

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il 26 ottobre, la **Banca Centrale Europea** dovrebbe lasciare il quadro di politica monetaria del tutto immutato. Anche sul fronte delle prospettive dei tassi, ci attendiamo che la BCE confermi le indicazioni di settembre.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la riunione di politica monetaria della BCE è attesa concludersi con tassi invariati e senza modifiche sostanziali alle indicazioni date a settembre. Per quanto riguarda i dati congiunturali, la settimana entrante vedrà la pubblicazione delle indagini di fiducia di ottobre (PMI, IFO e Istat), che riteniamo offriranno indicazioni coerenti con una sostanziale stagnazione dell'attività economica tra fine 2023 e inizio 2024. Tra i maggiori Paesi dell'Eurozona, il primo a comunicare il dato preliminare sul PIL del 3° trimestre sarà la Spagna, che ci attendiamo possa confermare la sovraperformance rispetto al resto dell'Eurozona, con una crescita a 0,4% t/t.

Negli **Stati Uniti** il focus della settimana sarà sul deflatore di settembre, atteso in aumento di 0,4% m/m (3,5% a/a), spinto ancora dal rincaro dei prezzi del carburante, con un indice core in leggera accelerazione congiunturale rispetto ai mesi precedenti (0,3% m/m). La spesa personale è prevista in modesto rialzo, supportata dai consumi di beni, mentre il reddito dovrebbe crescere allo stesso ritmo di agosto. I PMI di ottobre sono visti poco variati rispetto a settembre, in prossimità della soglia di invarianza, mentre la stima *advance* del PIL del 3° trimestre dovrebbe mostrare un'accelerazione della crescita, trainata principalmente dai consumi privati.

20 ottobre 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

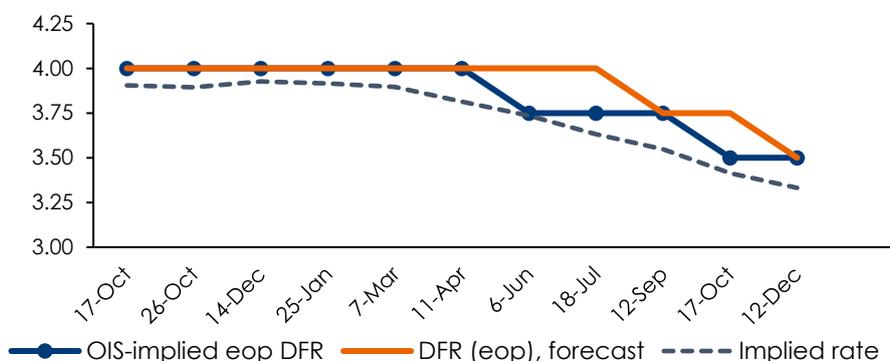
Andrea Volpi
Economista - Area euro

Simone Zava
Economista

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista – Asia Ex Giappone

I mercati non si attendono variazioni dei tassi ufficiali BCE almeno fino a marzo



Fonte: nostre elaborazioni su dati LSEG. Il tasso sui depositi (DFR) implicito è calcolato assumendo uno spread costante rispetto all'OIS implicito e arrotondando ai 25pb più vicini



Il punto

Il 26 ottobre, la **Banca Centrale Europea** dovrebbe lasciare il quadro di politica monetaria del tutto immutato. Anche sul fronte delle prospettive dei tassi, ci attendiamo che la BCE confermi le indicazioni di settembre.

- Alla scorsa riunione di politica monetaria, la BCE aveva alzato i tassi ufficiali come misura per controllare il rischio che l'inflazione non torni all'obiettivo entro la fine del 2025, pur ammettendo che il risultato poteva forse essere conseguito anche con il tasso sui depositi fermo al 3,75% e che si è trattato di una scelta molto incerta. In compenso, nel comunicato **la BCE aveva segnalato che i tassi potrebbero restare fermi per diverso tempo**: "i tassi di riferimento hanno raggiunto livelli che, se mantenuti per un tempo sufficiente, forniranno un sostanziale contributo al tempestivo ritorno dell'inflazione all'obiettivo". Ovviamente, data l'incertezza elevata dello scenario, l'approccio resta dipendente dai **dati**: in altre parole, una significativa deviazione di questi ultimi dallo scenario ipotizzato dallo staff potrebbe portare a nuovi interventi sui tassi ufficiali. I tre elementi cruciali per le decisioni sono i soliti: andamento dell'inflazione sottostante, prospettive di inflazione e trasmissione della politica monetaria. Su nessuno dei tre fronti sono emersi sviluppi in grado di compromettere la validità delle osservazioni di settembre:
 - **L'inflazione** è calata più del previsto in settembre (4,3% a/a l'indice generale, 5,5% a/a l'indice senza energia e alimentari freschi), con variazioni mensili rispettivamente di 0,3% e 0,2%. Ci aspettiamo che la discesa continui nei prossimi mesi fino a 3,5% sull'indice generale e a 3,9% per l'indice senza energia e alimentari freschi.
 - Le indagini congiunturali e i dati reali hanno continuato a mostrare una **situazione di debolezza dell'attività economica**, forse anche più marcata di quella ipotizzata dallo staff BCE in settembre. Diversi modelli suggeriscono che il rischio di recessione è elevato, anche se il nostro scenario di riferimento non include ancora una contrazione del PIL che si possa qualificare come recessiva. La nuova guerra israelo-palestinese crea nuovi rischi – al rialzo sull'inflazione e al ribasso per la crescita reale. L'allentamento della politica fiscale rispetto alle indicazioni di aprile va nella direzione opposta, ma è in parte compensato dall'aumento dei premi per il rischio sul debito sovrano.
 - Per quanto riguarda la trasmissione della politica monetaria, su molti fronti si osserva una **ulteriore restrizione delle condizioni di finanziamento**. A parte l'ulteriore aumento in luglio dei tassi medi sui prestiti a imprese e famiglie, movimento che è probabilmente continuato anche nei mesi seguenti, più recentemente si è osservato anche un incremento dei tassi di interesse reali a medio e lungo termine, per quanto in parte rientrato dopo l'attacco di Hamas a Israele. Il conflitto potrebbe avere ripercussioni sulla propensione al rischio, accentuando la restrizione delle condizioni finanziarie indotta dalla politica monetaria. Inoltre, **riteniamo che la trasmissione dell'aumento dei tassi ufficiali all'economia reale non sia ancora completa**, in particolare per quanto riguarda il ciclo del credito. L'impatto veicolato dai bilanci dei debitori richiede più tempo per manifestarsi, soprattutto considerando le robuste riserve di liquidità che il sistema delle imprese non finanziarie aveva costituito prima del rialzo dei tassi; le stesse politiche di erogazione delle banche potrebbero reagire meno intensamente rispetto ad altri cicli di politica monetaria.
- Conseguentemente, non vi sono motivi perché la BCE aumenti di nuovo i tassi ufficiali. Ci attendiamo che il tasso sui depositi, il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento e il tasso di rifinanziamento marginale restino rispettivamente a 4,00%, 4,50% e 4,75%. Questo è anche ciò che sconta il mercato OIS.
- Non vediamo motivi neppure perché la BCE modifichi l'indirizzo sull'andamento futuro dei tassi ufficiali. La formulazione di settembre (tassi fermi su livelli restrittivi sufficientemente a lungo e decisioni dipendenti dai dati) può essere tranquillamente confermata. Anche se l'orientamento dei mercati a scontare un primo taglio dei tassi già nel 2° trimestre 2024 potrebbe risultare indigesto a una parte del Consiglio direttivo, tuttavia non è detto che sia opportuno per la BCE intervenire ufficialmente: l'approccio dipendente dai dati è dovuto

all'intrinseca incertezza dello scenario e sarebbe contraddittorio pretendere di guidare i mercati oltre il brevissimo termine. Al momento parrebbe preferibile lasciare che le aspettative sul 2024 rispondano ai dati, limitandosi a fornire ai mercati la chiave di lettura per interpretarli. Al riguardo, il resoconto della riunione di settembre segnala che la tolleranza per il rischio è asimmetrica: la risposta sarebbe più rapida nel caso di aumento della probabilità che l'inflazione non cali sotto il 2% entro fine 2025 che in quello di andamento dell'economia reale inferiore alle attese.

