

Weekly Economic Monitor

Il punto

Le indagini congiunturali di ottobre mostrano un **diffuso rallentamento dell'attività manifatturiera globale**, con i paesi occidentali a guidare la tendenza. Gli effetti della stretta monetaria accentueranno tale dinamica nei prossimi mesi, che probabilmente si estenderà anche ai servizi.

Nella tarda serata di venerdì 4 novembre, il Governo italiano ha approvato la **Nota di Aggiornamento al DEF**, che ha rivisto e integrato quella deliberata lo scorso 28 settembre dal precedente esecutivo. La scelta è di un pacchetto espansivo da mezzo punto di PIL per l'anno in corso (con il "**Decreto Aiuti Quater**" approvato giovedì 10 novembre) e da oltre un punto per il 2023 (da dettagliare nella manovra di bilancio), che porta il deficit per l'anno prossimo al 4,5% del PIL. Tali risorse potrebbero essere dedicate pressoché interamente al rinnovo delle misure esistenti contro il caro-energia, ma solo fino al 1° trimestre 2023.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la prossima settimana i dati di settembre sono attesi riportare una crescita dell'output nell'industria e nelle costruzioni. Le stime finali d'inflazione di ottobre potrebbero riservare una revisione al ribasso in Italia e di conseguenza nell'insieme dell'Eurozona. In calendario anche la seconda rilevazione del PIL area euro (nonché la prima lettura in Olanda, attesa mostrare un'espansione solo marginale), e i dati sulla crescita degli occupati nel 3° trimestre. Infine, l'indice ZEW tedesco (prima indagine relativa a novembre) potrebbe mostrare un recupero rispetto a ottobre, pur restando su livelli recessivi.

Negli **Stati Uniti** questa settimana sono in uscita diversi dati importanti. Le prime indagini regionali del manifatturiero a novembre dovrebbero confermare la debolezza dell'attività, sia corrente sia attesa, e segnalare ulteriore riduzione delle pressioni verso l'alto sui prezzi. Per ottobre, le vendite al dettaglio sono attese in marginale aumento in termini nominali, in linea con l'aspettativa di indebolimento dei consumi nel 4° trimestre. Sempre a ottobre, le vendite di case esistenti e i cantieri dovrebbero flettere ancora, mentre la produzione industriale e gli ordini di beni durevoli dovrebbero registrare incrementi moderati.

11 novembre 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista - Italia

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli

Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

Le indagini congiunturali di ottobre mostrano un **diffuso rallentamento dell'attività manifatturiera globale**, con i paesi occidentali a guidare la tendenza. Gli effetti della stretta monetaria accentueranno tale dinamica nei prossimi mesi, che probabilmente si estenderà anche ai servizi.

- Il PMI manifatturiero globale è calato in ottobre da 49,8 a 49,4, il valore più basso dal giugno 2020. La flessione riflette l'indebolimento del flusso di ordinativi, una **diffusa riduzione del portafoglio di ordini ancora da evadere** e un aumento delle scorte di prodotti finiti. Il ridimensionamento della produzione, già rilevato dalle due precedenti indagini mensili e inizialmente frenato dall'arretrato di ordini accumulato quando le strozzature di offerta rappresentavano il vincolo principale, sembra dunque destinato a proseguire nel breve termine. Le **aspettative delle imprese** rilevate dalla stessa indagine, che abitualmente mostrano una spiccata inclinazione all'ottimismo, sono su **livelli simili a quelli del 2019**, cioè molto dimessi. Un altro segnale molto negativo è **l'andamento del rapporto scorte/ordini**, che **in Europa e negli Stati Uniti è salito a livelli coerenti con una fase recessiva dell'economia**. Un ulteriore indizio dell'indebolimento dell'attività manifatturiera viene dai **noli marittimi**: il Freightos Global Container Index è crollato in questi giorni al livello più basso da fine 2020, pur restando su livelli circa doppi rispetto al periodo pre-pandemico. Il calo rispetto a un anno fa è del 62%.
- La frenata dell'attività è guidata dai paesi avanzati. Dal punto di vista geografico, non sorprende che la dinamica più debole si riscontri in Europa, dove la crisi energetica si somma agli effetti globali della restrizione monetaria.
- Riteniamo che la tendenza rilevata dall'indagine PMI non sia legata a un effimero ciclo di scorte. Oltre al **rallentamento dell'economia cinese**, ci sono all'opera almeno due fattori ciclici che avranno conseguenze di medio termine:
 - Innanzi tutto, **l'impatto del violento rincaro del gas naturale sull'economia europea non si è ancora sviluppato pienamente** ed è poco probabile che i prezzi energetici calino significativamente nel 2023: il prossimo anno, a meno di clamorose svolte diplomatiche, l'alimentazione degli stoccaggi inizierà senza il contributo del gas russo, e potrebbe esserci più competizione dall'Asia, se la Cina soffrirà meno l'impatto della pandemia rispetto al 2022. Resterà cruciale il contenimento della domanda civile e industriale.
 - In secondo luogo, **stiamo iniziando a osservare gli effetti della restrizione globale delle condizioni finanziarie** sui settori più sensibili. In effetti, anche l'attività edile inizia a frenare in Europa e negli Stati Uniti, un fattore che dovrebbe presto accentuare la debolezza dell'attività manifatturiera. Non per nulla, a inizio novembre la Banca d'Inghilterra ha segnalato che il rialzo dei tassi ufficiali ancora da effettuare sarà meno ampio di quanto i mercati non scontassero, perché la trasmissione dell'impulso di politica monetaria è intensa e si attende una recessione prolungata dell'economia britannica. È difficile che in tale contesto la dinamica dei servizi possa restare a lungo in controtendenza, come finora è avvenuto anche grazie all'effetto riaperture.
- Potremmo assistere a un ridimensionamento delle aspettative di rialzo dei tassi anche negli Stati Uniti e nell'area euro, come avvenuto nel Regno Unito? Sembra più difficile. Negli Stati Uniti, un calo più forte delle attese dell'inflazione in ottobre ha indotto alcuni membri del **FOMC** a sostenere un **approccio più graduale al rialzo dei tassi**, ma non a mettere in discussione la necessità di tassi più alti, e per lungo tempo. Per ora la BCE si dichiara convinta che la recessione sarà leggera e breve, anche per lo stato del mercato del lavoro e per le misure pubbliche tese ad attutire l'impatto della crisi energetica; perciò, Schnabel e molti governatori nazionali sostengono che da sola essa non sarà sufficiente a garantire il ritorno dell'inflazione al 2%, e che, dunque, i tassi ufficiali dovranno diventare restrittivi. Difficile che la retorica della **BCE** cambi nei prossimi mesi: **la prova del fuoco arriverà soltanto con il calo dell'inflazione generale** (che potrebbe raffreddare anche le aspettative) **e poi con il cambio di direzione delle misure di inflazione softostante**, che ora prevediamo nella primavera 2023.

Nella tarda serata di venerdì 4 novembre, il Governo italiano ha approvato la **Nota di Aggiornamento al DEF**, che ha rivisto e integrato quella deliberata lo scorso 28 settembre dal precedente esecutivo. La scelta è di un pacchetto espansivo da mezzo punto di PIL per l'anno in corso (con il "**Decreto Aiuti Quater**" approvato giovedì 10 novembre) e da oltre un punto per il 2023 (da dettagliare nella manovra di bilancio), che porta il deficit per l'anno prossimo al 4,5% del PIL. Tali risorse potrebbero essere dedicate pressoché interamente al rinnovo delle misure esistenti contro il caro-energia, ma solo fino al 1° trimestre 2023.

Nella tarda serata di venerdì 4 novembre, il Consiglio dei Ministri ha approvato la **Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza**, che ha rivisto e integrato quella deliberata il 28 settembre dal precedente esecutivo. Le principali novità sono le seguenti:

- rispetto a poco più di un mese fa, la previsione di **crescita del PIL** nello scenario tendenziale è stata rivista al rialzo per il 2022, da 3,3% a 3,7%, ma ridotta per il 2023, da 0,6% a 0,3% (le stime per i due anni successivi sono rimaste invariate, a 1,8% e 1,5%). Il profilo previsivo sconta una contrazione dell'attività economica nei due trimestri a cavallo d'anno e una moderata ripresa a partire dal 2° trimestre 2023;
- tuttavia, il **deficit tendenziale** è stato confermato al 5,1% quest'anno e al 3,4% l'anno prossimo (e rivisto al rialzo di appena un decimo sui due anni successivi, a 3,6% e 3,3% rispettivamente);
- **il nuovo quadro programmatico vede un disavanzo** al 5,6% nel 2022, **al 4,5% nel 2023**, al 3,7% nel 2024 e al 3% nel 2025;
- la differenza tra deficit tendenziale e programmatico implica una **manovra espansiva netta** da mezzo punto di PIL (circa 9 miliardi) quest'anno e che vale ben **l'1,1% del PIL (21 miliardi) l'anno prossimo**;
- per effetto della manovra, **la crescita del PIL l'anno prossimo è attesa nel quadro programmatico allo 0,6%** contro lo 0,3% del quadro a legislazione vigente (in altri termini, il budget 2023 è atteso avere un effetto espansivo di tre decimi);
- nelle intenzioni del Governo, il nuovo allentamento del bilancio non impedisce una graduale **discesa del rapporto debito/PIL**, che pure sarà modesta l'anno prossimo (a 144,6% dal 143,2% stimato nel precedente quadro tendenziale, e dal 145,7% del 2022).

