

Focus area euro

Manifattura e shock energetico: il peggio deve ancora venire

Il settore industriale pesa per circa un quarto dei consumi energetici nell'area euro, ed è inevitabile che nei prossimi mesi l'attività manifatturiera subisca in misura piuttosto marcata l'impatto dello shock sui prezzi. I settori più penalizzati sono quelli ad alta intensità di energia che da soli pesano per due terzi sui consumi nell'industria, e che hanno già iniziato a mostrare una maggiore debolezza rispetto al resto della manifattura. Riteniamo però che lo shock sui prezzi non abbia ancora completamente dispiegato il proprio impatto recessivo e che, sia nei settori energivori che nel resto dell'industria, il peggio debba ancora venire: ci aspettiamo un calo piuttosto marcato della produzione industriale in Italia e nel complesso dell'Eurozona tra fine 2022 e inizio 2023.

21 ottobre 2022

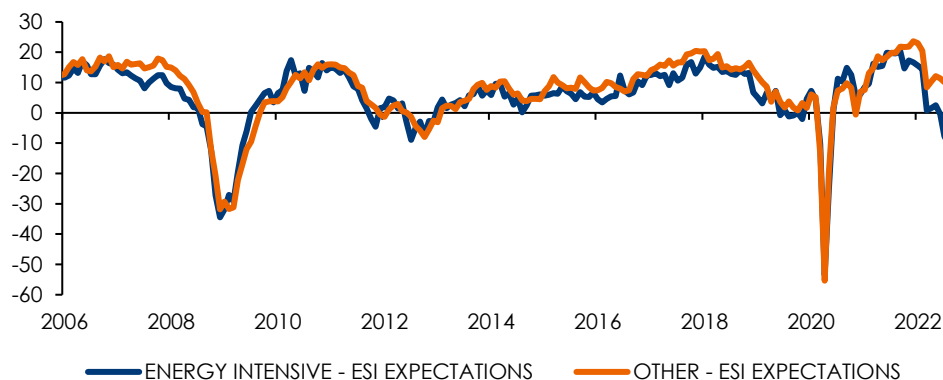
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Le indagini di fiducia suggeriscono che per il momento sono i settori energivori a subire in gran parte l'impatto dello shock energetico, ma il peggio deve ancora venire (anche per gli altri comparti)

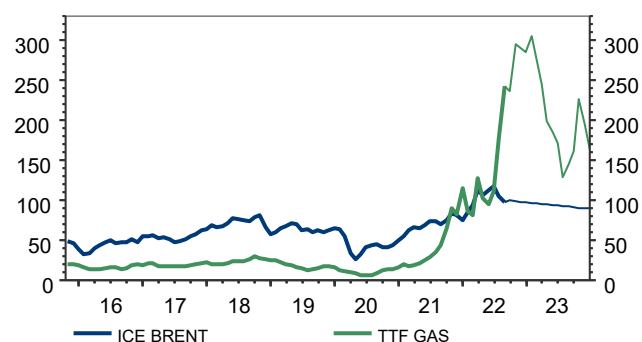


Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Area euro: manifattura in contrazione tra fine 2022 e inizio 2023

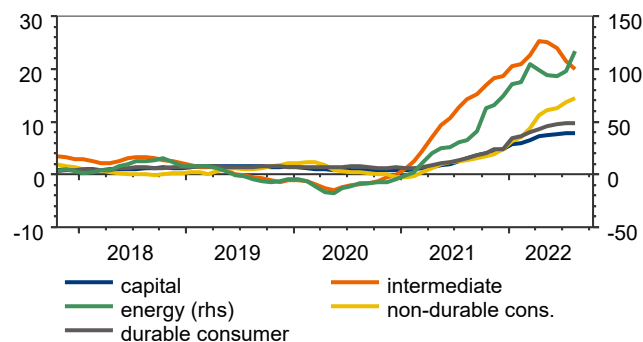
Gli ultimi 12 mesi sono stati caratterizzati da un brusco incremento dei prezzi delle materie prime energetiche che hanno contribuito a spingere al rialzo i costi produttivi delle imprese. Lo shock più importante è stato registrato sui mercati del gas naturale, ma anche il petrolio staziona su quotazioni storicamente elevate. Fino al 1° semestre del 2021 i prezzi del gas si aggiravano intorno ad una media di poco meno di 20 euro al MWh, con un grado di volatilità assai limitato. A partire dalla seconda metà dello scorso anno i prezzi hanno iniziato a salire rapidamente, in un contesto di riduzione delle forniture e bassi livelli di riempimenti degli stoccaggi, per poi esplodere dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina.

