INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Stati Uniti

Cosa guida l'inflazione: la domanda o l'offerta?

La composizione dell'inflazione, ossia il contributo relativo delle componenti riconducibili alla domanda e all'offerta, fornisce indicazioni importanti sulla persistenza delle pressioni sui prezzi e sulle possibili implicazioni per la politica monetaria, risultando spesso più informativa del solo dato aggregato. Le nostre elaborazioni sul deflatore PCE mostrano che l'impulso dello shock energetico della primavera si era progressivamente attenuato nei mesi estivi, con effetti di contagio limitati sulle componenti sottostanti. Ad agosto era emerso un quadro coerente con un maggiore ruolo della domanda nella dinamica inflazionistica, ma il dato di settembre ha ridimensionato quel segnale: l'accelerazione del deflatore è riconducibile soprattutto a fattori di offerta, in particolare al nuovo rialzo dei carburanti, mentre il contributo della domanda si è nuovamente attenuato. L'elemento di maggiore interesse è però la diffusione delle pressioni inflazionistiche: la quota di componenti con rincari elevati continua ad ampliarsi, mentre le misure sottostanti a breve termine sono tornate ad accelerare. Sul fronte della politica monetaria, la minore incidenza dei fattori di domanda riduce l'urgenza di rialzi dei tassi ravvicinati, ma la maggiore diffusione delle pressioni inflazionistiche è un importante argomento a favore del proseguimento del ciclo restrittivo da parte della Fed.

- **Distinguere se l'inflazione proviene dalla domanda o dall'offerta aiuta a valutare la risposta più appropriata della banca centrale**: il recente rialzo dell'inflazione riflette soprattutto fattori di offerta, ma la crescente diffusione dei rincari suggerisce di guardare oltre il solo contributo dell'energia.
- **La decomposizione ciclica/aciclica indica che oltre il 40% delle categorie cambia natura nel tempo**: la parte di inflazione realmente sensibile al ciclo - e quindi alla politica monetaria - è più ristretta e variabile di quanto suggerisca l'aggregato.
- **Durante l'estate lo shock energetico primaverile sembrava essersi esaurito**, con effetti limitati sulle componenti sottostanti e senza evidenze di un pass-through significativo ai prezzi finali.
- **Agosto aveva lasciato intravedere un'inflazione più guidata dalla domanda, ma settembre ha ribaltato il quadro.** Il contributo della domanda è sceso da 0,19 a 0,08 punti percentuali, mentre circa il 70% dell'aumento mensile del PCE torna a essere spiegato dalle categorie guidate dall'offerta.
- **Si amplia ulteriormente la diffusione dei rincari**: la quota di componenti core con inflazione superiore al 2% annualizzato sale dal 58% di agosto al 67% di settembre, massimo da inizio 2023 e ben al di sopra della media del 2015-19 (46%).
- Per quanto concerne le implicazioni di politica monetaria, la minore incidenza dei fattori di domanda riduce l'urgenza di rialzi dei tassi ravvicinati, ma **la maggiore diffusione delle pressioni inflazionistiche è un importante argomento a favore del proseguimento del ciclo restrittivo** da parte della Fed.

5 novembre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Le determinanti dell'inflazione e la risposta monetaria

Distinguere se l'inflazione proviene dalla domanda o dall'offerta aiuta a valutare la risposta più appropriata della banca centrale. **Pressioni al rialzo sui prezzi derivanti da un aumento della domanda superiore rispetto alla capacità produttiva possono essere efficacemente contrastate attraverso condizioni finanziarie più restrittive**. Al contrario, uno shock energetico o le strozzature delle catene produttive, impongono un approccio di politica monetaria diverso: i rialzi dei tassi non rimuovono la causa iniziale del rincaro, ma possono limitarne la propagazione alla domanda, ai salari e alle aspettative. La risposta della banca centrale dipenderà quindi dalla persistenza dello shock e dal rischio che si traduca in un aumento più generalizzato dei prezzi.

