

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La **BCE** difende lo scenario previsionale, ribadendo le attese di calo dell'inflazione nel 2022. La reazione verbale contro le attese di rialzo dei tassi non è stata enfatizzata – ed è difficile attendersi di più finché le condizioni di finanziamento non ne risultano compromesse. Nessuna anticipazione sulla direzione che la politica monetaria prenderà a dicembre – tranne la conferma che il PEPP si chiuderà il 31 marzo 2022, come quasi tutti ormai si aspettavano.

La **riunione del FOMC** del 2-3 novembre avrà due compiti, uno semplice, l'altro più complesso. Il primo sarà l'annuncio dell'avvio del *tapering*, probabilmente già a novembre. Il secondo sarà la comunicazione sulla funzione di reazione della Fed di fronte a rischi crescenti sui prezzi, con segnali di disponibilità a modificare la politica monetaria in risposta a diversi scenari di inflazione e di aggiustamento del mercato del lavoro, in una fase di grande incertezza. Il bias è ora restrittivo, con rischi di anticipo della svolta dei tassi.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. Il dato sulla produzione industriale di settembre in Germania e Francia confermerà la debolezza del comparto manifatturiero, in difficoltà per il protrarsi delle strozzature lungo le filiere produttive. Nello stesso mese, gli ordini tedeschi sono attesi rimbalzare dopo il crollo di agosto. Sempre a settembre, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero evidenziare un rallentamento della crescita congiunturale; la disoccupazione è attesa stabile sia in Italia che nell'intera Eurozona.

La settimana negli **Stati Uniti** sarà intensa, sia per i dati sia per gli eventi. La riunione del FOMC dovrebbe annunciare l'inizio del *tapering*, con l'obiettivo di concluderlo entro metà 2022. Il focus della conferenza stampa di Powell sarà però sui rischi di inflazione e sul possibile anticipo della svolta sui tassi. L'*employment report* di ottobre dominerà il flusso dei dati, con probabile conferma di una dinamica moderatamente forte dell'occupazione, stabilità del tasso di disoccupazione e crescita ancora solida dei salari. Per ottobre, l'ISM del manifatturiero e dei servizi dovrebbero correggere modestamente, con indicazioni di continua espansione dell'attività, persistenti strozzature all'offerta e pressioni verso l'alto sui prezzi. Il deficit della bilancia commerciale di settembre è previsto in ampio (ma transitorio) ampliamento.

29 ottobre 2021

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

## Il punto

La **BCE** difende lo scenario previsionale, ribadendo le attese di calo dell'inflazione nel 2022. La reazione verbale contro le attese di rialzo dei tassi non è stata enfatizzata – ed è difficile attendersi di più finché le condizioni di finanziamento non ne risultano compromesse. Nessuna anticipazione sulla direzione che la politica monetaria prenderà a dicembre – tranne la conferma che il PEPP si chiuderà il 31 marzo 2022, come quasi tutti ormai si aspettavano.

■ Come largamente previsto, il comunicato rilasciato dalla **Banca Centrale Europea** al termine della riunione del 28 ottobre non reca alcuna modifica alla politica monetaria, neppure alla *forward guidance*. Riguardo alle aspettative di rialzo dei tassi ufficiali nelle curve dei tassi, la presidente Lagarde le ha definite incoerenti con l'attuale analisi economica e la formulazione dell'indirizzo sui tassi ufficiali, ma senza enfatizzare il tema. Sul PEPP, la presidente si è sbilanciata a prevedere che sarà chiuso il 31 marzo 2022, senza proroghe. Il giudizio sul picco di inflazione è più sfumato, ma viene confermata la previsione di un calo nel 2022.

■ **Le prospettive economiche e il giudizio sui rischi.** L'analisi dello scenario contenuta nella dichiarazione di politica monetaria sottolinea i rischi per la crescita reale causati dal rincaro dell'energia e dalle strozzature, oltre alla strada che resta ancora da percorrere per ritornare ai livelli occupazionali precedenti la pandemia. La BCE ritiene che la crescita economica continuerà, ma che l'aumento dei prezzi dell'energia "ridurrà il potere d'acquisto nei prossimi mesi", mentre i vincoli all'offerta "offuscano le prospettive per i prossimi trimestri". Considerando l'eccesso di risparmio delle famiglie, però, la BCE giudica i rischi per la crescita ancora bilanciati.

Per quanto concerne l'inflazione, la BCE attribuisce i picchi attuali a tre fattori, tutti destinati a rientrare nel corso del 2022: problemi nel mercato energetico, strozzature di offerta, effetti base. Anche se questa volta Lagarde evita il termine "transitorio", la valutazione, non è cambiata granché: l'inflazione scenderà nel corso del prossimo anno e nel medio termine sarà inferiore all'obiettivo, mentre l'inflazione sottostante salirà gradualmente con il ritorno alla piena capacità. I rischi restano verso l'alto.

■ **L'indirizzo di politica monetaria.** La presidente Lagarde ha atteso le domande della stampa per affrontare il tema della disconnessione fra le aspettative del mercato sui tassi ufficiali e l'indirizzo fornito dalla BCE. La sua risposta è che l'analisi della banca centrale fa supporre che le condizioni per un rialzo dei tassi non saranno soddisfatte alla fine del 2022, né immediatamente dopo.

Non c'è stata alcuna anticipazione concreta riguardo al percorso di uscita dal PEPP. La presidente ha detto di attendersi che il programma sarà interrotto il 31 marzo 2022, come i più prevedevano già, ma non si è sbilanciata in valutazioni sul livello di utilizzo del plafond (noi riteniamo che non sarà pienamente utilizzato).