I prezzi di gas e petrolio resteranno su livelli elevati a lungo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

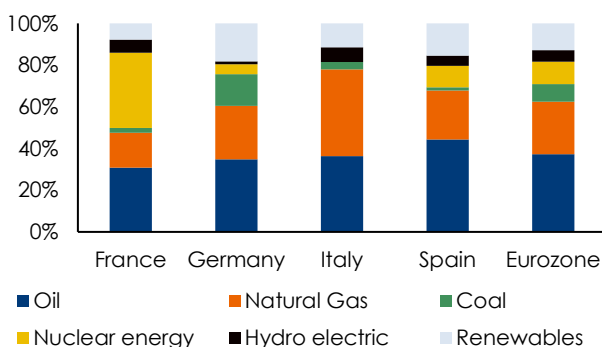
Lo shock sui prezzi energetici ha trainato i prezzi alla produzione e si è trasferito anche agli altri comparti



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

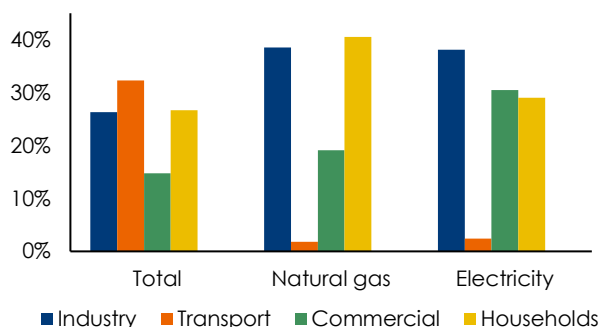
In area euro l'aumento dei prezzi di gas e greggio, che rappresentano oltre il 60% delle fonti di energia primaria (quasi l'80% in Italia), si trasferisce di conseguenza anche sui prezzi dell'elettricità con effetti su tutti gli utilizzatori di energia, e non solo sui consumatori diretti di gas naturale e greggio. In particolare, **il settore industriale pesa per circa un quarto dei consumi energetici nell'area euro, ed è inevitabile che nei prossimi mesi l'attività manifatturiera subisca in misura piuttosto marcata l'impatto dello shock.**

L'area euro è particolarmente esposta ai rincari di gas e petrolio



Nota: fonti di energia primaria in % del totale. Fonte: Intesa Sanpaolo, BP Statistical Review of World Energy 2021

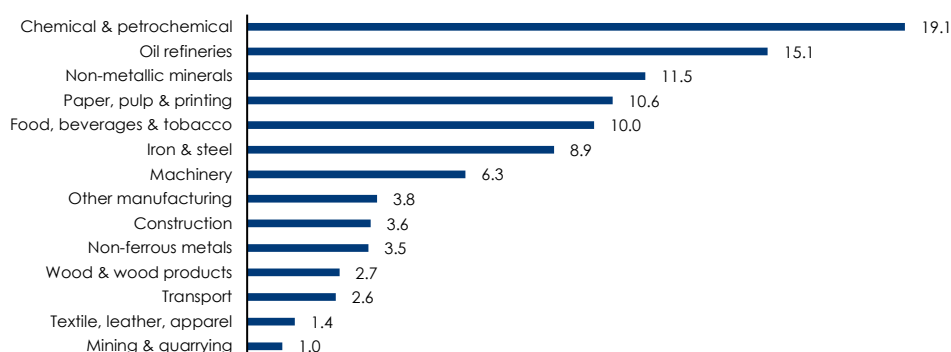
L'industria pesa per un quarto dei consumi energetici, e quasi il 40% di quelli di gas ed elettricità



Nota: la produzione di energia è inclusa tra gli usi industriali. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

All'interno della stessa industria, **non tutti i settori sono colpiti in egual modo**: i più penalizzati sono i comparti ad alta intensità di energia come chimica, raffinazione, lavorazione dei minerali non metalliferi, industria della carta e metallurgia di base, che nell'insieme pesano per due terzi sui consumi nell'industria dell'Eurozona.

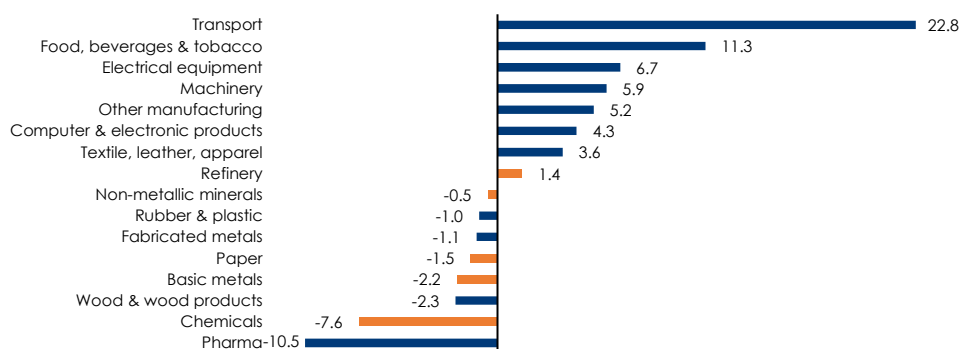
Consumo di energia per settore (% totale industria)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

I settori indicati hanno un peso di circa il 16% sul totale dell'industria (quasi il 20% sulla sola manifattura), ed hanno già iniziato a mostrare segnali di deciso indebolimento. La produzione nella chimica è in calo di quasi -8% rispetto allo scorso anno, e anche gli altri comparti sono in territorio negativo in termini tendenziali. L'unica eccezione è rappresentata dalla raffinazione che però, dopo aver beneficiato dell'aumento di attività sull'onda del rialzo del prezzo del greggio, sta iniziando anch'essa a rallentare sulla scia della frenata della domanda globale.

