



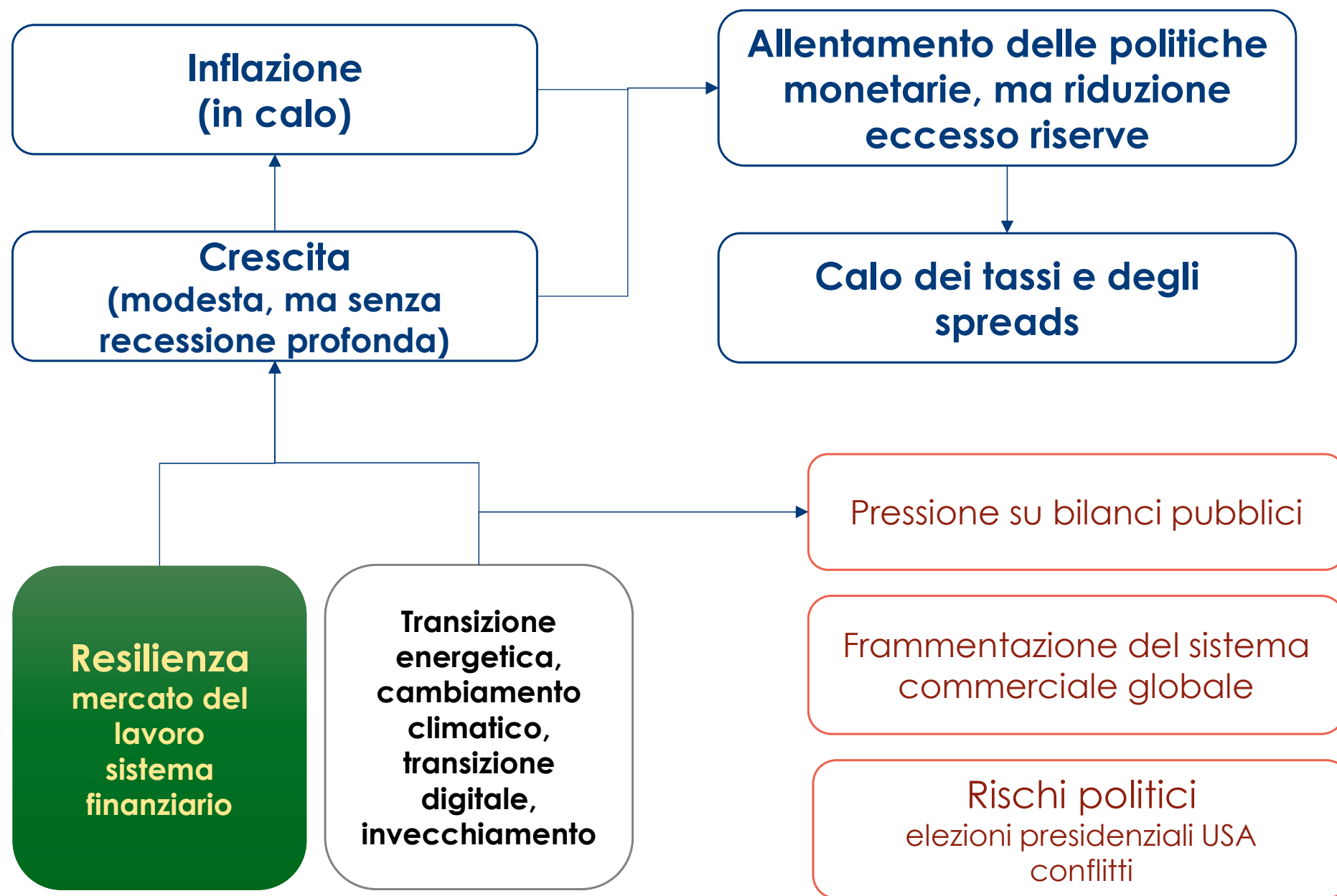
Lo scenario macroeconomico 2024

Pronti per il calo dei tassi di interesse

Direzione Studi e Ricerche – Analisi Macroeconomica

11 dicembre 2023

I temi



Agenda



L'inflazione: battaglia vinta?



Bassa crescita, ma senza vera recessione



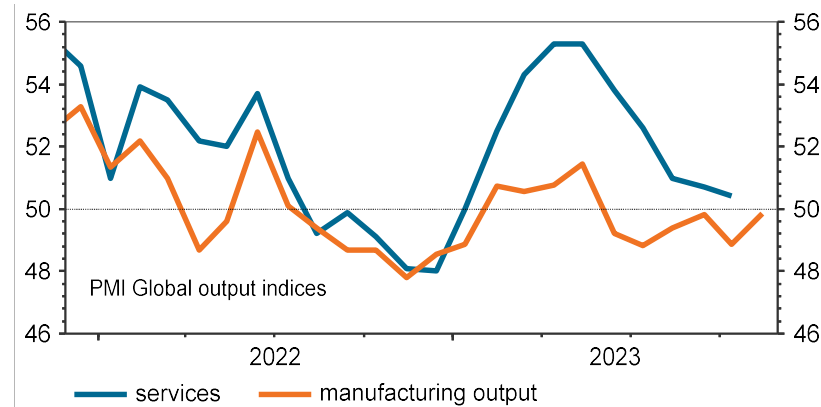
L'economia italiana



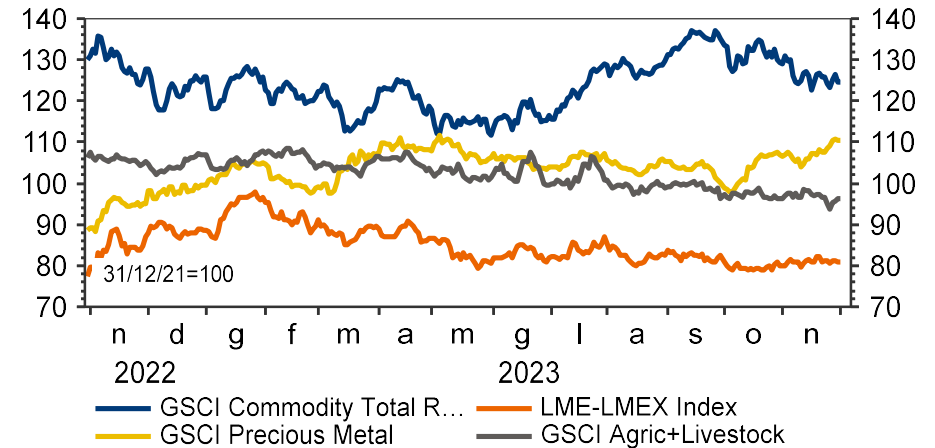
Forti (eccessive) attese di calo dei tassi

L'andamento dei dati è ancora debole

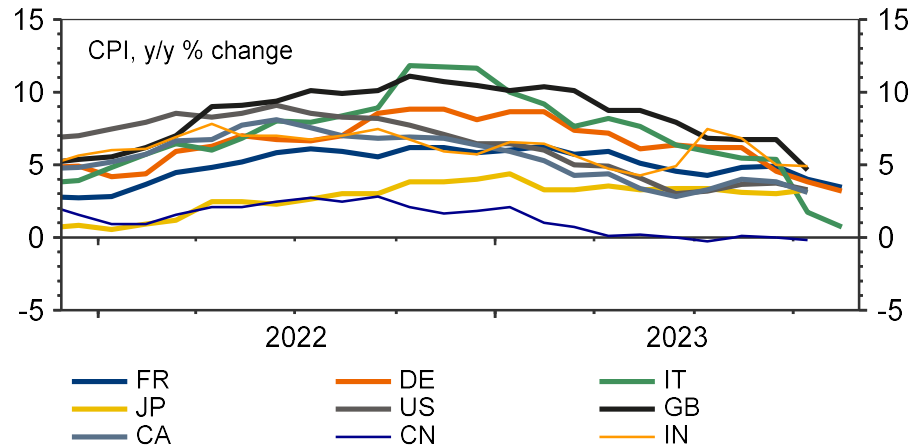
PMI: indici globali di attività in flessione generalizzata



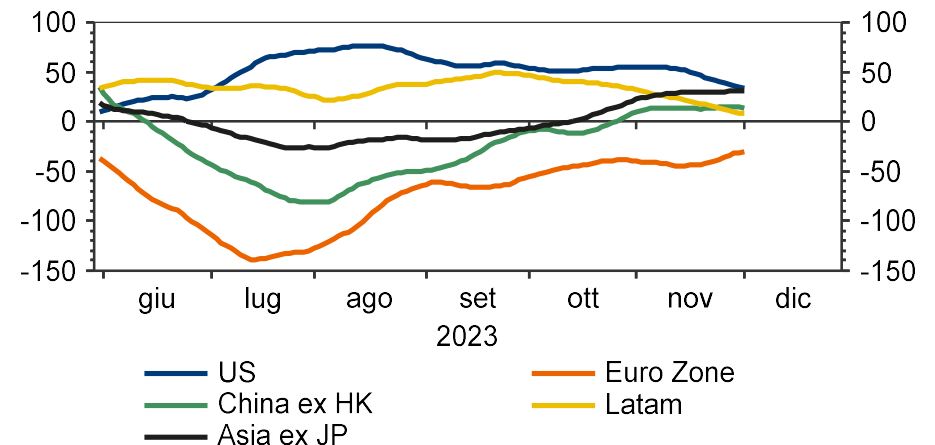
Prezzi delle materie prime frenati dalle prospettive di bassa crescita della domanda aggregata



Inflazione: si riduce la dispersione, misure in calo



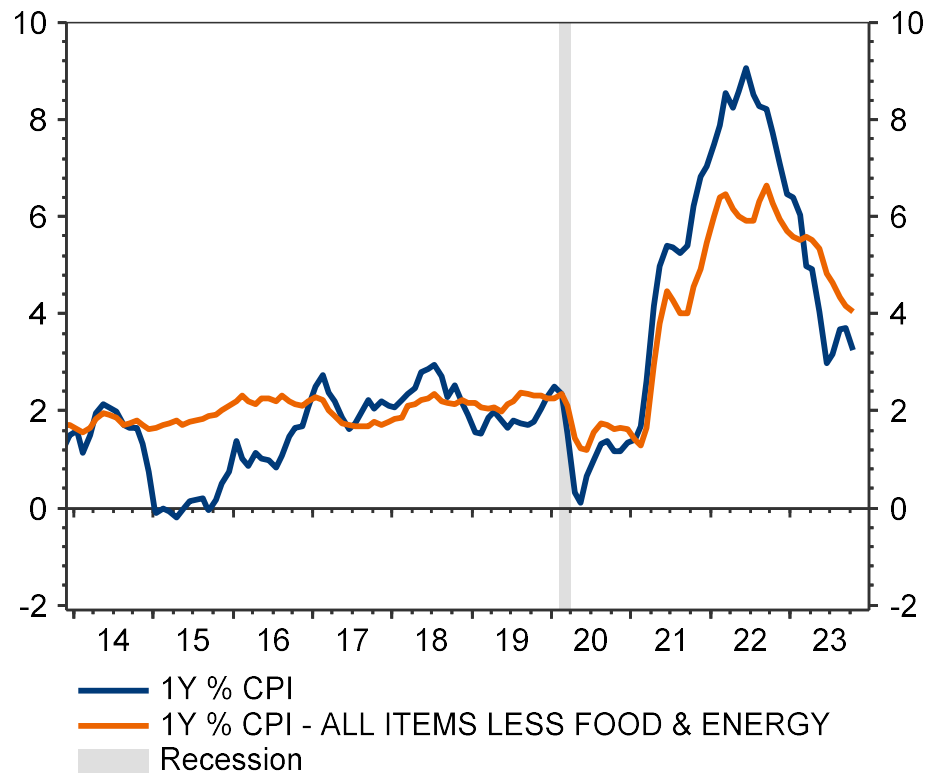
**Sorprese negative in Europa, positive altrove
(indici di sorpresa economica CESI)**



Fonte: S&P Global, Refinitiv Datastream, uffici nazionali di statistica

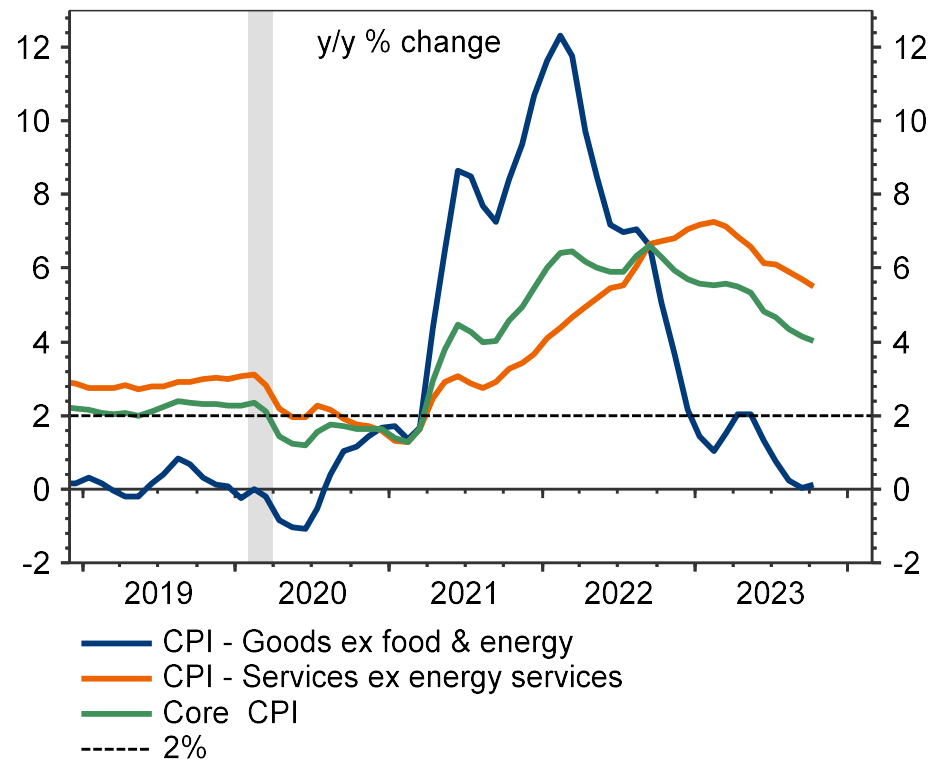
L'inflazione è in calo negli Stati Uniti...

**Tornano a calare CPI e
CPI escl. energia e alimentari**



Fonte: BLS

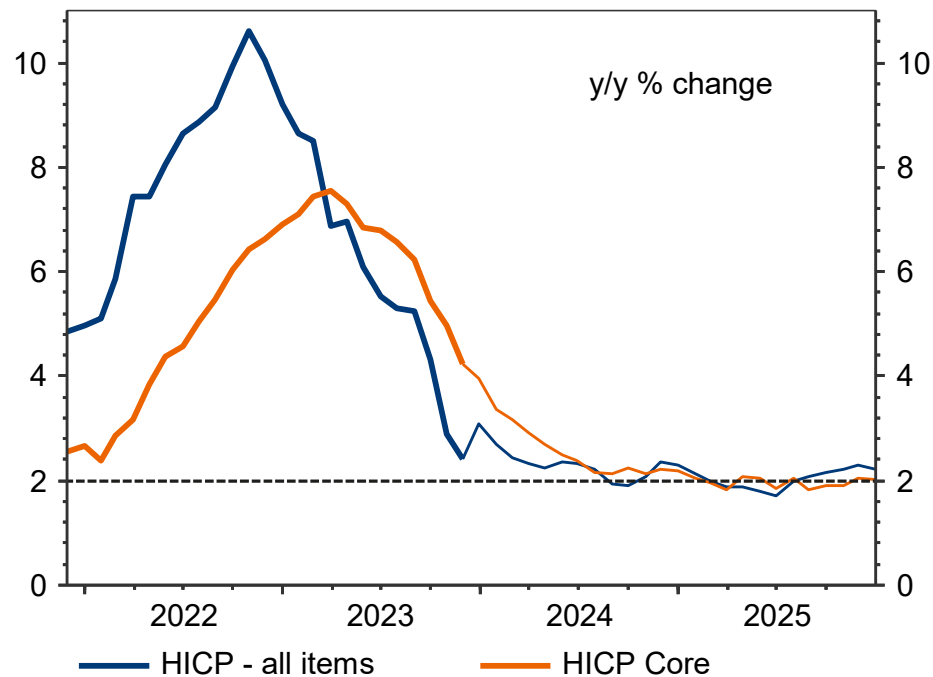
**I prezzi dei beni sono ormai stagnanti
su base annua, e le pressioni sui
servizi continuano a ridursi**