- Negli scenari più probabili (alternanza di brevi fasi di conflitto ad alta intensità e di lunghe fasi a bassa intensità), la nuova guerra israelo-palestinese avrà effetti limitati sull'economia europea, veicolati soprattutto dal mercato energetico. Nell'ipotesi di una fase ad alta intensità protratta, stimiamo un impatto sull'inflazione di +0,8% nel 2024 e di -0,2% nel 2025, accompagnata a una riduzione della crescita del PIL di -0,4%. L'impatto sul PIL potrebbe però essere inferiore se i governi aumentassero le misure di sostegno a famiglie e imprese, invece di smantellarle come oggi è atteso. L'impatto sulla politica monetaria è difficile da valutare, ma riteniamo probabile che l'effetto netto potrebbe essere quello di rinviare i possibili tagli dei tassi. Negli scenari (improbabili) di diretto e intenso coinvolgimento nel conflitto dell'Iran, la BCE dovrebbe considerare effetti molto più ampi su inflazione (fino a +2,5% nel 2024) e crescita, quest'ultima frenata anche da una restrizione delle condizioni finanziarie connessa all'aumento dell'avversione al rischio.
- La riduzione del bilancio continuerà a essere affidata alle scadenze del portafoglio APP e al rimborso delle TLTRO. Non ci attendiamo annunci sui reinvestimenti PEPP, che la BCE continuerà a prevedere fino alla fine del 2024. Una parte del Consiglio direttivo vorrebbe forse accelerare il drenaggio dell'eccesso di riserve, probabilmente anche per limitarne l'impatto sul conto economico dell'Eurosistema, ma rinunciare alla flessibilità del PEPP potrebbe rappresentare un passo rischioso in un contesto di tensioni crescenti sui debiti sovrani e di ritardi sul fronte della riforma del patto di stabilità e crescita. Il mancato accordo sulla riforma delle regole fiscali rende più probabile l'apertura di procedure per disavanzo eccessivo il prossimo anno e, quindi, indebolisce il potere calmierante del TPI.
- Nei giorni scorsi, Reuters è tornata sulla questione del possibile aumento del coefficiente di riserva obbligatoria. Secondo l'agenzia, un piccolo numero di governatori sarebbe propenso a riproporre un aumento del coefficiente in occasione della revisione dell'*operational framework*, che dovrebbe concludersi la prossima primavera. Ricordiamo che prima del 2012 il coefficiente era pari al 2% delle passività soggette, mentre da allora è sempre stato pari all'1%. Un aumento del coefficiente di riserva obbligatoria può contribuire alla restrizione della politica monetaria riducendo il volume di riserve disponibili. Attraverso questo canale, potrebbe ridurre il potenziale di erogazione del credito; in effetti, la misura è utilizzata da alcuni paesi in alternativa ai tassi di interesse per restringere le condizioni finanziarie senza attrarre afflussi di capitali esteri (v. OECD, [Reserve Requirements: current use, motivations, and practical considerations](#), October 2018). Tuttavia, nel contesto operativo della BCE il coefficiente di riserva obbligatoria non è mai stato uno strumento rilevante di politica monetaria: semmai, soltanto un modo per creare una domanda strutturale di riserve da soddisfare con le operazioni temporanee di rifinanziamento. Inoltre, l'eterogenea distribuzione dell'eccesso di riserve significa che l'aumento del coefficiente di riserva potrebbe obbligare le banche di alcune giurisdizioni ad aumentare il ricorso alle operazioni di rifinanziamento. L'unico vantaggio per le banche centrali nazionali sarebbe la riduzione (parziale, ma immediata) del costo dell'eccesso di riserve.
- Il nostro scenario di riferimento dopo la riunione del 26 ottobre rimane immutato. Riteniamo che la BCE manterrà i tassi invariati anche a dicembre e nei primi mesi del 2024. La probabilità di riduzione dei tassi crescerà con il calo dell'inflazione nel corso del 2° semestre 2024, quando la BCE potrebbe decidere di evitare ulteriori aumenti dei tassi reali limando i tassi ufficiali. Con tale logica, ipotizzando che il calo dell'inflazione proceda come previsto riteniamo possibili 50pb di riduzione dei tassi fra settembre e dicembre 2024.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la riunione di politica monetaria della BCE è attesa concludersi con tassi invariati e senza modifiche sostanziali alle indicazioni date a settembre. Per quanto riguarda i dati congiunturali, la settimana entrante vedrà la pubblicazione delle indagini di fiducia di ottobre (PMI, IFO e Istat), che riteniamo offriranno indicazioni coerenti con una sostanziale stagnazione dell'attività economica tra fine 2023 e inizio 2024. Tra i maggiori Paesi dell'Eurozona, il primo a comunicare il dato preliminare sul PIL del 3° trimestre sarà la Spagna, che ci attendiamo possa confermare la sovraperformance rispetto al resto dell'Eurozona, con una crescita a 0,4% t/t.

Negli **Stati Uniti** il focus della settimana sarà sul deflatore di settembre, atteso in aumento di 0,4% m/m (3,5% a/a), spinto ancora dal rincaro dei prezzi del carburante, con un indice core in leggera accelerazione congiunturale rispetto ai mesi precedenti (0,3% m/m). La spesa personale è prevista in modesto rialzo, supportata dai consumi di beni, mentre il reddito dovrebbe crescere allo stesso ritmo di agosto. I PMI di ottobre sono visti poco variati rispetto a settembre, in prossimità della soglia di invarianza, mentre la stima *advance* del PIL del 3° trimestre dovrebbe mostrare un'accelerazione della crescita, trainata principalmente dai consumi privati.

Lunedì 23 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea potrebbe essere calato, seppur lievemente, per il terzo mese ad ottobre. Nonostante la modesta diminuzione d'inizio mese, gli elevati prezzi dei carburanti continuano a pesare sul morale dei nuclei familiari, e gli effetti della restrizione monetaria si stanno trasferendo con maggior forza all'economia reale. Ci attendiamo una correzione a -18 da -17,8 precedente, il che sarebbe coerente con la nostra stima di sostanziale stagnazione dei consumi anche a fine anno.

Martedì 24 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** Gli indici **PMI** potrebbero aver superato il punto di minimo; ad ottobre sono attesi stabilizzarsi su livelli recessivi. Vediamo un **PMI manifatturiero** in leggero recupero a 43,7 da 43,4. Le letture di settembre hanno registrato timidi segnali di rallentamento del ritmo di contrazione di produzione e ordinativi che potrebbero proseguire anche ad ottobre, ma le condizioni di domanda restano nel complesso deboli e non ancora compatibili con l'inizio di un processo di ricostituzione delle scorte. Il **PMI servizi** è visto poco mosso a 49 da 48,7. La nostra previsione si basa sull'ipotesi di un rimbalzo dell'indice francese dopo gli ampi cali dei mesi precedenti, ma i rischi sono verso il basso dato il peggioramento di ordini e aspettative registrato a settembre. Il **PMI composito** è quindi atteso in risalita per il secondo mese a 47,6 da 47,2, restando però su livelli coerenti con una contrazione del PIL e ancora al di sotto dei livelli dello scorso luglio. Da monitorare con attenzione le intenzioni di assunzione: la tenuta del mercato del lavoro è un fattore chiave per scongiurare i rischi recessivi.

Stati Uniti

■ Il **PMI manifatturiero** flash a ottobre è previsto a 50,1, poco variato rispetto al 49,8 di settembre, sopra la soglia di invarianza dopo cinque mesi in territorio negativo. Le rilevazioni di settembre hanno mostrato una stabilizzazione del morale nel manifatturiero, con segnali di attenuazione del ritmo di contrazione di produzione e ordinativi nonché un miglioramento delle aspettative, suggerendo che il punto di minimo del ciclo nell'industria potrebbe essere stato raggiunto. Lo scenario dovrebbe comunque rimanere complessivamente debole, come segnalato dalle indagini regionali della Fed. Nei **servizi**, l'indice potrebbe correggere leggermente, a 49,9 da 50,1. Le indagini dei mesi precedenti hanno offerto segnali di perdita di spinta per il settore, e la survey Business Leaders della NY Fed di ottobre ha registrato un peggioramento dell'attività. Le indicazioni occupazionali dovrebbero rimanere espansive e compatibili con un mercato del lavoro in normalizzazione ma ancora in buona salute. Gli

indici dei prezzi dovrebbero tornare a calare, dopo i rialzi degli ultimi mesi, nel manifatturiero, mentre potrebbero rimanere abbondantemente sopra la media di lungo periodo nei servizi.

Mercoledì 25 ottobre

Area euro

- **Germania.** L'indice IFO di ottobre è visto salire a 86,1 da un precedente 85,7, dopo cinque mesi di cali consecutivi. Ci aspettiamo un miglioramento delle attese a 84 da 82,9, e una sostanziale stabilizzazione delle indicazioni sulla situazione corrente, a 88,5 da 88,7. Il minor pessimismo dovrebbe riguardare in particolare il manifatturiero. L'indice IFO rimane ampiamente al di sotto della media a lungo termine e coerente con una prolungata fase di debolezza per l'economia tedesca.

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a settembre potrebbero salire a 700 mila, dopo il forte calo di -8,7% m/m a 675 mila registrato ad agosto. Le scorte di case invendute sono salite moderatamente lo scorso mese e potrebbero sostenere in parte le vendite nei prossimi mesi; tuttavia, il peggioramento della fiducia dei costruttori e gli elevati tassi sui mutui non segnalano un'inversione di rotta per il settore.

Giovedì 26 ottobre

Area euro

- **Area euro.** Ci attendiamo che la **BCE** lasci i tassi ufficiali invariati (DFR: 4,00%, refi: 4,50%) confermando l'indirizzo comunicato a settembre. Non ci aspettiamo annunci sui reinvestimenti PEPP, la cui prosecuzione sarà per ora confermata sino a dicembre 2024.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** di settembre (prel.) sono visti in aumento di 0,9% m/m da 0,1% m/m di agosto, grazie a una ripresa delle commesse dell'aeronautica civile (come indicato dagli ordini di Boeing). Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero segnare una variazione di 0,2% m/m, in lieve decelerazione rispetto allo 0,4% m/m del mese precedente.
- La stima *advance* del **PIL** del 3° trimestre dovrebbe mostrare una variazione di 4,2% t/t ann., dopo il 2,1% t/t ann. del trimestre precedente, principalmente spiegata da un'accelerazione dei consumi privati. A contribuire alla crescita saranno anche i consumi pubblici e, in minor misura, il canale estero, mentre gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero rallentare significativamente. La spesa delle famiglie rimane solida, come confermato dal dato delle vendite al dettaglio di settembre, ma ci aspettiamo che i consumi rallentino tra fine 2023 e inizio 2024 per via dell'esaurimento dei risparmi in eccesso e del raffreddamento del mercato del lavoro, causando una sostanziale stagnazione del PIL nei due trimestri a cavallo d'anno.