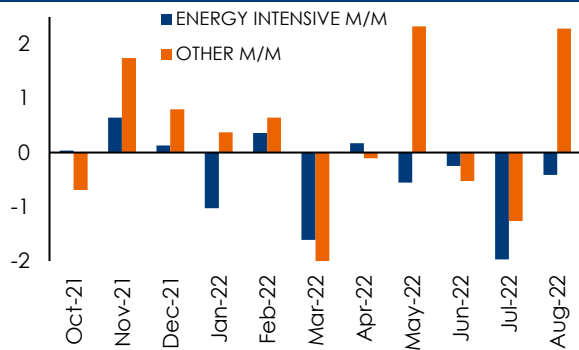
Produzione industriale per settore (var % a/a, agosto 2022)



Nota: i settori energivori sono evidenziati in arancione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

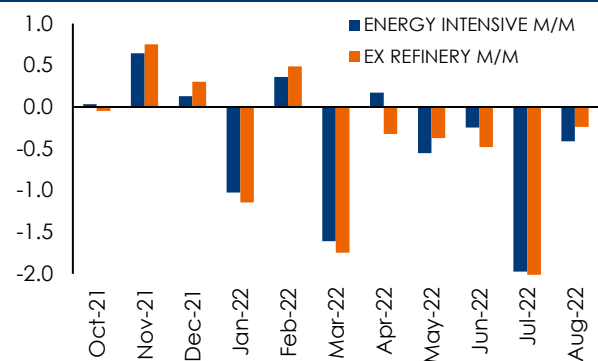
Abbiamo creato un indice sintetico di produzione manifatturiera nei settori energivori utilizzando i pesi relativi dei singoli comparti rispetto al totale. **I dati mostrano una netta divergenza in termini di attività tra l'indice dei settori energy-intensive e quello che raggruppa gli altri comparti manifatturieri:** ad agosto la produzione degli energivori è calata per il quarto mese (-0,4% m/m da un precedente -2%) ed è in contrazione di -3,8% rispetto ad un anno prima. Se per le ragioni indicate in precedenza si dovesse escludere la raffinazione, l'output risulterebbe in calo su base congiunturale per il sesto mese consecutivo, con una flessione tendenziale di -4,1%.

Ad agosto la produzione nei settori ad alta intensità di energia è calata per il quarto mese



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

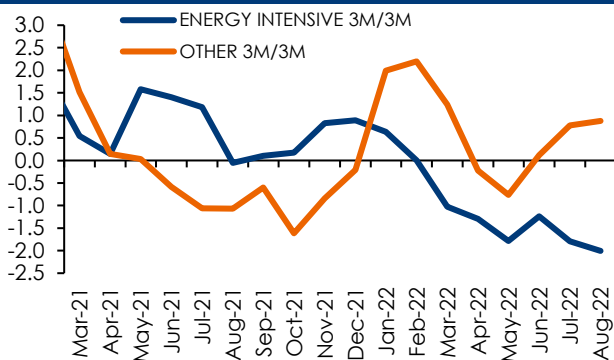
Escludendo la raffinazione, la debolezza degli energivori sarebbe ancora più accentuata



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

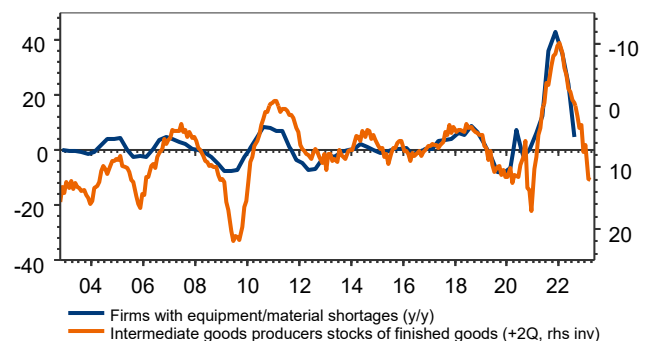
A fronte della frenata registrata dagli energivori, **il resto della manifattura sembra mostrare una certa resilienza**. Negli ultimi mesi le indagini di fiducia hanno iniziato ad evidenziare chiare indicazioni di frenata della domanda, ma per tutto il 1° semestre i dati di produzione sono risultati complessivamente migliori delle attese e negli ultimi tre trimestri il settore industriale nel suo complesso ha contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto, smentendo le previsioni di contrazione.

Negli ultimi mesi si nota una divergenza nei dati di produzione industriale tra settori energivori e il resto della manifattura



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

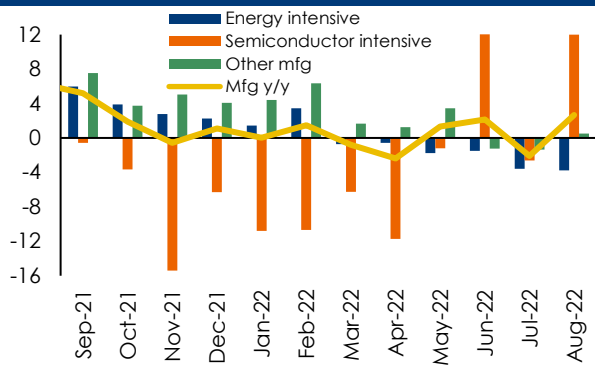
L'allentamento delle strozzature all'offerta potrebbe aver giocato un ruolo nel sostenere l'attività produttiva nei mesi estivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