Fonte: BLS

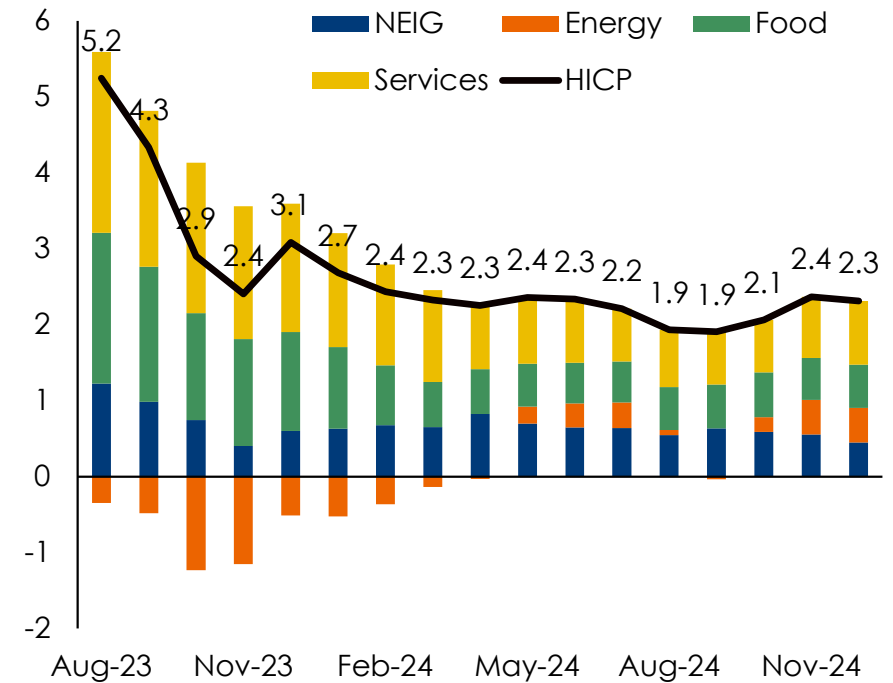
...e nell'Eurozona

Inflazione headline vs. inflazione al netto di energia e alimentari non lavorati



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

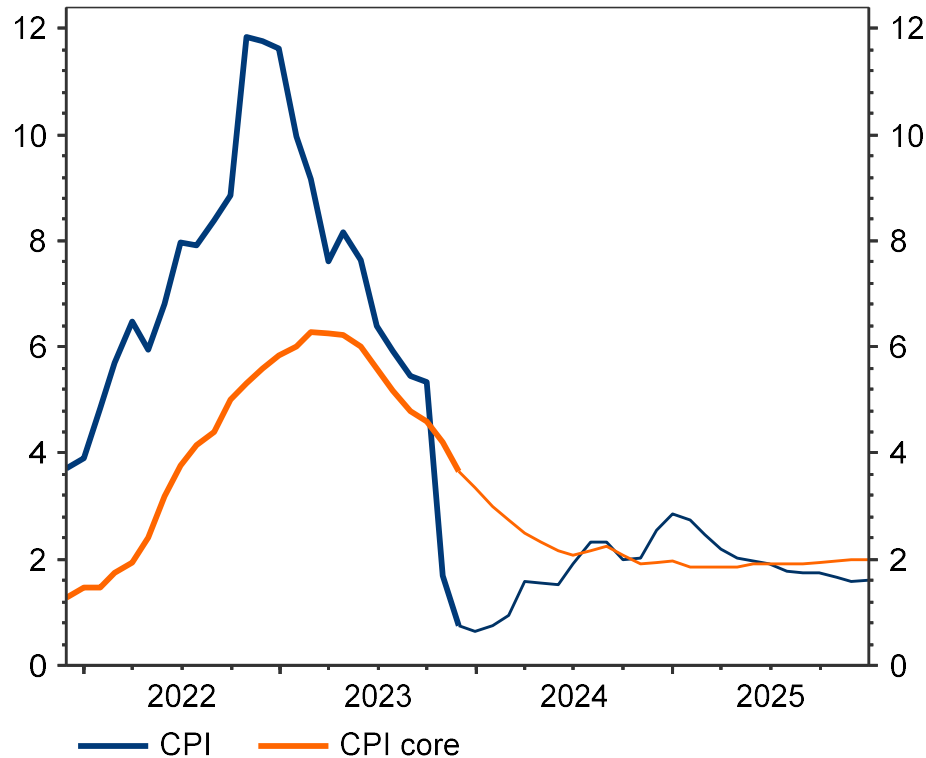
Il principale contributo all'inflazione arriverà dai servizi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

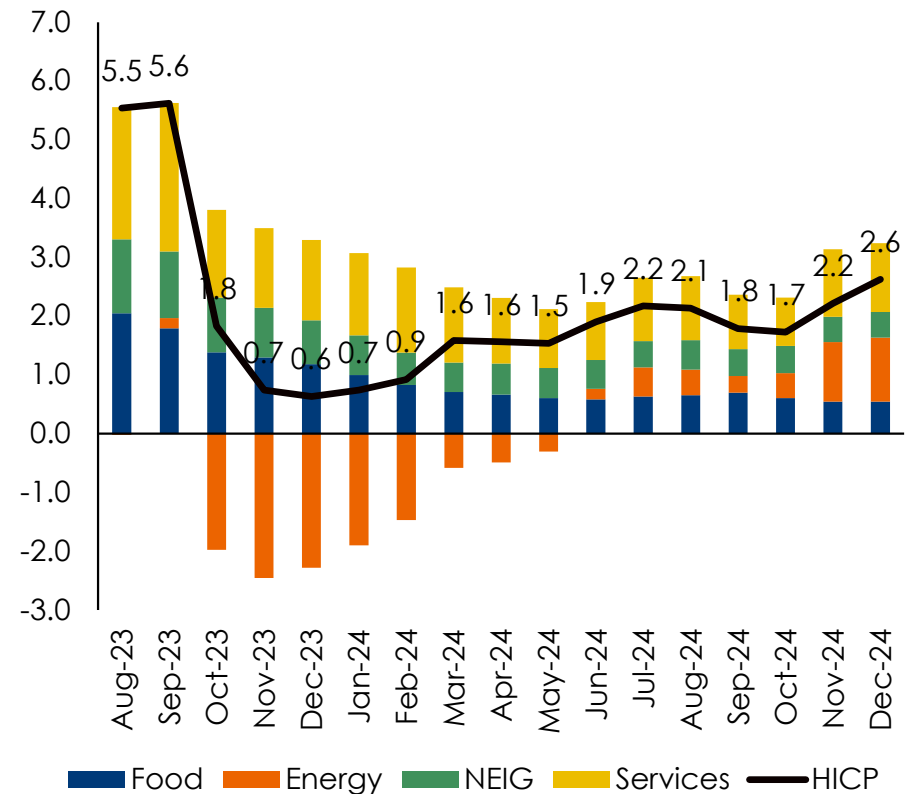
Inflazione: prosegue il trend discendente

Gli effetti base sull'energia hanno causato un brusco calo dell'inflazione annua a ottobre...



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

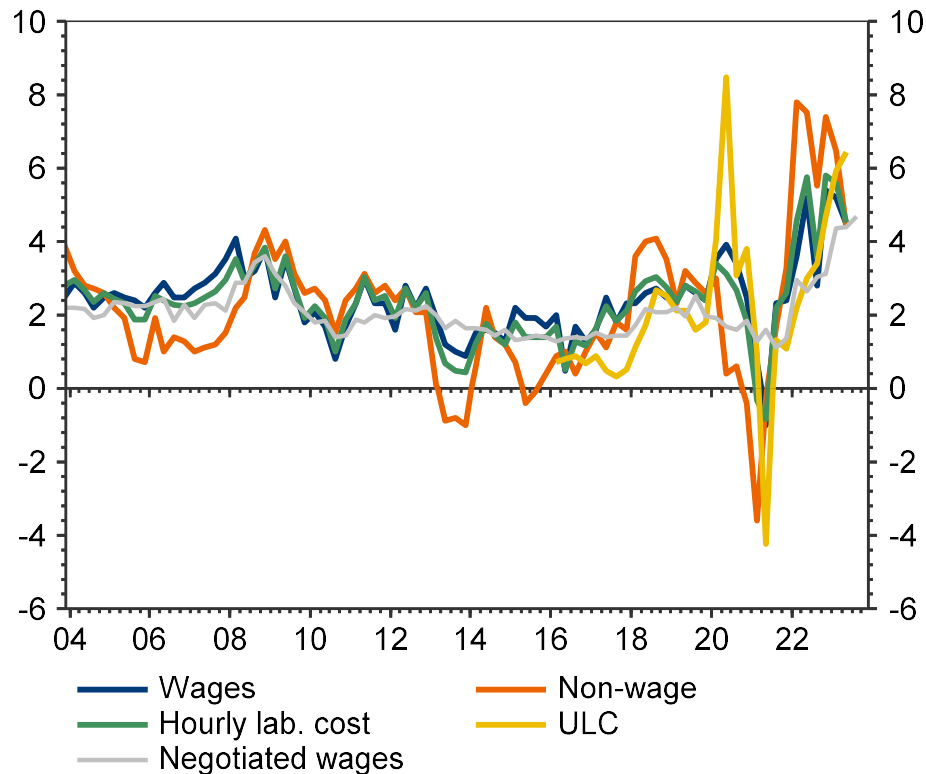
... ma la discesa successiva sarà più irregolare



Nota: i contributi sono calcolati sull'indice armonizzato UE.
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

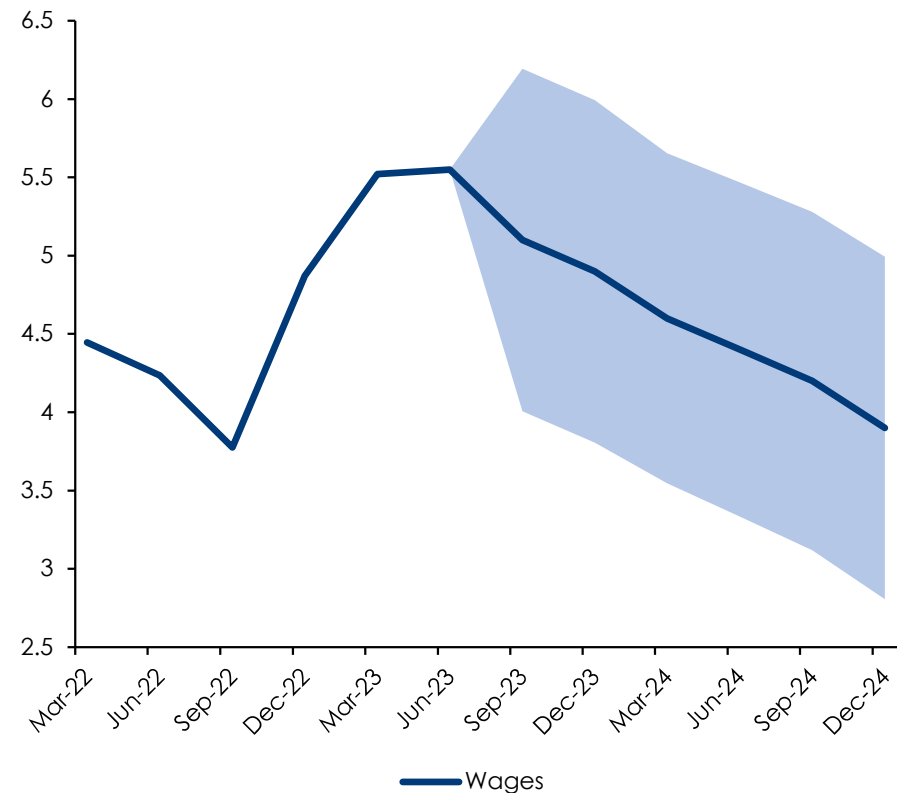
Crescita dei salari in rallentamento ma superiore alla media di lungo periodo

La dinamica salariale dovrebbe essere vicina al picco...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

...come confermerebbe il nostro modello di previsione sulla crescita a/a dei salari



Nota: l'area ombreggiata mostra l'intervallo di confidenza al 95%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Agenda



L'inflazione: battaglia vinta?



Bassa crescita, ma senza vera recessione



L'economia italiana



Forti (eccessive) attese di calo dei tassi

Le proiezioni di crescita per area geografica

Variazione media annua del PIL

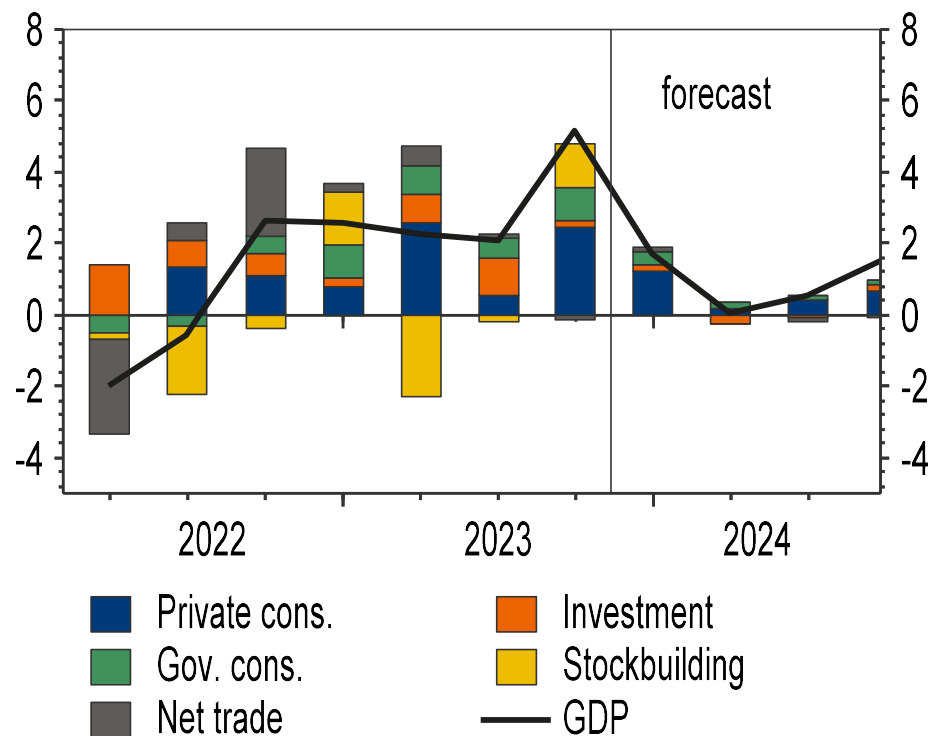
	2021	2022	2023	2024p	2025p
Stati Uniti	5.8	1.9	2.5	1.5	1.7
Area Euro	5.9	3.4	0.4	0.4	1.5
Germania	3.1	1.9	-0.2	0.2	1.5
Francia	6.4	2.5	0.8	0.7	1.6
Italia	8.3	3.9	0.7	0.7	1.2
Spagna	6.4	5.8	2.3	1.1	1.5
OPEC	4.1	5.7	1.7	2.9	3.0
Europa orientale	5.3	0.0	2.6	2.7	3.0
Turchia	11.4	5.6	2.6	2.3	1.9
Russia	4.7	-2.1	2.2	2.5	1.7
America Latina	7.8	4.0	2.1	1.9	2.5
Brasile	5.3	3.0	3.1	1.4	1.7
Giappone	2.3	0.9	1.7	1.0	1.3
Cina	8.5	3.0	5.3	4.7	5.0
India	8.9	6.7	6.9	5.8	6.8
Mondo	6.2	3.1	2.6	2.3	3.0

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo.
 Variazione del PIL a prezzi costanti.

Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

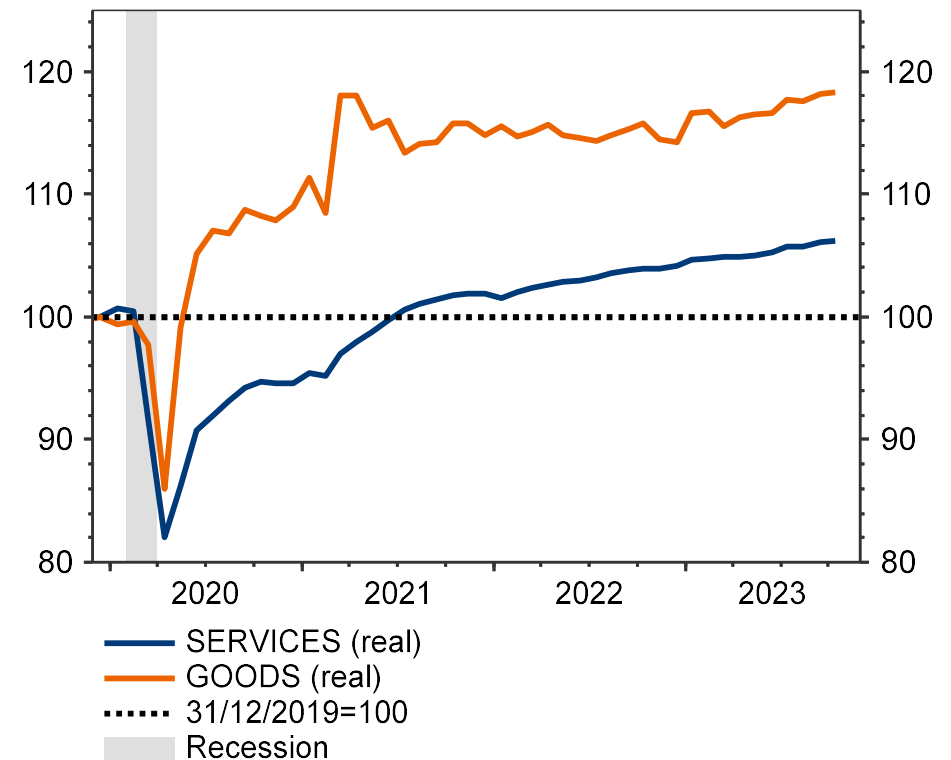
Stati Uniti: niente recessione, ma ciclo meno vivace tra fine 2023 e inizio 2024

PII: il punto di minimo del ciclo è atteso a inizio 2024, con una quasi-stagnazione...