Il tema è al centro del dibattito anche per il lancio del nuovo framework di comunicazione da parte del nuovo Chairman della Fed Warsh, che nel suo discorso a Jackson Hole ha sottolineato l'importanza della diffusione dei rincari nel paniere del deflatore PCE per valutare l'inflazione sottostante. Il quesito centrale è quanto dell'inflazione **ancora elevata sia riconducibile a impulsi transitori e quanto, invece, rifletta pressioni più persistenti**.

Una rassegna della letteratura

Il riferimento principale per la decomposizione dell'inflazione in componenti è il metodo di Shapiro 2022[1], sviluppato dalla San Francisco Fed. Per ciascuna voce del PCE, viene stimato un modello VAR (Vector Autoregressive) bi-variato, **che consente di isolare le sorprese di prezzo e quantità: i co-movimenti dello stesso segno vengono attribuiti alla domanda, quelli di segno opposto all'offerta**, mentre i segnali deboli confluiscono invece nella componente ambigua. I modelli strutturali top-down suggeriscono tuttavia che queste metriche tendano a sottostimare il contributo della domanda aggregata, cui tali modelli attribuiscono la quota prevalente dell'inflazione del 2021-22: circa due terzi secondo Dupor e Hogan (2025)[2], il 56-77% per Bergholt et al. (2026)[3] e fino a circa il 90% per Giannone e Primiceri (2024, 2026)[4]. **Poiché le curve di domanda settoriali sono più ripide di quella aggregata, una spinta macro che satura la capacità produttiva viene spesso interpretata a livello micro come uno shock di costo**. I due approcci vanno quindi considerati complementari: Shapiro fornisce un indicatore tempestivo degli squilibri settoriali, mentre i modelli strutturali identificano solo ex post gli shock aggregati. Integrando le serie di Shapiro in una curva di Phillips, Lansing (2026[5]) giunge alla conclusione che **il ruolo della domanda sia stato dominante durante l'episodio pandemico, mentre l'offerta aveva prevalso nel decennio successivo alla crisi del 2008**.

Un secondo asse di analisi **distingue tra inflazione ciclica e aciclica** (Mahedy e Shapiro, 2017[6]; Stock e Watson, 2020[7]), classificando le componenti del core PCE in base alla loro sensibilità alle condizioni del mercato del lavoro. **Le implicazioni per la Fed sono rilevanti**: la politica monetaria agisce soprattutto sulla componente ciclica, mentre la quota aciclica riflette per lo più fattori

[1] Shapiro, A. H. (2022), «How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? », FRBSF Economic Letter 2022-15
[2] Dupor, B. e M. Hogan (2025), «Was the Post-Lockdown Inflation Surge Mainly Supply Driven? », Federal Reserve Bank of St. Louis WP 2025-007A.
[3] Bergholt, D., F. Canova, F. Furlanetto, N. Maffei-Faccioli e P. Ulvedal (2026), «What Drives the Recent Surge in Inflation? The Historical Decomposition Roller Coaster», American Economic Journal: Macroeconomics
[4] Giannone, D. e G. E. Primiceri (2026), «Demand-Driven Inflation», Brookings Papers on Economic Activity (conference draft, September 2026);
[5] Lansing, K. J. (2025), «Is Demand or Supply More Important for Inflation? », FRBSF Economic Letter 2025-14; e (2026), «Demand versus Supply: Which Is More Important for Inflation? », FRBSF WP 2025-08. DOI: 10.24148/wp2025-08.
[6] Mahedy, T. e A. Shapiro (2017), «What's Down with Inflation? », FRBSF Economic Letter 2017-35.
[7] Stock, J. H. e M. W. Watson (2020), «Slack and Cyclically Sensitive Inflation», Journal of Money, Credit and Banking, 52(S2), 393-428. DOI: 10.1111/jmcb.12757 (working paper: NBER WP 25987, 2019).

globali, regolamentari o amministrati. Come osserva Zaman (2019[8]), tuttavia, tale distinzione dipende dal livello di disaggregazione utilizzato, per cui nessun settore può essere considerato completamente immune agli effetti della restrizione monetaria.