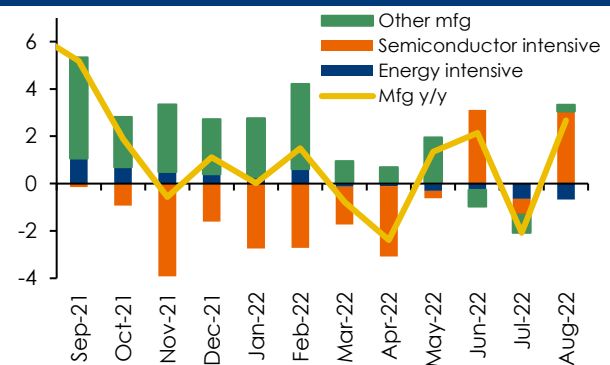
È possibile che l'inattesa tenuta sia imputabile alla presenza di commesse invece la cui lavorazione ha sostenuto l'output in un contesto di calo dei nuovi ordinativi, **coadiuvata anche dall'allentamento dei colli di bottiglia all'offerta**. Ciò può essere vero in particolare per i settori più colpiti dalla scarsità di semiconduttori (trasporti, elettronica, computer e materiali elettrici), che sembra aver raggiunto un punto di svolta.

Variation % a/a della produzione per settore



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

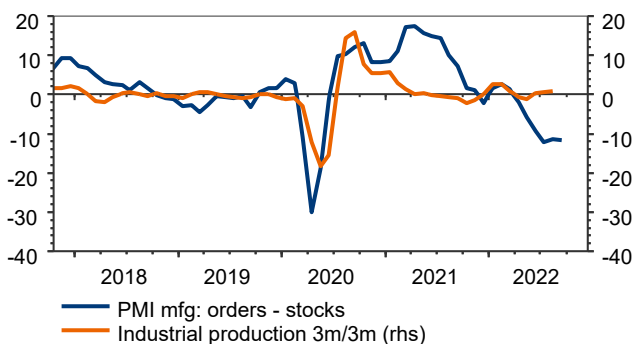
Contributi alla variazione % a/a della produzione manifatturiera



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

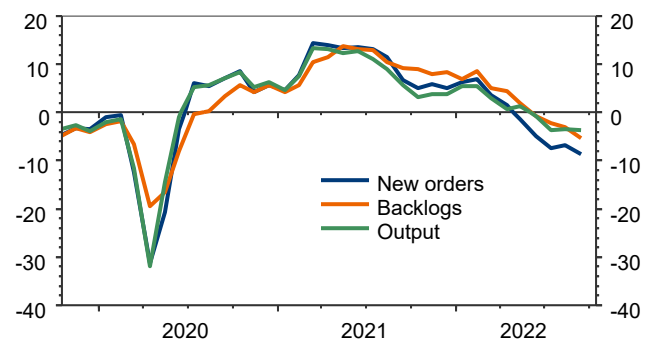
Ci aspettiamo però che il peggio debba ancora venire per tutti i settori in questione. La domanda sta infatti calando rapidamente e a ritmi più veloci delle attese, come dimostra il progressivo accumulo di scorte di merce invenduta, mentre le stesse commesse inevase, che fino a pochi mesi fa rappresentavano uno dei principali elementi di sostegno per l'attività, sono anch'esse in fase di diminuzione. Si segnala inoltre come il rallentamento non sia limitato all'Eurozona, ma stia ormai coinvolgendo gran parte dell'economia globale; difficilmente si assisterà dunque ad un'inversione nei prossimi mesi, e il deterioramento della domanda non potrà che proseguire.

Il calo degli ordinativi e l'accumulo di merce invenduta anticipa una contrazione della produzione nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Le imprese non potranno più fare affidamento sulle commesse inevase per sostenere la produzione



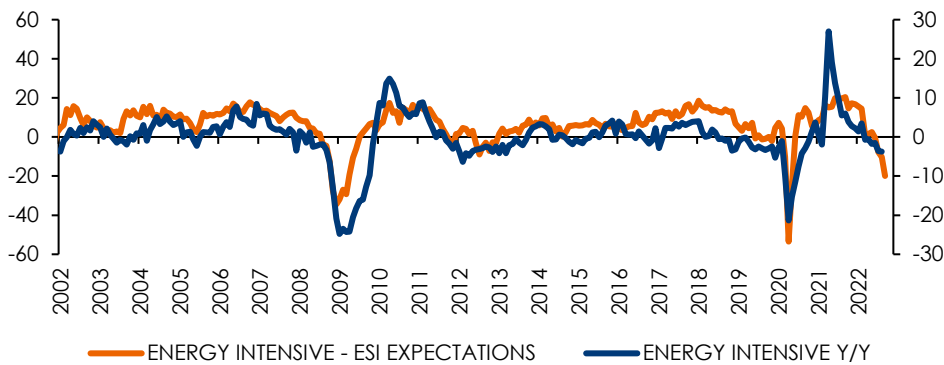
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Per quanto riguarda invece lo shock sui prezzi, riteniamo che esso non abbia ancora completamente dispiegato il proprio impatto recessivo: la presenza di contratti sulla fornitura di energia a lungo termine e di forme di *hedging* potrebbero aver, almeno parzialmente, schermato le imprese dall'aumento dei prezzi. L'introduzione di strategie di efficientamento e di risparmio energetico dovrebbe inoltre aver contribuito alla riduzione dei costi; gli elevati profitti e la liquidità accumulata in precedenza potrebbero aver rappresentato un elemento di sostegno temporaneo.