Le nuove misure a valere sull'anno in corso sono state incluse nel "**Decreto Aiuti Quater**" da 9,1 miliardi approvato dal Consiglio dei Ministri giovedì 10 novembre. Oltre all'attesa proroga fino a fine anno dello sconto fiscale sulle accise sui carburanti (che vale 1,3 miliardi di euro) e dei crediti di imposta a favore delle imprese per l'acquisto di energia elettrica e gas naturale (che costa 3,4 miliardi), il decreto prevede il finanziamento a copertura delle spese sostenute dal Gestore dei Servizi Energetici per gli acquisti di gas naturale (che potrà essere ceduto a prezzi calmierati alle aziende energivore sino al 31 marzo 2023), che è stimato avere un impatto di circa 4 miliardi. Le altre misure contro il caro-energia prevedono l'innalzamento a 3 mila euro del tetto dell'esenzione fiscale dei "fringe benefit" aziendali, la possibilità per le imprese di rateizzare per un massimo di 36 rate mensili gli importi relativi alla componente energetica di elettricità e gas per i consumi effettuati dal 1° ottobre 2022 al 31 marzo 2023, e norme per incrementare la produzione nazionale di gas naturale (aumento delle quantità estratte da coltivazioni esistenti in zone di mare e autorizzazione di nuove concessioni tra le 9 e le 12 miglia). Tra gli altri interventi a valere a partire dal 1° gennaio 2023, si segnala l'aumento della soglia massima per il pagamento in contanti (da 1.000 a 5.000 euro) e la rimodulazione del superbonus edilizio, ridotto al 90% per i condomini ma reintrodotta per i proprietari di singole abitazioni in caso di prima casa e reddito familiare fino a 15 mila euro annui (il superbonus al 110% è confermato fino al 31 marzo 2023 per le villette unifamiliari che abbiano completato il 30% dei lavori entro il 30 settembre 2022).

Quanto alla **manovra finanziaria per il 2023**, essa dovrebbe essere dedicata in gran parte a contrastare gli effetti del caro-energia sino ai primi mesi del 2023 (il costo del solo rinnovo delle misure esistenti sino al 1° trimestre dell'anno prossimo è stimato vicino ai 15 miliardi), dopodiché, "al più tardi in occasione della predisposizione del prossimo DEF, si valuterà se sussista l'esigenza di ulteriori interventi" in tal senso. Dal testo della NADEF, e dalla conferenza-stampa di presentazione,

sono emersi pochi dettagli sulle altre misure che saranno contenute nella Legge di Bilancio. La manovra lorda sarà comunque più ampia e dovrebbe valere una trentina di miliardi (è atteso almeno, previo accordo in sede europea, l'aumento da 65 mila a 85 mila euro della soglia di ricavi e compensi entro la quale le partite IVA potranno optare per la "flat tax" al 15%). Tra le coperture, è stato dato il via libera a una spending review ministeriale che nei piani del Governo consentirà di realizzare un risparmio di spesa pari a 800 milioni nel 2023, 1,2 miliardi nel 2024 e 1,5 miliardi nel 2025. Altri membri dell'esecutivo nei giorni scorsi hanno accennato a una possibile rimodulazione del Reddito di Cittadinanza, che potrebbe fruttare un paio di miliardi; attesa anche una nuova edizione della rottamazione delle cartelle esattoriali.

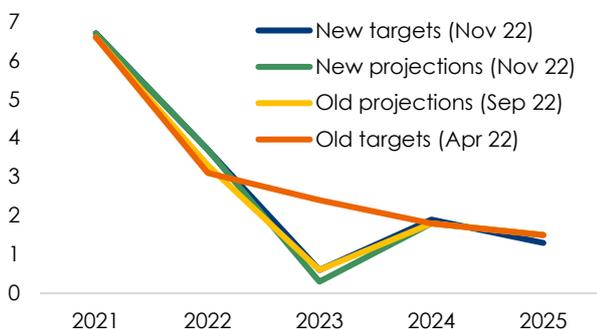
Da notare che **la spesa per interessi**, che già nel quadro tendenziale della NADEF di fine settembre era stata significativamente rivista al rialzo rispetto alle stime di 6 mesi prima, è stata ulteriormente ritoccata al rialzo. Nel complesso, essa **peserà nel 2023 per un punto di PIL in più (circa 20 miliardi) di quanto previsto nel DEF**: in pratica, il maggior aggravio della spesa per interessi peserà sul budget 2023 quanto l'impatto espansivo netto della manovra. Il rialzo del costo di servizio del debito è concentrato nel 2023 (è attesa una stabilizzazione negli anni successivi), ed è dovuto sia ai rendimenti più elevati sui titoli di Stato a reddito fisso, sia ai maggiori adeguamenti all'inflazione per i titoli indicizzati ai prezzi al consumo. Tra le conseguenze "indesiderate" dell'inflazione, si segnala anche un impatto al rialzo sulla spesa pensionistica di 0,6 miliardi nel 2023 e di ben 7,1 miliardi nel 2024 rispetto allo scenario a legislazione vigente della NADEF di settembre.

In ogni caso, **le proiezioni sul 2023 per il saldo primario tendenziale sono migliorate significativamente nonostante il deciso peggioramento delle prospettive del ciclo**, a 0,7% dallo 0,5% di poco più di un mese fa e dal -0,8% del DEF di aprile (che assumeva un PIL in crescita del 2,4% l'anno prossimo). Ciò è dovuto soprattutto al buon andamento delle entrate, in presenza di una dinamica delle uscite circa in linea con le attese.

In conclusione:

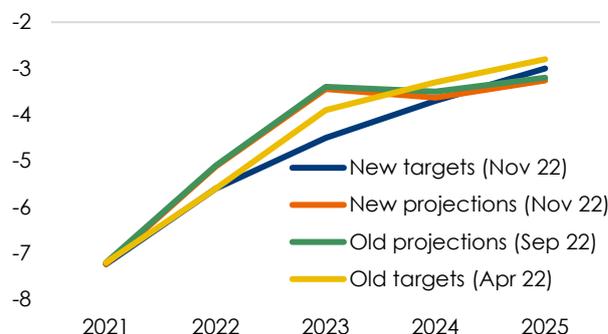
- da un lato, la crescita del PIL superiore al previsto nei primi 3 trimestri del 2022, e la buona performance delle entrate fiscali, evidenziano una **dinamica a consuntivo dei conti pubblici migliore rispetto alle attese**; tale trend, che ha caratterizzato gli ultimi anni, potrebbe essere dovuto a un aumento della compliance fiscale (in tal senso, appare della massima importanza che non vengano indeboliti strumenti di lotta all'evasione e all'elusione che si sono dimostrati efficaci in questi anni);
- inoltre, il Governo ha dimostrato un approccio "pragmatico" e relativamente cauto, facendo riferimento al fatto che la totalità dell'impatto netto della manovra verrà utilizzata per contrastare gli effetti del caro-energia, e **ogni diverso intervento dovrà avere adeguata copertura** (in tal senso, pare di intuire che molte delle misure annunciate in campagna elettorale saranno quantomeno rinviate, forse con la sola eccezione dell'aumento della soglia di fatturato per il regime agevolato per le partite IVA);
- le ingenti, ulteriori risorse che verranno stanziare contro il caro-energia saranno sufficienti a prorogare le misure esistenti solo fino a fine marzo; ciò implica che in caso di un non completo rientro della crisi energetica, **nuove risorse saranno necessarie nel 2023 per evitare un maggior deficit**;
- d'altro canto, il trend al rialzo del costo del servizio del debito, in presenza di massicci disinvestimenti di titoli domestici da parte degli investitori esteri negli ultimi mesi, configura uno scenario in cui i margini per misure di supporto fiscale si fanno via via più stretti, ed è **auspicabile che venga mantenuto un approccio "disciplinato" nella gestione del bilancio pubblico**;
- le nostre previsioni, che non assumono ulteriori interventi espansivi rispetto a quelli annunciati, implicano che **la traiettoria di calo di deficit e debito nei prossimi anni potrebbe essere più lenta di quanto oggi atteso** dal Governo (si vedano le figure alla pagina successiva).

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



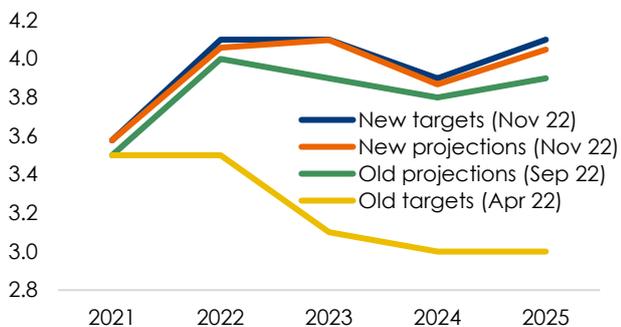
Fonte: NADEF 2022

Saldo di bilancio in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



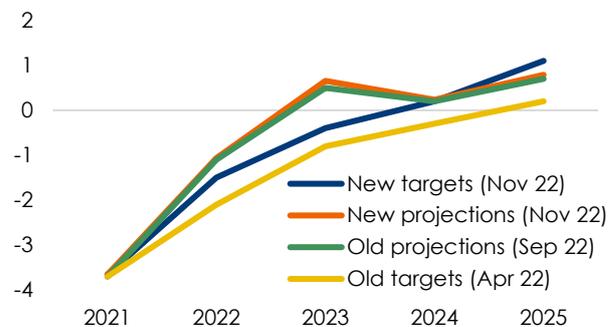
Fonte: NADEF 2022

Spesa per interessi in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



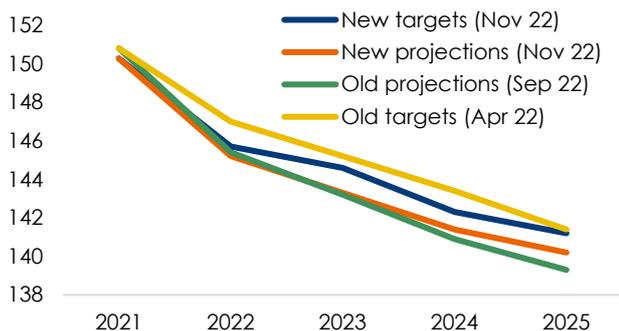
Fonte: NADEF 2022

Saldo primario in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



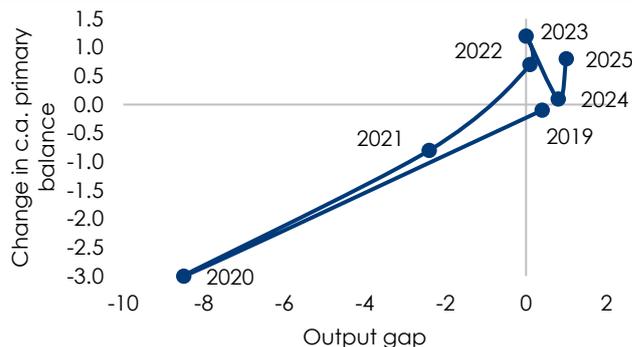
Fonte: NADEF 2022

Debito pubblico in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



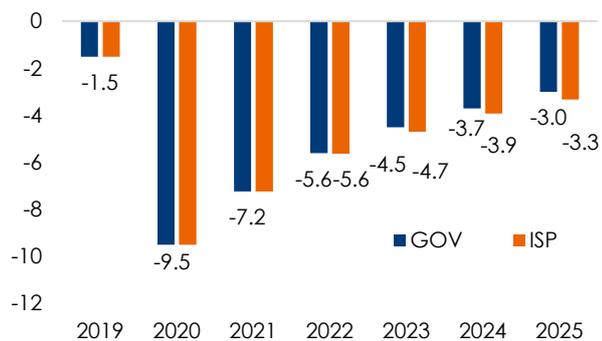
Fonte: NADEF 2022

Dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020-21, la politica fiscale va "normalizzandosi"