Anche la persistenza dell'inflazione non dipende in modo univoco dall'origine dello shock. Sheremirov (2022)[9] mostra che nel 2021-22 gli shock di offerta hanno dominato la fase iniziale dell'impennata inflazionistica, mentre la domanda ha sostenuto la componente più persistente. **I modelli che includono le catene produttive mostrano che uno shock da offerta possa generare effetti durevoli**. Afrouzi, Bhattarai e Wu (2024)[10] evidenziano che un aumento dei costi energetici a monte si trasmette lungo le catene di produzione in entrata e verso i settori a valle dove i prezzi sono più rigidi, alimentando le pressioni sottostanti attraverso aggiustamenti graduali dei listini anche in assenza di un eccesso di domanda aggregata. Nella nostra analisi, consideriamo congiuntamente origine, ciclicità e diffusione delle pressioni inflazionistiche.

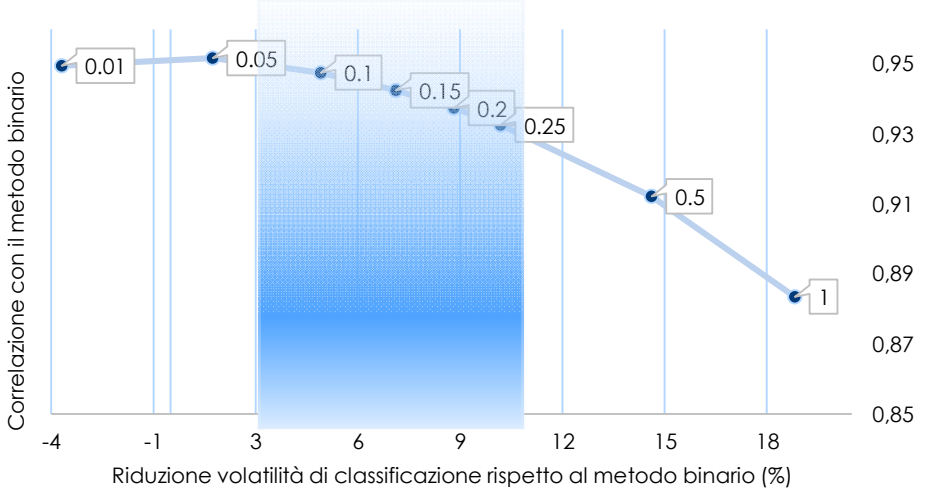
Come funziona la decomposizione domanda-offerta

Il metodo di Shapiro si fonda su un'intuizione microeconomica: **uno spostamento della domanda muove prezzo e quantità nella stessa direzione, mentre uno spostamento dell'offerta le muove in direzioni opposte**. Per ciascuna delle 177 categorie del paniere PCE vengono stimate due regressioni su finestra mobile decennale. **I residui che mostrano un andamento nella stessa direzione indicano che è la domanda a guidarli, mentre quelli con andamenti opposti suggeriscono una maggiore importanza dei fattori di offerta**; se almeno uno dei due è statisticamente indistinguibile da zero, la categoria è ambigua. Il contributo aggregato è ottenuto sommando i tassi di variazione delle singole categorie, ponderati per le rispettive quote di spesa.

La classificazione discreta ha però un limite: quando il segnale è debole, piccole oscillazioni attorno alla soglia spostano una categoria da un gruppo all'altro di mese in mese, generando volatilità che riflette la regola più che l'economia − a marzo 2026, ad esempio, la variante binaria pura attribuirebbe il balzo della benzina alla domanda. Shapiro stesso anticipa una possibile soluzione nei "**weighted labels" ("etichette pesate")**; la nostra estensione la rende operativa con una parametrizzazione esplicita. **Il coefficiente di smussamento κ controlla la gradualità della ripartizione e il metodo discreto resta come caso limite**. Il compromesso è tra stabilità e fedeltà: al crescere di κ si riduce l'instabilità di classificazione al prezzo di una minore aderenza al metodo binario, e al valore adottato (κ = 0,20) il guadagno di stabilità è di circa l'8% con correlazioni ancora di 0,94-0,98 (Fig. 1).