Tuttavia, alla luce di prezzi che prevediamo elevati ancora a lungo, con la progressiva scadenza dei contratti di protezione e l'erosione dei margini crediamo che l'impatto, seppur ritardato, possa divenire più tangibile. I più colpiti continueranno ad essere i settori energivori, dove iniziano già ad emergere indicazioni aneddotiche di vere e proprie interruzioni dell'attività. Sulla base della relazione storica tra attività industriale nei settori energy-intensive e prezzo dell'energia, **stimiamo un effetto ritardato fino a 6 mesi, il che implica come lo shock possa continuare a pesare sull'attività per gran parte del 2023.**

Con la stessa metodologia utilizzata per i dati reali di produzione, abbiamo aggregato le indagini settoriali mensili della Commissione Europea per costruire un **indice di fiducia sulle aspettative per i comparti energivori** e il resto della manifattura. Gli indicatori ottenuti sono **coerenti con una marcata correzione della produzione nei settori a più alta intensità di energia, di ordine anche superiore a -5% t/t già nel trimestre autunnale**.

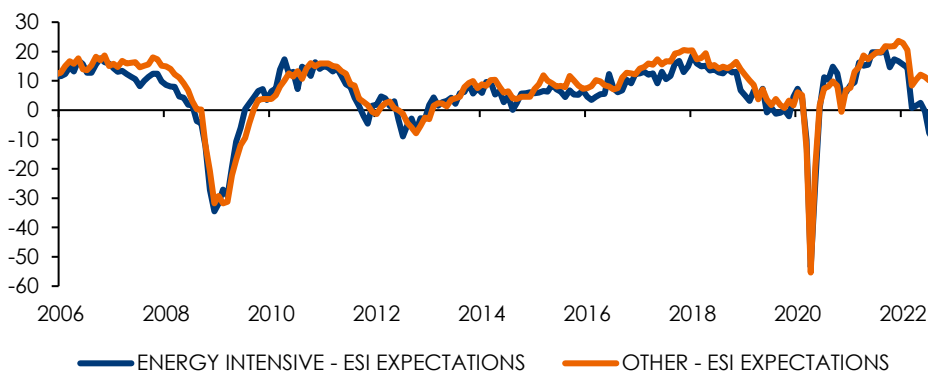
Le indagini di fiducia suggeriscono che anche per gli energivori il peggio deve ancora venire



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

L'indebolimento dell'attività nei suddetti comparti potrebbe però trasmettersi anche al resto della manifattura, e anticipare una contrazione più marcata dell'output industriale nel suo complesso. I settori energivori si trovano infatti tipicamente a monte delle filiere produttive; svolgendo un'analisi sulla base delle tavole input-output relative al complesso dell'Eurozona, una riduzione dell'attività del 5% nei cinque settori energy-intensive (chimica, raffinazione, lavorazione dei minerali non metalliferi, carta, metallurgia) potrebbe avere un impatto di seconda battuta stimabile in circa un decimo sul valore aggiunto nel resto dell'industria; ciò senza considerare gli effetti sulla fiducia degli agenti economici e di perdita di competitività internazionale. Il problema derivante dall'interruzione delle filiere energivore potrebbe essere superato con una sostituzione dei beni intermedi prodotti internamente con importazioni extra-europee, ma le imprese dovranno comunque fare i conti con una minore domanda e con prezzi che potrebbero risultare poco sostenibili anche per i settori dove l'energia rappresenta una quota minore dei costi.

La frenata della componente aspettative degli indici di fiducia per i settori energivori potrebbe anticipare una più ampia contrazione anche per il resto della manifattura



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

In sintesi, **riteniamo che nell'area euro, nei prossimi mesi, in un contesto di progressivo deterioramento della domanda e di elevata incertezza circa prezzi e forniture di energia, la**

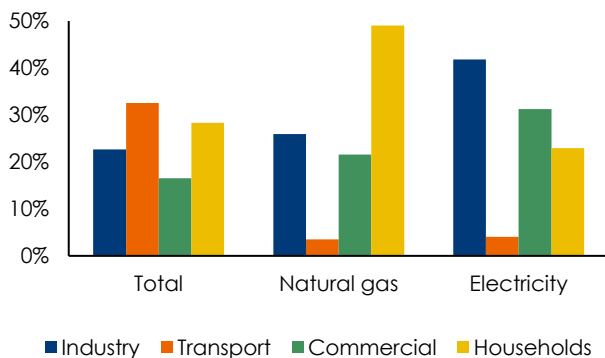
debolezza industriale sia destinata ad accentuarsi. Dopo il parziale rimbalzo di agosto, la produzione nell'industria dovrebbe tornare a contrarsi, in misura piuttosto marcata, a settembre e restare debole ad ottobre, appesantita anche dall'impatto degli scioperi nelle raffinerie francesi e dalla riduzione dell'attività nei settori energy-intensive. **L'industria potrebbe aver sottratto fino a due decimi alla crescita del valore aggiunto durante il trimestre estivo, e dovrebbe continuare a frenare il PIL, in misura più significativa, anche tra l'autunno e l'inverno.**