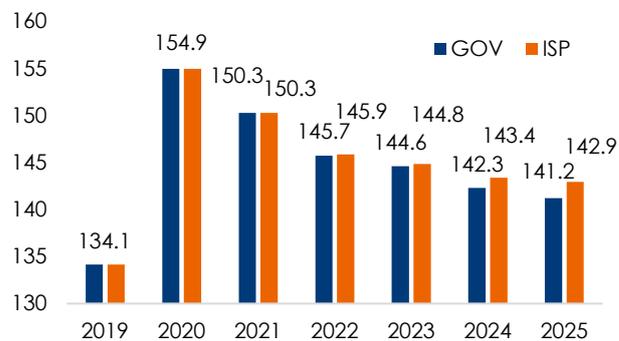
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2022

Deficit pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

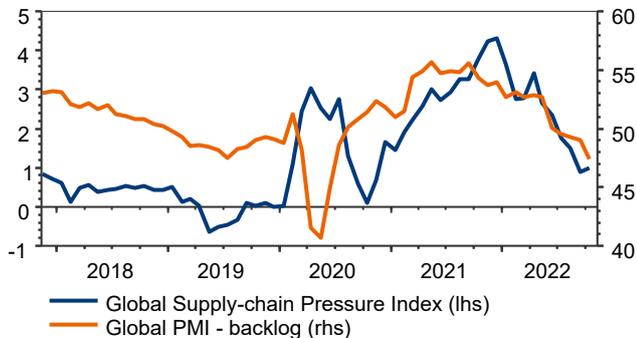
Debito pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

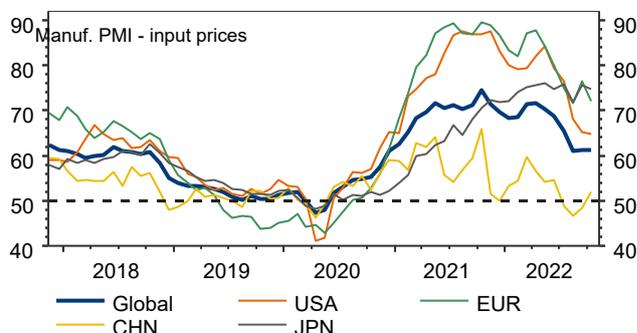
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



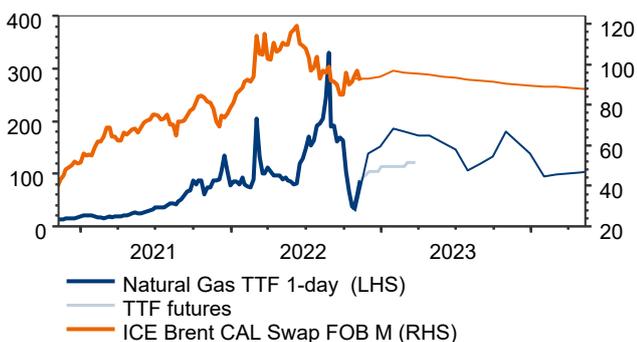
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



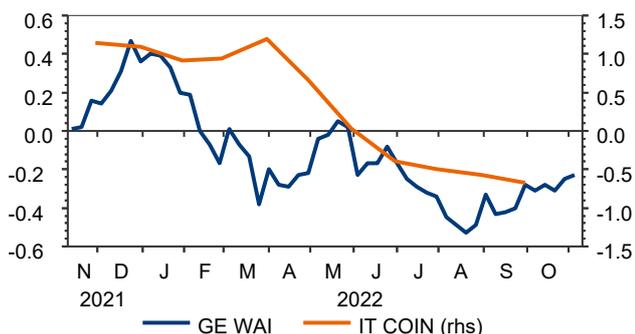
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



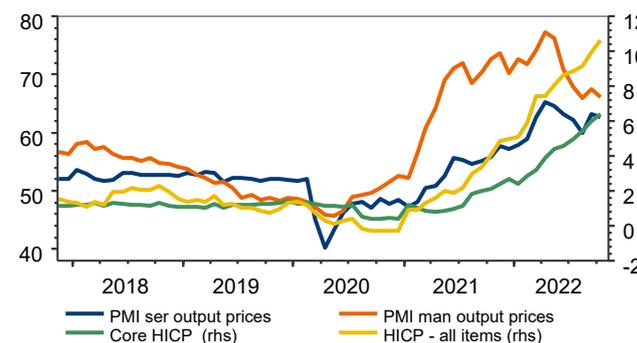
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Indici coincidenti di attività in Germania e Italia



Nota: l'indice tedesco WAI misura il tasso di crescita del PIL nelle ultime 13 settimane rispetto alle 13 settimane precedenti, l'indicatore italiano ITA-coin fornisce una stima mensile della crescita tendenziale dell'attività economica sottostante. Fonte: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia

Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la prossima settimana i dati di settembre sono attesi riportare una crescita dell'output nell'industria e nelle costruzioni. Le stime finali d'inflazione di ottobre potrebbero riservare una revisione al ribasso in Italia e di conseguenza nell'insieme dell'Eurozona. In calendario anche la seconda rilevazione del PIL area euro (nonché la prima lettura in Olanda, attesa mostrare un'espansione solo marginale), e i dati sulla crescita degli occupati nel 3° trimestre. Infine, l'indice ZEW tedesco (prima indagine relativa a novembre) potrebbe mostrare un recupero rispetto a ottobre, pur restando su livelli recessivi.

Negli **Stati Uniti** questa settimana sono in uscita diversi dati importanti. Le prime indagini regionali del manifatturiero a novembre dovrebbero confermare la debolezza dell'attività, sia corrente sia attesa, e segnalare ulteriore riduzione delle pressioni verso l'alto sui prezzi. Per ottobre, le vendite al dettaglio sono attese in marginale aumento in termini nominali, in linea con l'aspettativa di indebolimento dei consumi nel 4° trimestre. Sempre a ottobre, le vendite di case esistenti e i cantieri dovrebbero flettere ancora, mentre la produzione industriale e gli ordini di beni durevoli dovrebbero registrare incrementi moderati.

Lunedì 14 novembre

Area euro

■ **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe essere cresciuta per il secondo mese consecutivo a settembre, stimiamo di 0,9% m/m (3,6% a/a). Il dato dovrebbe essere stato viziato dalla volatile lettura irlandese, che ha registrato un ampio rialzo. Tra le principali economie l'output è cresciuto solo in Germania. L'industria dovrebbe essere quindi rimasta sostanzialmente stagnante nel 3° trimestre. La recente evoluzione dei prezzi energetici si sta rivelando più favorevole del previsto, ma la marcata decelerazione della domanda non potrà non pesare sull'attività nei prossimi mesi: una contrazione dell'output tra l'autunno e l'inverno rimane probabile.

Martedì 15 novembre

Area euro

■ **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare che nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,2% t/t (2,1% a/a). Prevediamo un rallentamento della crescita dell'**occupazione** allo 0,2% t/t (1,7% a/a) da un precedente 0,4% t/t. Tra le principali economie il numero di occupati è cresciuto in Francia e Spagna, è rimasto sostanzialmente invariato in Germania ed è calato moderatamente in Italia. A settembre il **saldo commerciale** dovrebbe essere rimasto in deficit, sia pur in moderato restringimento grazie alla correzione dei prezzi energetici.

■ **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso recuperare a novembre parte del calo registrato nei mesi scorsi. Le attese degli analisti dovrebbero essere lievemente meno pessimistiche (-52 da -59,2) dato il miglioramento del mercato azionario tedesco. L'indice sulla situazione corrente dovrebbe essere poco variato rispetto a ottobre (-71,5 da -72,2), e resterà ampiamente al di sotto della media di lungo termine nei prossimi mesi.

■ **Francia.** Nel terzo trimestre, il **tasso di disoccupazione** è atteso in crescita al 7,6%, dal 7,4% del trimestre primaverile. Il rallentamento dei livelli di attività, atteso accentuarsi nei prossimi mesi, dovrebbe iniziare a riflettersi sul mercato del lavoro, anche se gli effetti più tangibili si potrebbero vedere nel primo semestre del 2023.

■ **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che in ottobre i **prezzi al consumo** sono saliti di 1% m/m sull'indice nazionale e di 1,3% sull'armonizzato, spinti dalla risalita del prezzo dell'energia e da un aumento dei prezzi di alimentari e beni manufatti. L'inflazione annua dovrebbe essere confermata in crescita al 6,2% sull'indice nazionale e al 7,1% sull'armonizzato. L'inflazione è attesa crescere ancora nei prossimi mesi, prima di intraprendere un trend di lenta discesa da inizio primavera. In media annua, la crescita dei

prezzi dovrebbe moderare solo lievemente al 5,8% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver sfiorato il 6% in media d'anno nel 2022.

- **Paesi Bassi.** La **stima preliminare** dovrebbe mostrare un **PIL** in crescita di appena 0,1% t/t nei mesi estivi dopo il 2,6% del 2° trimestre. Sull'anno, la crescita è attesa rallentare al 3,9% a/a da un precedente 5,4%. I dettagli dovrebbero mostrare consumi privati più deboli (0,2% t/t) rispetto ai sei mesi precedenti, e una brusca frenata degli investimenti. Le esportazioni sono viste in stagnazione a fronte di un aumento dell'import. La crescita media annua è vista al 4,6% nel 2022 e in deciso rallentamento, a 0,9%, nel 2023. I rischi sulla previsione sono al ribasso, ma paiono di entità meno ampia che altrove.

Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed potrebbe migliorare leggermente a novembre, stimiamo a -6,5 da -9,1 di ottobre. L'indagine dovrebbe comunque confermare il quadro di debolezza dell'attività nel manifatturiero, con ordini e ordini inevasi in area recessiva, stabilità dell'occupazione e ulteriore riduzione dell'indice dei prezzi ricevuti, vicino ai livelli di inizio 2021.

Mercoledì 16 novembre

Area euro

- **Italia.** La **stima finale** di ottobre dovrebbe rivedere al ribasso la crescita congiunturale dei **prezzi al consumo** sia sull'indice NIC, al 3,1% m/m da 3,5% della stima flash, che sull'armonizzato, al 3,6% m/m da 4%. La revisione riguarderebbe la componente energia, ed è imputabile al nuovo metodo introdotto dall'ARERA per l'aggiornamento delle tariffe. L'inflazione annua potrebbe essere rivista al ribasso di quattro decimi sia sull'indice nazionale, all'11,5% a/a, che sull'IPCA, al 12,4% a/a, comunque in netto aumento rispetto ai dati di settembre (rispettivamente a 8,9% e 9,4%). La componente di fondo (sul NIC) è attesa confermare il 5,3% a/a della stima preliminare. La media d'anno dell'indice IPCA potrebbe attestarsi all'8,4% nel 2022 e intorno al 7,4% nel 2023.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di ottobre sono previste in aumento di 0,3% m/m, dopo il dato stabile di settembre, spinte in parte dall'aumento del prezzo della benzina e da un modesto rialzo del comparto auto. Al netto delle auto, le vendite sono attese in crescita di 0,2% m/m. L'indice Redbook delle vendite settimanali è poco variato a ottobre e segnala una correzione per novembre. Nell'aggregato delle vendite, la componente relativa alle transazioni nella ristorazione dovrebbe mantenersi su un trend positivo.
- La **produzione industriale** a ottobre è attesa in aumento di 0,2% m/m, dopo 0,4% m/m, con un contributo modestamente positivo del manifatturiero e circa nullo dell'estrattivo, in linea con le indicazioni dei nonfarm payrolls.

Giovedì 17 novembre

Area euro

- **Area euro.** Ci aspettiamo un rimbalzo della **produzione nelle costruzioni** di 0,5% m/m a settembre, comunque non sufficiente a compensare la contrazione di -0,6% registrata nel mese precedente, e ad impedire un contributo negativo del settore al valore aggiunto nei mesi estivi. Dopo un solido 1° semestre l'edilizia sembra essere ormai entrata in una fase di rallentamento, che verrà accentuata nei prossimi mesi dalla restrizione monetaria in corso.
- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe rivedere al ribasso l'**inflazione** di ottobre, al 10,6% a/a dal 10,7% della stima flash, confermando comunque la netta accelerazione rispetto al mese precedente (9,9%). La revisione al ribasso (a 1,5% m/m) sarebbe dovuta al dato italiano. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe confermare la lettura preliminare a 6,4% a/a (dal 6% precedente). Nel nostro scenario centrale, l'inflazione

potrebbe intraprendere un trend discendente solo dalla prossima primavera. In media annua l'inflazione dovrebbe chiudere il 2022 all'8,5%, per moderare solo lievemente, al 7,7%, il prossimo anno.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** a ottobre dovrebbero correggere a 1,40 mln da 1,44 mln di settembre, mentre le licenze dovrebbero correggere a 1,52 mln. L'attività nel settore immobiliare residenziale è prevista in ulteriore contrazione fino almeno a metà 2023, per via degli effetti restrittivi del rialzo dei tassi sui mutui, vicini ai massimi da marzo 2002.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a novembre dovrebbe mantenersi in territorio recessivo, a -8,5 da -8,7 di ottobre, con indicazioni sempre deboli per gli ordini e gli ordini inevasi e segnali ancora modestamente positivi per occupazione e consegne. Gli indici di prezzo, pur restando su livelli elevati, dovrebbero proseguire sul trend in flessione in atto. Gli indici a 6 mesi dovrebbero confermare le prospettive pessimistiche delle imprese per il 2023.

Venerdì 18 novembre

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a ottobre sono attese a 4,69 mln, da 4,71 mln di settembre, alla luce dell'ulteriore calo dei contratti di compravendita, su un trend negativo da novembre 2021. I nuovi mutui per l'acquisto di case hanno subito una drastica correzione a settembre e i tassi sui mutui hanno superato il 7%, con indicazioni di ulteriore calo dell'attività nel settore immobiliare residenziale.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (14 – 18 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 14/11	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	set	1.5	%	0.3	0.9
Mar 15/11	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T3	3.5	%	1.1	
	00:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T3	0.9	%	0.3	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ott	2.5	%	1.0	
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ott	5.9	%	5.9	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		ott	0.7	%		
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		ott	3.9	%		
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		ott	6.3	%	5.2	
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		set	prel -1.6	%		
	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T3	7.4	%		7.6
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		set	3.5	%	3.5	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		set	6.0	%		
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ott	-0.6	%		1.0
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ott	prel 1.3	%	1.3	1.3
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		ott	prel 7.1	%	7.1	7.1
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ott	prel 7.3	%	7.3	7.3
	09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T3	2.6	%		0.1
	09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T3	5.3	%		3.9
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T3	prel 0.2	%	0.2	0.2
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T3	0.4	%	0.3	0.2
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T3	prel 2.1	%	2.1	2.1
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	nov	-59.2		-52.5	-52.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		nov	-72.2		-69.0	-71.5
	14:30	USA	PPI m/m		ott	0.4	%	0.4	
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ott	0.3	%	0.3	
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	nov	-9.1		-5.0	-6.5
Mer 16/11	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		set	-5.8	%	0.7	
	08:00	GB	CPI m/m		ott	0.5	%		
	08:00	GB	CPI a/a	*	ott	10.1	%	10.8	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	ott	prel 3.5	%		3.1
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		ott	prel 12.8	%	12.8	12.4
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	ott	prel 4.0	%	4.0	3.6
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		ott	prel 11.9	%		11.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ott	0.0	%	0.8	0.3
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ott	-1.2	%	-0.5	
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ott	0.1	%	0.4	0.2
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ott	80.3	%	80.3	
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		ott	0.4	%	0.2	0.2
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		set	0.8	%		
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		nov	38			
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		set	197.9	Mld \$		
Gio 17/11	00:50	GIA	Bilancia commerciale		ott	-2094.3 (-2094.0)	Mld ¥ JP	-1610.0	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		set	-9.6	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		set	-1.8	Mld €		
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	ott	prel 1.5	%	1.4	1.5
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ott	prel 6.4	%	6.4	6.4
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	ott	prel 10.7	%	10.7	10.6
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	ott	1.439	Mln	1.420	1.400
	14:30	USA	Licenze edilizie		ott	1.564	Mln		1.520
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	nov	-8.7			-8.5
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	225	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.493	Mln		
Ven 18/11	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	ott	3.0	%	3.5	
	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	ott	3.0	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		ott	-6.9	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	-1.4	%		
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		ott	-0.4	%	-0.3	
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ott	4.71	Mln	4.36	4.69

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
 Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (14 – 18 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	14/11	11:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		17:15	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		17:15	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		17:30	USA	Discorso di Brainard (Fed)
Mar	15/11	00:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
		04:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		07:10	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		15:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		15:00	USA	Discorso di Cook (Fed)
		16:00	USA	* Audizione di Barr (Fed) al Senato
18:30	EUR	Discorso di Elderson (BCE)		
Mer	16/11	13:45	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		15:15	GB	* Audizione di Bailey (BoE) in Parlamento
		15:50	USA	Discorso di Williams (Fed)
		16:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		16:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		16:00	USA	* Audizione di Barr (Fed) alla Camera
20:35	USA	Discorso di Waller (Fed)		
Gio	17/11	13:30	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		14:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		15:15	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		15:30	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
		15:40	USA	Discorso di Mester (Fed)
		16:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		16:40	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		19:45	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
-	GB	Il Cancelliere dello Scacchiere presenta l'Autumn Statement		
Ven	18/11	09:30	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		14:15	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		14:15	GB	Discorso di Mann (BoE)
		18:15	GB	Discorso di Haskel (BoE)

Note: (**) molto importante; (*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	218 (217)	x1000	220	225
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.487 (1.485)	Mln	1.475	1.493
CPI m/m	ott	0.4	%	0.6	0.4
CPI a/a	ott	8.2	%	8.0	7.7
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ott	6.6	%	6.5	6.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ott	0.6	%	0.5	0.3
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	nov	59.9		59.5	

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

In ottobre il rallentamento dell'**inflazione** è stato superiore alle attese. Il CPI è salito di 0,4% m/m e 7,7% a/a, mentre l'indice senza alimentari ed energia è aumentato di solo 0,3% m/m (6,3% a/a). Oltre all'attesa flessione dei prezzi delle auto usate (-2,4% m/m), il rapporto evidenzia cali dei prezzi anche per l'abbigliamento (seconda flessione di fila), oltre che per altri beni di consumo come mobili ed elettronica e per le assicurazioni sanitarie. È probabile che l'inflazione sia destinata a calare ulteriormente nei prossimi mesi: le strozzature all'offerta si stanno velocemente allentando, frenando gli aumenti dei prezzi sui beni, mentre il calo dei prezzi immobiliari presto o tardi inizierà a riflettersi su affitti e affitti figurativi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	set	5.1	%	2.7	2.3

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Vendite al dettaglio m/m	set	0.0 (-0.3)	%	0.4	0.4
FRA	Occupati non agricoli prelim	T3	0.5 (0.4)	%		0.4
GER	Produzione industriale m/m	set	-1.2 (-0.8)	%	0.2	0.6
GER	CPI m/m finale	ott	0.9	%	0.9	0.9
GER	CPI a/a finale	ott	10.4	%	10.4	10.4
GER	IPCA m/m finale	ott	1.1	%	1.1	1.1
GER	IPCA a/a finale	ott	11.6	%	11.6	11.6
ITA	Vendite al dettaglio a/a	set	4.4 (4.3)	%		4.1
ITA	Produzione industriale m/m	set	2.3	%	-1.5	-1.8