[8] Zaman, S. (2019), «Cyclical versus Acyclical Inflation: A Deeper Dive», FRB Cleveland Economic Commentary 2019-13. DOI: 10.26509/frbc-ec-201913.
[9] Sheremirov, V. (2022), «Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation», Federal Reserve Bank of Boston, Current Policy Perspectives.
[10] Afrouzi, H., S. Bhattarai ed E. Wu (2024), «Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks Revisited: Theory and Evidence», NBER WP 32816. DOI: 10.3386/w32816.

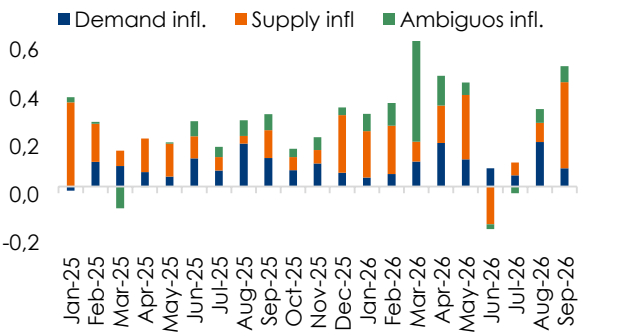
Fig. 1 – La frontiera fedeltà-stabilità del metodo continuo al variare del parametro di smussamento κ



Nota: ogni punto corrisponde a un valore del parametro di smussamento κ, che governa la gradualità con cui le categorie sono ripartite tra domanda e offerta; per κ=0 la misura continua coincide con il metodo binario. Asse orizzontale: riduzione percentuale della volatilità di classificazione (deviazione standard della quota di domanda) rispetto al metodo binario; asse verticale: correlazione con il metodo binario. L'area evidenziata indica l'intervallo raccomandato (κ = 0,10-0,25); nel Focus si utilizza κ = 0,20. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

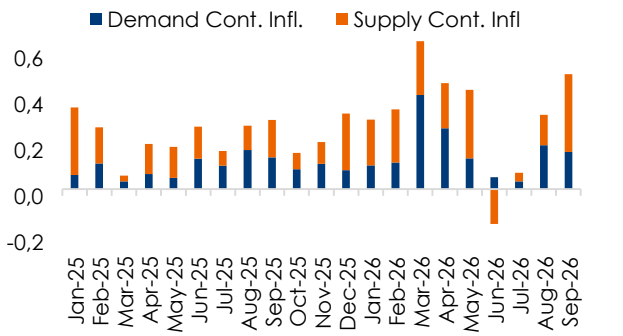
Le due classificazioni mostrano andamenti molto simili nei dati recenti, ma **la misura continua produce contributi più regolari, ripartendo la categoria ambigua tra domanda e offerta**. Il confronto è più informativo nei mesi nei quali il segnale è debole o ambiguo: ad esempio a marzo 2026 il rialzo della benzina, che la classificazione a tre categorie isola come ambiguo, viene suddiviso dalla misura continua tra domanda e offerta anziché essere attribuito interamente a una delle due componenti. Sull'inflazione core, **dove la componente ambigua è marginale, le due letture risultano pressoché sovrapponibili**: la scelta del metodo conta soprattutto quando il paniere è impattato da shock di prezzo violenti (Figg. 2-3).

Fig. 2 – Scomposizione dell'inflazione PCE mensile: metodo a tre categorie (punti percentuali)



Nota: contributi mensili di domanda, offerta e componente ambigua all'inflazione PCE headline. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

Fig. 3 – Scomposizione dell'inflazione PCE mensile: misura continua (punti percentuali)



Nota: contributi mensili all'inflazione PCE headline. Nella misura continua (κ = 0,20) la componente ambigua è ripartita tra domanda e offerta in proporzione alla forza del segnale. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