Prevediamo un calo piuttosto marcato della produzione industriale nel semestre tra fine 2022 e inizio 2023, che in termini cumulati potrebbe raggiungere il 10%. A partire dalla primavera del prossimo anno, grazie alla riduzione, anche per ragioni stagionali, dei prezzi di gas ed elettricità, il settore potrebbe mostrare qualche segnale di recupero. Tuttavia, l'impatto ritardato degli shock e il rallentamento del ciclo globale lasciano supporre che la ripresa nel resto del 2023 possa risultare complessivamente fiacca anche perché, a partire dal prossimo autunno, potrebbero ripresentarsi le stesse problematiche relative a prezzi e forniture. **Stimiamo una produzione industriale in calo di -0,7% in media annua nel 2022 e intorno a -1,5% nel 2023, con rischi verso il basso.**

Verso una frenata della manifattura anche in Italia

L'Italia è tra i paesi più esposti allo shock energetico per via dell'elevata dipendenza dal gas naturale come fonte di energia primaria. Tuttavia, se già lo scorso anno aveva risentito meno di altri paesi delle strozzature presenti lungo le filiere produttive internazionali, l'industria italiana potrebbe anche in questa fase risultare relativamente più resiliente, grazie a un **minor peso dei comparti energivori sul totale dell'industria** (14% contro il 17% della Germania e il 16% dell'area euro nel suo complesso); in particolare, si nota il minor peso della chimica, tra i settori più penalizzati dallo shock sui prezzi.

Consumo di energia per settore economico (in % del totale)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

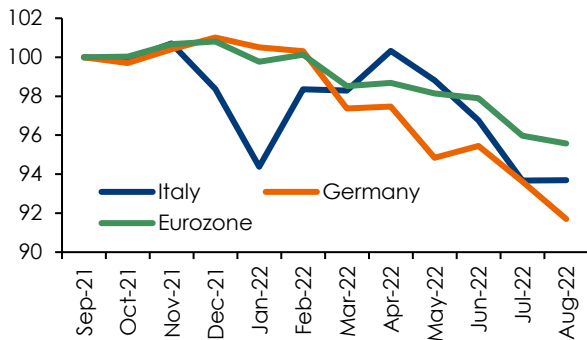
Settori energivori e rispettivo peso sul totale dell'industria

%	Eurozona	Italia	Germania
Manufacture of paper and paper products	2.1	2.1	1.9
Manufacture of coke and refined petroleum products	1.1	0.9	0.8
Manufacture of chemicals and chemical products	6.6	4.1	7.4
Manufacture of other non-metallic mineral products	2.9	3.5	3.6
Manufacture of basic metals	3.1	3.3	2.9
Total	15.8	13.9	16.6

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, Istat, Destatis

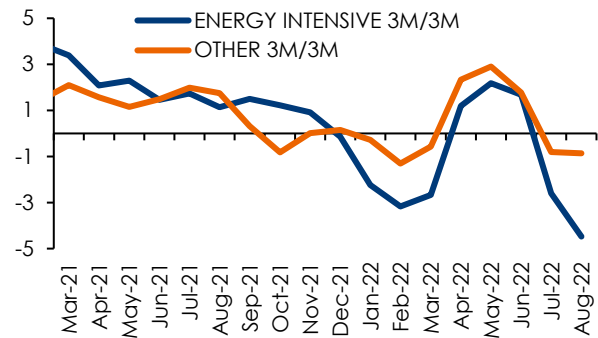
Anche i dati effettivi sulla produzione industriale mostrano, almeno per il momento, una migliore tenuta (seppur solo in termini relativi) dell'industria italiana rispetto a quella tedesca: da settembre 2021, quando i prezzi dell'energia hanno iniziato a mostrare i primi segnali di instabilità, l'output nei settori energivori è calato di circa il 6% contro l'8% registrato in Germania. Sia l'Italia che la Germania mostrano però una performance decisamente peggiore rispetto al resto dell'Eurozona (nel complesso dell'area euro la produzione è in discesa di circa il 4%); nel caso italiano la sottoperformance potrebbe essere spiegata da prezzi energetici in media più elevati rispetto agli altri Paesi (ad esempio rispetto a Francia e Spagna, dove misure fiscali più mirate hanno in parte protetto le imprese dai rincari).