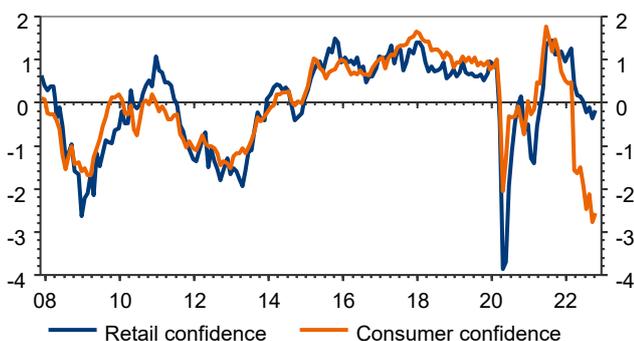
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

La Commissione Europea ha pubblicato le Previsioni Economiche d'Autunno. Le nuove stime certificano le attese di recessione per l'economia dell'Eurozona tra l'autunno e l'inverno, in un contesto di pressioni inflattive ancora severe. Per la prima volta sono stati inclusi anche i dati croati nel complesso dell'Eurozona (la Croazia adotterà la moneta unica dal prossimo anno). Rispetto alle previsioni d'estate (pubblicate lo scorso luglio), sono state riviste al rialzo le proiezioni sul **PIL** relative all'anno in corso grazie ad un primo semestre migliore delle attese (3,2% da 2,6%), mentre sono state drasticamente ridotte quelle sul 2023, a 0,3% da 1,4%. Il profilo trimestrale delle nuove previsioni mostra attese per una contrazione dell'economia nel 4° trimestre del 2022 (-0,5% t/t) e nel 1° del 2023 (-0,1% t/t), seguita da un recupero graduale e su ritmi moderati nei tre trimestri successivi (0,2%-0,3%-0,4% t/t). La Commissione vede infine una ripresa solo modesta nel 2024, all'1,5%. Sono state riviste al rialzo le stime d'**inflazione** sia per l'anno in corso che per quello successivo, a 8,5% da 7,6% nel 2022 e a 6,1% da 4% nel 2023; l'inflazione è attesa quindi moderare in media annua al 2,6% nel 2024 (scendendo sotto la soglia del 2% non prima di fine anno). Sono state pubblicate anche le proiezioni aggiornate sui principali aggregati di **finanza pubblica**.

Grazie ad una robusta crescita nominale nei primi tre trimestri dell'anno e all'esaurirsi delle misure di sostegno dovute alla pandemia, il ridimensionamento del disavanzo rispetto al PIL è proseguito anche nel 2022 a ritmi migliori di quelli stimati nelle Previsioni di Primavera in quasi tutti i Paesi dell'area euro, nonostante gli stimoli fiscali varati per fronteggiare la crisi energetica. Nel 2023 il rapporto deficit/PIL dovrebbe tornare a riallargarsi in Germania, in Francia e nell'intera Eurozona, per via del rallentamento dell'attività economica, delle politiche di supporto e dell'aumento della spesa per interessi. Per l'Italia la Commissione vede una crescita del **PIL** al 3,8% (da 2,9% precedente) nel 2022, allo 0,3% (da 0,9% a luglio) nel 2023 e all'1,5% nel 2024; l'economia italiana è attesa contrarsi al ritmo di -0,3% t/t in entrambi i trimestri a cavallo d'anno. L'**inflazione** dovrebbe attestarsi su livelli superiori alla media dell'Eurozona: 8,7% nell'anno in corso e 6,6% in quello successivo, prima di portarsi al 2,3% nel 2024. Sul fronte fiscale le previsioni della Commissione (che non includono il nuovo quadro programmatico assunto dal Governo) puntano verso un deficit al -5,1% nel 2022, al -3,6% nel 2023 e al -4,2% nel 2024 (contro un tendenziale contenuto nell'ultima NADEF di -5,1% nel 2022, -3,4% nel 2023 e -3,6% nel 2024).

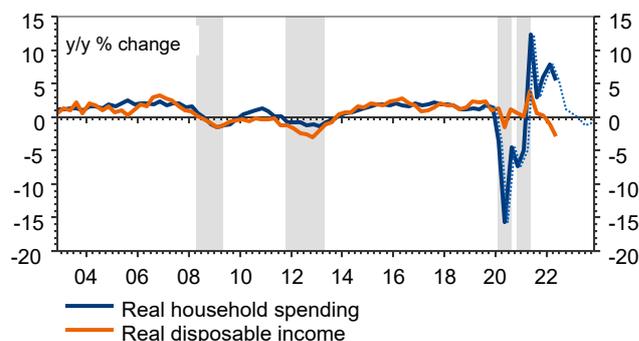
Area euro. A settembre le **vendite al dettaglio** sono cresciute di 0,4% m/m dopo la stagnazione registrata il mese precedente. Il rialzo dei prezzi alla pompa ha frenato gli acquisti di carburante che sono tornati a calare dopo due mesi di crescita (-0,6% m/m da 2,1%), mentre rimbalzano le vendite di prodotti alimentari dopo la flessione di agosto (0,4% m/m da -0,7%). In crescita anche gli acquisti dei beni non alimentari al netto dell'energia (1% m/m da 0,2%), trainati dal commercio elettronico a fronte di flessioni per le altre principali componenti. Nonostante il progresso di settembre le vendite al dettaglio sono ormai entrate in una tendenza di rallentamento, calando di -0,7% t/t nei mesi estivi (in contrazione per il terzo trimestre consecutivo). Crediamo che la debolezza sia destinata ad accentuarsi nei prossimi mesi quando, a differenza del semestre centrale del 2022, anche i servizi subiranno una frenata. Pensiamo che i consumi di contabilità nazionale possano contrarsi tra l'autunno e l'inverno.

La maggior tenuta della fiducia dei commercianti rispetto al morale dei consumatori suggerisce che le spese non hanno ancora pienamente risentito della frenata ciclica



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Ci aspettiamo una contrazione dei consumi nei prossimi mesi, in scia all'erosione di potere d'acquisto delle famiglie



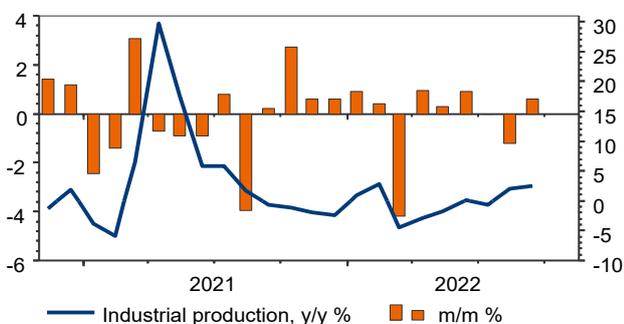
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Germania. La stima finale ha confermato che a ottobre l'**inflazione** è cresciuta ancora oltre le attese, portandosi all'11,6% a/a dal 10,9% precedente sull'indice armonizzato UE (massimo dall'inizio delle rilevazioni nel 1997). Su base nazionale l'inflazione è balzata al 10,4% a/a dal 10% di settembre, record dagli anni '50. Lo spaccato dell'indice nazionale suggerisce come siano ancora le componenti energia (43% a/a e 3,4% m/m) e alimentari (a 20,3% da 18,7% precedente) a trainare l'inflazione, ma con un'accelerazione della crescita dei listini diffusa però anche ai servizi (4% a/a da 3,6%). Sale all'1,8% a/a dall'1,7% precedente l'inflazione degli affitti. La variazione congiunturale è stata di +1,1% m/m sulla misura armonizzata e di +0,9% su quella nazionale, al di sopra dell'usuale profilo stagione. A ottobre, l'aumento dei prezzi dell'energia relativi all'abitazione è stato particolarmente elevato (5,4% m/m e 55,0% a/a), vista la forte risalita

dei prezzi del gas naturale (109,8% a/a; 9,2% la variazione congiunturale), nonostante il taglio dell'IVA dal 19% al 7%. Anche il riscaldamento da altre fonti è diventato più costoso. Gli aumenti hanno inoltre riguardato i generi alimentari (+1,3% m/m), con una crescita dei prezzi di ortaggi (+5,3% m/m) e di zucchero, marmellata, miele e altri dolci (+2,4% m/m), e la componente calzature e abbigliamento (+2,4% m/m). In sintesi, l'inflazione dovrebbe toccare un picco nei primi mesi del 2023, prima di intraprendere un trend di moderata discesa in corso d'anno. La crescita dell'indice core potrebbe accelerare nei prossimi mesi sulla scia dell'impatto dell'aumento del salario minimo. **Ci aspettiamo che l'inflazione armonizzata si attesti in media all'8,8% nel 2022 e poco sopra l'8% nel 2023.**

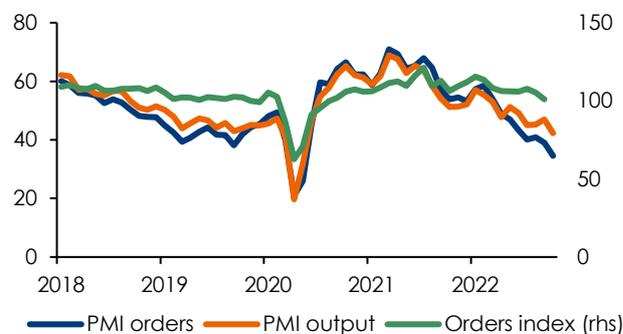
Germania. La **produzione industriale** è rimbalzata più del previsto a settembre, di 0,6% m/m dopo il calo di -1,2% m/m registrato ad agosto (dato rivisto al ribasso da -0,8%). Rispetto a un anno fa l'output risulta più alto dell'1,6%. Il **manifatturiero** ha visto una crescita di 0,7% m/m, spiegata dai beni di consumo (1,4%) e di investimento (1,1%); all'opposto, hanno registrato una marginale flessione i beni intermedi. Recupera in parte il crollo del mese precedente il settore energetico (1,7% m/m), mentre le costruzioni registrano un nuovo calo (-0,3% m/m). I settori energivori hanno subito una contrazione di -0,9% m/m. La produzione industriale ha chiuso il 3° trimestre con una crescita di 0,1% t/t, un risultato che ha sorpreso in positivo e che spiega in parte l'aumento superiore alle attese del PIL (0,3% t/t). Le prospettive per il settore rimangono però negative. Le indagini congiunturali IFO e PMI indicano una contrazione dell'output in ottobre. La domanda è in caduta libera: i dati pubblicati la scorsa settimana mostrano che, dopo una flessione del -2% m/m in agosto, gli ordini industriali sono crollati del -4% m/m in settembre. In aggiunta, buona parte delle imprese continua a segnalare problemi all'offerta. Riteniamo che le misure governative contro il rincaro dei prezzi energetici non impediranno una ampia contrazione della produzione industriale nei prossimi mesi.