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

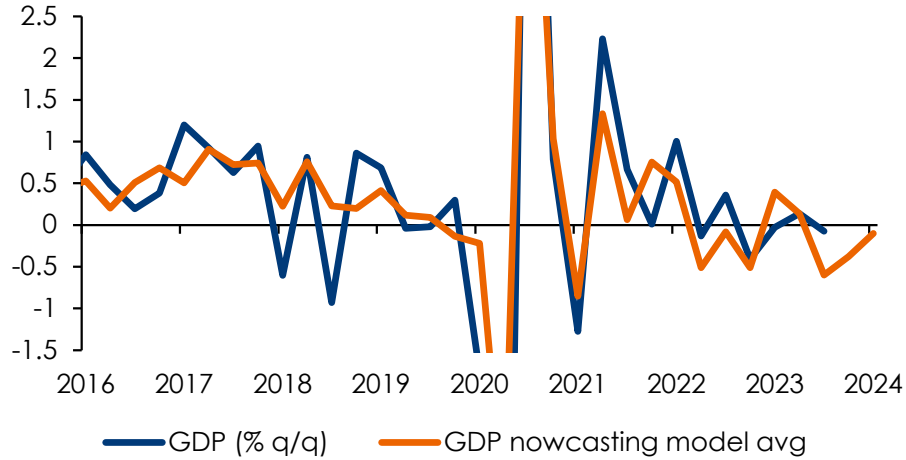
...ma l'economia per ora rimane sostenuta dai consumi (sia di beni che di servizi)



Fonte: BEA, elaborazioni Intesa Sanpaolo

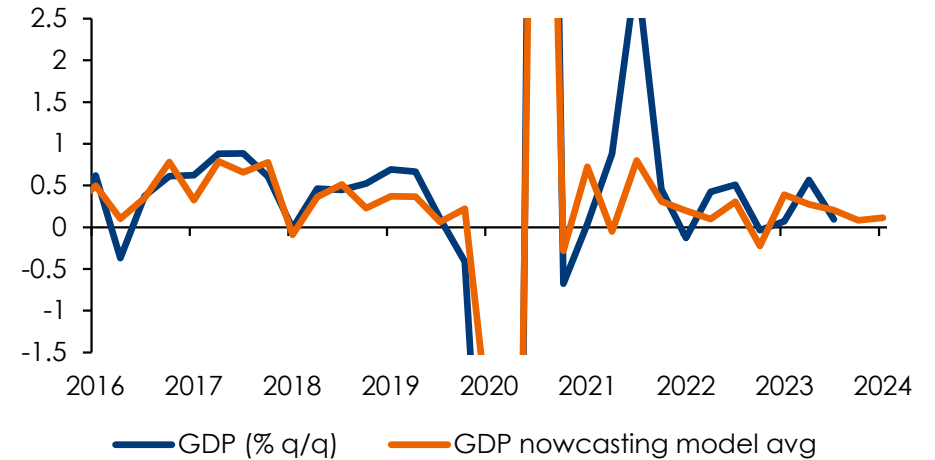
Stime di nowcasting: rallentamento diffuso alle principali economie a fine anno

Germania



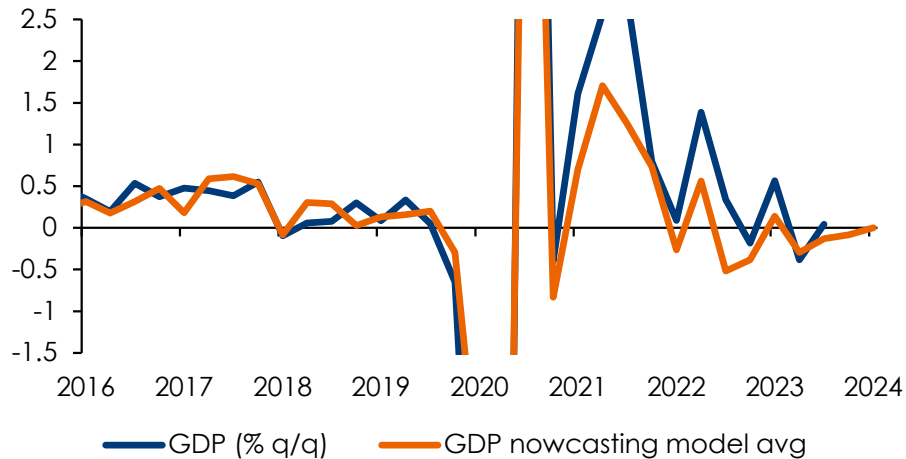
Fonte: Intesa Sanpaolo

Francia



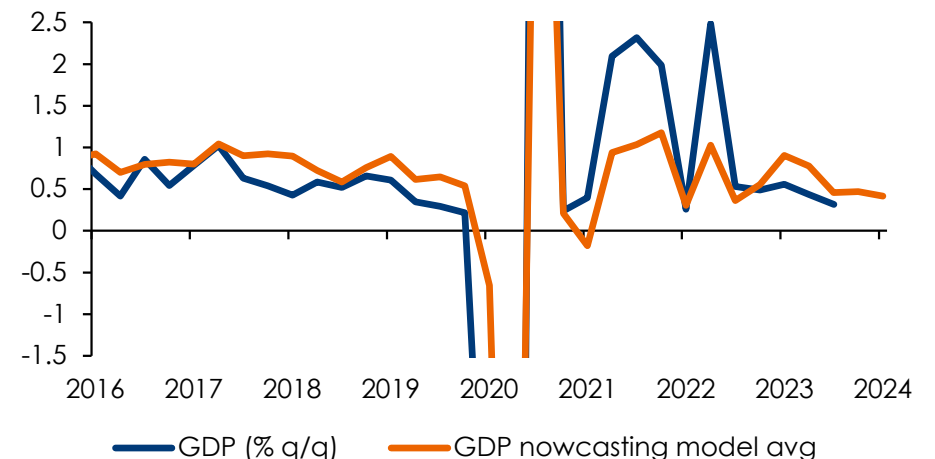
Fonte: Intesa Sanpaolo

Italia



Fonte: Intesa Sanpaolo

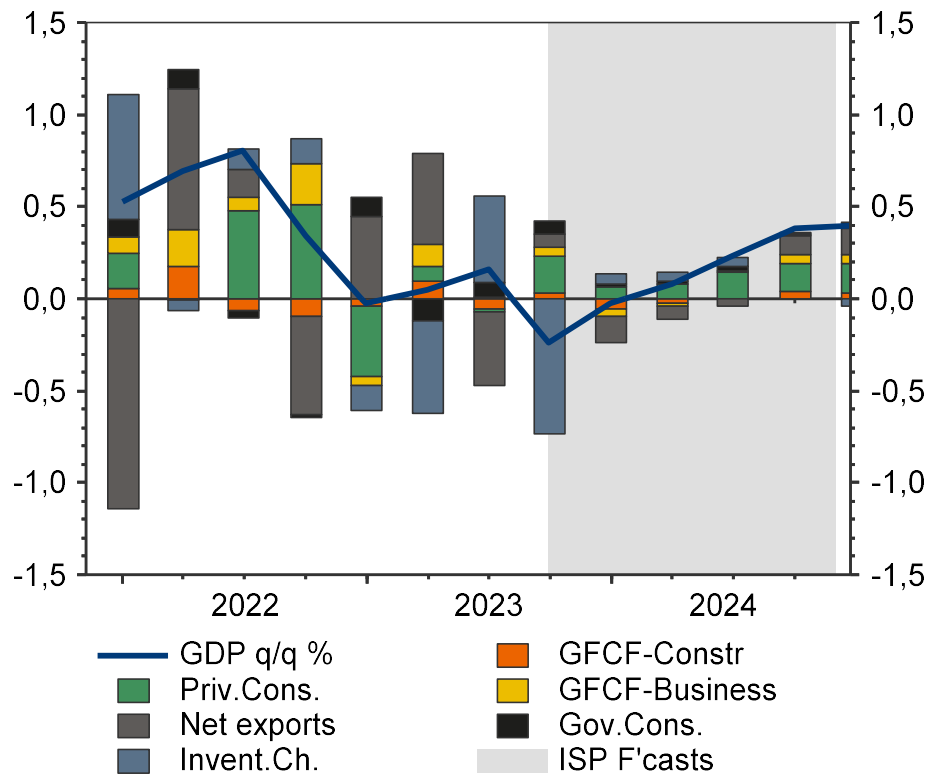
Spagna



Fonte: Intesa Sanpaolo

PIL stagnante a cavallo d'anno, con rischi al ribasso

Dopo la contrazione estiva il PIL potrebbe risultare stagnante tra fine 2023 e inizio 2024



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

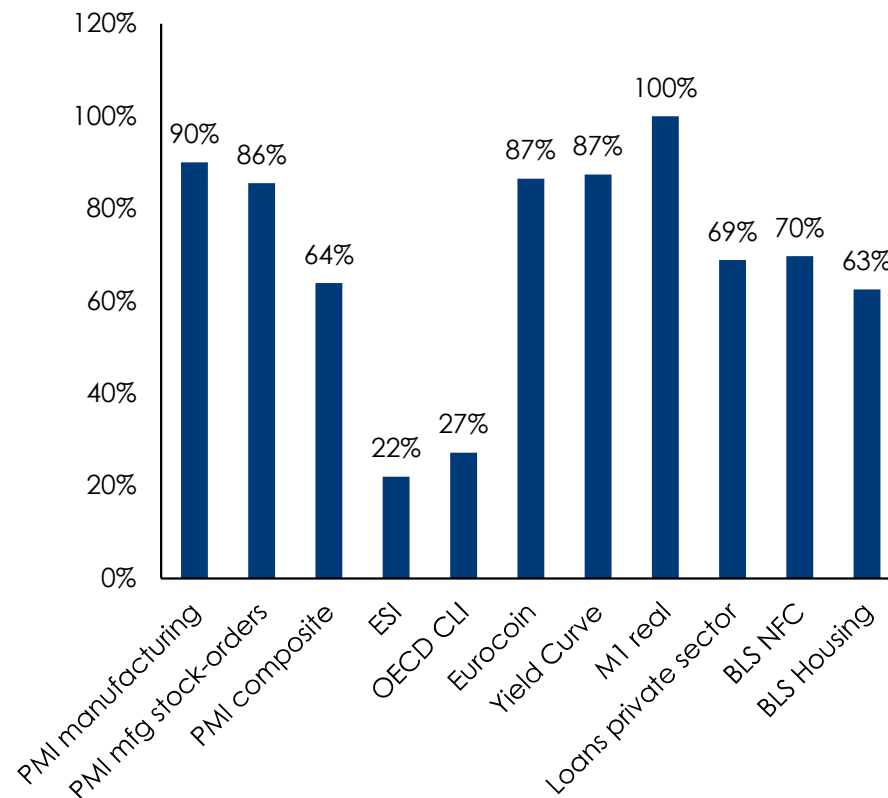
Le indagini segnalano la presenza di rischi al ribasso



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

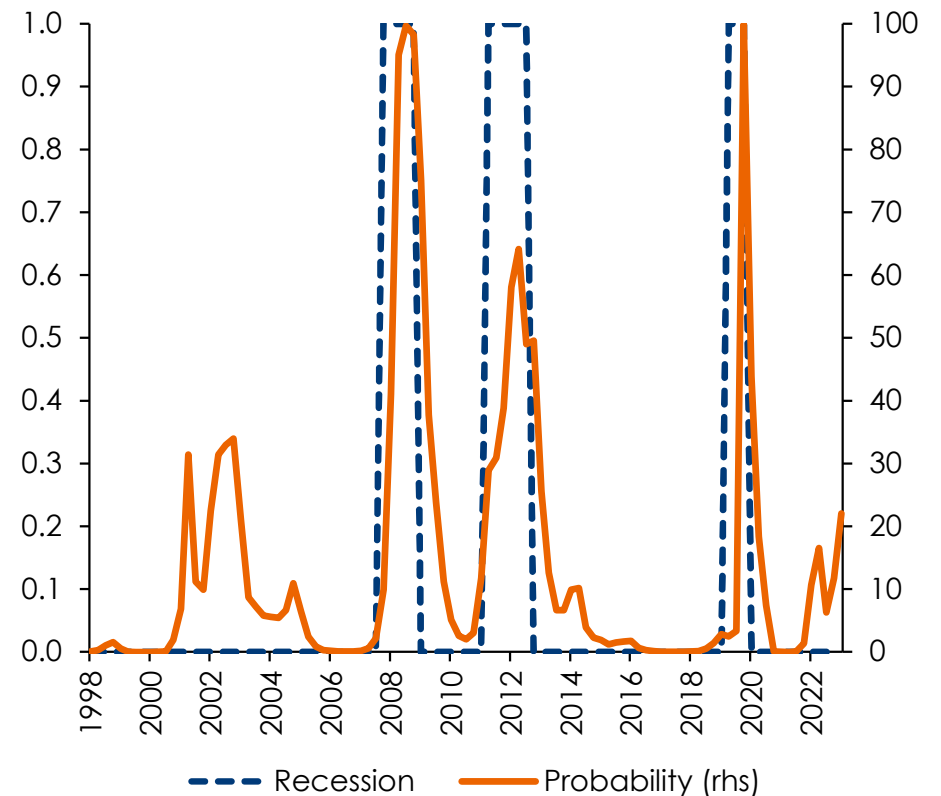
I rischi recessivi sono significativi...

Molti indicatori sono coerenti con un'elevata probabilità di recessione



Nota: probabilità di recessione calcolata attraverso una regressione probit. Fonte: Intesa Sanpaolo

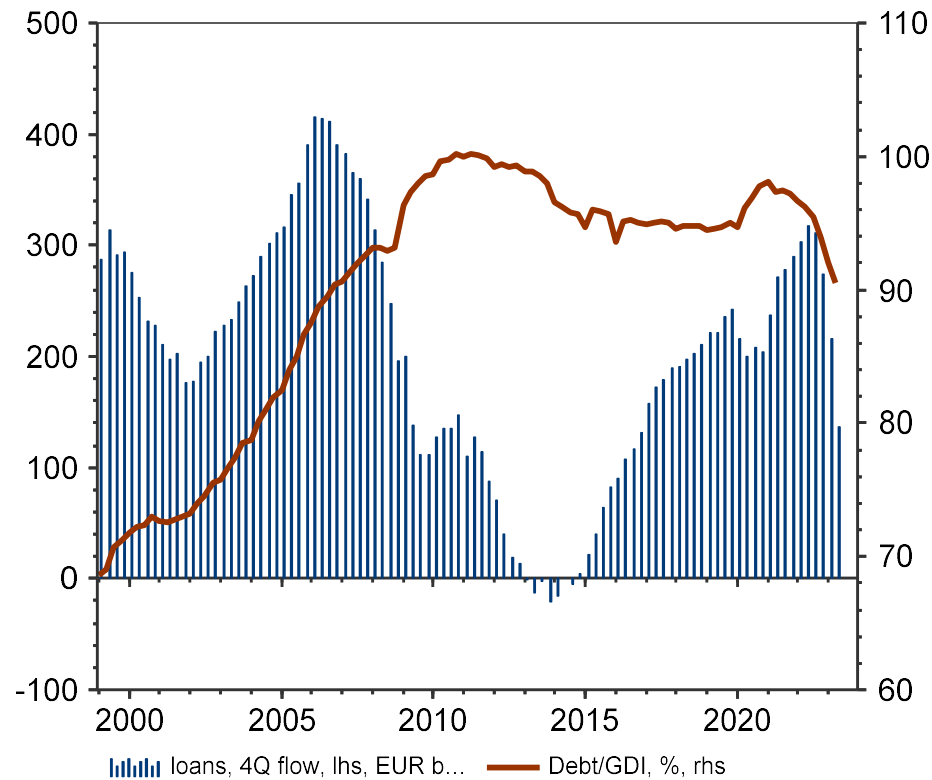
Segnali più incoraggianti derivano però dagli indicatori, come l'ESI della Commissione Europea, che in passato hanno evitato «falsi segnali» recessivi



Nota: probabilità di recessione calcolata attraverso una regressione probit. Fonte: Intesa Sanpaolo

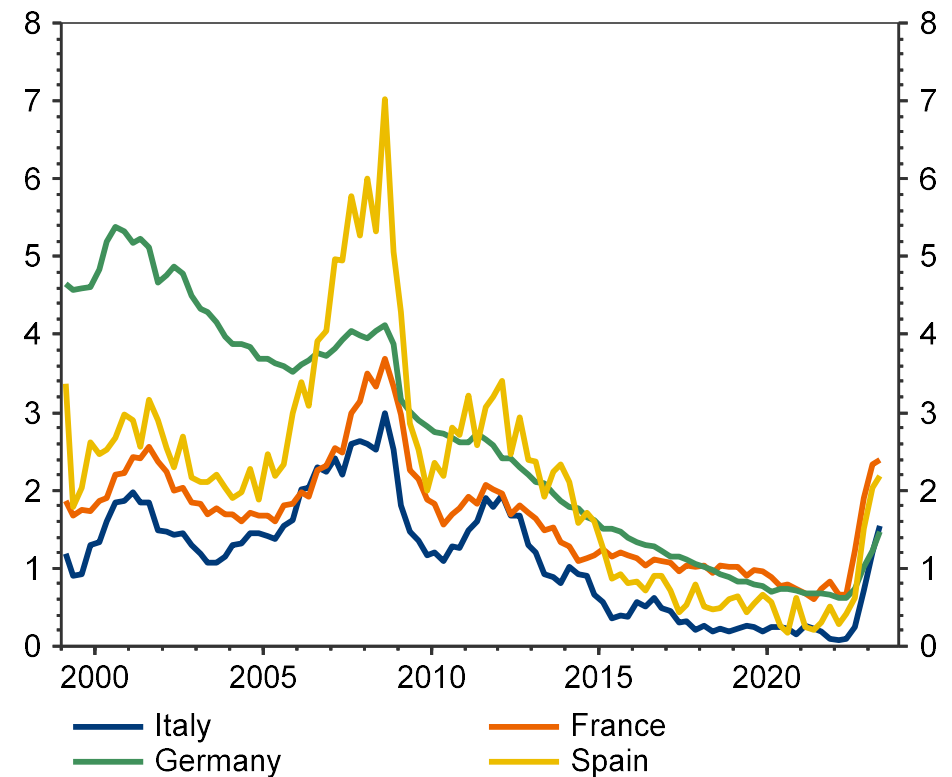
...ma le famiglie sono meno indebitate rispetto al passato...

