0	0.5	-0.6	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	7.2	0.6	1.4	1.2	-0.3	0.0	-0.7	0.5	0.3	0.2	0.5
Importazioni	8.1	-0.4	1.7	2.5	-1.4	-1.3	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	-0.3	0.0	0.2	-0.3	-0.5	0.4	-0.2	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.8	2.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	91.5	91.0	90.0								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.6	2.7	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.4	3.3	3.0
Produzione industriale (a/a)	2.2	-2.1	0.8	3.3	2.2	0.3	-1.1	-4.3	-3.1	-1.3	0.4
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.6	6.7	6.8
Euribor 3 mesi	0.34	3.43	3.89	0.48	1.77	2.63	3.36	3.75	3.98	4.01	3.99

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

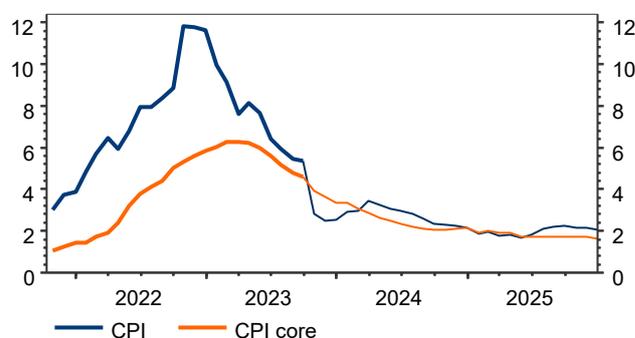
Italia

PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-23	119.3	119.1	118.2	118.3	10.7	10.0	9.6	9.8
feb-23	119.4	119.3	118.4	118.5	9.8	9.1	8.7	8.9
mar-23	120.3	118.8	118.0	118.0	8.1	7.6	7.4	7.4
apr-23	121.3	119.3	118.3	118.4	8.6	8.2	7.7	7.9
mag-23	121.7	119.7	118.5	118.6	8.0	7.6	7.1	7.2
giu-23	121.8	119.7	118.5	118.6	6.7	6.4	5.9	6.0
lug-23	119.9	119.7	118.6	118.7	6.3	5.9	5.6	5.7
ago-23	120.1	120.1	119.0	119.1	5.5	5.4	5.1	5.2
set-23	122.2	120.3	119.3	119.4	5.7	5.3	5.1	5.2
ott-23	123.5	121.4	120.3	120.4	2.9	2.8	2.7	2.7
nov-23	124.0	121.7	120.5	120.6	2.6	2.5	2.4	2.3
dic-23	124.3	122.0	121.0	121.1	2.7	2.5	2.5	2.5
Media	121.5	120.1	119.1	119.1	6.4	6.1	5.8	5.8

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	122.9	122.6	121.4	121.5	3.1	2.9	2.7	2.7
feb-24	123.1	122.8	121.7	121.7	3.1	2.9	2.8	2.7
mar-24	124.6	122.9	121.8	121.8	3.5	3.4	3.2	3.2
apr-24	125.4	123.2	122.0	122.0	3.4	3.2	3.1	3.0
mag-24	125.6	123.4	122.1	122.1	3.2	3.1	3.0	3.0
giu-24	125.6	123.3	122.0	122.0	3.1	3.0	3.0	2.9
lug-24	123.4	123.1	121.8	121.8	2.9	2.8	2.7	2.6
ago-24	123.3	123.2	121.9	121.9	2.7	2.6	2.4	2.4
set-24	125.2	123.1	121.9	121.9	2.5	2.3	2.2	2.1
ott-24	126.5	124.2	122.8	122.8	2.4	2.3	2.1	2.0
nov-24	126.9	124.4	123.0	123.0	2.4	2.3	2.1	2.0
dic-24	127.1	124.7	123.4	123.4	2.3	2.2	2.0	1.9
Media	125.0	123.4	122.2	122.2	2.9	2.8	2.6	2.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.9	1.0	1.0	2.6	1.6	2.1	0.3	0.6	0.9	0.6	1.2
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.2
Consumi privati	5.0	1.4	1.1	2.5	-1.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	10.1	1.1	1.1	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.6	0.3	0.3	0.4
Consumi pubblici	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	10.7	0.7	2.5	-0.5	1.8	-1.0	-0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
Importazioni	13.1	1.3	2.5	2.1	-2.0	1.0	0.0	0.2	0.8	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.1	0.1	-0.2	-0.8	0.6	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.3	-4.4								
Debito pubblico (% PIL)	141.6	140.6	140.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.4	2.9	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	2.7	3.2	3.2
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.3	0.3	0.3	-2.0	-1.3	-3.8	-2.9	-1.2	-0.9	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.5	7.8	8.0
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.22	4.59	3.50	4.13	4.13	4.09	4.20	4.44	4.53	4.70