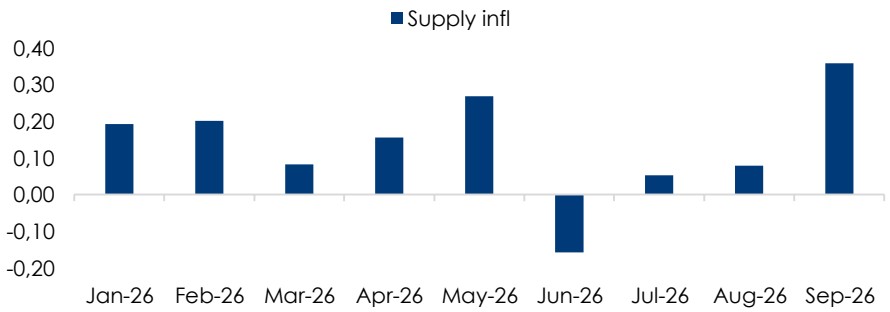
Alla classificazione per domanda e offerta affianchiamo una seconda classificazione: la distinzione tra inflazione ciclica e aciclica. In questo caso, l'approccio si basa sulla stima delle curve di Phillips settoriali e sul divario di disoccupazione rispetto al tasso naturale U*. Nella nostra stima le categorie pro-cicliche rappresentano il 28,5% del totale dell'inflazione core, una quota inferiore al 42% riportato da Mahedy e Shapiro per il campione 1985-2007 e al valore intorno al 40% stimato da Zaman (2019). Tuttavia, le differenze sia sul campione che nella specificazione

ne limitano il confronto. Inoltre, l'utilizzo di una stima con finestra temporale variabile (oltre il 40% delle categorie cambia classificazione nel tempo) indica che **la sensibilità storica al ciclo non è stabile**.

Dallo shock energetico di primavera al suo ritorno in autunno

La nostra analisi, aggiornata al dato di settembre su PCE, mostra che **lo shock da offerta che aveva raggiunto il picco a maggio, si era effettivamente riassorbito durante l'estate, ma solo temporaneamente**. Lo shock energetico innescato dalla crisi dello Stretto di Hormuz ha iniziato a riflettersi sui prezzi a partire da marzo, con la benzina in aumento del 21% sul mese, seguita da rialzi del 6-7% ad aprile e maggio. L'inflazione headline è così risalita dal 2,7% tendenziale di gennaio al 3,9% di maggio, quando il contributo mensile dell'offerta ha raggiunto 0,27 punti percentuali. A giugno il quadro è cambiato: la benzina arretra di -9,6%, il contributo dell'offerta scende a -0,16 punti e il mese si è chiuso con una variazione complessiva negativa (-0,1% m/m). **A luglio l'impulso energetico sembrava ormai esaurito (contributo offerta: +0,05% m/m), salvo riapparire con forza a settembre** (Fig. 5).

Fig. 4 – Contributo delle categorie guidate dall'offerta all'inflazione PCE mensile (punti percentuali)

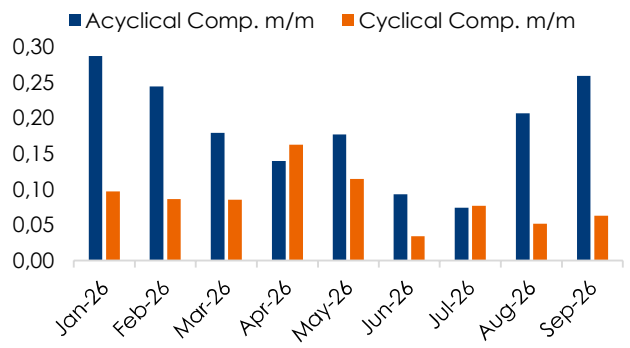


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

Ad agosto era emerso un segnale diverso: **era la domanda a trainare l'inflazione**, con un contributo di 0,19% sull'aumento mensile dello 0,32% del PCE complessivo, contro un apporto di 0,08% dell'offerta e un residuo ambiguo di 0,06%. **Settembre ha riportato il pendolo dalla parte opposta**: il PCE ha accelerato dello 0,50% m/m, il valore più alto da marzo, di cui 0,36 punti - circa il 70%, oltre il picco di maggio - provengono dalle categorie guidate dall'offerta, con la benzina in rialzo del 9% sul mese (contributo: 0,19% m/m), contro appena 0,08 punti di inflazione riconducibile alla domanda.