Germania: la produzione industriale recupera a settembre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Le indagini PMI e i dati sugli ordini anticipano un deciso rallentamento dell'attività produttiva nell'industria nei prossimi mesi



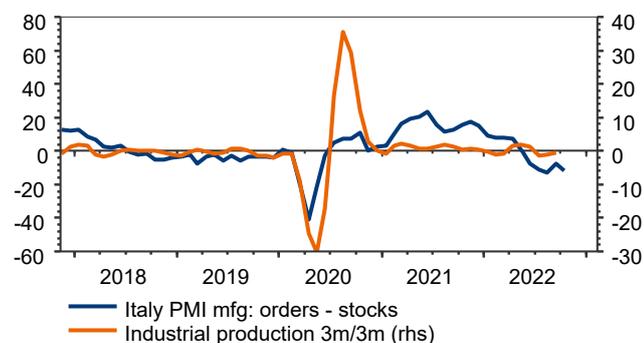
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis, IHS Markit

Italia. La **produzione industriale** è tornata a calare a settembre, di -1,8% m/m, dopo il balzo di agosto (+2,3% m/m). L'indice destagionalizzato dell'output resta **superiore al livello pre-Covid** (+1,8% vs febbraio 2020), ma è **tornato al di sotto dei livelli pre-bellici** (-0,8% rispetto a febbraio 2022). Il dato è risultato di poco inferiore alle previsioni. **Su base annua, la produzione è tornata in territorio negativo, a -0,5%** da un precedente 2,9% (sui dati corretti per gli effetti di calendario). **La flessione congiunturale di settembre è dovuta ai beni intermedi** (-1,8% m/m) e alla produzione di energia (in calo per il terzo mese consecutivo, di -2,7% m/m). Sia i beni strumentali che i beni di consumo sono risultati poco variati nel mese (ma i non durevoli sono cresciuti dell'1,6% m/m dopo il 2,1% di agosto). Su base annua (corretta per gli effetti di calendario), i beni di consumo (+3,4% a/a, grazie soprattutto ai non durevoli) e i beni strumentali sono ancora trainanti, mentre i beni intermedi restano in calo tendenziale (-5,3%), e anche l'energia approda in rosso (-3,5%). **Il quadro congiunturale resta molto variegato per settore.** Da un lato, alcuni comparti mostrano

una crescita annua molto ampia (farmaceutici 13,9%, mezzi di trasporto 10,8%, computer ed elettronica 7,9%, tessile e abbigliamento 7,1%). Dall'altro lato, **in deciso calo rispetto a un anno fa troviamo, non a caso, i settori più energivori**: chimica (-9,4%), metalli (-6,6%), legno, carta e stampa (-5,8%), e gomma e plastica (-4,3%). Anche le apparecchiature elettriche hanno registrato una sensibile diminuzione (-7% m/m, -5,4% a/a). Al di fuori del settore manifatturiero, la produzione è stata spinta al ribasso dall'attività estrattiva (-4,3% m/m, -10,1% a/a) e dalla fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (-3,4% m/m, -4,2% a/a).

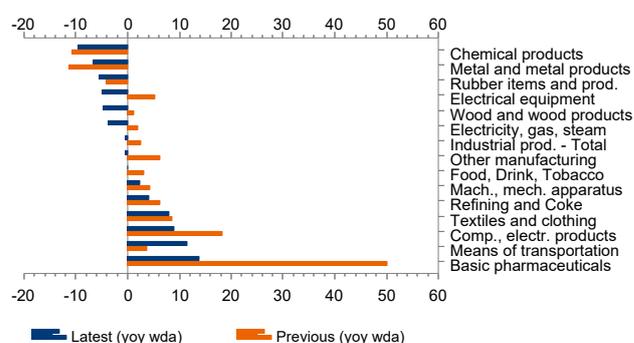
La produzione industriale ha chiuso il 3° trimestre con un calo di -0,4% t/t: l'industria in senso stretto potrebbe aver sottratto meno di un decimo al PIL nei mesi estivi. Tuttavia, il dato di settembre lascia un'eredità statistica negativa di -0,4% t/t sul trimestre in corso. Inoltre, pensiamo che l'output possa calare ancora nei prossimi mesi: nell'ultimo trimestre dell'anno, la produzione industriale potrebbe a nostro avviso subire un calo superiore al punto percentuale. **Le indagini di fiducia sulle aziende suggeriscono infatti unanimemente che il peggio deve ancora venire**, e non solo per i settori ad alta intensità energetica (il cui trend potrebbe essere anticipatore rispetto a quello della maggior parte degli altri comparti). In prospettiva, dopo l'aumento dello 0,5% t/t nei mesi estivi (guidato dai servizi), **ci aspettiamo un PIL in calo su base congiunturale nel trimestre in corso**, perché l'effetto della crisi energetica sta diventando più tangibile sull'industria, e la spinta dalla ripresa di mobilità nei servizi sta perdendo slancio. Tuttavia, **la probabilità delle evoluzioni più sfavorevoli della crisi energetica** (l'eventualità di un razionamento forzato dell'energia, con l'imposizione di tagli produttivi alle aziende) **pare diminuita di recente**, visto il livello elevato degli stoccaggi di gas naturale, e la vistosa accelerazione al ribasso nei consumi di gas vista negli ultimi due mesi (-17,3% a/a in settembre e -23,3% in ottobre), che almeno in parte potrebbe essere dovuta a efficientamento. In sintesi, **manteniamo una previsione di crescita del PIL dello 0,6% l'anno prossimo** (dopo un 3,6% stimato per l'anno in corso), che oggi ci appare soggetta a minori rischi al ribasso rispetto a qualche settimana fa.

Le indagini suggeriscono che il peggio deve ancora venire per l'industria



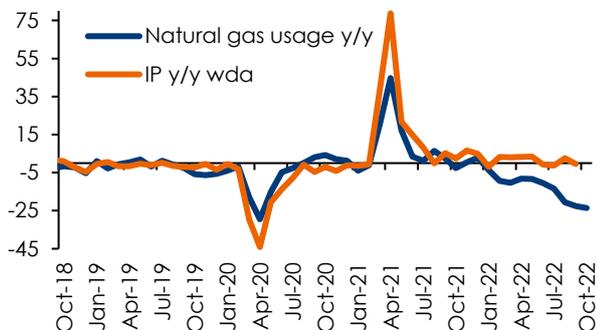
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I settori ad alta intensità energetica sono tra quelli che hanno registrato le performance peggiori su base annua



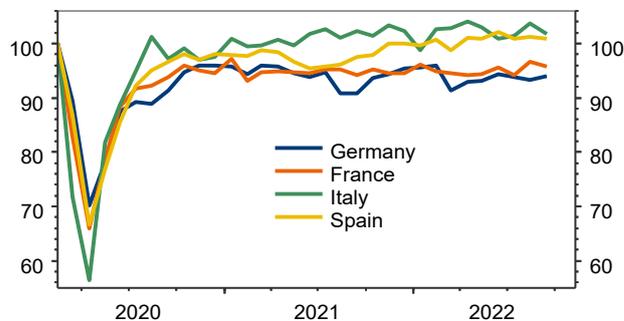
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il minor utilizzo di gas a uso industriale segnala un ulteriore possibile calo della produzione nei prossimi mesi



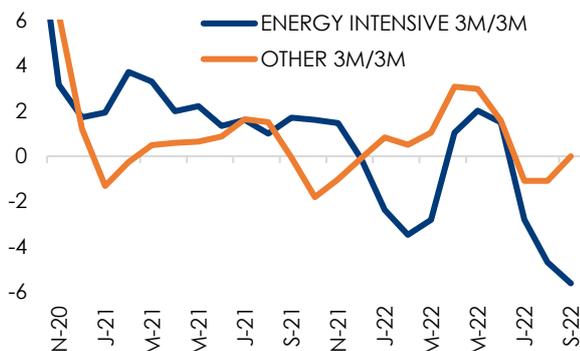
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, SNAM

Tuttavia, il rimbalzo post-pandemico dell'output industriale in Italia rimane più pronunciato rispetto a quanto visto in Germania e Francia



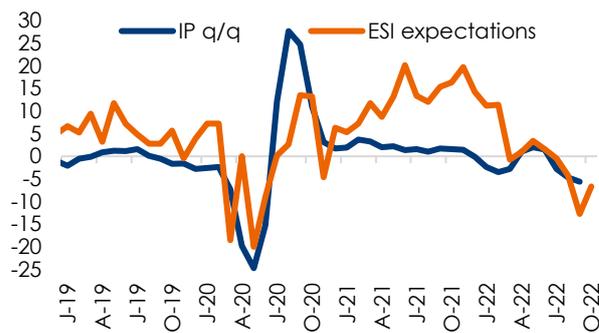
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Da qualche mese l'attività produttiva mostra una divergenza tra settori ad alta intensità energetica e altri comparti...