Venerdì 27 ottobre

Area euro

- **Francia.** La **fiducia dei consumatori** potrebbe risultare invariata a 83 ad ottobre dopo il calo di due punti subito nel mese precedente, che era stato probabilmente appesantito dai rincari dei carburanti. Le componenti relative alle aspettative non puntano ancora verso una riaccelerazione, e l'ampia flessione del morale nel commercio al dettaglio segnala la presenza di rischi al ribasso sui consumi nei prossimi mesi.
- **Spagna.** Stimiamo una crescita del **PIL** di 0,4% t/t (1,8% a/a) nel 3° trimestre dopo lo 0,5% registrato durante la primavera. I dati sulle vendite al dettaglio e sui flussi turistici internazionali suggeriscono che consumi privati ed esportazioni nette risulteranno trainanti, a fronte di investimenti delle imprese in contrazione per il secondo trimestre. Anche in Spagna abbiamo assistito a un deterioramento del morale di famiglie e imprese durante l'estate, ma le indagini di fiducia restano su livelli in media superiori rispetto agli altri principali paesi e ci aspettiamo

che l'economia spagnola possa continuare a mostrare una sovraperformance rispetto al resto dell'Eurozona, almeno nel breve termine. Stimiamo una crescita del PIL di 1,2% l'anno prossimo, dopo il 2,3% di quest'anno.

- **Italia.** Le **indagini Istat di ottobre** potrebbero mostrare un ulteriore (contenuto) calo del morale delle imprese industriali (a 96,1 da 96,4 di settembre) ma una lieve ripresa dell'indice composito IESI, a 105,1 da 104,9 precedente, grazie a un possibile rimbalzo nei servizi. La fiducia dei consumatori è vista in lieve ripresa a 105,7 da 105,4, grazie al calo dei prezzi del "carrello della spesa" e, forse, ai tagli fiscali annunciati dal Governo.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a settembre è prevista in rialzo di 0,5% m/m, in accelerazione rispetto al mese precedente (0,4%). I consumi di beni dovrebbero rimanere solidi, alla luce della variazione sopra alle aspettative registrata dall'aggregato "core" delle vendite al dettaglio (0,6% m/m). I servizi sono attesi accelerare lievemente rispetto al mese precedente, supportati dalla crescita dei servizi di ristorazione registrata nel mese di settembre. Il **reddito personale** potrebbe aumentare di 0,4% m/m, in linea con la rilevazione precedente, sulla scia di una dinamica occupazionale ancora solida. Il **deflatore** è atteso in crescita di 0,4% m/m (3,5% a/a, stabile rispetto ad agosto), spinto ancora dai rincari dei carburanti, e di 0,3% m/m sull'indice core (3,7% a/a da 3,9% precedente); nel mese di dovrebbe vedere un rallentamento delle tariffe aeree e dei prezzi delle auto usate.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (23 – 27 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	23/10	EUR	Fiducia consumatori flash	*	ott	-17.8	-18.2	-18.0
Mar	24/10	GIA	PMI manifatturiero prelim		ott	48.5		
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	4.3	% 4.3	
	08:00	GER	Fiducia consumatori		nov	-26.5		
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	ott	44.4		45.6
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	ott	44.2		44.5
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	ott	50.3	50.0	50.0
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	ott	39.6	40.0	40.0
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	ott	48.7	48.6	49.0
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	ott	47.2	47.4	47.6
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	ott	43.4	43.7	43.7
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	ott	49.3	49.5	
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	ott	44.3	44.6	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	ott	50.1		49.9
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	ott	49.8		50.1
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		ott	50.2		50.1
Mer	25/10	GER	IFO (attese)		ott	82.9	83.5	84.0
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		ott	88.7	88.5	88.5
	10:00	GER	IFO	**	ott	85.7	86.0	86.1
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	set	-1.3	% -1.5	-1.6
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		ott	-14.4		
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	set	0.675	Mln 0.679	0.700
Gio	26/10	USA	Richieste di sussidio	*	settim	198	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.734	Mln	
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T3	2.1	% 4.1	4.2
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	set	0.2	% 0.6	0.9
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	set	0.4	%	0.2
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		set	-84.3	Mld \$	
Ven	27/10	FRA	Fiducia consumatori		ott	83		83
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T3	0.5	%	0.4
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	ott	96.4		96.1
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		ott	105.4		105.7
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	-0.4	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	-1.6	%	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	set	3.9	%	3.7
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	set	3.5	%	3.5
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	set	0.1	% 0.3	0.3
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	set	0.4	% 0.3	0.5
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		set	0.4	% 0.4	0.4
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		ott	prel 63.0		

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 (23 - 27)

Data	Ora	Paese	* Evento
Gio	26/10	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate invariato a 4,50%, depo rate invariato a 4,00%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
	18:45	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		UE	* Consiglio europeo
Ven	27/10	FRA	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia
		ITA	* DBRS si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		UE	* Consiglio europeo

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Indice Empire Manufacturing	ott	1.9		-5.0	-4.6	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	set	0.9	(0.6)	%	0.2	0.6
Vendite al dettaglio m/m	set	0.8	(0.6)	%	0.3	0.7
Produzione industriale m/m	set	0.0	(0.4)	%	0.0	0.3
Impiego capacità produttiva	set	79.5	(79.7)	%	79.6	79.7
Scorte delle imprese m/m	ago	0.1	(0.0)	%	0.3	0.4
Indice Mercato Immobiliare NAHB	ott	44	(45)		44	40
Licenze edilizie	set	1.541		Mln	1.450	1.473
Nuovi cantieri residenziali	set	1.269	(1.283)	Mln	1.380	1.358
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ago	9.5	(8.8)	Mld \$		63.5
Richieste di sussidio	settim	211	(209)	x1000	212	198
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.705	(1.702)	Mln	1.710	1.734
Indice Philadelphia Fed	ott	-13.5			-6.6	-9.0
Vendite di case esistenti (mln ann.)	set	4.04		Mln	3.89	3.96
Indice anticipatore m/m	set	-0.5	(-0.4)	%	-0.4	-0.7

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **Empire della NY Fed** di ottobre è calato a -4,6 da +1,9 di settembre, proseguendo la fase laterale iniziata a fine 2022 e registrando correzioni diffuse ai nuovi ordini (-4,2 da 5,1), alle consegne (1,4 da 12,4) e agli ordini inevasi (-19,1 da -5,2). L'occupazione è salita lievemente, supportata da un incremento delle ore lavorate, mentre i prezzi ricevuti sono tornati a calare a fronte di prezzi pagati stabili nel mese. L'indice a 6 mesi ha ritracciato moderatamente, dopo aver toccato un massimo da oltre un anno a settembre, attestandosi a 23,1 da 26,3, a seguito di una correzione generale di tutti i comparti al netto delle scorte. Le componenti più prospettiche segnalano dunque un possibile miglioramento nei prossimi mesi, ma al momento l'indice rimane estremamente volatile nel breve periodo e coerente con una quasi stagnazione dell'attività nel manifatturiero.

L'indice di **fiducia manifatturiera della Philadelphia Fed** di ottobre è tornato a salire, circa in linea con le attese, attestandosi a -9 dopo l'inatteso calo a -13,5 registrato nel mese precedente. L'indagine riporta un rimbalzo degli ordini e delle consegne che erano tornate in territorio negativo a settembre. Tuttavia, il calo delle commesse inevase e dei tempi di consegna sembra suggerire che l'attività sottostante sia ancora piuttosto fiacca. Le aspettative restano espansive ma correggono a 9,2 da 11,1. La domanda speciale per il mese di ottobre era relativa agli investimenti: la maggioranza delle imprese riporta attese invariate o di calo per l'anno prossimo.

Le **vendite al dettaglio** di settembre hanno sorpreso nuovamente al rialzo, registrando una crescita dello 0,7% m/m (3,8% a/a), in leggera flessione dallo 0,8% di agosto (rivisto al rialzo da 0,6%). Al contrario che in agosto, quando gran parte dell'incremento era spiegato dall'aumento dei prezzi della benzina, la rilevazione ha evidenziato miglioramenti diffusi a più comparti, tra i quali auto, prodotti vari e servizi di ristorazione. Al netto di auto e benzina, le vendite sono in rialzo di 0,6% m/m, lo stesso ritmo di crescita registrato dall'aggregato più correlato ai consumi di contabilità nazionale (al netto di automobili, benzina, materiali da costruzione e servizi di ristorazione). Nel complesso, il dato di settembre suggerisce che i consumi privati potrebbero crescere nel range del 3-4% t/t ann. nel terzo trimestre, con un PIL che potrebbe superare il 4% t/t ann.

La **produzione industriale** a settembre è cresciuta più del previsto, di 0,3% m/m, dopo la stagnazione del mese precedente (dato rivisto al ribasso da 0,4% m/m). Nel manifatturiero l'output è aumentato di 0,4% m/m (da -0,1% di agosto), confermando i segnali di ripresa emersi dalle indagini; il comparto auto ha registrato un lieve rimbalzo (0,3% m/m) dopo il crollo di agosto (-4,1% di agosto), nonostante l'impatto negativo degli scioperi iniziati a metà mese (che

potrebbe pesare maggiormente sul dato di ottobre). Le utility (-0,3% m/m da 0,7% precedente) e il settore estrattivo (0,4% m/m da 0,2%) hanno fornito un contributo limitato. I dati reali segnalano dunque che il punto di minimo del ciclo nel settore manifatturiero potrebbe essere alle spalle.

La **fiducia dei costruttori** rilevata da NAHB ha registrato il terzo calo consecutivo a ottobre, attestandosi a 40 da 44 di settembre, segnando un minimo da gennaio 2023. Il morale è ancora frenato dagli elevati tassi sui mutui (al 7,57% secondo Freddie Mac) e dalla carenza di domanda.