Il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è al livello più basso dal 2009



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

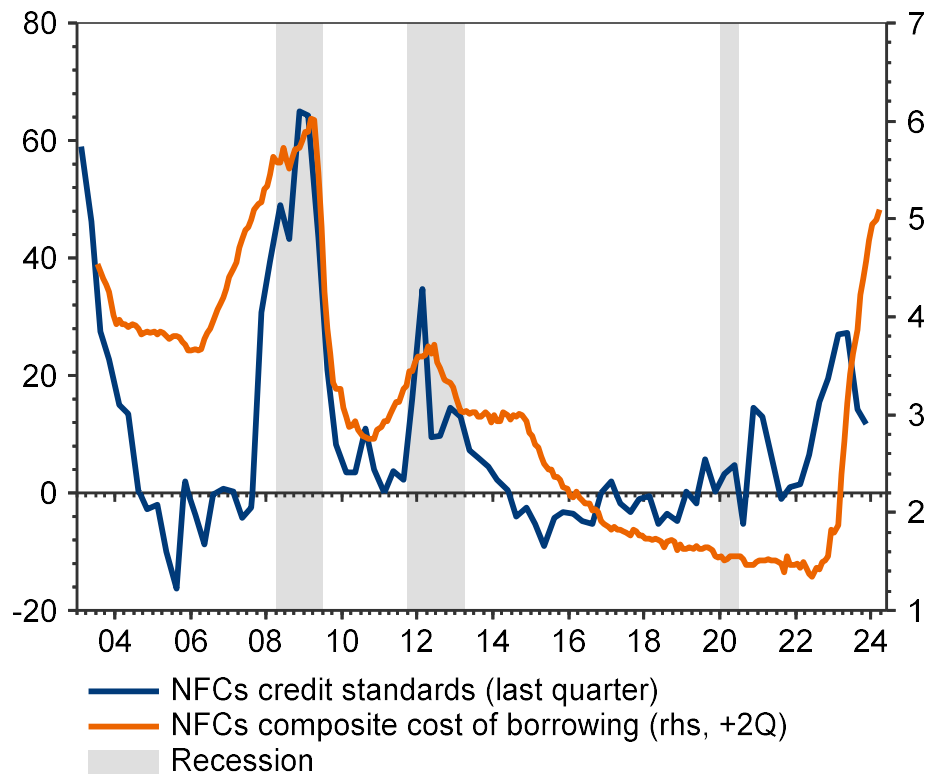
Interessi pagati dai nuclei familiari in rapporto al reddito disponibile in aumento solo moderato



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

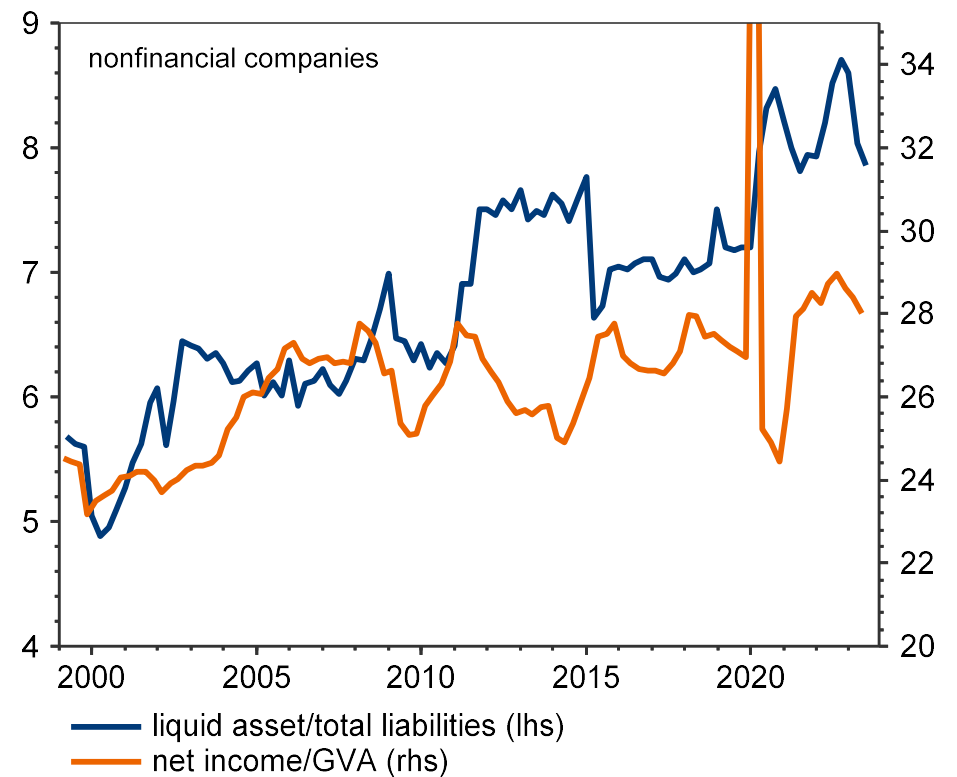
...e le imprese possono usare le riserve liquide

Costo del credito sui massimi dal 2009, condizioni creditizie ancora restrittive



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

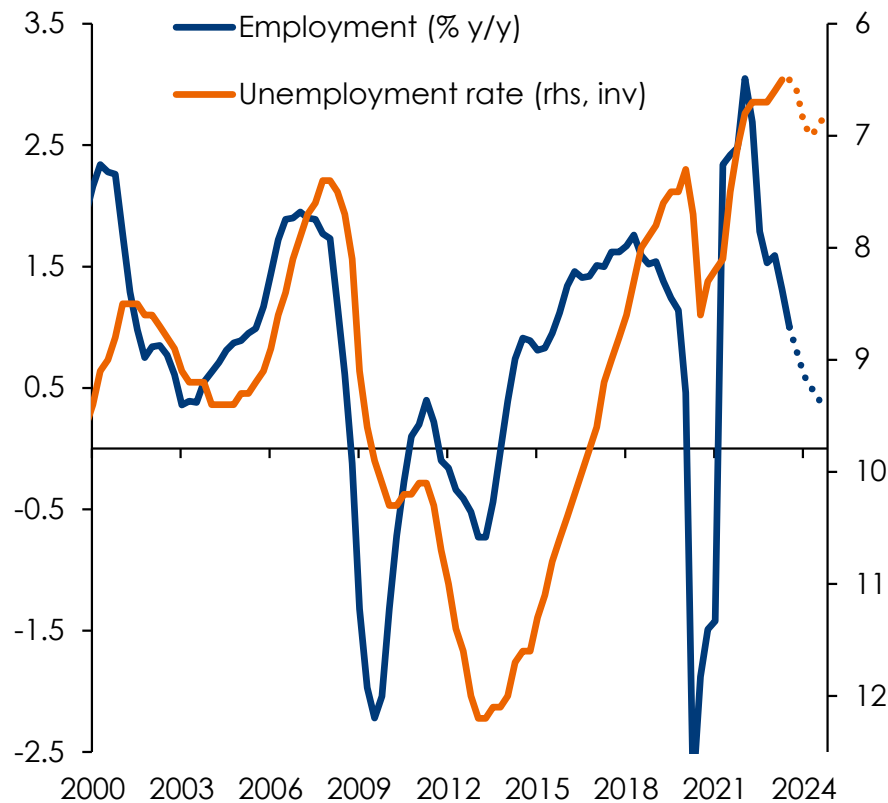
Le imprese non finanziarie hanno ampie riserve di liquidità e, in media, una buona redditività



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

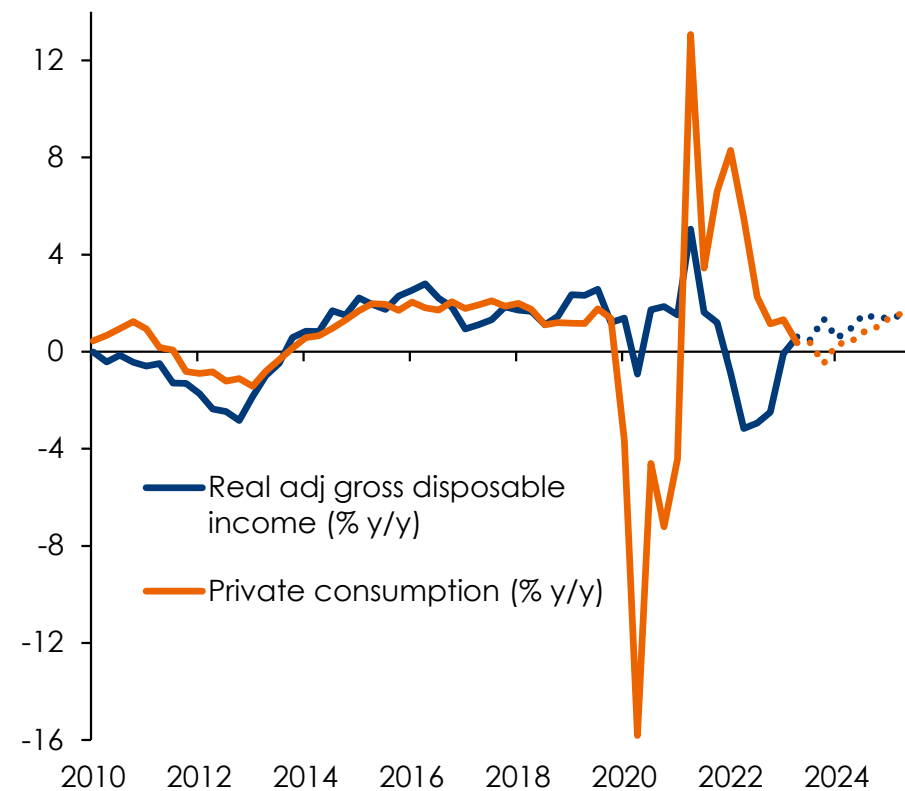
Sarà il recupero dei redditi reali a sostenere la ripresa

La crescita dell'occupazione rallenterà nei prossimi trimestri e il tasso di disoccupazione salirà moderatamente...



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

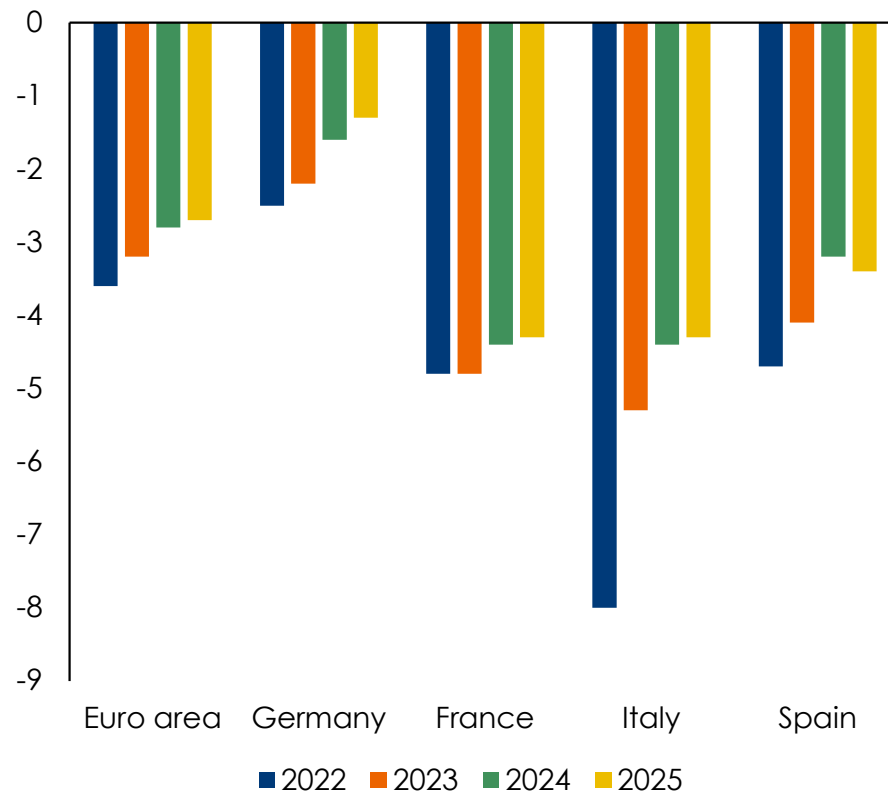
... ma il recupero dei salari dovrebbe consentire un ritorno in territorio positivo dei redditi da lavoro in termini reali



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

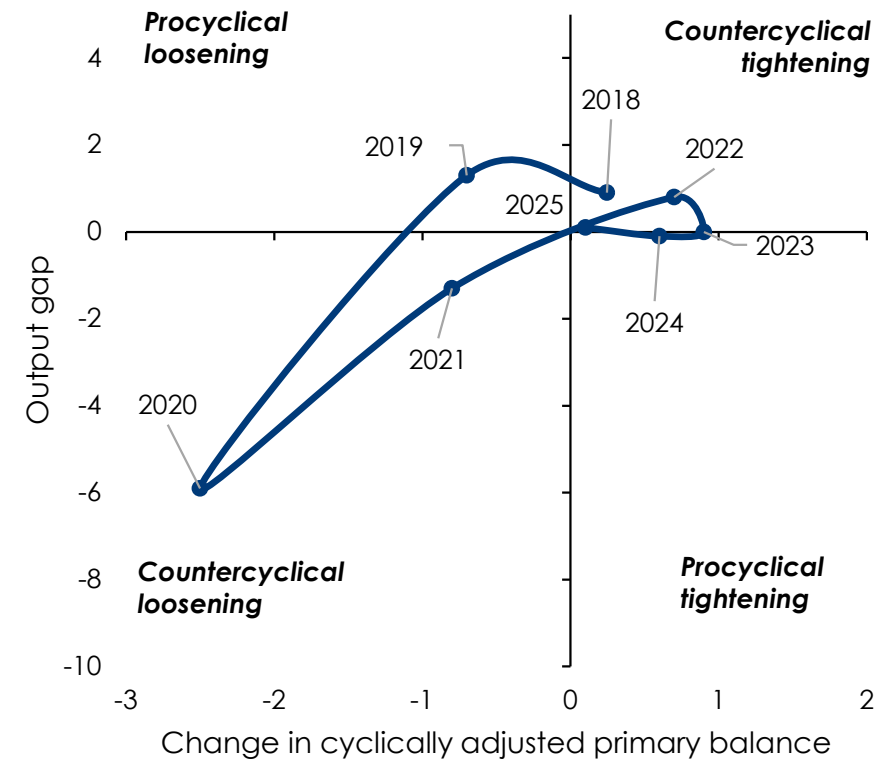
Meno supporto dalla politica fiscale

Secondo la Commissione Europea l'indebitamento netto in rapporto al PIL resterà superiore al 3% nei prossimi anni nelle principali economie (ad eccezione della Germania)



Fonte: AMECO

In area euro la politica fiscale dovrebbe farsi più restrittiva nel 2024 prima di tornare neutrale nel 2025



Fonte: AMECO

Area euro: previsioni macroeconomiche

	2022	2023p	2024p	2022	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.4	0.4	5.5	4.1	2.4	1.8	1.2	0.5	-0.1	-0.1	0.0	0.0
- t/t				0.7	0.8	0.3	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.1	0.2
Consumi privati	4.2	0.5	0.8	0.0	0.9	1.0	-0.7	0.2	0.0	0.4	0.1	0.2	0.3
Investimenti fissi	2.8	1.3	1.0	-0.5	0.5	1.2	-0.2	0.4	0.1	0.7	-0.1	0.1	0.3
Consumi pubblici	1.6	0.2	0.5	0.5	-0.2	-0.1	0.5	-0.6	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	7.4	-0.4	0.4	1.6	2.1	1.0	-0.1	0.0	-0.9	-1.2	0.1	0.3	0.4
Importazioni	8.0	-1.1	0.8	0.1	1.9	2.2	-1.1	-1.1	-0.2	-1.4	0.4	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.5	-0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	0.5	-0.7	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.4	1.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0										
Debito pubblico (% PIL)	91.0	90.0	89.7										
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.4	2.3	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	2.8	2.5	2.3
Produzione industriale (a/a)	2.2	-2.3	0.3	1.5	1.9	3.3	2.2	0.3	-1.2	-4.8	-3.6	-2.2	-0.3
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.6	6.7	6.9
Euribor 3 mesi	0.34	3.43	3.75	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.63	3.36	3.78	3.97	3.90	3.86

Fonte: Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

Agenda



L'inflazione: battaglia vinta?