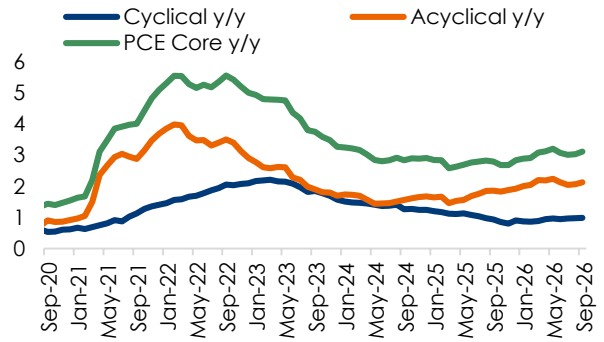
Un riscontro essenziale viene dalla decomposizione ciclica/aciclica. Il contributo della componente ciclica all'inflazione core tendenziale resta stabile intorno a 1 punto percentuale, su circa 3 complessivi, e i contributi mensili delle categorie sensibili al ciclo rimangono marginali sia ad agosto sia a settembre (Figg. 5-6). Il quadro che emerge non è quindi quello di un'economia in surriscaldamento o di una domanda eccessivamente robusta, ma di **un nuovo impulso inflazionistico dal lato dell'offerta che si sovrappone a un processo di normalizzazione delle componenti sottostanti ancora incompleto.**

Fig. 5 – Contributi delle componenti ciclica e aciclica all'inflazione core PCE mensile (punti percentuali)



Nota: contributi mensili delle componenti ciclica e aciclica all'inflazione core PCE, secondo la classificazione basata su curve di Phillips settoriali.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

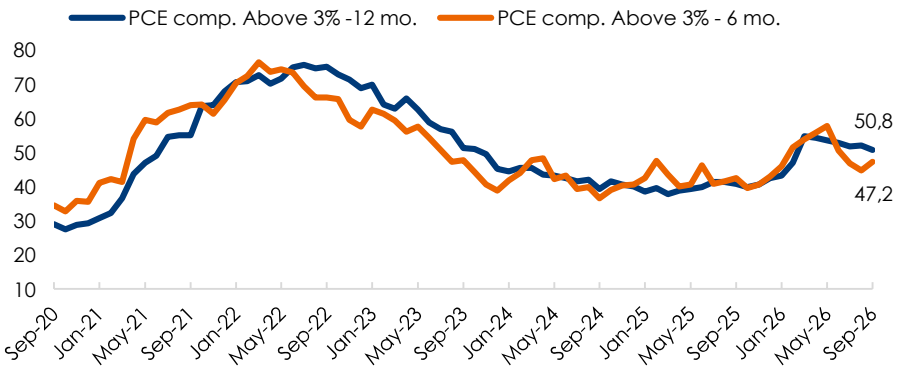
Fig. 6 – Componenti ciclica e aciclica dell'inflazione core PCE annua (punti percentuali)



Nota: somma mobile a 12 mesi dei contributi delle due componenti; la somma corrisponde all'inflazione core PCE tendenziale.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

Un'altra prospettiva utile da cui osservare l'inflazione è quella degli indicatori di breadth ("diffusione"), che misurano quanto le pressioni sui prezzi siano distribuite all'interno del paniere e non concentrate in poche componenti. Richiamati dal Chairman nel suo intervento a Jackson Hole, **questi indicatori aiutano a distinguere tra un'inflazione trainata da shock specifici e un fenomeno più generalizzato e persistente**. Warsh ha posto l'attenzione sulla quota delle 199 componenti del PCE che registrano aumenti superiori al 3%: a luglio la percentuale era pari al 54% sui dodici mesi, in netto calo rispetto ai picchi post-pandemici vicini al 77%, ma ancora ampiamente superiore alla media del 32% osservata nei due decenni precedenti la pandemia. La stessa misura si attestava al 49% sui sei mesi annualizzati, segnalando che **il processo di normalizzazione prosegue ma non è ancora completato**. Applicando lo stesso criterio abbiamo costruito un indicatore analogo, ma più ampio, ovvero su tutte le 398 componenti del deflatore PCE. **A settembre il 51% delle componenti registra variazioni superiori al 3% sui dodici mesi e il 47% sui sei mesi annualizzati, a fronte di una media di circa il 30% nel periodo 2000-2019**. Sull'orizzonte a sei mesi, inoltre, la quota è tornata a salire dopo due mesi di discesa, segnalando che le pressioni sui prezzi rimangono ancora ampiamente diffuse (Fig. 7).