I consueti dati settimanali sulle nuove **richieste di sussidio** sono calati a 198 mila da un precedente 211 mila, un minimo da fine marzo. Anche la media mobile a 4 settimane conferma la tendenza discendente dal picco dello scorso giugno.

I **nuovi cantieri residenziali** sono saliti circa in linea con le attese a 1,358 mln a settembre dopo che nel mese precedente erano calati più del previsto a 1,269 mln (rivisto al ribasso da 1,283 mln). Rispetto ad un anno prima i cantieri sono in calo di -7,2% appesantiti dal comparto multifamiliare (-31,5% a/a) a fronte di una maggiore tenuta per le unifamiliari (+8,6% a/a). I **permessi di costruzione** correggono a 1,473 mln da 1,541 mln, ma restano anch'essi in flessione rispetto a settembre 2022 (-7,2%). Dopo aver toccato un minimo a fine 2022 le licenze edilizie restano in strada su di una tendenza di leggero recupero ma i dati su tassi e domanda di mutui restano compatibili con una fiacca attività nelle costruzioni anche a fine anno. Anche le **vendite di case esistenti** sono calate, per il quarto mese, a 3,96 milioni (-15,4% a/a) a settembre da 4,04 mln il mese precedente. Escludendo il dato di maggio 2020, viziato dalla pandemia, sarebbe un minimo da agosto 2010 e la seconda lettura più bassa mai registrata dall'inizio della serie storica nel 2004. Elevati prezzi mediani e il differenziale fra i tassi attuali sui mutui e quelli a cui sono stati finanziati gli acquisti in passato hanno frenato e probabilmente continueranno a limitare le transazioni immobiliari anche nei prossimi mesi.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	set	4.3	%	4.3
EUR	CPI m/m finale	set	0.5	%	0.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	set	5.5	%	5.5
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	ott	99		99
GER	ZEW (Sit. corrente)	ott	-79.4		-80.8
GER	ZEW (Sentiment econ.)	ott	-11.4		-9.3
GER	PPI a/a	set	-12.6	%	-14.2
GER	PPI m/m	set	0.3	%	0.4
ITA	IPCA a/a finale	set	5.7	%	5.7
ITA	IPCA m/m finale	set	1.7	%	1.7
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	set	0.2	%	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	set	5.3	%	5.3
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ago	6.109	Mld €	2.070
ITA	Bilancia commerciale (UE)	ago	1.065	Mld €	-1.011

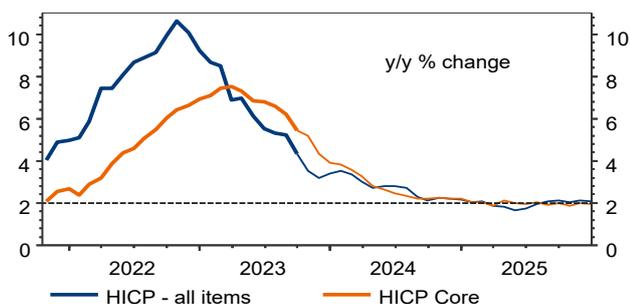
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. Le esportazioni sono cresciute di 1,6% m/m ad agosto, mentre l'import è sceso del -2% m/m portando l'**avanzo commerciale** a 11,9 miliardi di euro dai 3,5 miliardi di luglio. I dati sul commercio di beni deflazionati per i prezzi all'import e all'export industriale, cui andrà aggiunto anche l'apporto probabilmente positivo delle esportazioni di servizi suggeriscono che nel 3° trimestre il canale estero netto potrebbero offrire un contributo positivo alla crescita del PIL. Vediamo però un rallentamento della dinamica dell'export a cavallo d'anno.

Area euro. L'**inflazione** è stata confermata in calo al 4,3% (+0,3% m/m) da 5,2% di agosto. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è stato confermato in discesa a 5,5% (+0,2%

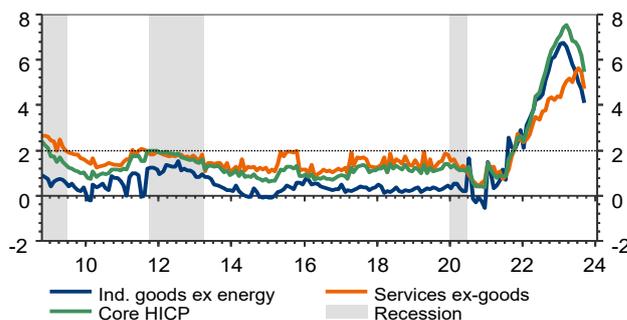
m/m) da 6,2% precedente; anche l'indice al netto di alimentari ed energia cala per la seconda volta al 4,5% (+0,2% m/m) dal 5,3% di agosto. Il rallentamento tendenziale è diffuso a tutte le principali componenti. L'energia scende al -4,6% da -3,3% di agosto per mezzo di effetti base favorevoli che hanno più che compensato il rincaro dei carburanti. Il punto di minimo per l'inflazione energetica dovrebbe essere toccato a ottobre; successivamente, il cambiamento di segno degli effetti base dovrebbe guidare la risalita in territorio positivo a inizio 2024, cui seguirà un'accelerazione dalla primavera dato l'esaurirsi delle misure anti-rincaro. Gli alimentari lavorati sono scesi al 9,4% da 10,3% a/a, quelli freschi a 6,6% da 7,8% di agosto; nel complesso, l'inflazione da alimentari è diminuita a 8,8% da 9,7% e dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi mesi, spinta al ribasso sia dal calo dei costi energetici sia delle quotazioni internazionali delle materie prime agricole, nonché da effetti base favorevoli. Una nuova flessione si è registrata per i beni industriali non-energetici (a 4,1% da 4,7% di agosto), attesi in rallentamento per tutto l'orizzonte previsivo sulla scia della normalizzazione dei fattori di offerta e di un indebolimento della domanda, sino a raggiungere il 2,7% a fine 2023 e stazionare ben sotto la soglia BCE a dicembre 2024. Confermiamo, tuttavia, una discesa più lenta e irregolare nei servizi, calati in settembre a 4,7% da 5,5% (grazie a effetti base favorevoli sui servizi tedeschi), per i quali la decelerazione sarà significativa solo nel corso del 2024, sulla scia del minor vigore della domanda: l'inflazione nei servizi è attesa passare dal 4,2% di dicembre 2023 al 2,4% a fine 2024.

Inflazione generale vs. inflazione sottostante



Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

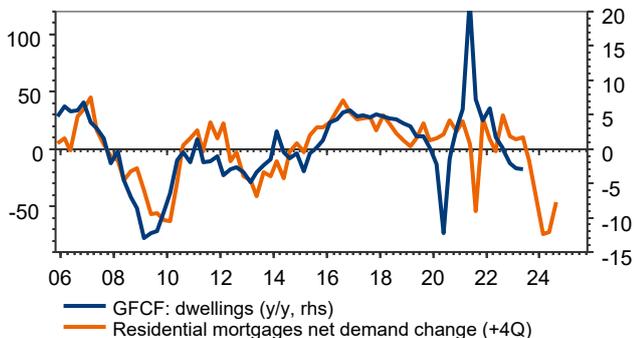
Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

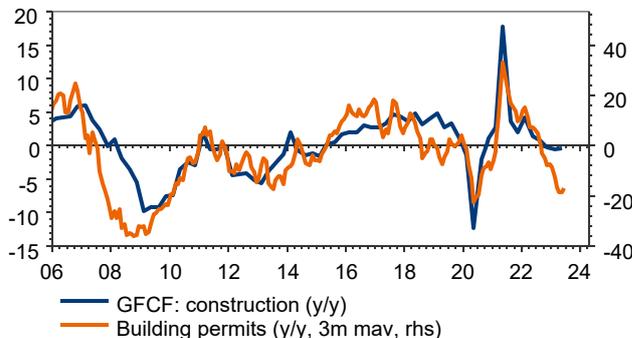
Eurozona. La **produzione nelle costruzioni** è calata di -1,1% m/m che sostanzialmente annulla il progresso dell'1% di luglio. Le costruzioni restano in rotta per una contrazione nel 3° trimestre, seppur in misura minore rispetto alla primavera, di -0,5% t/t. Le indagini di fiducia, nonché i dati sulla domanda di mutui e sui permessi di costruzione puntano verso una fase di debolezza per l'edilizia anche nei prossimi trimestri.

I dati sulla domanda di mutui suggeriscono che gli investimenti residenziali resteranno deboli nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

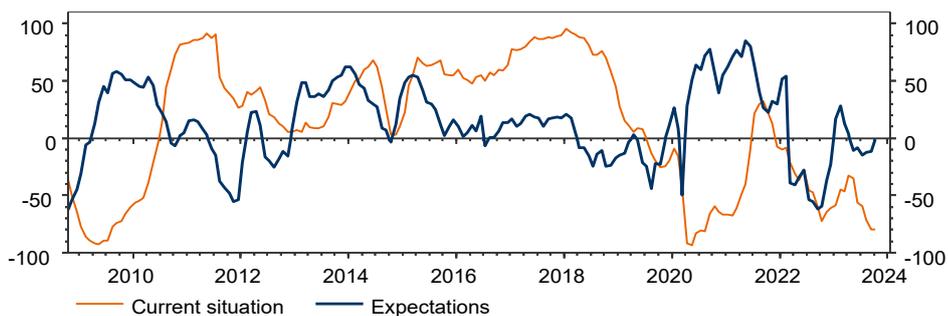
Anche i dati sui permessi di costruzione non mostrano ancora segnali d'inversione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Germania. L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia tedesca, è salito per il terzo mese consecutivo in ottobre, a -1,1 da -11,4 precedente, ben al di sopra delle attese di consenso (-10,5). Il minor pessimismo è spiegato dal fatto che oltre il 75% degli intervistati ritiene che i tassi di interesse abbiano raggiunto il picco. Tuttavia, l'indicatore sulla situazione corrente è calato per il sesto mese di fila, a -79,9 da -79,4 precedente, un minimo da agosto 2020.