Bassa crescita, ma senza vera recessione



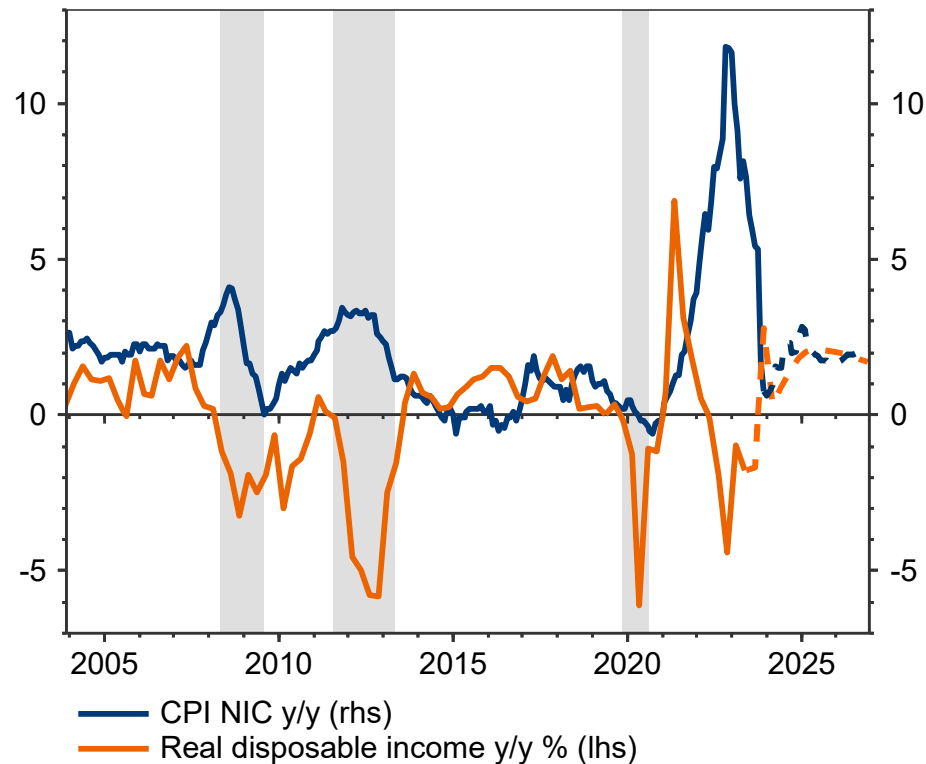
L'economia italiana



Forti (eccessive) attese di calo dei tassi

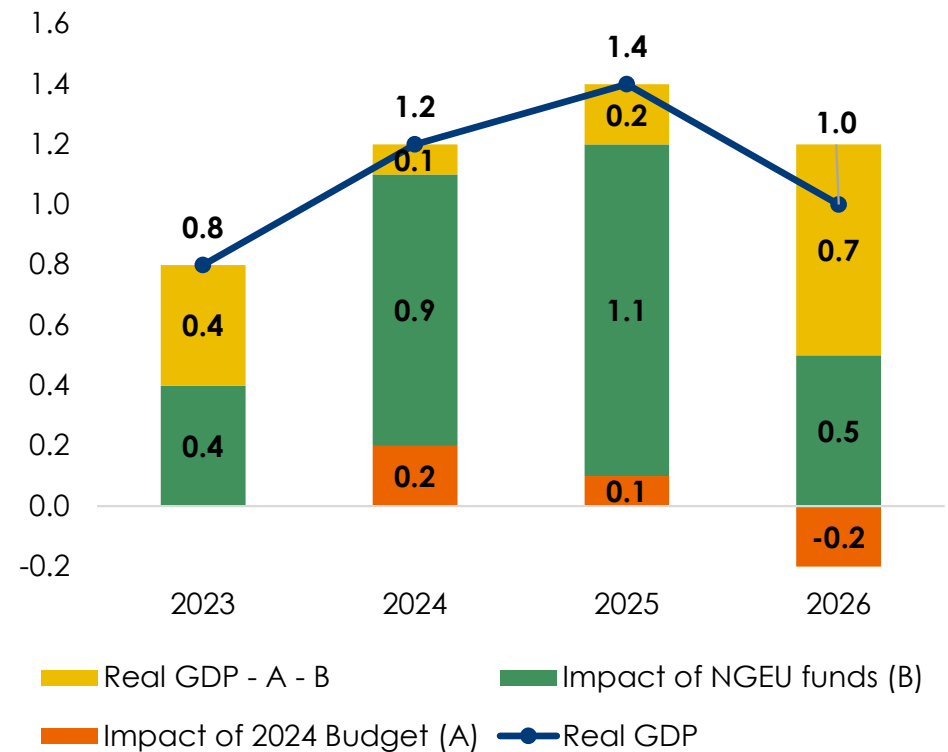
Il recupero di potere d'acquisto delle famiglie e il PNRR sono attesi sostenere la ripresa nel 2024...

Il potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe tornare a crescere su base annua a partire dal quarto trimestre del 2023, grazie all'attenuazione dell'inflazione



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

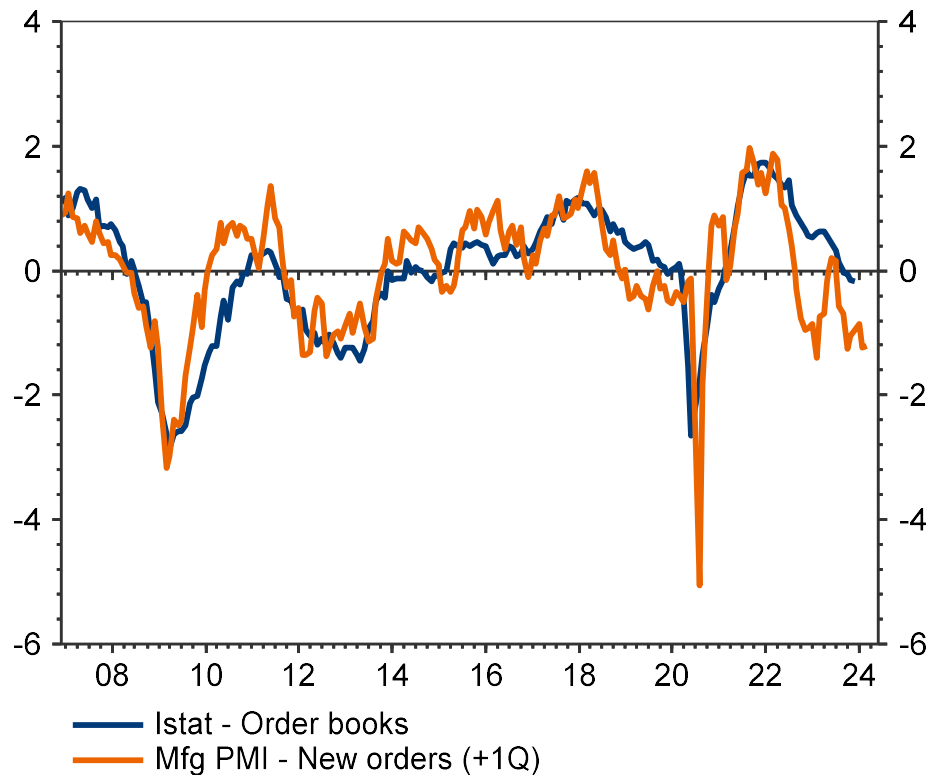
La politica fiscale rimarrà leggermente espansiva ma, secondo le stime del governo, il sostegno principale verrà dal PNRR



Fonte: Documento Programmatico di Bilancio 2024

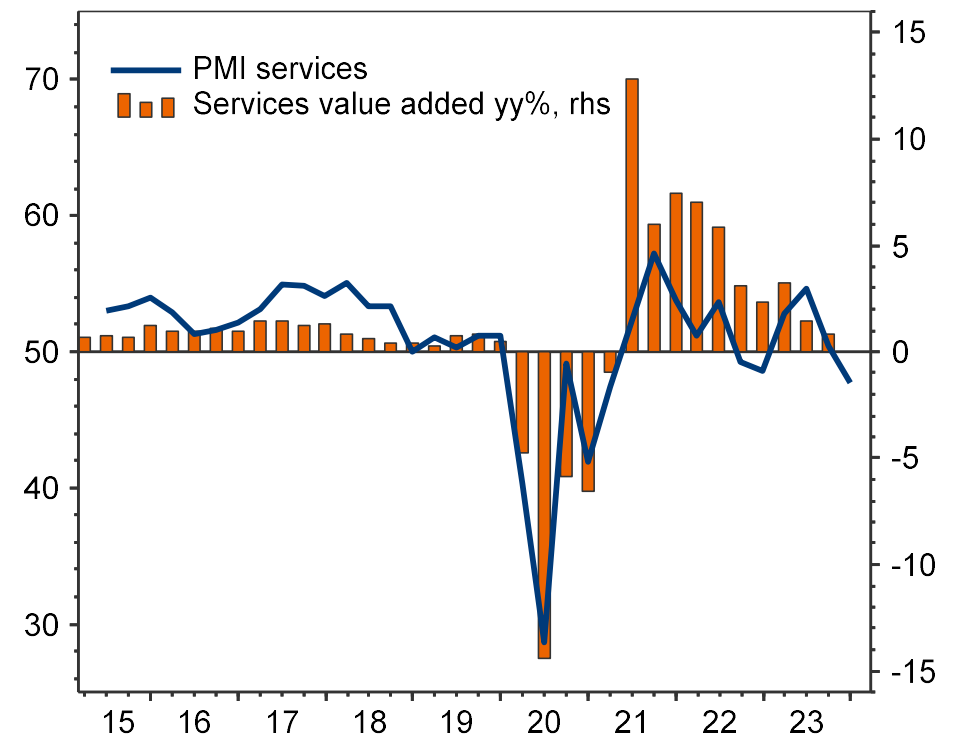
... ma le indagini segnalano un indebolimento del ciclo (non più solo nell'industria ma anche nei servizi)

Le indicazioni sugli ordini delle imprese manifatturiere non mostrano una ripresa



Nota: indici standardizzati.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Anche i servizi cominciano a perdere slancio

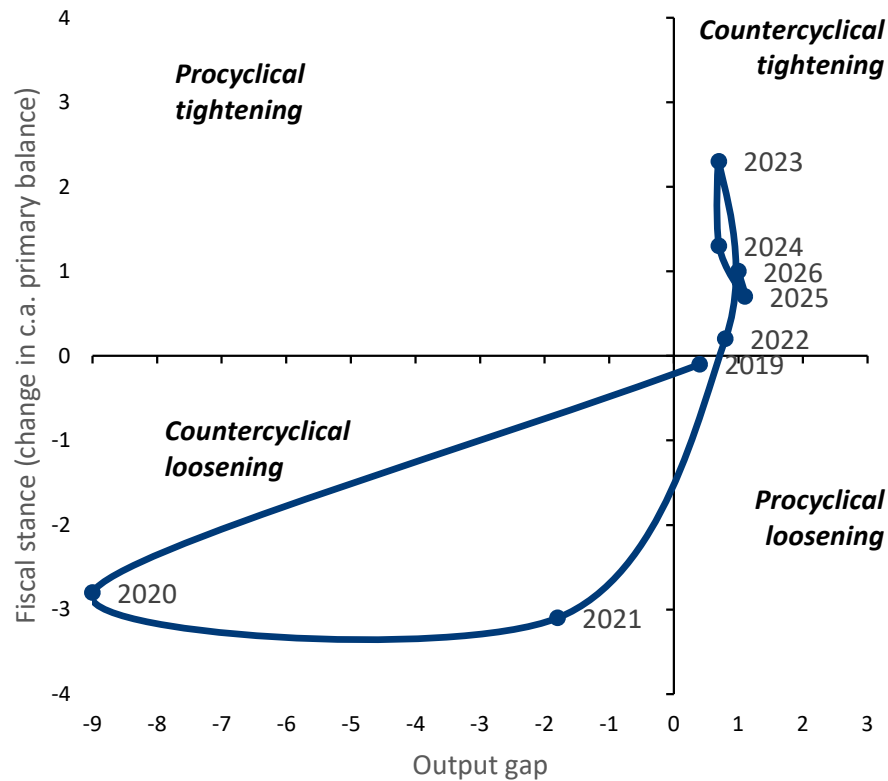


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La stance fiscale in senso lato è ancora espansiva

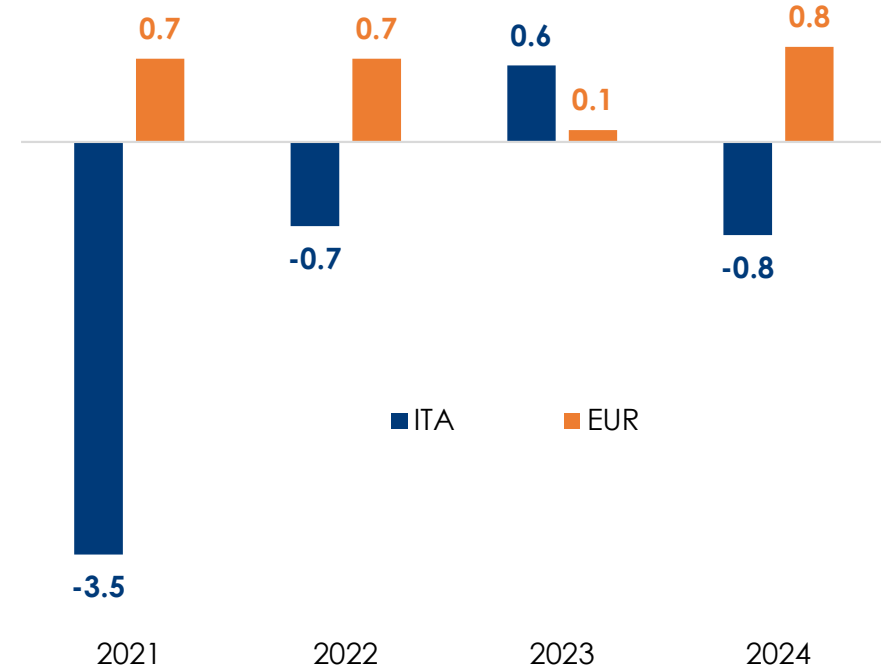
In teoria, la politica fiscale è entrata in territorio restrittivo dal 2023, ma l'inasprimento è dovuto alla scadenza delle misure contro gli alti prezzi dell'energia. Inoltre, la spesa finanziata da NGEU implica un allentamento della politica fiscale nel 2024.

Restrizione fiscale nel 2023-26...



Fonte: NADEF 2023, elaborazioni ISP

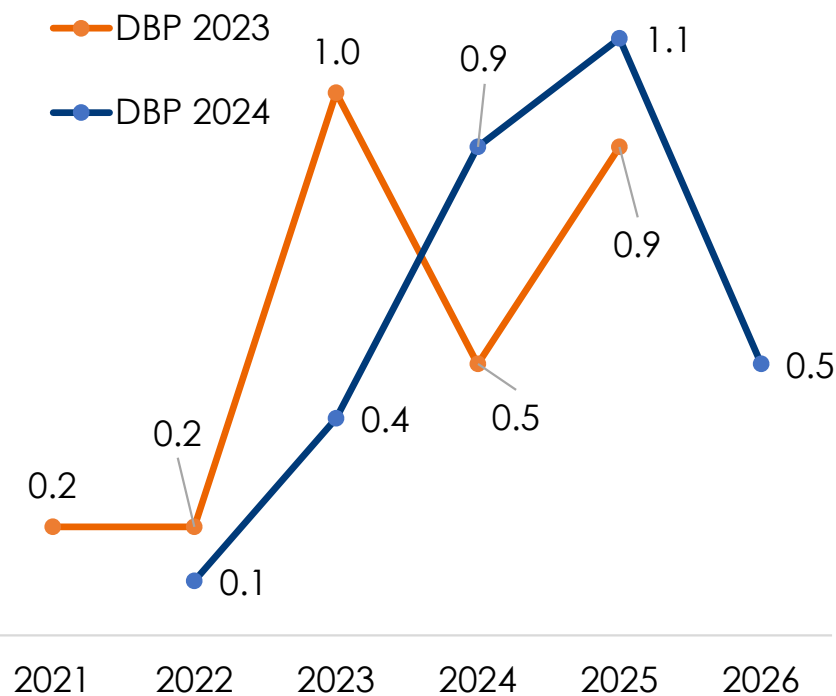
...ma il PNRR potrebbe più che compensare la stretta prevista nel 2024



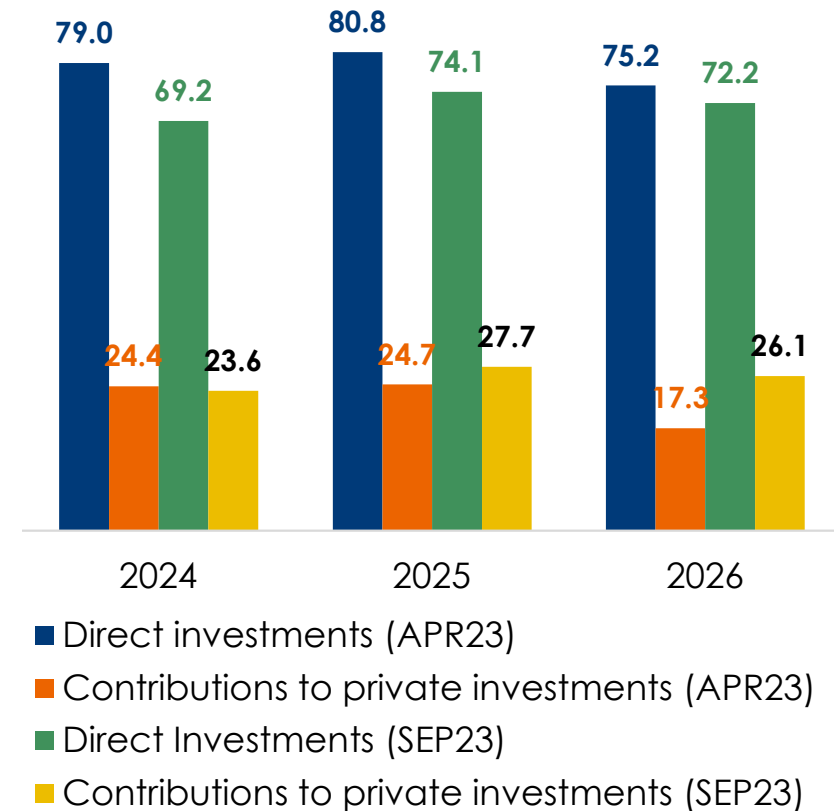
Stime della BCE per l'area dell'euro, settembre 2023 (variazione del saldo primario corretto per il ciclo al netto delle sovvenzioni NGEU); per l'Italia, stime NADEF corrette per le elaborazioni ISP sulla spesa effettiva finanziata dai fondi NGEU