Fig. 7 – Quota % di componenti del PCE con inflazione superiore al 3% a dodici e sei mesi annualizzati

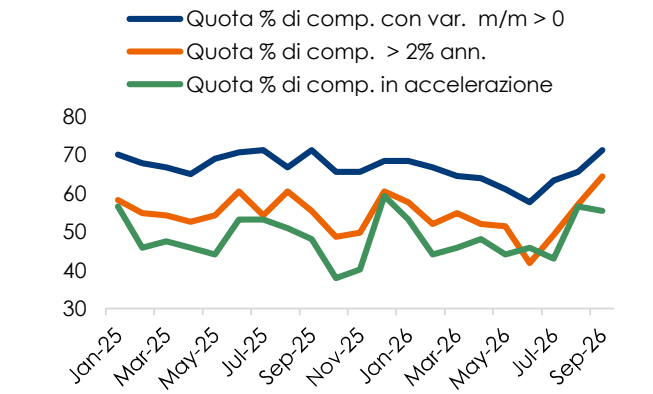


Nota: indicatore costruito su 398 voci BEA tabella 2.4.4U. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

Abbiamo inoltre **costruito delle misure alternative di "breadth" (ampiezza)**, calcolate sulle componenti del paniere (177 per l'headline, 151 per il core), conteggiando quante di queste registrino una variazione positiva, quante un'inflazione superiore al 2% annualizzato e quante siano in accelerazione rispetto alla media dei tre mesi precedenti. Le tre misure restituiscono indicazioni analoghe, con profili pressoché identici nei due panieri: **l'ampiezza si era ristretta**

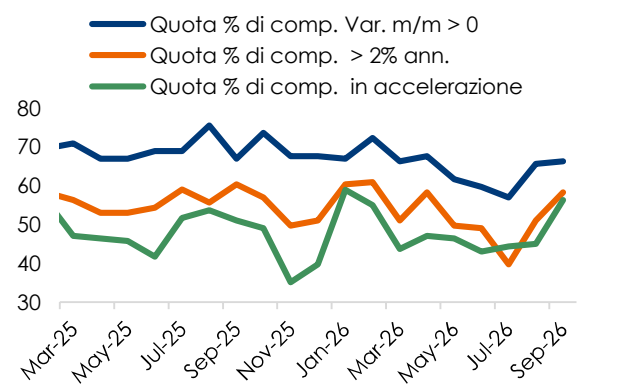
durante lo shock energetico primaverile – la quota di componenti core sopra il 2% era scesa fino a un minimo del 40% a giugno, segno di una pressione concentrata e non diffusa – per poi allargarsi progressivamente: al 58% ad agosto e al 67% a settembre, il valore più alto da inizio 2023 e la percentuale di componenti in accelerazione è salita al 57%; in entrambi i casi sopra le rispettive medie pre-pandemiche (46% e 49%). **Poiché il paniere core esclude energia e alimentari, l'allargamento non è il riflesso meccanico del rialzo dei carburanti** (Figg. 8-9).

Fig. 8 – "Breadth" dell'inflazione headline: quota di componenti per criterio



Nota: quote percentuali delle 177 componenti del PCE headline che soddisfano ciascun criterio: variazione mensile positiva; inflazione mensile superiore al 2% in ragione annua; inflazione mensile superiore alla propria media dei tre mesi precedenti («in accelerazione»); quote calcolate sul numero di componenti, non ponderate per la spesa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

Fig. 9 – "Breadth" dell'inflazione core: quota di componenti per criterio



Nota: quote percentuali delle 151 componenti core PCE (al netto di alimentari ed energia) che soddisfano i criteri definiti nella Fig. 9; quote calcolate sul numero di componenti, non ponderate per la spesa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BEA

Le implicazioni per la politica monetaria

La distinzione tra domanda e offerta aiuta a interpretare l'inflazione, ma non determina automaticamente quale sarà la risposta della Fed. Il rientro dell'impulso energetico è coerente con la cautela mostrata dal FOMC nella prima parte dell'anno; non implica però che un'ulteriore stretta sarebbe stata superflua. Lansing (2025)[11] mostra come il peso relativo di domanda e offerta abbia caratterizzato le diverse fasi del ciclo inflazionistico. Anche la reazione dei mercati può dipendere dalla natura delle pressioni: Najjar e Shapiro (2026)[12] mostrano che le sorprese di politica monetaria tendono a essere percepite come più persistenti quando l'inflazione è trainata dalla domanda, producendo effetti più ampi sui tassi a lungo termine.