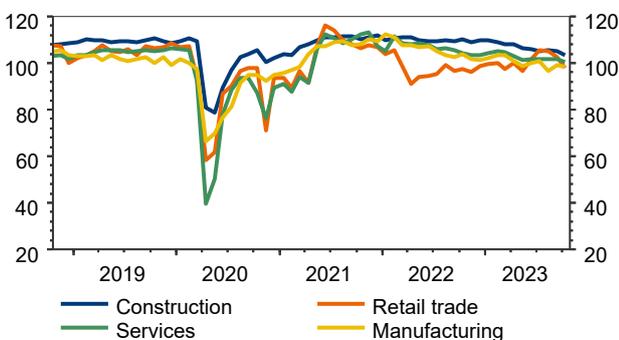
ZEW: migliorano le aspettative per il terzo mese consecutivo in ottobre



Fonte: ZEW

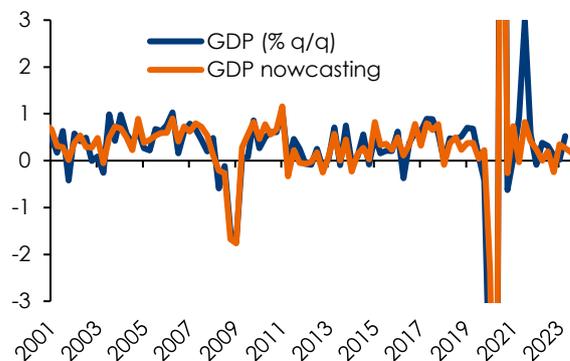
Francia. Le **indagini INSEE** registrano un calo del morale diffuso a tutti i settori. L'indice composito cala di due punti a 98, tornando al di sotto della media di lungo periodo per la prima volta da aprile 2021. La fiducia manifatturiera cala di due punti a 98, al di sotto della media di lungo periodo per il terzo mese, in calo anche il morale nei servizi (100 da 101) che ritorna sulla media di lungo periodo e sui minimi da aprile 2021. Corregge di due punti a 103 la fiducia nelle costruzioni e di ben 5 punti a 98 nel commercio al dettaglio. In sintesi, le indagini offrono segnali piuttosto inequivocabili di rallentamento del ciclo, mentre le intenzioni di assunzione restano su di una tendenza discendente ma ancora espansiva. Tornano a calare, dopo il rialzo di settembre (che avevamo imputato al forte rincaro dei carburanti), le attese sui prezzi, sia nell'industria che nei servizi anche se in quest'ultimo settore restano ancora su livelli storicamente elevati. Nonostante la correzione di ottobre le indagini INSEE, nonché quelle di Banque de France, continuano a dipingere un quadro meno pessimistico rispetto ai PMI, ma suggeriscono che una significativa riaccelerazione del ciclo a fine anno è improbabile. Riteniamo che la crescita economica possa rimanere pressoché stagnante nel 4° trimestre.

Il calo del morale a ottobre risulta diffuso a tutti i settori; il sentiment nel manifatturiero e nel commercio al dettaglio è sotto la media storica



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

I nostri modelli di nowcasting suggeriscono la presenza di rischi al rialzo sul 3° trimestre, ma a fine anno la crescita dovrebbe restare debole



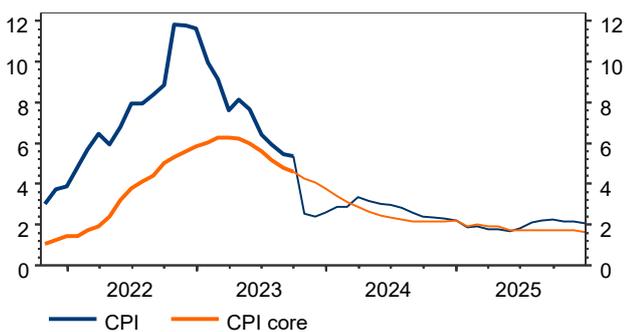
Fonte: Intesa Sanpaolo

Italia. Ad agosto le **esportazioni** sono cresciute più delle importazioni (5,1% m/m contro 3,8% m/m) anche se il dato sull'export è in parte sostenuto da movimentazioni occasionali ad elevato impatto (la vendita di mezzi di navigazione marittima). Il saldo commerciale risulta pari a 2,1 miliardi di euro contro un deficit di -9,5 miliardi un anno prima. Il disavanzo energetico si è drasticamente ridotto rispetto allo scorso anno grazie al rientro dei prezzi (-4,5 miliardi da -11,8 miliardi), mentre il surplus nell'interscambio di beni non energetici si è ampliato a 6,6 miliardi da 2,3 miliardi di agosto 2022. I dati sul commercio estero sono compatibili con un contributo positivo delle esportazioni nette al PIL nel 3° trimestre.

Italia. La **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di 2,1% m/m ad agosto dopo il calo di -1,5% m/m registrato nel mese precedente. I dati sull'edilizia sono tipicamente volatili, soprattutto nel periodo estivo anche per ragioni stagionali, ma anche ipotizzando una contrazione a settembre l'output potrebbe essere risalito leggermente nel 3° trimestre dopo la pesante flessione primaverile. I dati reali finora pubblicati su costruzioni e manifattura, nonché le nostre assunzioni sull'attività nei servizi, sono compatibili con un ritorno alla crescita del PIL nel 3° trimestre.

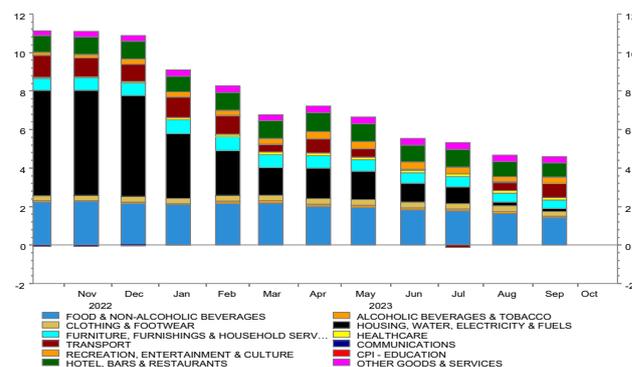
Italia. La stima finale ha rivisto al ribasso di un decimo l'**inflazione** calcolata sull'indice armonizzato, al 5,6% (ad agosto era stata del 5,5%), mentre l'inflazione nazionale è stata confermata al 5,3% della stima preliminare, dal 5,4% del mese precedente. Nel mese, i prezzi sono cresciuti di +0,2% m/m sul NIC e di +1,7% m/m sull'IPCA, per via della fine dei saldi estivi. Il lieve rallentamento tendenziale dei prezzi sul NIC è imputabile ad alimentari freschi (da +9,2% a +7,7%), alimentari lavorati (da +10,0% a +8,9%), beni durevoli (da +4,6% a +4,0%) e, in misura minore, a beni non durevoli (da +5,2% a +4,7%), beni semidurevoli (da +2,9% a +2,4%) e servizi relativi all'abitazione (da +3,9% a +3,7%). All'opposto, salgono i prezzi degli energetici non regolamentati (da +5,7% a +7,6%), degli energetici regolamentati (da -29,6% a -27,9%) e dei servizi relativi ai trasporti (da +1,2% a +3,8%). L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) continua a calare, al 4,6% da 4,8% di agosto. Scende, pur rimanendo su livelli elevati, anche l'inflazione del "carrello della spesa" (+8,1% a/a).

L'inflazione italiana è attesa in forte calo nel 4° trimestre



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In questa fase il contributo principale all'inflazione arriva ancora dagli alimentari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T3	0.5 (0.8)	%	1.0
PIL cumulato a/a	T3	5.5	%	5.2
PIL a/a	T3	6.3	%	4.4
Produzione industriale cumulata a/a	set	3.9	%	4.0
Vendite al dettaglio cumulate a/a	set	6.98	%	6.81
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	set	3.2	%	3.2
Produzione industriale a/a	set	4.5	%	4.3
Vendite al dettaglio a/a	set	4.6	%	4.9
Tasso prime rate a 1 anno	ott	3.45	%	3.45
Tasso prime rate a 5 anni	ott	4.20	%	4.20

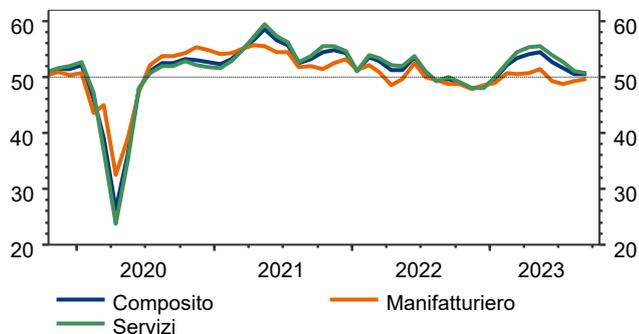
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