PNRR: spostamento in avanti dell'attuazione degli interventi + spostamento di risorse dagli investimenti diretti ai contributi agli investimenti privati

Il governo nel DBP 2024 ha rivisto al ribasso la stima sull'impatto del PNRR sul PIL nel 2023, e al rialzo quella sul 2024 (impatto sulla crescita % a/a del PIL)



Nella NADEF il Governo ha tagliato la stima sugli investimenti pubblici per tutto il triennio 2024-26, alzando invece la stima sui contributi agli investimenti privati nel 2025-26

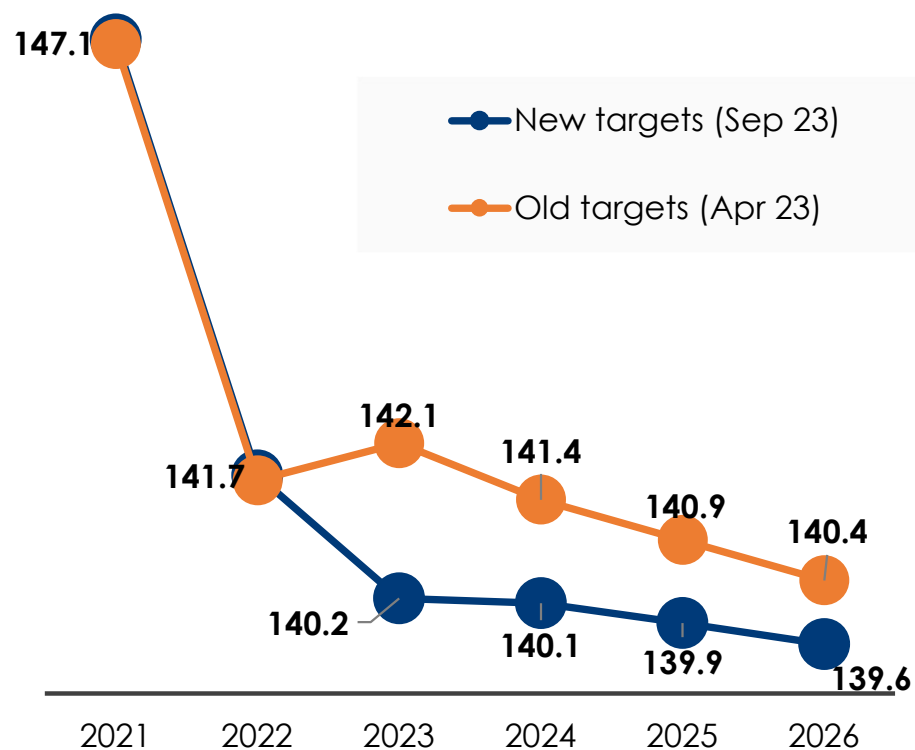


Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

... e potrebbe mettere a rischio la traiettoria discendente del debito

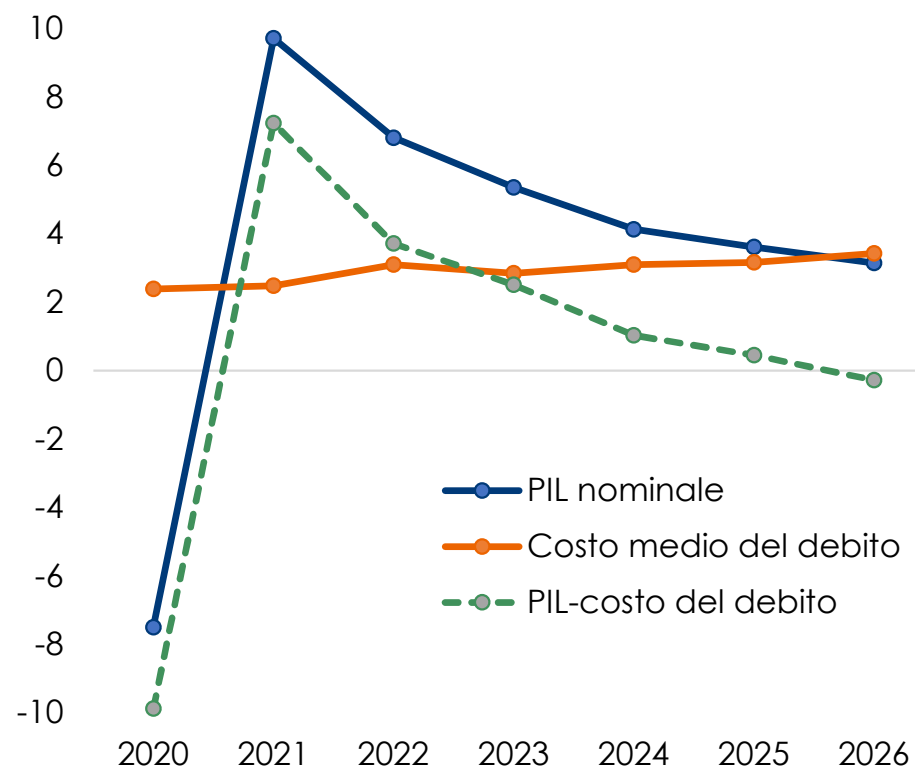
Debito/PIL solo -0,6% nel 2026 rispetto al 2023, e -1% è dovuto a un obiettivo di **privatizzazioni** che sembra ambizioso.

Tasso di crescita del PIL reale %:
scenari recenti del Governo
(programmatici e tendenziali)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

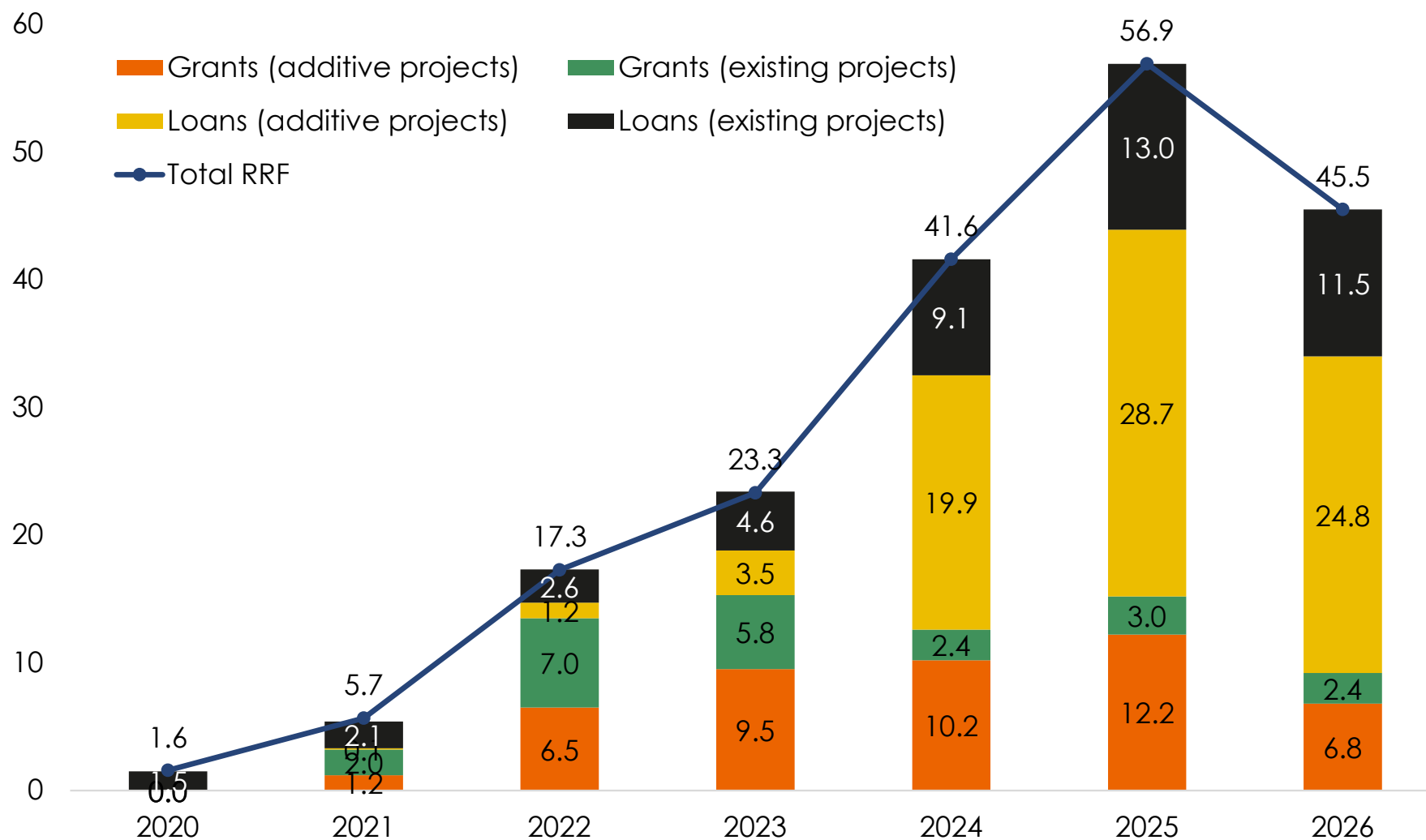
G-i è ancora favorevole,
ma meno che nel 2021-23



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

... per via dell'ipotesi di forte accelerazione sul PNRR

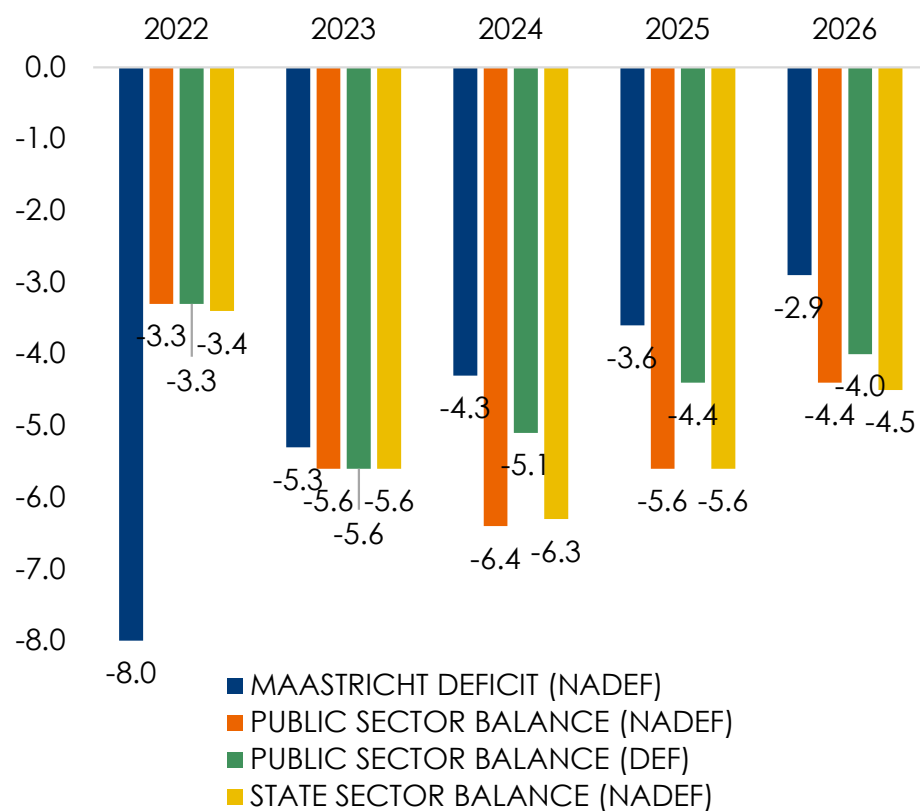
Assunzioni del governo sulla spesa finanziata da RRF (mld)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo, LC MA

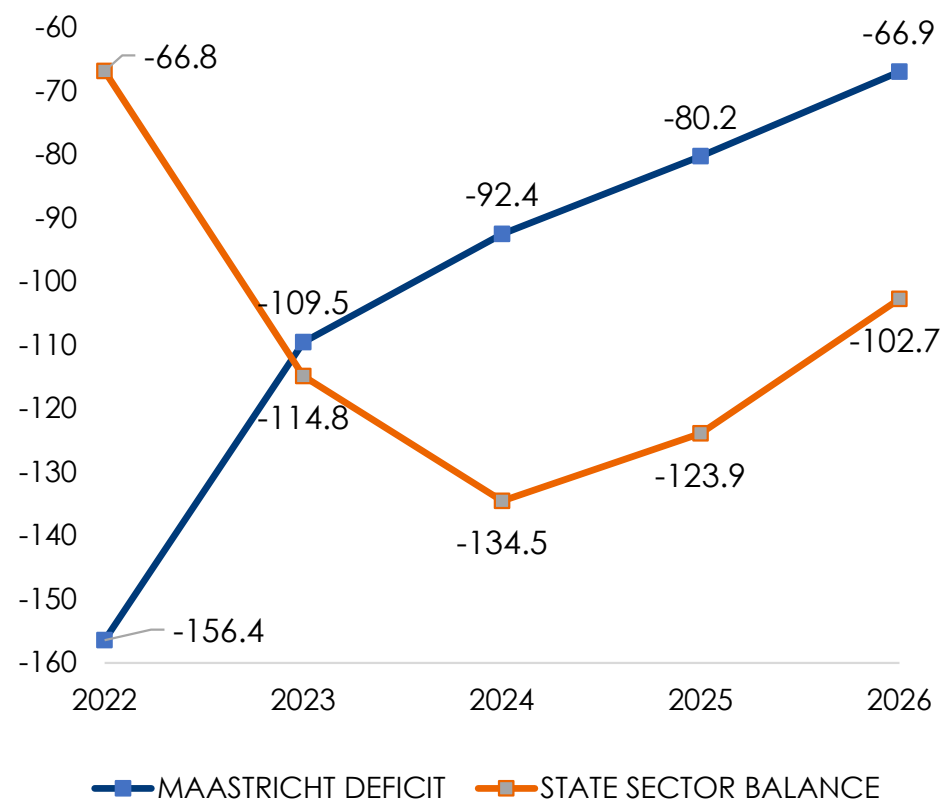
... poiché le prospettive per il fabbisogno di cassa sono peggiori di quanto stimato 6 mesi fa

Il fabbisogno di cassa della PA e del settore statale è significativamente superiore al deficit di competenza (% del PIL)



Fonte: NADEF 2023

Saldo di competenza della PA e saldo di cassa del settore statale (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

Italia: previsioni macroeconomiche

- Aumentati i **rischi al ribasso sulla crescita**, specie a cavallo d'anno.
- **Tasso di disoccupazione contenuto. L'inflazione stabile al 2% solo a inizio 2025.**
- L'incertezza sulla crescita nel 2024 è molto alta, con forze che agiscono in direzione opposta: nel 1° semestre dovrebbe prevalere l'impatto della stretta monetaria; nel secondo, il sostegno arriverà dal recupero del potere d'acquisto delle famiglie e dall'accelerazione della spesa finanziata dal PNRR.

	2022	2023p	2024p	2022		2023				2024			
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.9	0.7	0.7	2.6	1.6	2.1	0.3	0.1	0.3	-0.1	0.5	0.9	1.3
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4
Consumi privati	5.0	1.5	0.9	2.5	-1.6	0.6	0.0	0.7	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	10.1	0.5	0.2	-0.2	0.9	1.0	-2.0	-0.1	0.4	0.0	0.1	0.5	0.6
Consumi pubblici	0.7	-0.4	-0.1	-0.1	0.4	0.4	-1.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Esportazioni	10.7	-0.1	2.4	-0.1	1.5	-1.4	-1.1	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Importazioni	13.1	0.0	1.2	2.8	-2.1	0.2	0.7	-2.0	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	-0.2	-0.3	-0.2	-0.7	0.4	0.8	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Parite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.4	-4.6										
Debito pubblico (% PIL)	141.7	140.9	140.9										
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	5.9	1.8	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	1.1	1.1	1.6	2.2	2.5
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.3	0.2	0.3	-2.0	-1.3	-3.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.5	0.6	0.8
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.6	7.8	8.0	7.9	7.8
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.19	4.09	3.50	4.13	4.13	4.09	4.18	4.36	4.11	4.19	4.07	4.00
Spread BTP-Bund 10 anni (pb)	188	171	159	218	200	182	172	160	169	161	162	159	156

Agenda



L'inflazione: battaglia vinta?