In Italia la frenata dei settori energivori sembra essere meno forte rispetto a quella registrata in Germania



Nota: settembre 2021 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, Destatis

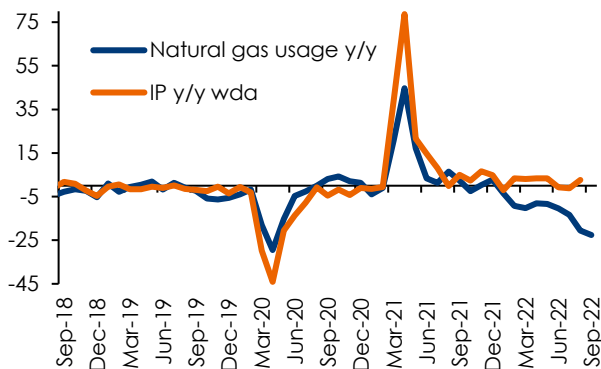
La sottoperformance dei settori ad alta intensità di energia è tornata ad accentuarsi durante l'estate



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

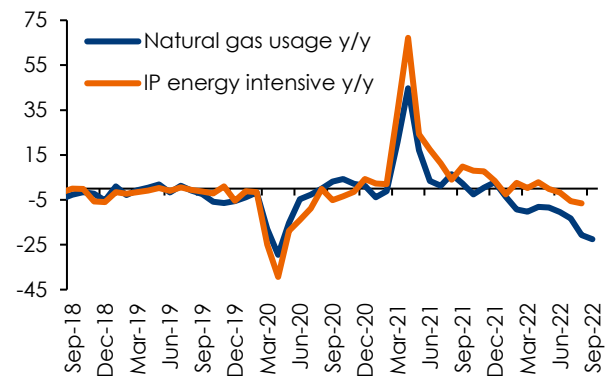
I dati sull'utilizzo di gas nell'industria mostrano come le imprese italiane siano riuscite, almeno in parte, a ricorrere a strategie di efficientamento e di risparmio energetico (a fronte di un calo dei consumi di gas di oltre il 20% a/a, la produzione nei settori ad elevata intensità di energia è calata "solo" di -6,6%). Tuttavia, lo spazio di efficientamento o di ricorso ad altre fonti energia è comunque limitato e nei prossimi mesi non potremo non assistere a un calo della produzione.

Il divario tra produzione industriale e consumo di gas mostra una buona capacità di efficientamento energetico delle imprese...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, SNAM

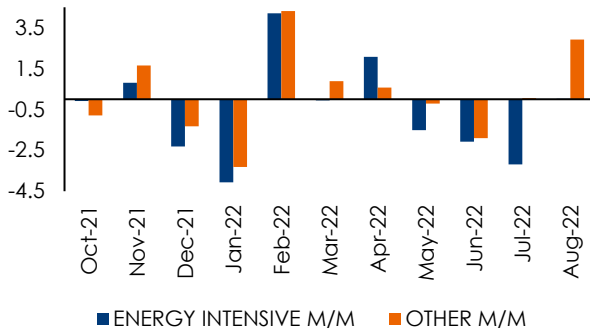
...anche nei settori a maggiore intensità di energia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, SNAM

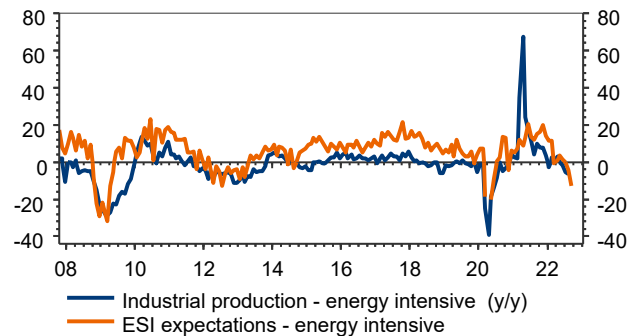
A partire dall'estate, il ritmo di contrazione è infatti tornato ad accentuarsi e le indagini anticipano ulteriori flessioni nei prossimi mesi quando, per ragioni stagionali e per l'incertezza circa le forniture di gas, i prezzi energetici potrebbero tornare vicini ai recenti picchi.

Dopo essere calata per tre mesi di fila, ad agosto la produzione nei settori energy-intensive è rimasta sostanzialmente stagnante



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

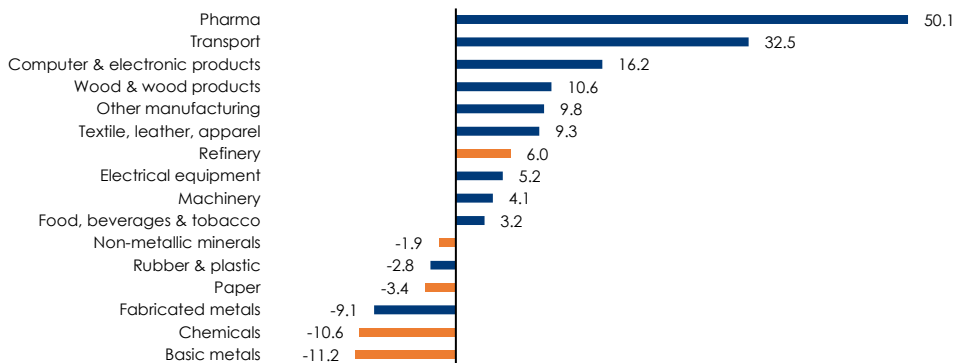
Le indagini anticipano ulteriori flessioni nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Per il momento, sono la metallurgia di base (-11,2% a/a) e la chimica (-10,6% a/a) a registrare le flessioni più ampie su base tendenziale. **Analizzando i dati di attività più in dettaglio, si evince come i più penalizzati siano quei comparti produttivi particolarmente esposti non solo ai rincari energetici ma anche alla concorrenza internazionale di produttori a basso costo, e caratterizzati da una minore marginalità.** Tali settori dispongono perciò di una minore capacità di assorbire i maggiori costi e di trasferirli agli utilizzatori finali. Considerando i dati aggiornati allo scorso agosto, i comparti con un calo tendenziale della produzione superiore al 20% sono infatti: piombo, zinco e stagno (-62,4%); cellulosa (-42,8%); fertilizzanti (-30,9%); prodotti in ceramica (-29,2%); ferro e acciaio (-23,9%); cancelleria (-20,5%) e chimica di base (-20,2%).