La crescita del PIL è rallentata a 4,9% a/a nel 3° trimestre da 6,3% del 2° trimestre, principalmente a causa di un effetto confronto sfavorevole con la ripresa successiva al lockdown di Shanghai (nel 2° trimestre del 2022). Il dato è stato superiore alle attese (consenso Bloomberg: 4,5%) e alla nostra stima (4,6%). In termini congiunturali la crescita è invece accelerata da 0,5% t/t (rivisto al ribasso da un precedente 0,8%) a 1,3% t/t (consenso Bloomberg: 0,9%; nostra previsione: 1%); l'Ufficio Statistico ha inoltre rivisto tutta la serie delle variazioni congiunturali a partire dal 1° trimestre del 2022 (senza modificare la serie delle variazioni tendenziali), abbassando la dinamica nella prima metà del 2022 e alzandola nella seconda metà. Il rallentamento tendenziale ha riguardato l'industria (da 5,2% a/a nel 2° trimestre a 4,6% a/a nel 3° trimestre) e soprattutto i servizi (da 7,4% a 5,2% a/a), mentre il valore aggiunto nel settore agricolo è accelerato (da 3,7% a/a nel 2° trimestre a 4,2% a/a nel 3° trimestre). Ulteriori dettagli settoriali saranno pubblicati domani. Con il dato del 3° trimestre la crescita cumulata dei primi tre trimestri del 2023 si porta a 5,2% a/a. Tenendo conto di un effetto confronto negativo molto più contenuto nel 4° trimestre, e degli effetti dello stimolo fiscale e monetario che dovrebbero continuare a materializzarsi nei prossimi mesi, **il dato del PIL del 3° trimestre rimane ancora coerente con la nostra previsione di crescita annua del 5,2% in media nel 2023, con i rischi ora lievemente al rialzo.**

I dati mensili di settembre sembrano indicare che l'economia dovrebbe aver superato il punto di minimo del ciclo. Si registra infatti una stabilizzazione della dinamica tendenziale della produzione industriale, un marginale miglioramento di quella dei servizi e una netta accelerazione delle vendite al dettaglio. Hanno però mostrato ancora debolezza gli investimenti e il settore immobiliare. La crescita della **produzione industriale** è rimasta stabile a 4,5% a/a in settembre, trainata dall'accelerazione della produzione delle imprese statali, anche se l'output è moderatamente rallentato in termini congiunturali (+0,36% m/m) rispetto ad agosto (+0,50% m/m). La **produzione dei servizi** è salita solo marginalmente, da 6,8% a/a in agosto a 6,9% a/a in settembre, frenata da un effetto base sfavorevole ma anche dall'affievolimento della ripresa post-riaperture, attestato dal calo degli indici PMI servizi. Le **vendite al dettaglio nominali** sono accelerate da 4,6% a/a in agosto a 5,5% a/a in settembre, ben oltre le attese di consenso (4,9% a/a), trainate dai beni di largo consumo e dalle auto. Il **tasso di disoccupazione urbano** è ulteriormente sceso da 5,2% in agosto a 5% in settembre, riportandosi sui minimi da fine 2021, con un marginale aumento delle ore lavorate, segnalando un miglioramento nel mercato del lavoro. Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 3,1% a/a nei primi nove mesi dell'anno, incorporando un'accelerazione stimata da 2,0% a/a in agosto a 2,5% a/a in settembre, trainata ancora dalle imprese statali (stima: 6% a/a) e dalle infrastrutture, nonché da un modesto miglioramento degli investimenti privati (da -1,8% a/a in agosto a 0,1% a/a in settembre), mentre la contrazione degli **investimenti nel settore immobiliare** si è accentuata, passando da -10,9% a/a in agosto a -11,2% a/a in settembre, pur con qualche segnale di stabilizzazione della superficie residenziale venduta.

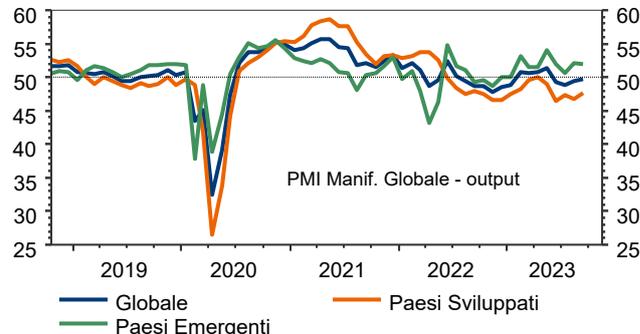
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



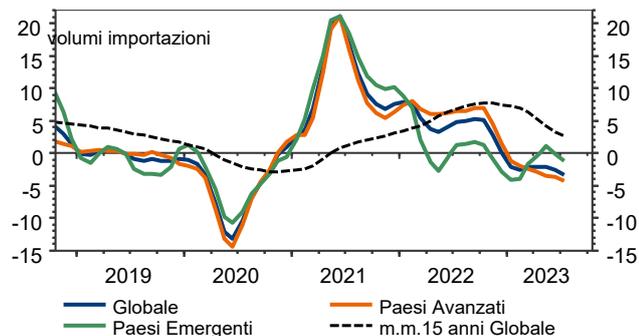
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



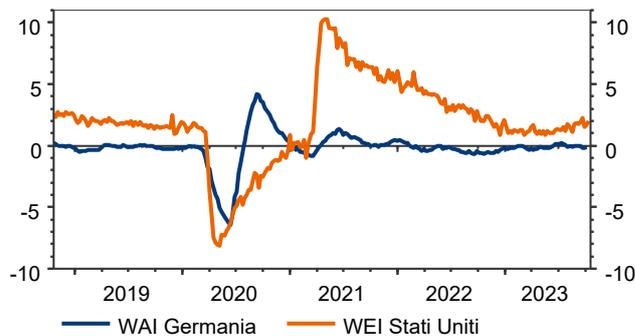
Fonte: S&P Global

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



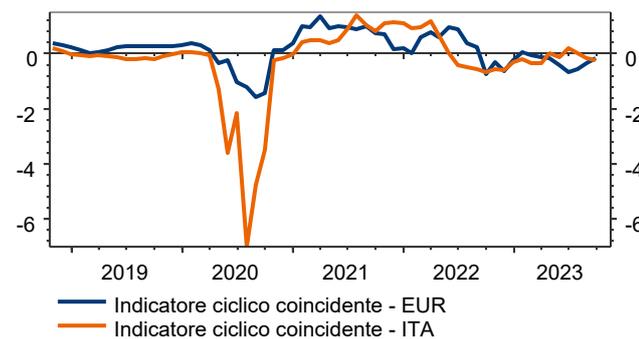
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



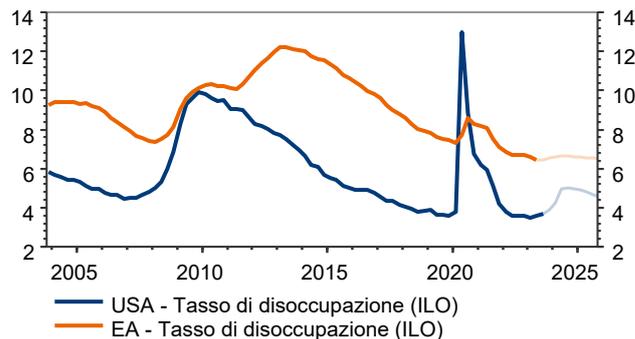
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

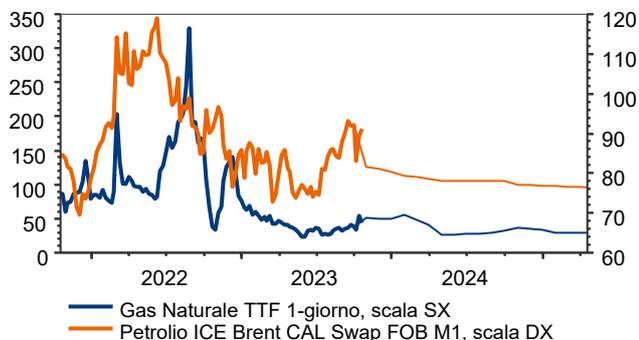
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

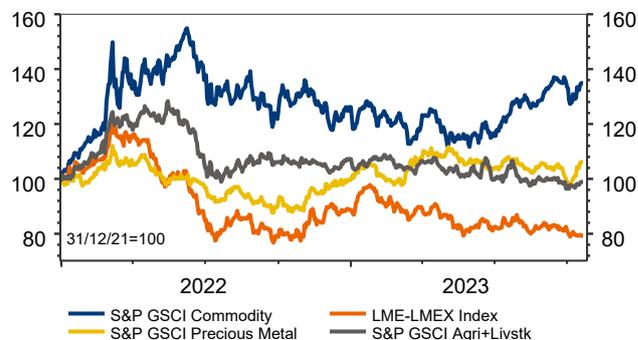
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



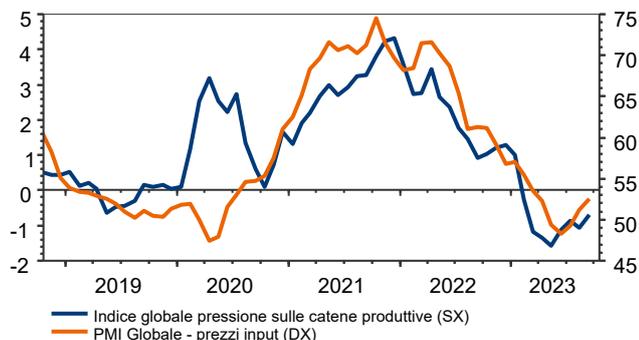
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



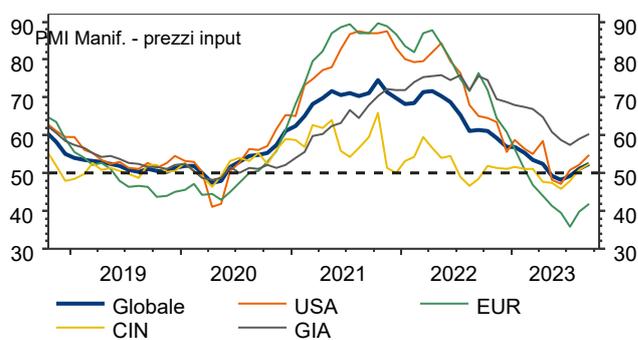
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