Bassa crescita, ma senza vera recessione



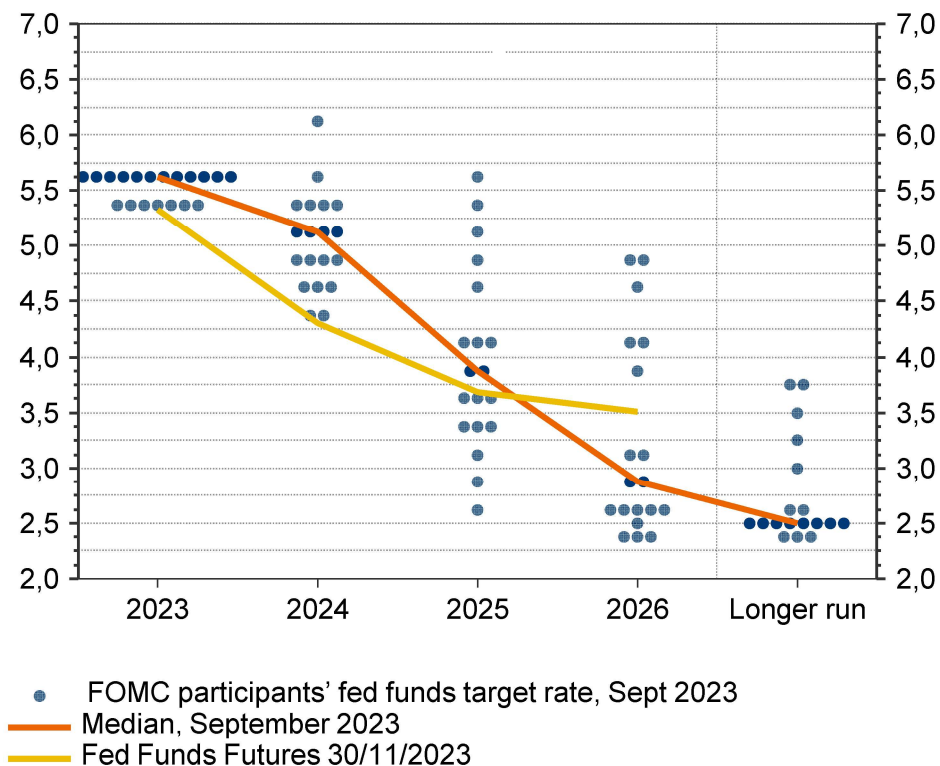
L'economia italiana



Forti (eccessive) attese di calo dei tassi

Fed a fine corsa, ma i tassi resteranno alti a lungo

Grafico dot plot alla riunione di settembre



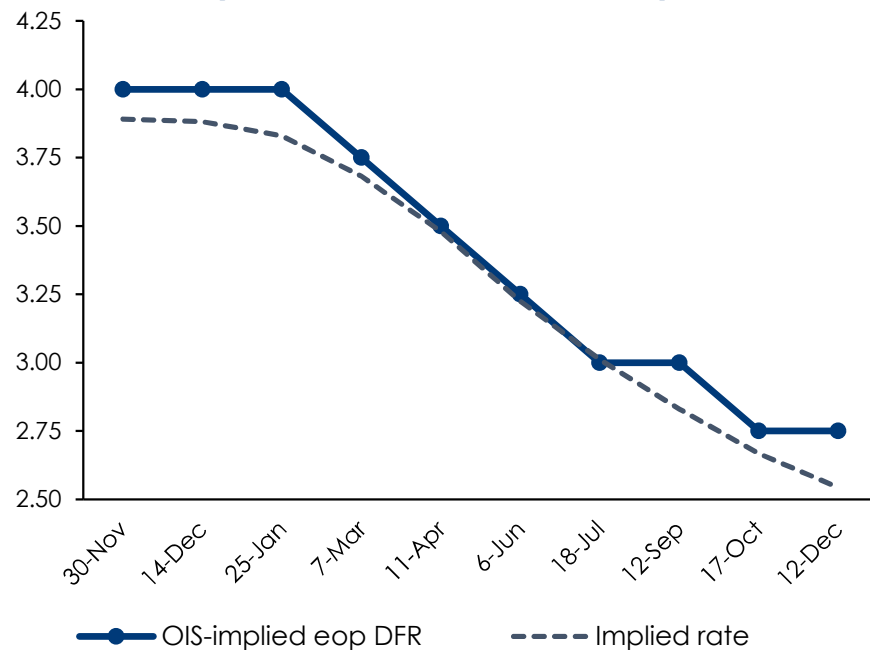
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream.

- A novembre il FOMC ha mantenuto i tassi fermi per la seconda riunione consecutiva ma non ha escluso l'opzione di un ultimo intervento.
- Sulla scia degli ultimi dati di inflazione e di occupazione, riteniamo **che il picco sui tassi sia stato raggiunto ma che difficilmente la Fed possa tagliare i tassi già nella prima metà dell'anno.**
- **Manteniamo dunque settembre 2024 come periodo di inversione del ciclo monetario. Vediamo i fed funds a 5% a fine 2024 e al 4,50% a fine 2025.**

BCE: ora tassi stabili ancora per diversi mesi

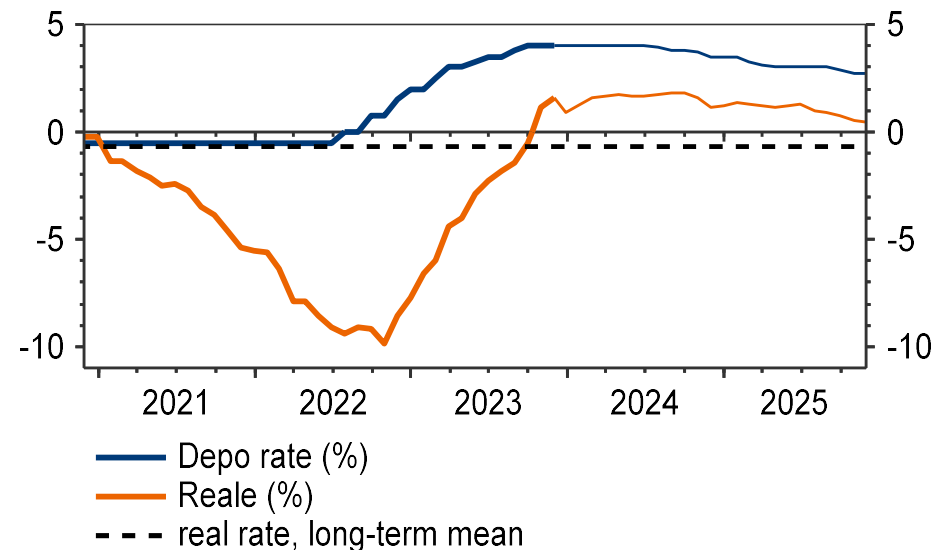
La BCE ha segnalato che mantenere il DFR al 4% **abbastanza a lungo** potrebbe essere sufficiente a conseguire l'obiettivo di inflazione nel 2025. Ciò potrebbe significare fino a luglio/settembre, se lo scenario base è corretto; fino alla primavera, se invece l'eurozona sperimentasse una significativa contrazione del PIL nei prossimi mesi, o se l'inflazione calasse molto più del previsto.

Ora il mercato sconta tagli dei tassi ufficiali BCE fin da aprile 2024, per un totale di ben 125pb



Nota: il DFR implicito è calcolato assumendo spread invariato rispetto a ESTR e arrotondando ai 25pb più vicini. Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv

Nello nostro scenario base, i tassi vengono tagliati da settembre per evitare l'aumento dei tassi reali a breve termine

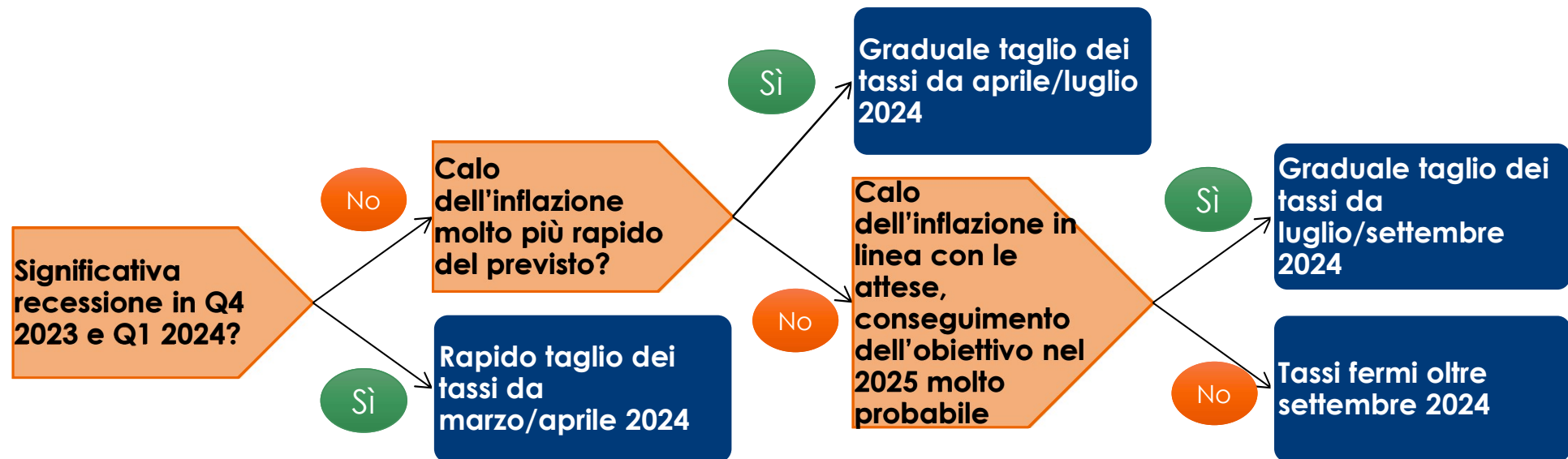


Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo. Il tasso reale previsto è calcolato sulla base delle nostre proiezioni sul DFR e sull'inflazione.

Come la BCE gestirà la fase di allentamento

Il livello di restrizione della politica monetaria dovrebbe essere ridotto all'aumentare della probabilità di conseguimento dell'obiettivo, poiché la politica monetaria agisce con ritardo. Elementi cruciali: instaurarsi di una significativa recessione (improbabile), andamento dell'inflazione rispetto alle previsioni, rallentamento della dinamica salariale.

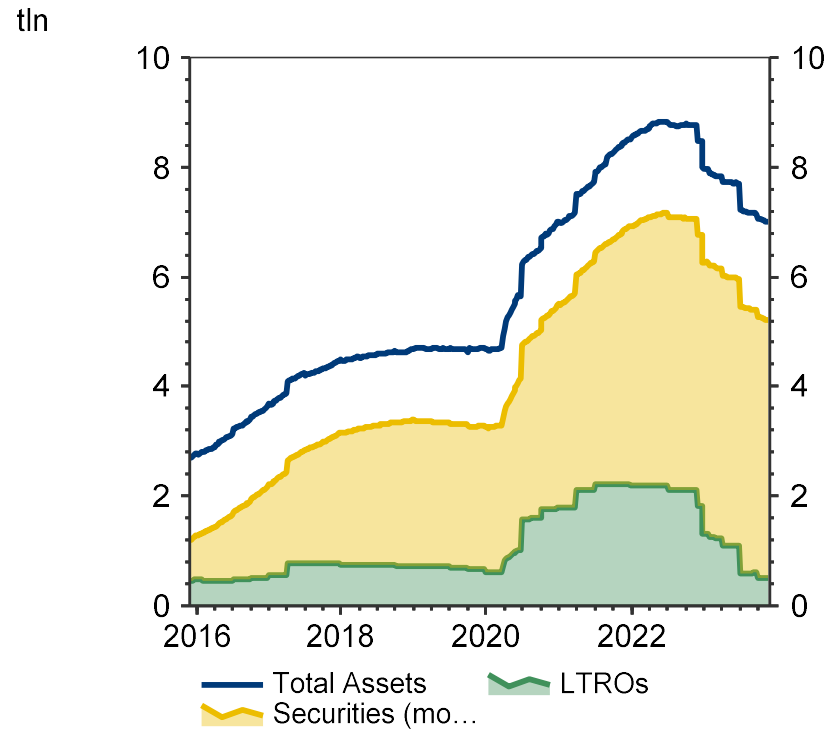
Tuttavia, la reazione dei mercati (calo dei tassi a medio/lungo termine) può anticipare gli effetti dell'allentamento.



Continuerà il drenaggio dell'eccesso di riserve

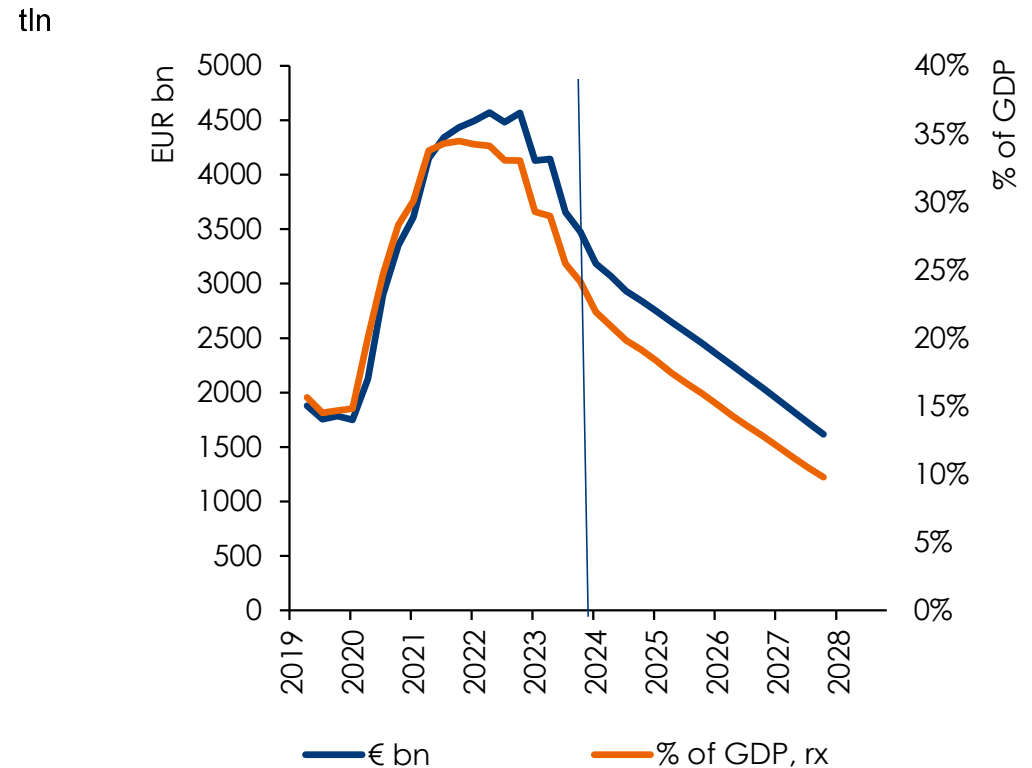
La BCE ha interrotto i reinvestimenti del portafoglio APP ad inizio luglio. **Non è ancora prevista l'estensione del QT al portafoglio PEPP** (ostacoli: tensioni su debito italiano, mancata riforma PSC). Alcuni governatori hanno proposto di aumentare la riserva obbligatoria già lo scorso luglio, senza successo, ma potrebbero tornare alla carica con la revisione dell'*operational framework*.

Con il rimborso delle TLTRO, l'attivo della BCE è costituito soprattutto da titoli



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

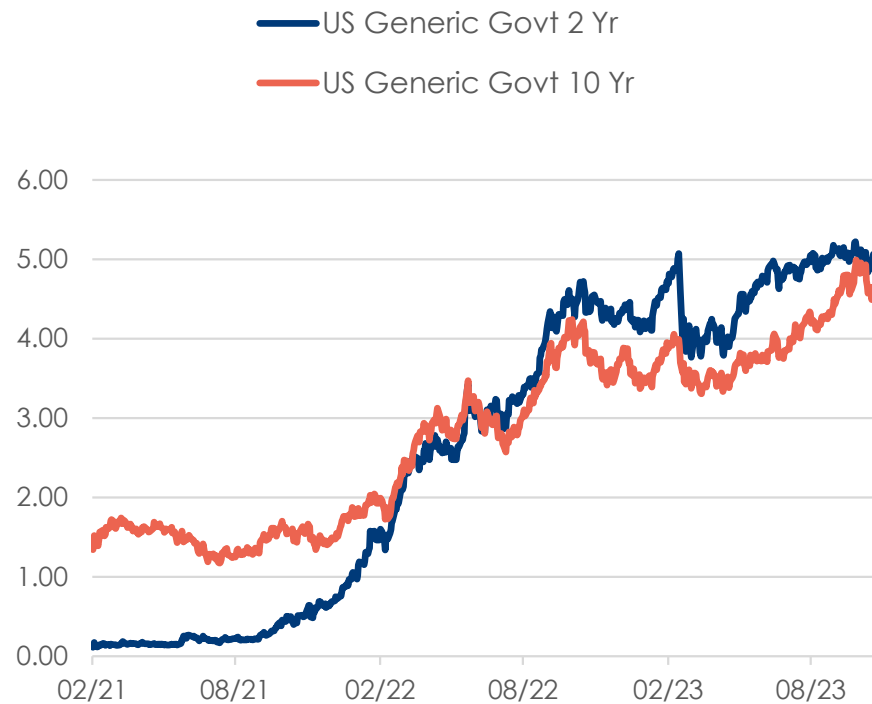
Il drenaggio della liquidità in eccesso è stato rapido e poco problematico, finora



Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

Mercato obbligazionario governativo

- I rendimenti nominali dei benchmark governativi a lungo termine hanno raggiunto nuovi massimi ad ottobre e sono ora in moderata discesa.
- Nel medio termine, il calo dell'inflazione a livello globale ed una transizione verso *stance* meno restrittive saranno i temi dominanti di mercato.

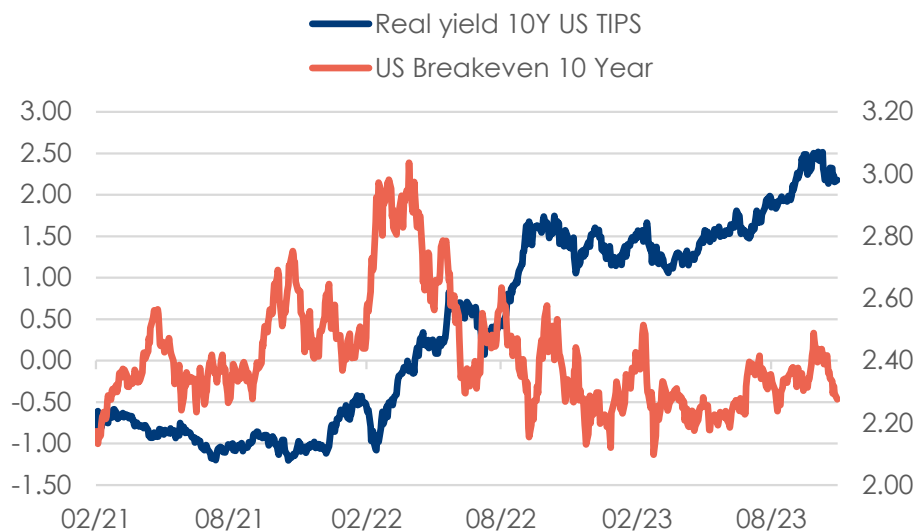


Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Mercato obbligazionario governativo

UST

- Il rientro delle BEI dai massimi si è accompagnato al rialzo della componente reale determinando un aumento dei rendimenti nominali.
- La componente reale ha fatto segnare nuovi massimi ma è attesa calare su valori più in linea con la dinamica di lungo termine.