In questo contesto, **il segnale di una inflazione da domanda emerso ad agosto non ha trovato conferma** a settembre: il contributo della domanda è rientrato e la riaccelerazione dell'inflazione è nuovamente riconducibile all'offerta. Per la Fed il dato fornisce due indicazioni. Da un lato, **viene meno l'argomento più immediato a favore di un proseguimento ravvicinato del ciclo di rialzi** dopo l'intervento di 25 punti base del 16 settembre; le pressioni tornano a provenire da componenti sulle quali condizioni finanziarie più restrittive incidono poco, coerentemente con la pausa decisa a ottobre. Dall'altro, **un secondo impulso energetico in sei mesi, accompagnato da una diffusione dei rincari in aumento e da misure sottostanti di breve termine in riaccelerazione**, rende più rischioso il semplice "**guardare attraverso**" lo shock. Finché le pressioni

[11] Lansing, K. J. (2025), «Is Demand or Supply More Important for Inflation? », FRBSF Economic Letter 2025-14; e (2026), «Demand versus Supply: Which Is More Important for Inflation? », FRBSF WP 2025-08. DOI: 10.24148/wp2025-08.
[12] Najjar, R. e A. H. Shapiro (2026), «Not All Inflation Is the Same: State-Dependent Transmission of Monetary Policy», FRB San Francisco WP 2025-28, revision 30 June 2026. DOI: 10.24148/wp2025-28.

restano concentrate nelle componenti non cicliche, l'attuale orientamento della Fed appare appropriato; sarà un eventuale trasferimento alle categorie sensibili al ciclo a determinare se la pausa potrà protrarsi o se sarà necessario riprendere il ciclo dei rialzi.

Conclusioni

I dati fino a settembre suggeriscono che il cambiamento nella composizione dell'inflazione osservato ad agosto sia stato meno significativo di quanto apparso inizialmente. L'impulso energetico della primavera si era attenuato durante l'estate, senza evidenti effetti di contagio sulla componente ciclica dell'inflazione, ma a settembre un nuovo rialzo dei carburanti ha riportato i fattori di offerta al centro della dinamica mensile, mentre il contributo della domanda è tornato a ridursi. **L'aspetto più rilevante è però l'ampliamento delle pressioni inflazionistiche**: da tre mesi aumenta la quota di componenti con rincari elevati, sia nei panieri headline e core, sia sulle diverse misure temporali, mentre gli indicatori sottostanti a breve termine hanno ripreso ad accelerare.

Per la Fed, il rientro dell'inflazione da domanda riduce la necessità di procedere con rialzi ad ogni riunione, come si è visto dalla decisione di effettuare una pausa a ottobre. Tuttavia, il secondo shock energetico in sei mesi rende meno agevole una strategia attendista: quando un aumento dei costi si innesta su un paniere caratterizzato da pressioni già diffuse, il rischio di una trasmissione graduale ai prezzi finali diventa più elevato. In tal senso, **la maggiore diffusione delle pressioni inflazionistiche è un argomento a favore del proseguimento del ciclo di rialzi (che, a nostro avviso, continuerà almeno sino a dicembre).** In ogni caso, la lettura congiunta di origine, ciclicità e diffusione dell'inflazione fornisce quindi un'informazione più completa del solo dato aggregato: **finché la componente ciclica resta contenuta, l'orientamento attuale della Fed appare coerente**, ma sarà l'evoluzione della diffusione nei prossimi mesi a indicare se lo shock energetico rimarrà circoscritto o finirà per propagarsi al resto del paniere.

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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

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

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

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, all'indirizzo: https://group.intesasanpaolo.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 separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Riccardo Bellesia	riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Alessia Gavazzi	alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com