Nota: i settori "ad alta intensità energetica" sono carta, raffinazione, prodotti chimici, metalli di base e altri minerali non metallici. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

...e le aspettative di produzione nei settori energivori non segnalano un punto di svolta



Nota: settori "ad alta intensità energetica" (carta, raffinazione, prodotti chimici, metalli di base e altri minerali non metallici). Fonte: elaborazioni di Intesa Sanpaolo su dati Istat e Commissione UE

Italia. Nel mese di settembre le **vendite al dettaglio** espresse in valore sono cresciute dello 0,5% m/m dopo la correzione di -0,3% registrata in agosto. Il dato risente però dell'aumento dei prezzi al dettaglio: le vendite espresse in volume sono infatti rimaste stagnanti dopo il calo marcato di -1,1% m/m registrato ad agosto. Le vendite di prodotti alimentari sono diminuite per il secondo mese (-0,2% m/m da -1,3%), mentre quelle di beni non alimentari hanno registrato un rimbalzo solo modesto (0,1% m/m da -0,9%). In termini tendenziali il volume degli acquisti al dettaglio è rimasto in territorio negativo, a -2,7% da -2% di agosto. Nel trimestre estivo il volume delle vendite al dettaglio è calato di -0,5% t/t, in diminuzione per il terzo trimestre consecutivo. Nei mesi estivi, il rimbalzo post-pandemico nei servizi e la prima crescita delle immatricolazioni di auto dopo sei trimestri di calo dovrebbe aver sostenuto i consumi di contabilità nazionale, che potrebbero però contrarsi tra l'autunno e l'inverno.

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	ott	5.7		% 4.3	-0.3
Importazioni in USD a/a	ott	0.3		% 0.1	-0.7
Bilancia commerciale USD	ott	84.74	Mld \$	95.95	85.15
Riserve in valuta estera	ott	3.029	1000Mld \$	3.018	3.052
CPI m/m	ott	0.3		% 0.3	0.1
CPI a/a	ott	2.8		% 2.4	2.1
PPI a/a	ott	0.9		% -1.5	-1.3
M2 a/a	ott	12.1		% 12.0	11.8
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ott	2470.0	Mld ¥ CN	800.0	615.2
Finanza sociale aggregata (flusso)	ott	3530.0	Mld ¥ CN	1600.0	907.9

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

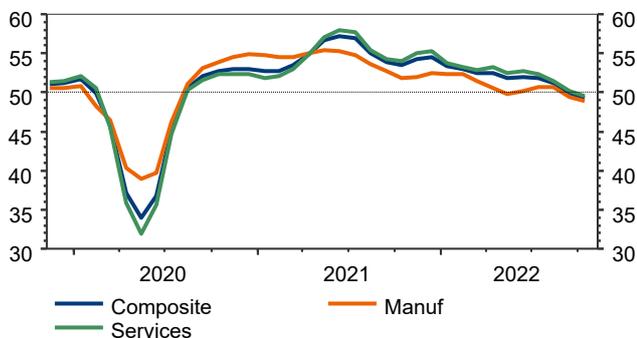
Il **commercio estero** è rallentato più delle attese, registrando una contrazione tendenziale in ottobre, spinto al ribasso dalla frenata sia della domanda estera sia da quella interna. Le **esportazioni** sono scese dello 0,3% a/a in ottobre dopo un aumento del 5,7% a settembre e attese per una decelerazione a 4,5% (consenso Bloomberg). Mentre le esportazioni verso l'area ASEAN6 rimangono ancora a due cifre (19,9% a/a in ottobre) ma in netto rallentamento rispetto a settembre (29,9% a/a), quelle verso gli Stati Uniti si sono contratte per il secondo mese consecutivo (-12,6% a/a) così come quelle verso le tre principali economie dell'area euro (Italia, Francia e Germania), dove la contrazione è stata maggiore (-17,5% a/a) e in netto peggioramento rispetto a ottobre (-2,6% a/a). Le **importazioni**, dopo un marginale aumento in settembre (0,3% a/a) sono lievemente scese in ottobre (-0,7% a/a) rispetto ad attese di stabilità. La dinamica delle importazioni dall'area ASEAN6 rimane moderatamente positiva (2,6% a/a) mentre resta negativa dagli altri partner commerciali, con il Giappone che registra la maggiore contrazione (-10,5% a/a). La **bilancia commerciale** mensile è stata di 85,15 miliardi di dollari, poco meno di mezzo miliardo più alta rispetto a ottobre. Il surplus commerciale nei primi dieci mesi dell'anno si è portato a 2.265 miliardi di dollari, rispetto a 2.188 miliardi nello stesso periodo del 2021. La scomposizione merceologica evidenzia una frenata di tutte le categorie di prodotti di cui sono pubblicati i dati preliminari e, in particolare, delle esportazioni di prodotti dell'elettronica e delle importazioni di circuiti integrati e di prodotti agricoli.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è scesa da 2,8% a/a in settembre a 2,1% a/a in ottobre, più delle attese (consenso Bloomberg 2,4% a/a), con un aumento mensile contenuto a 0,1% m/m. L'inflazione è stata spinta al ribasso da un sensibile effetto base favorevole che ha riguardato in particolare gli alimentari e i trasporti. Nel comparto degli alimentari l'inflazione è rallentata da 8,8% a/a in settembre a 7% a/a in ottobre, trainata dal calo dei prezzi di frutta e verdura mentre i prezzi della carne di maiale hanno continuato a salire (+9,5% m/m). L'inflazione nel comparto dei trasporti e telecomunicazioni è rallentata a 3,1% a/a in ottobre grazie ai cali dei prezzi dei carburanti. L'inflazione negli altri comparti è stata moderata, mantenendo l'**inflazione core** invariata a 0,6% a/a in ottobre e confermando l'assenza di pressioni da domanda.

L'**inflazione dei prezzi alla produzione**, dopo un aumento dello 0,9% a/a in settembre, è scesa in territorio negativo in ottobre, registrando un calo dell'1,3% a/a, il primo da dicembre 2020. Sul dato hanno influito un forte effetto base favorevole e il calo dei prezzi dei beni di produzione spinto al ribasso dalla diminuzione dei prezzi dei metalli e delle materie prime energetiche. Al contrario, nei beni di consumo è salita da 1,8% a/a in settembre a 2,2% a/a in ottobre trainata dal comparto degli alimentari e dell'abbigliamento.

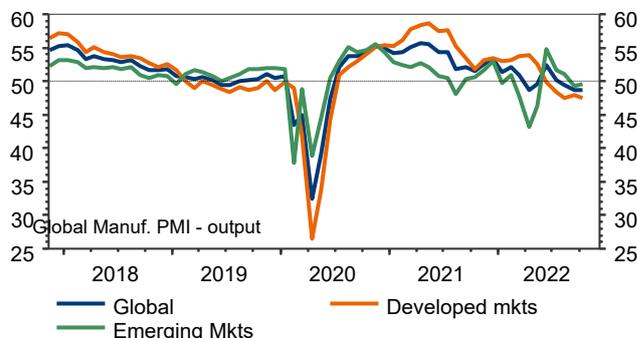
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



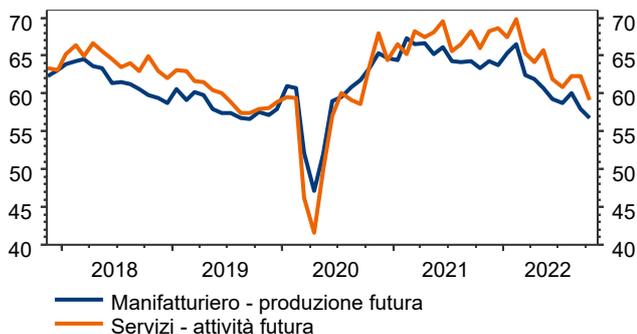
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



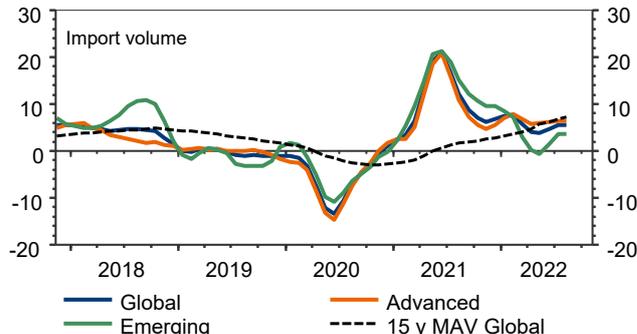
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



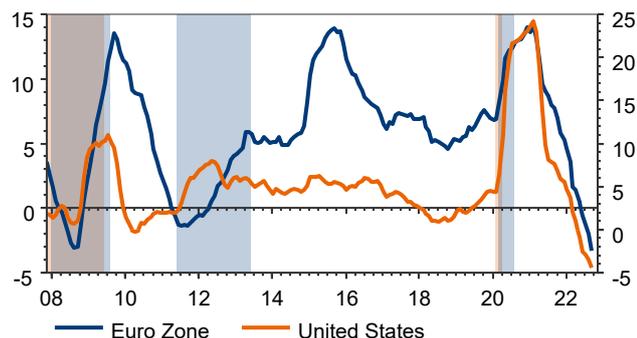
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



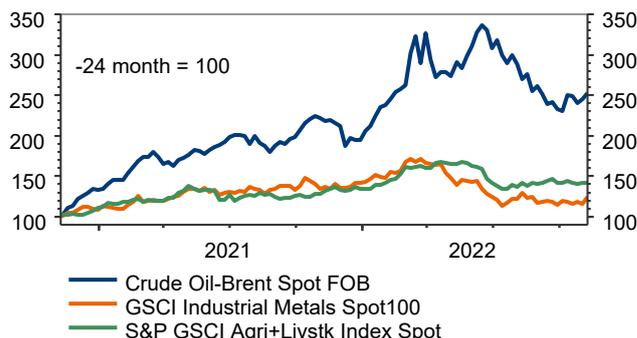
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat e BLS

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

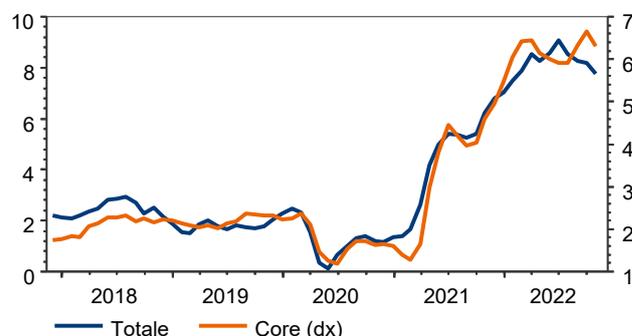
Stati Uniti

Indagini ISM



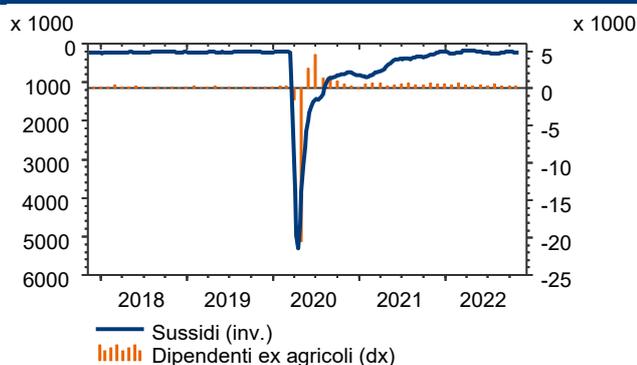
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