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

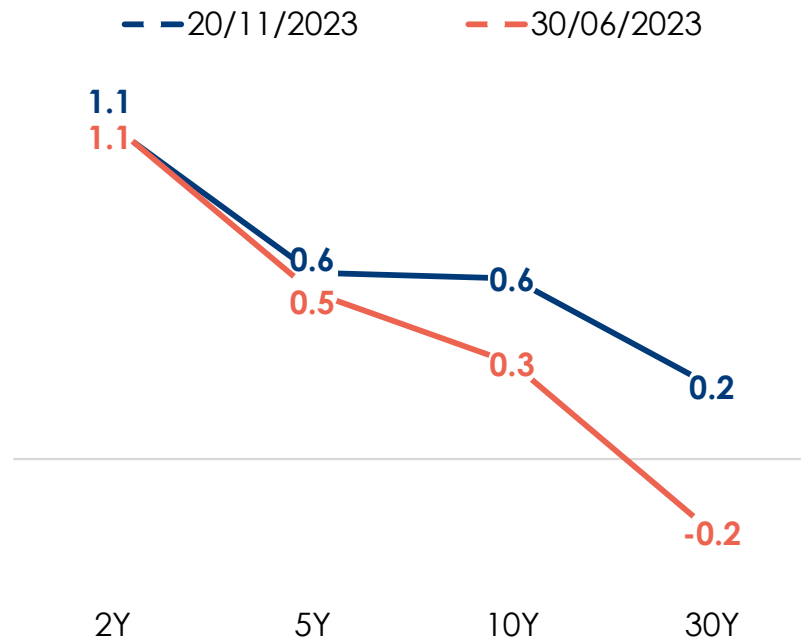
Bund

- Il contributo della componente reale ha spiegato gran parte dell'aumento dei rendimenti nominali.
- I rendimenti reali hanno spazio per salire nel breve mentre sarà la componente di inflazione a ridursi favorendo un ribasso dei rendimenti nominali.

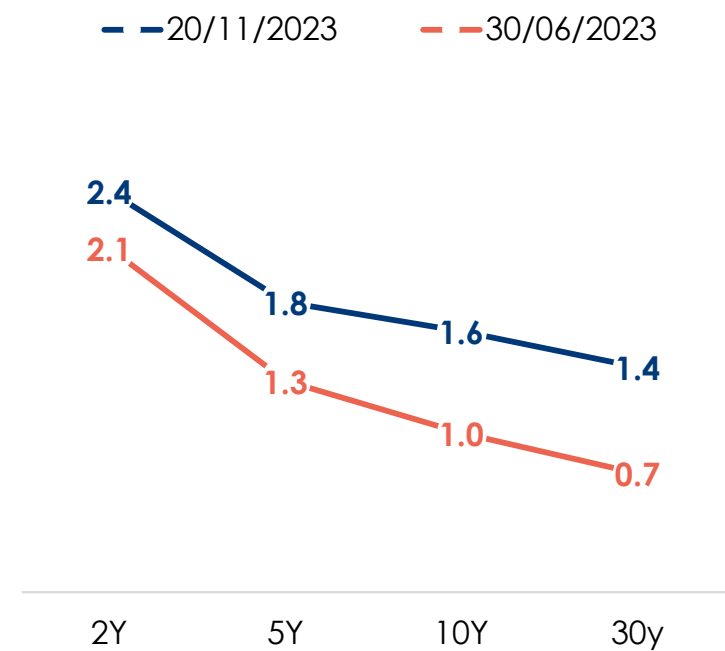


Tassi reali EUR e USD in territorio ancora più restrittivo

Curva tassi reali EUR (%)



Curva tassi reali USD (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Previsioni rendimenti governativi

US Treasury

	20/11/23	03/24	06/24	09/24	12/24
2Y Forecast	4.91	4.90	4.70	4.20	3.90
Forward		4.65	4.51	4.39	4.32
5Y Forecast	4.47	4.50	4.30	3.90	3.70
Forward		4.39	4.35	4.32	4.31
10Y Forecast	4.47	4.40	4.20	3.90	3.70
Forward		4.44	4.44	4.44	4.44
30Y Forecast	4.62	4.60	4.40	4.10	4.00
Forward		4.59	4.58	4.57	4.57

Slope

2/10Y	-44	-50	-50	-30	-20
Forward		-20	-7	5	12
2/5Y	-44	-40	-40	-30	-20
Forward		-26	-16	-7	-1
10/30Y	16	18	20	23	26
Forward		15	14	13	12

US Treasury-Bund Spread

	20/11/23	03/24	06/24	09/24	12/24
2Y	192	178	176	164	162
5Y	192	182	180	160	170
10Y	186	170	160	150	150
30Y	181	170	155	140	150

BTP-Bund Spread

	20/11/23	03/24	06/24	09/24	12/24
2Y	57	120	120	90	90
5Y	121	160	160	130	130
10Y	172	210	210	190	190
30Y	203	235	240	220	220

Bund

	20/11/23	03/24	06/24	09/24	12/24
2Y Forecast	2.98	3.12	2.94	2.56	2.28
Forward		2.70	2.50	2.36	2.31
5Y Forecast	2.55	2.68	2.50	2.30	2.00
Forward		2.42	2.35	2.31	2.30
10Y Forecast	2.61	2.70	2.60	2.40	2.20
Forward		2.58	2.56	2.56	2.56
30Y Forecast	2.82	2.90	2.85	2.70	2.50
Forward		2.78	2.77	2.76	2.77

Slope

2/10Y	-38	-42	-34	-16	-8
Forward		-12	6	20	25
2/5Y	-43	-44	-44	-26	-28
Forward		-27	-15	-5	-1
10/30Y	21	23	25	27	29
Forward		20	21	21	20

OAT-Bund Spread

	20/11/23	03/24	06/24	09/24	12/24
2Y	35	30	30	15	15
5Y	38	45	45	33	33
10Y	56	60	60	50	50
30Y	86	90	90	85	85

Bonos-Bund Spread

	20/11/23	03/24	06/24	09/24	12/24
2Y	44	60	50	40	40
5Y	70	75	75	60	60
10Y	99	110	110	100	100
30Y	140	150	150	145	145

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

La fine anticipata dei reinvestimenti del PEPP rappresenta un rischio aggiuntivo

Titoli di Stato italiani: emissione netta e impatto del roll-off dei portafogli dell'Eurosistema (miliardi di euro)

	2022	2023		2024
		Base	Base	Scenario di rischio
Emissione netta (ex BOT)	43	90	90	90
Flussi netti della BCE	37	-24	-40	-66
Emissione netta Flussi netti della BCE	6	114	130	156

NOTA: lo scenario di base prevede il reinvestimento del portafoglio PEPP nel 2024, mentre lo scenario di rischio prevede la cessazione dei reinvestimenti a partire dal gennaio 2024.

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Nuovo massimo per la quota di attività finanziarie delle famiglie investita in BTP

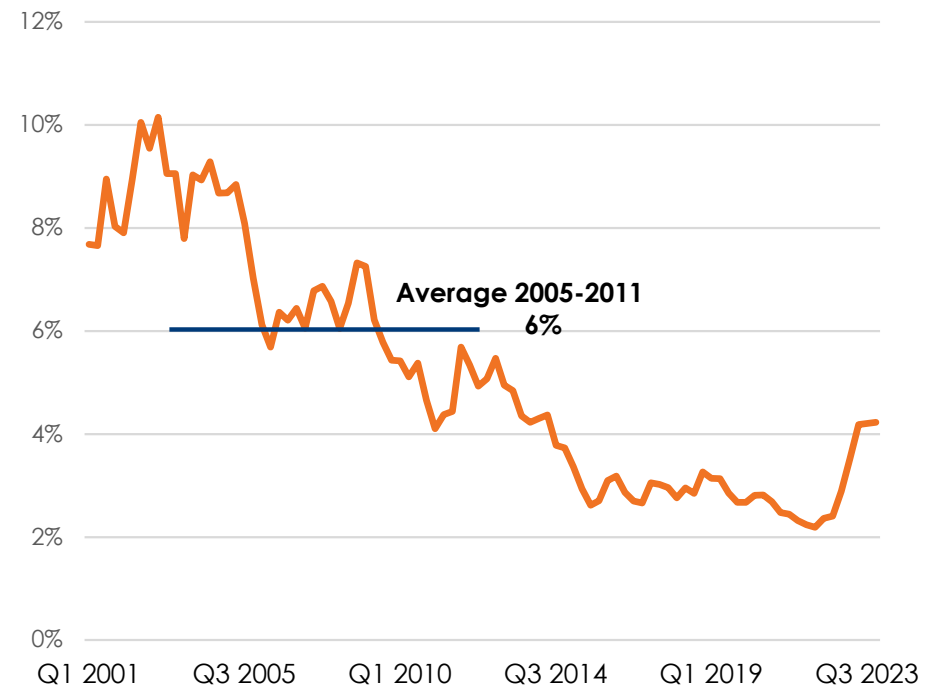
- 2023 Q1-Q2, acquisti netti:
 - 20mld di BOT e 1.3mld di CCT
 - 56mld di BTP, 10bn obbligazioni bancarie

- Acquisti netti di 100mld porterebbero la quota al 6% delle attività finanziarie totali

Households: Government bonds % total bonds



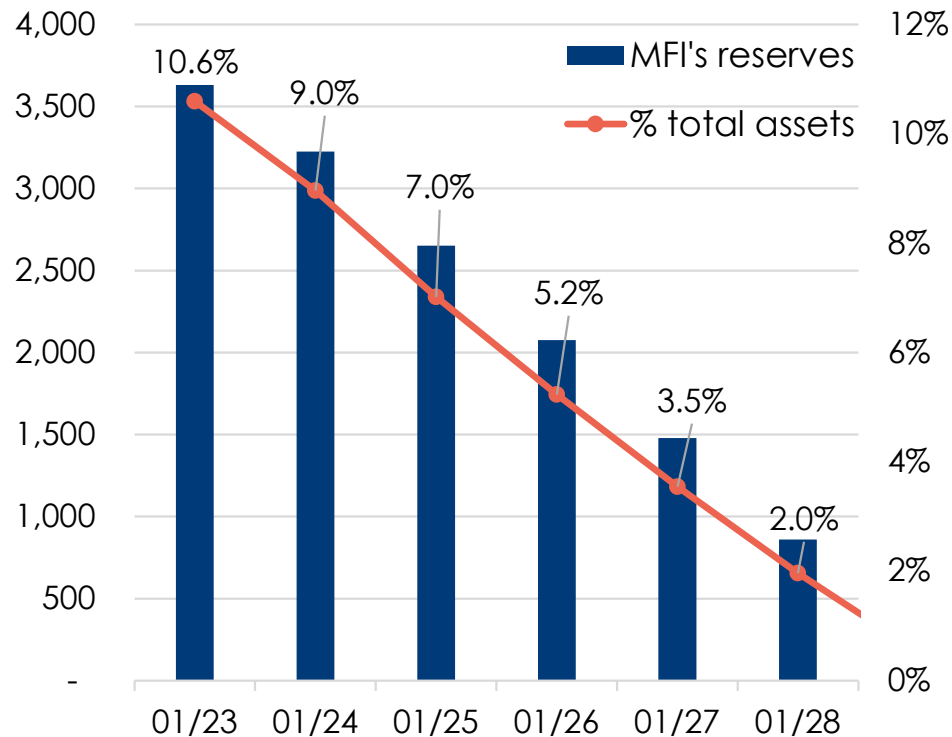
Households: Government bonds % total assets



Fonte: Banca d'Italia, Intesa Sanpaolo

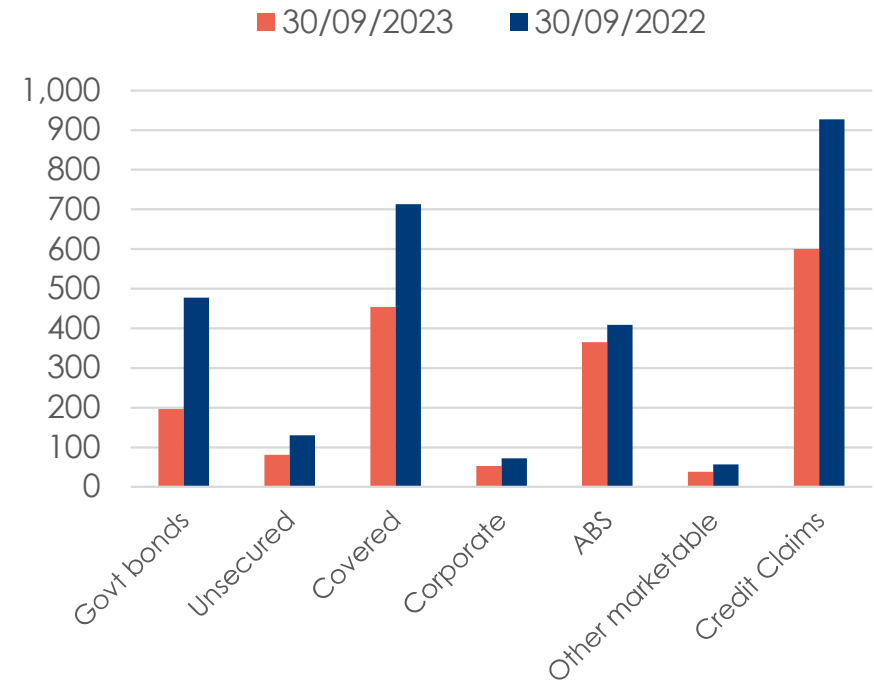
Si prevede che le riserve in eccesso delle banche diminuiscano, il che può ridurre le posizioni obbligazionarie

Scenario di riduzione delle riserve delle banche EA con un roll-off di 15 miliardi al mese del PEPP (*) (Miliardi di euro e % delle attività totali su rx)



(*) Nell'ipotesi di una crescita del circolante del 5% annuo e di un utilizzo di OMR e LTRO vicino al 3% del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo

Garanzie impegnate in operazioni BCE (EUR mld)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Le istituzioni finanziarie nazionali possono essere chiamate a intervenire per assorbire parte dell'offerta netta di titoli di stato

Best case

	2023 gen-ago	2023	2024
Emissione netta	94	104	105
eurosistema	-9	-25	-40
Estero	24	30	40
Banche	-9	-8	35
Altri intermediari finanziari	-4	-2	20
Famiglie	92	109	50



Depositi -2.9%
(2023: -4,1%)

Caso intermedio

	2023 gen-ago	2023	2024
Emissione netta	94	104	105
eurosistema	-9	-25	-40
Estero	24	30	40
Banche	-9	-8	15
Altri intermediari finanziari	-4	-2	10
Famiglie	92	109	80



Depositi -3.6%

Worst case

	2023 gen-ago	2023	2024
Emissione netta	94	104	105
eurosistema	-9	-25	-66
Estero	24	30	30
Banche	-9	-8	40
Altri intermediari finanziari	-4	-2	15
Famiglie	92	109	86



Depositi -3.9%

Negativo per
le condizioni
finanziarie

Valute

Cambio EUR/USD sensibile ai tempi della svolta di politica monetaria di BCE e Fed.

Lo JPY potrebbe essere favorito dall'asincronia della politica monetaria giapponese.

	Valori storici					04-12-23	Previsioni				
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m		+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.13	1.05	1.07	1.08	1.07	1.0857	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	113	134	140	146	149	146.60	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.32	1.23	1.24	1.26	1.24	1.2658	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.04	0.99	0.97	0.95	0.96	0.9473	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/SEK	10.34	10.86	11.55	11.87	11.68	11.2968	11.50	11.20	10.80	10.60	10.30
EUR/NOK	10.39	10.30	11.79	11.47	11.84	11.6811	11.50	11.50	11.20	11.00	10.50
EUR/DKK	7.44	7.44	7.45	7.45	7.46	7.4562	7.44	7.44	7.44	7.44	7.45
USD/CAD	1.28	1.35	1.34	1.36	1.37	1.3533	1.35	1.32	1.30	1.28	1.26
AUD/USD	0.70	0.68	0.66	0.65	0.65	0.6645	0.64	0.67	0.70	0.72	0.74
NZD/USD	0.67	0.64	0.61	0.59	0.60	0.6187	0.58	0.60	0.63	0.65	0.67
EUR/JPY	128	142	150	158	160	159.21	160	156	150	142	139
EUR/GBP	0.85	0.86	0.86	0.85	0.87	0.8576	0.87	0.87	0.87	0.88	0.88
EUR/CAD	1.45	1.42	1.44	1.47	1.47	1.4696	1.45	1.45	1.44	1.44	1.44
EUR/AUD	1.62	1.55	1.62	1.67	1.65	1.6335	1.68	1.64	1.59	1.56	1.54
EUR/NZD	1.68	1.64	1.77	1.82	1.79	1.7545	1.85	1.83	1.76	1.72	1.70

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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 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 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.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 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

A cura di:

Luca Mezzomo, Paolo Mameli, Chiara Manenti, Aniello Dell'Anno, Andrea Volpi,
Macroeconomic Analysis - Intesa Sanpaolo