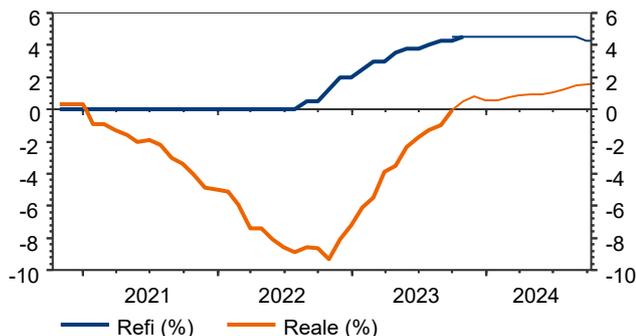
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	12/10	dic	mar	giu	set
Refi	3.50	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25
Euribor 1m	2.92	3.40	3.85	3.86	3.90	3.92	3.93	3.77
Euribor 3m	3.04	3.58	3.95	3.99	4.01	4.01	3.99	3.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

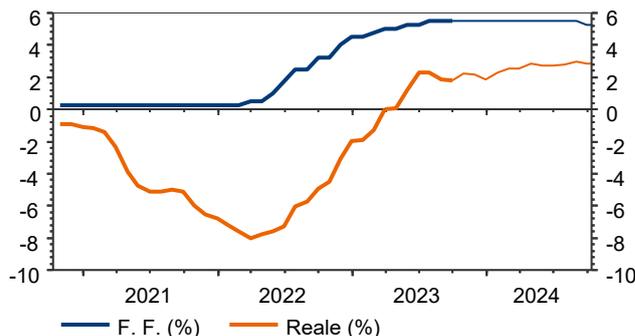


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	12/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25
OIS 3m	4.93	5.27	5.41	5.41	5.41	5.47	5.47	5.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

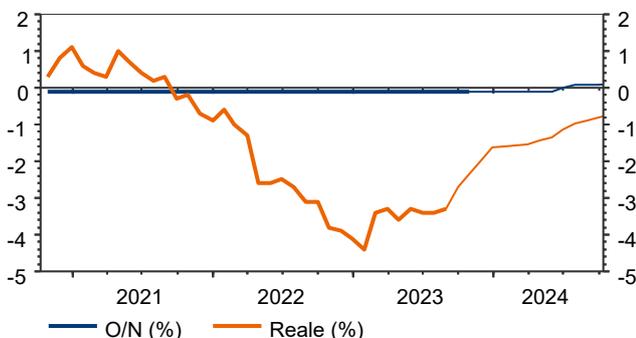


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	mar	giu	set	12/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.01	0.08
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	0.06	0.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

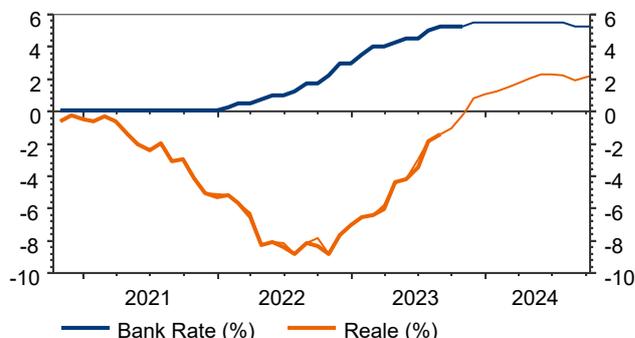


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	12/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.25	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25
Libor GBP 3m	4.42	5.39	5.41	5.40	5.60	5.50	5.40	5.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	13/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.16	0.97	1.10	1.12	1.07	1.0542	1.06	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	113	147	132	138	148	149.72	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.36	1.12	1.25	1.31	1.25	1.2204	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.07	0.97	0.98	0.96	0.96	0.9561	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	131	143	147	155	158	157.86	158	156	150	142	139
EUR/GBP	0.85	0.87	0.88	0.86	0.86	0.8639	0.86	0.87	0.87	0.88	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Aniello Dell'Anno
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com