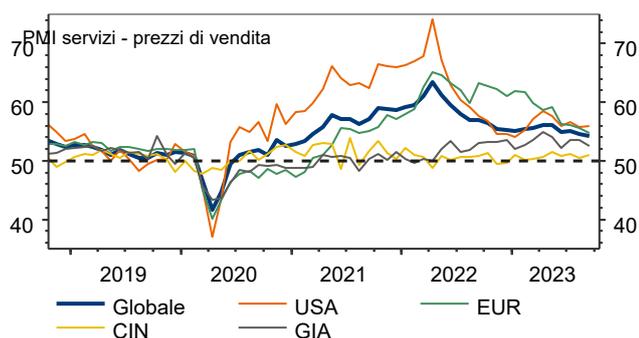
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



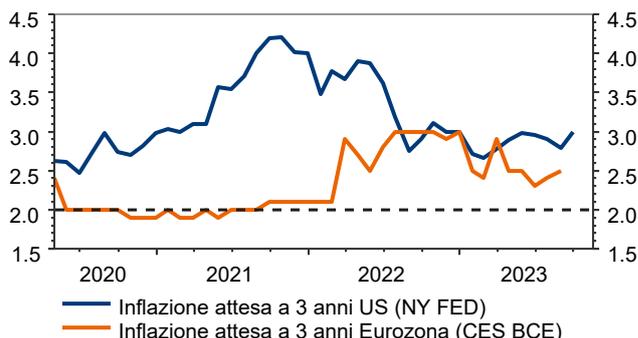
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

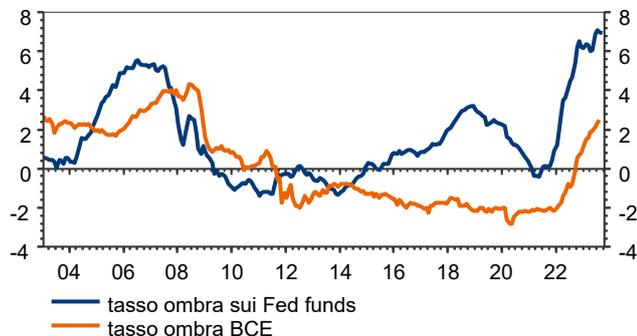
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

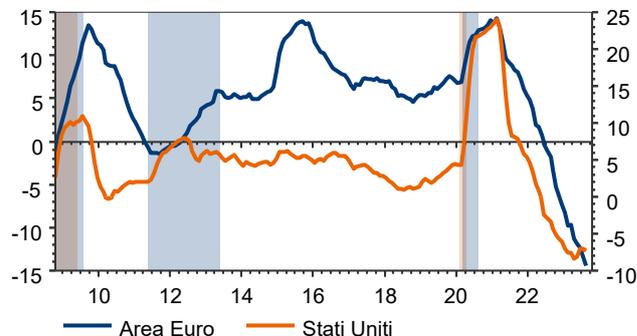
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



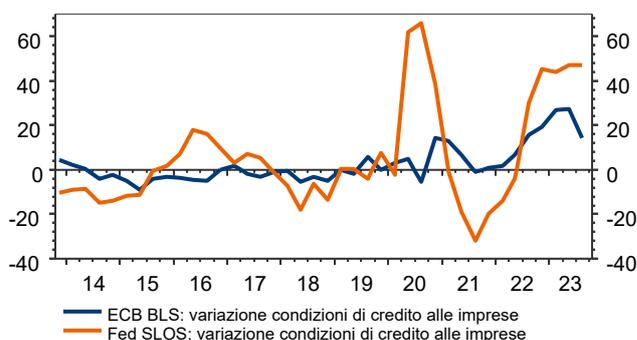
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



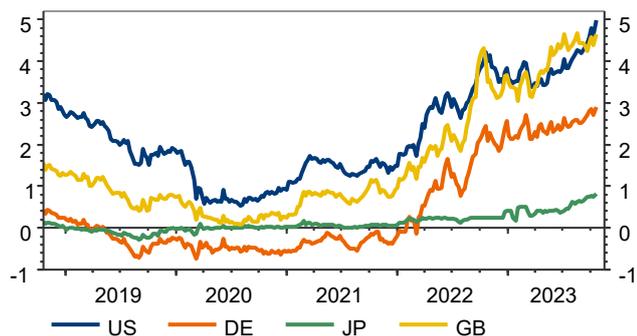
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



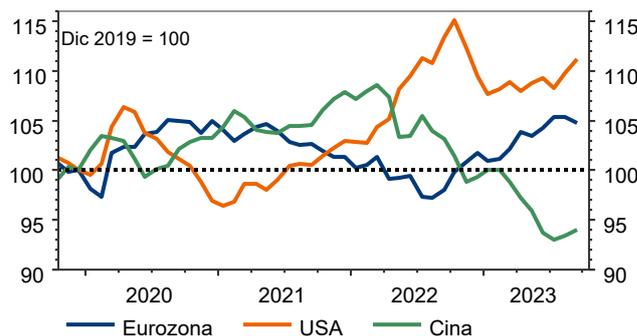
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

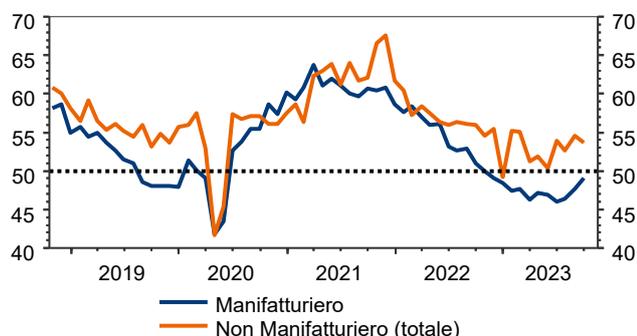
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

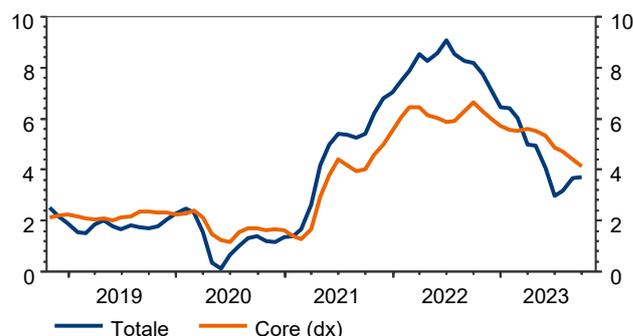
Stati Uniti

Indagini ISM



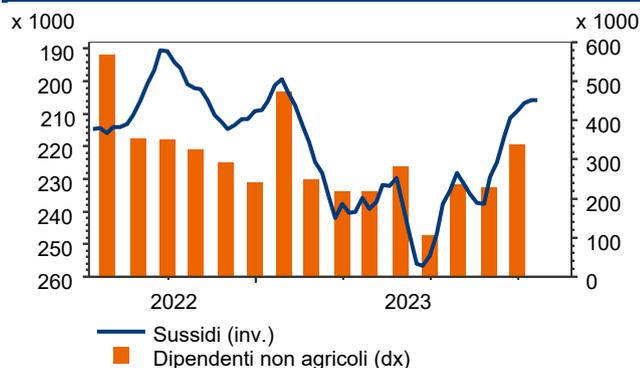
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



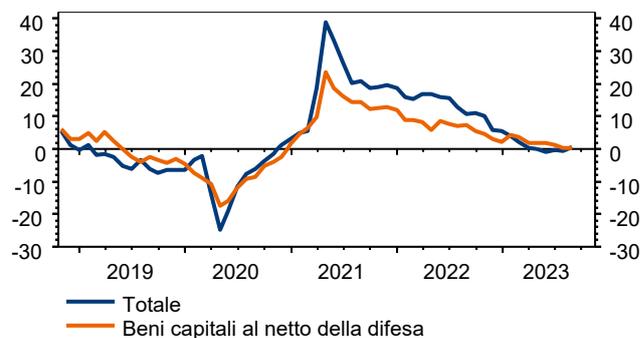
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

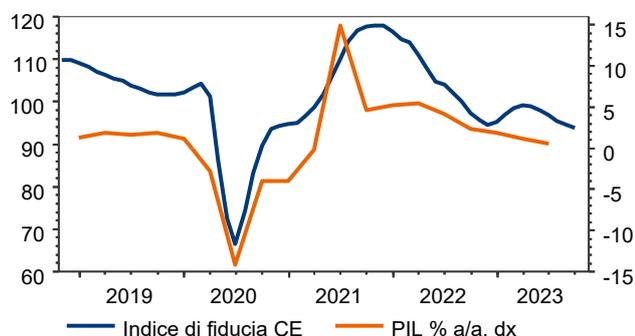
Previsioni

	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	-3.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-7.5	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	142.0	141.5	145.8								
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