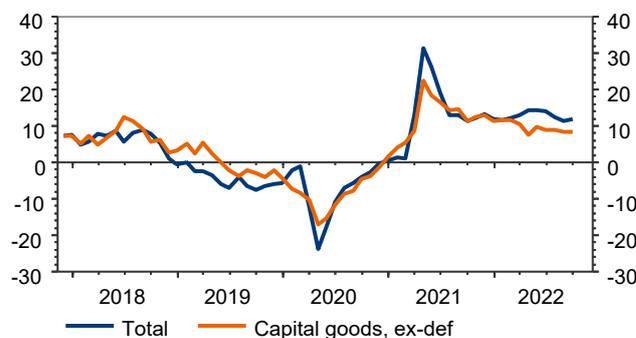
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

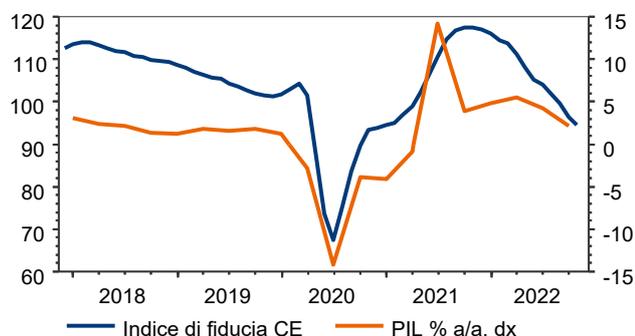
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	1.9	0.4	5.0	5.7	3.7	1.8	1.8	0.3	0.8	0.8
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.6	1.1	0.3	-0.8
Consumi privati	8.3	2.6	0.3	3.0	3.1	1.3	2.0	1.4	0.7	0.0	-0.7
IFL - privati non residenziali	6.4	3.4	0.6	0.6	1.1	7.9	0.1	3.7	2.0	-0.2	-1.2
IFL - privati residenziali	10.7	-9.5	-10.6	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.4	-9.6	-7.2	-6.5
Consumi e inv. pubblici	0.6	-0.9	1.2	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	2.4	0.9	1.5	1.1
Esportazioni	6.1	7.5	1.7	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.4	2.5	-4.5	-2.1
Importazioni	14.1	8.4	-2.7	6.6	18.6	18.4	2.2	-6.9	-2.0	-5.6	-2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.7	-0.3	1.9	5.0	0.3	-2.1	-1.0	-0.1	-0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-4.2	-4.1								
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.7	-4.3	-5.8								
Debito pubblico (% PIL)	148.7	146.3	148.5								
CPI (a/a)	4.7	8.1	3.3	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.4	5.6	3.2
Produzione Industriale	4.9	4.0	-2.5	0.9	1.2	1.2	1.3	0.7	-1.1	-1.4	-1.3
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.4	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.8	4.0	4.4

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

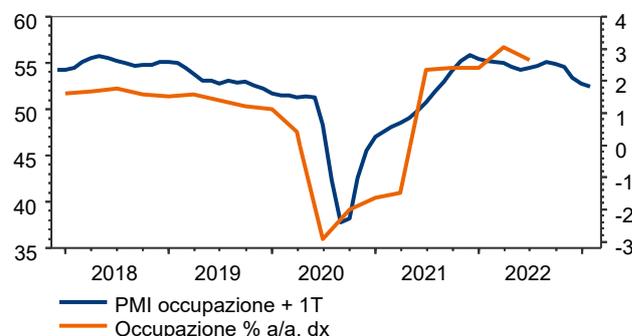
Area euro

PIL



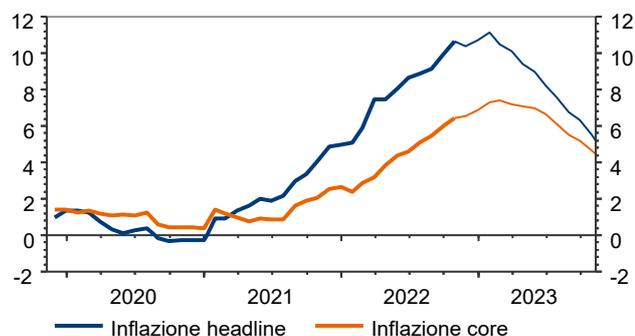
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione (%)

	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	11.1
febbraio	0.9	5.9	10.5
marzo	1.3	7.4	10.1
aprile	1.6	7.4	9.4
maggio	2.0	8.1	9.0
giugno	1.9	8.6	8.2
luglio	2.2	8.9	7.6
agosto	3.0	9.1	6.8
settembre	3.4	9.9	6.3
ottobre	4.1	10.6	5.5
novembre	4.9	10.4	4.6
dicembre	5.0	10.7	3.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.2	0.2	3.9	4.8	5.5
- t/t				2.3	0.5	0.6
Consumi privati	3.7	3.7	-0.5	4.7	-0.2	-0.1
Investimenti fissi	3.7	2.7	0.6	-0.7	3.4	-0.8
Consumi pubblici	4.3	2.1	1.5	-0.2	0.7	0.2
Esportazioni	10.5	6.6	0.5	2.2	2.6	1.5
Importazioni	8.3	6.9	2.2	2.3	4.7	-0.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	0.7	0.0	0.6	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.4	0.2	1.3			
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.5	-2.8			
Debito pubblico (% PIL)	95.4	96.3	95.2			
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	8.5	7.7	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.1	-1.1	5.9	0.2	-0.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.9	7.5	7.1	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.37	2.68	-0.55	-0.57	-0.53

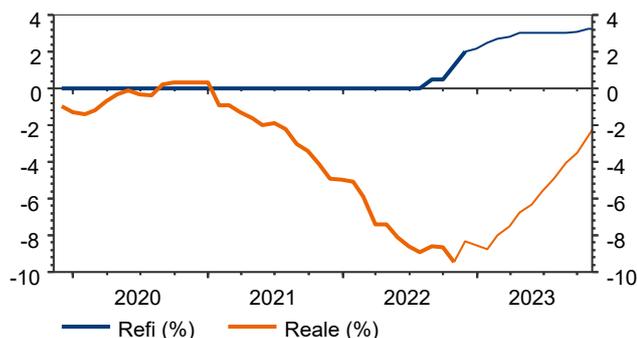
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	10/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	1.25	2.00	2.50	3.00	3.00	3.25
Euribor 1m	-0.53	-0.51	0.68	1.40	1.83	2.43	2.56	2.67
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	1.80	2.16	2.57	2.65	2.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

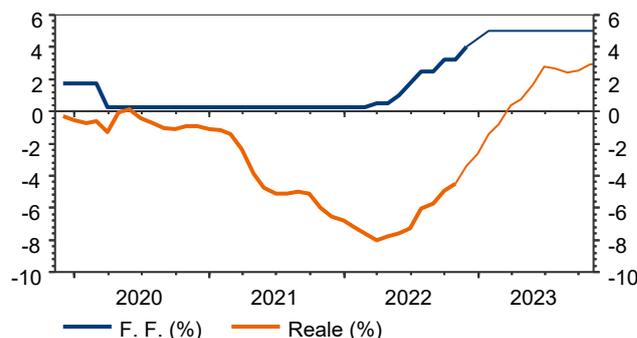


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	10/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	4.00	4.50	5.00	5.00	5.00
OIS 3m	0.72	2.18	3.66	4.26	4.86	5.45	5.43	5.46

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

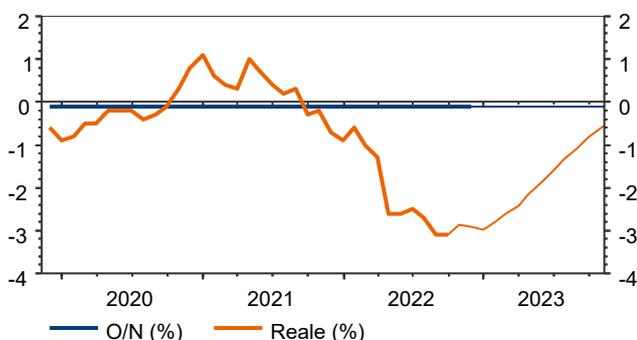


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	10/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	0.00	-0.03	-0.04	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

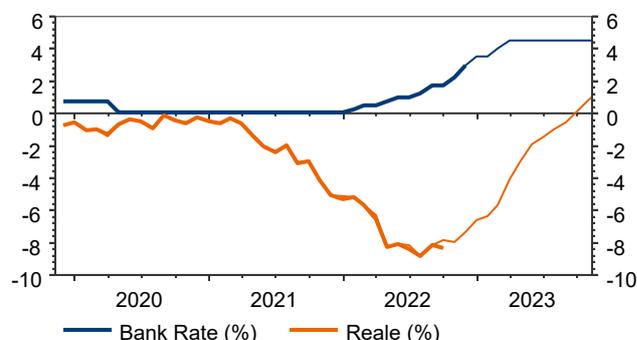


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	10/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	3.00	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	3.47	4.00	4.60	4.50	4.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	11/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.15	1.06	1.03	0.97	1.0260	0.95	0.97	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	106	114	130	133	146	140.32	152	148	140	134	128
GBP/USD	1.32	1.34	1.23	1.22	1.11	1.1738	1.06	1.08	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.08	1.06	1.04	0.97	0.97	0.9846	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	124	131	137	137	142	144.00	145	144	140	140	141
EUR/GBP	0.89	0.86	0.85	0.85	0.88	0.8740	0.90	0.90	0.89	0.89	0.89

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

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

Macroeconomic Research

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

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