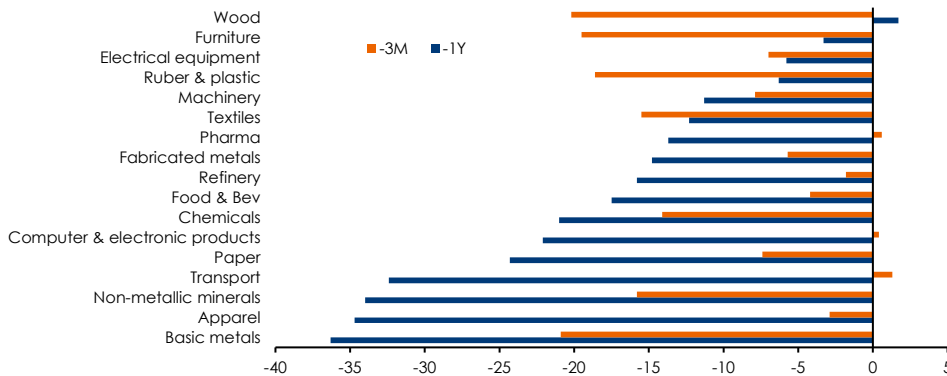
Produzione industriale per settore (var % a/a, agosto 2022)



Nota: i settori energivori sono evidenziati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

A nostro avviso, difficilmente si vedrà un'inversione di tendenza prima della prossima primavera; i settori che riportano il deterioramento maggiore delle aspettative di produzione sono infatti proprio quelli a maggiore intensità di energia.

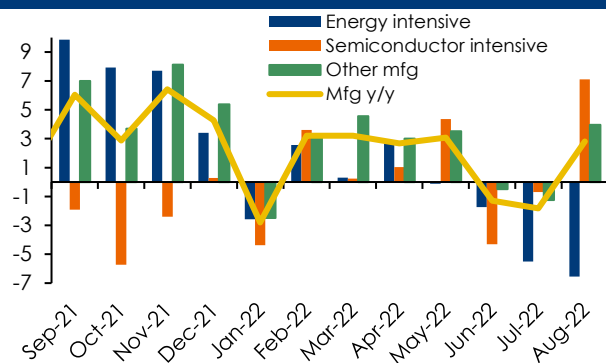
Variatione delle aspettative di produzione per settore (rispetto a 1 anno e 3 mesi prima)



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

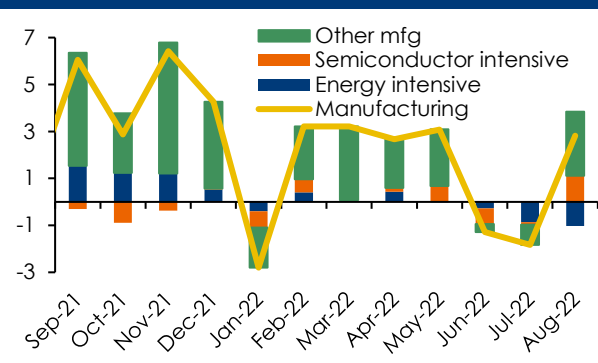
Si iniziano però ad intravedere segnali di maggior pessimismo diffusi anche agli altri comparti, il che confermerebbe l'ipotesi secondo cui la frenata degli energivori si trasmetterà presto anche al resto della manifattura (che, a differenza del resto dell'Eurozona, potrebbe beneficiare in misura inferiore del rimbalzo dei settori semiconductor-intensive).

Variatione % a/a della produzione per settore



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Contributi alla variazione % a/a della produzione manifatturiera



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Come per l'Eurozona nel suo complesso, **anche in Italia prevediamo una contrazione piuttosto ampia della produzione industriale tra fine 2022 e inizio 2023: il settore, dopo una possibile sostanziale stagnazione nel trimestre estivo, potrebbe contribuire negativamente alla crescita del valore aggiunto per almeno due decimi nel trimestre autunnale, e frenare il PIL anche in inverno.**

Nel più lungo termine, soprattutto nel caso in cui non si dovessero raggiungere gli obiettivi sulla diversificazione delle fonti energetiche, il rischio è che prezzi dell'energia strutturalmente più elevati causino una perdita permanente di competitività della manifattura europea, colpita da uno shock asimmetrico rispetto ad Asia ed America, con possibili effetti di progressiva "deindustrializzazione" del Vecchio Continente a favore di altre aree geografiche.

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.-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.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 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

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
---------------	-------	----------------------------------