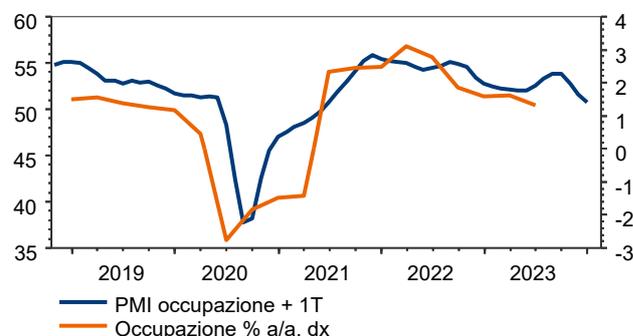
Area euro

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	120.1	117.0	124.1	4.3	5.5	4.5	4.3
ott-23	125.3	120.6	117.6	124.9	3.5	5.2	4.4	3.4
nov-23	124.8	120.0	117.0	124.4	3.2	4.4	3.9	3.0
dic-23	124.6	120.2	117.5	124.2	3.4	3.9	3.7	3.3
Media	123.3	118.9	115.9	123.0	5.6	6.2	5.0	5.6

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 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	124.5	119.7	116.7	124.0	3.5	3.8	3.8	3.4
feb-24	125.3	120.5	117.4	124.8	3.3	3.6	3.6	3.2
mar-24	126.0	121.6	118.4	125.5	3.0	3.3	3.2	2.9
apr-24	126.5	122.2	119.1	125.9	2.7	2.8	2.8	2.6
mag-24	126.6	122.3	119.1	126.1	2.8	2.6	2.6	2.7
giu-24	126.9	122.6	119.3	126.4	2.8	2.5	2.4	2.7
lug-24	126.7	122.3	118.9	126.1	2.7	2.3	2.2	2.6
ago-24	126.9	122.6	119.1	126.3	2.3	2.2	2.0	2.2
set-24	127.1	122.8	119.4	126.6	2.1	2.2	2.1	2.0
ott-24	128.1	123.3	120.2	127.6	2.2	2.3	2.2	2.2
nov-24	127.6	122.6	119.5	127.0	2.2	2.2	2.2	2.2
dic-24	127.3	122.9	120.0	126.8	2.2	2.2	2.2	2.1
Media	126.6	122.1	118.9	126.1	2.7	2.7	2.6	2.5

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.

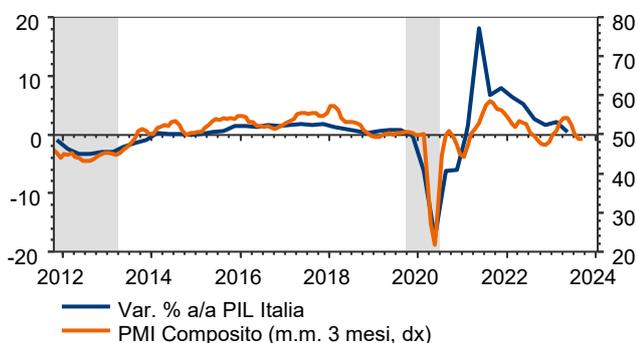
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.5	0.7	2.4	1.8	1.2	0.5	0.2	0.3
- t/t				0.3	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1
Consumi privati	4.2	0.3	0.8	1.0	-0.7	0.2	0.0	0.0	0.1
Investimenti fissi	2.8	0.9	0.9	1.2	-0.2	0.4	0.1	-0.3	0.1
Consumi pubblici	1.6	0.1	0.4	-0.1	0.5	-0.6	0.4	0.1	0.1
Esportazioni	7.4	0.4	1.4	1.0	-0.1	0.0	-0.9	0.5	0.3
Importazioni	8.0	-0.3	1.6	2.2	-1.1	-1.1	-0.2	0.1	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.5	0.5	-0.2	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
Produzione industriale (a/a)	2.2	-2.1	0.8	3.3	2.2	0.3	-1.1	-4.3	-3.1
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.6
Euribor 3 mesi	0.34	3.43	3.89	0.48	1.77	2.63	3.36	3.75	3.98

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

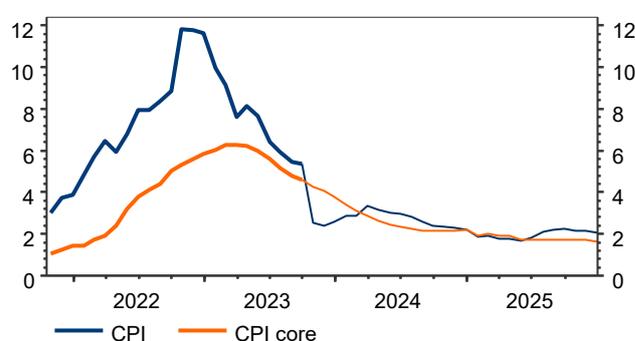
Italia

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	122.1	120.3	119.2	119.3	5.6	5.3	5.0	5.1
ott-23	123.2	121.1	119.9	120.0	2.6	2.6	2.4	2.4
nov-23	123.8	121.5	120.3	120.4	2.5	2.4	2.2	2.1
dic-23	124.3	122.1	120.9	121.0	2.6	2.6	2.4	2.4
Media	121.4	120.1	119.0	119.1	6.3	6.0	5.7	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	122.8	122.5	121.2	121.3	3.0	2.9	2.5	2.5
feb-24	122.9	122.7	121.4	121.5	3.0	2.9	2.5	2.5
mar-24	124.5	122.8	121.5	121.6	3.5	3.4	3.0	3.1
apr-24	125.2	123.1	121.7	121.8	3.3	3.2	2.9	2.9
mag-24	125.4	123.3	121.8	121.9	3.1	3.0	2.8	2.8
giu-24	125.5	123.3	121.8	121.9	3.1	3.0	2.8	2.8
lug-24	123.4	123.1	121.6	121.7	2.9	2.8	2.5	2.5
ago-24	123.3	123.2	121.7	121.8	2.7	2.6	2.3	2.3
set-24	125.1	123.2	121.7	121.8	2.5	2.4	2.1	2.1
ott-24	126.1	123.9	122.3	122.4	2.4	2.3	2.0	2.0
nov-24	126.7	124.3	122.7	122.8	2.4	2.3	2.0	2.0
dic-24	127.1	124.7	123.2	123.3	2.3	2.2	1.9	1.9
Media	124.9	123.3	121.9	122.0	2.8	2.7	2.4	2.4

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	1.2	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.4	0.5	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	0.6	0.7	0.7	0.7
Importazioni	13.1	1.0	2.1	2.1	-2.0	1.0	0.0	-0.2	0.5	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.0	-0.1	-0.2	-0.8	0.6	0.2	0.1	-0.2	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	6.3	2.8	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	2.6	3.1	3.1
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

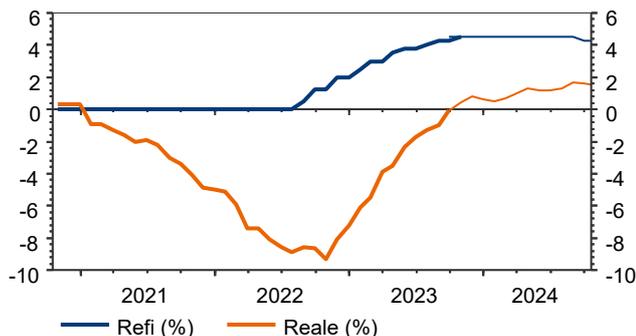
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	19/10	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	3.97	4.01	4.01	3.99	3.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

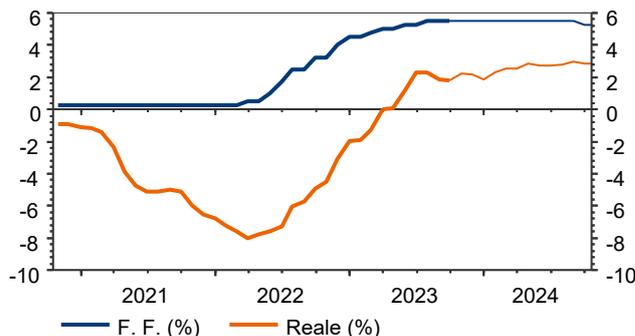


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	19/10	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	5.40	5.41	5.47	5.47	5.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

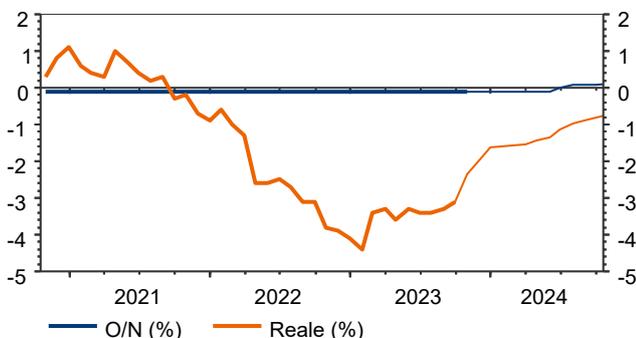


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	mar	giu	set	19/10	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

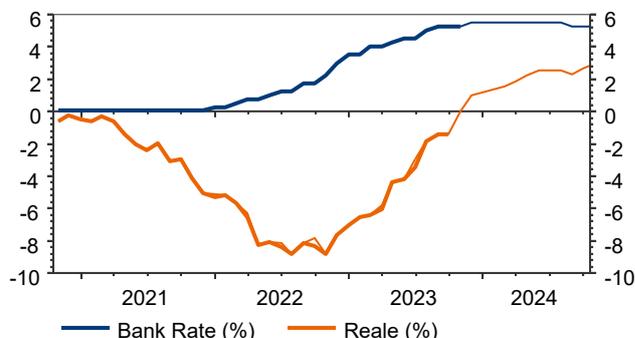


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	19/10	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	5.41	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	20/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.16	0.98	1.09	1.12	1.07	1.0586	1.06	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	114	150	134	140	148	149.92	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.38	1.13	1.25	1.29	1.24	1.2124	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.07	0.98	0.98	0.96	0.96	0.9445	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	133	147	147	156	158	158.73	158	156	150	142	139
EUR/GBP	0.85	0.87	0.88	0.87	0.87	0.8729	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