■ **Implicazioni.** In un contesto di incertezza per lo scenario di inflazione e di riduzione dello stimolo monetario, è difficile che i mercati ridimensionino le attese di rialzo dei tassi sulla base della sola *forward guidance*. Dopo la riunione, il tasso Euribor 3 mesi a dicembre 2022 era dato a -0,24%, cioè oltre 30 punti base sopra i livelli correnti e 6pb più di ieri. Nella misura in cui le aspettative di rialzo non portano a una restrizione eccessiva delle condizioni di finanziamento, non c'è da attendersi una reazione maggiore da parte della Banca centrale.

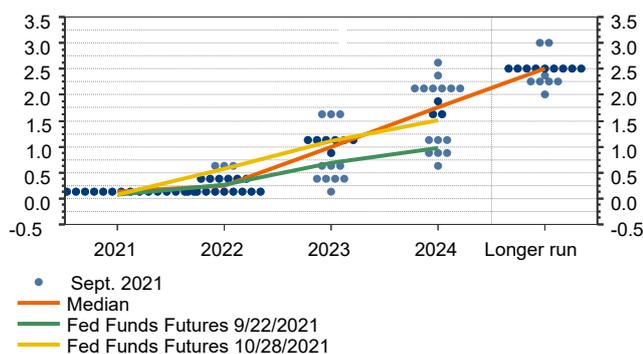
Alla prossima riunione di politica monetaria (16 dicembre), la BCE rivedrà ulteriormente al rialzo le proiezioni di inflazione 2022, mentre una revisione più modesta interesserà il 2023. Ciò farà da sfondo a un articolato annuncio di politica monetaria, che includerà la chiusura degli acquisti netti PEPP, modifiche alla gestione dell'APP e, forse, l'annuncio di un incremento temporaneo degli acquisti netti APP dopo il marzo 2021; il pacchetto potrebbe forse includere anche un programma di rifinanziamento a lungo termine, ma a condizioni di mercato. Il mix di misure, e soprattutto se l'APP sarà aumentato o no dopo marzo 2022, ci diranno quanto la BCE è preoccupata per gli sviluppi inflattivi.

La **riunione del FOMC** del 2-3 novembre avrà due compiti, uno semplice, l'altro più complesso. Il primo sarà l'annuncio dell'avvio del tapering, probabilmente già a novembre. Il secondo sarà la comunicazione riguardo alla funzione di reazione della Fed di fronte a rischi sui prezzi, con segnali di disponibilità a modificare la politica monetaria in risposta a diversi scenari di inflazione e di aggiustamento del mercato del lavoro. Il *bias* nel FOMC dovrebbe ora essere restrittivo, con un possibile anticipo della svolta sui tassi, in caso di materializzazione dei rischi sull'inflazione.

- La riunione del 2-3 novembre aprirà la strada alla prima svolta della politica monetaria, con **l'annuncio del tapering** e il riconoscimento esplicito che è stato raggiunto l'"ulteriore sostanziale progresso" richiesto come condizione per iniziare a ridurre gli acquisti di titoli. Questo annuncio è completamente scontato, perché è stato preparato non solo dalla riunione di settembre, ma anche da una serie di discorsi recenti, omogeneamente favorevoli a un inizio imminente della svolta sul bilancio. La discussione nel Comitato è ormai concentrata sulla **valutazione dei rischi di inflazione e sulle sue implicazioni** per la seconda svolta, di maggior rilievo per il futuro del ciclo economico, cioè quella sui tassi. Il ritmo di riduzione degli acquisti che verrà annunciato dovrebbe essere flessibile, per permettere al FOMC di reagire di fronte all'evoluzione dello scenario e rispondere al possibile materializzarsi dei rischi sull'inflazione.
- Le indicazioni sul tapering sono state esplicitate nel circoscrivere i **tempi** dell'annuncio, quelli dell'attuazione (calendario acquisti di novembre o, al più tardi, di dicembre) e della probabile fine del programma di acquisti (entro metà 2022). I discorsi hanno evidenziato una dispersione di opinioni sui tempi appropriati per la conclusione del tapering. Un **sentiero di acquisti** compatibile con i tempi indicati dal consenso moderato nel FOMC, cioè un inizio del tapering a metà novembre e una fine intorno a metà 2022, vedrebbe **una riduzione di 15 mld al mese** (10 mld di Treasury e 5 mld di MBS) rispetto al ritmo attuale di acquisti mensili per 120 mld. Nel 2013 gli acquisti di Treasury erano solo marginalmente maggiori rispetto a quelli di MBS (45 e 40 mld, rispettivamente). La scelta di un **sentiero flessibile**, dettato dall'evoluzione dei dati e dello scenario, dovrebbe ripetersi nel 2021, con **indicazioni da confermare da una riunione all'altra**. Nel caso attuale, il rischio che preoccupa il FOMC è quello di dover accelerare la riduzione degli acquisti per liberare un possibile rialzo dei tassi nella prima parte del 2° semestre anziché nella parte finale del 2022.
- Il **comunicato stampa**, nella valutazione del quadro e dello scenario macroeconomico, dovrebbe rilevare l'aggravarsi dei colli di bottiglia e della carenza di offerta, sia sul mercato dei beni sia su quello del lavoro, con effetti sull'attività economica e sui prezzi. L'inflazione a settembre era giudicata "elevata, in larga misura sulla scia di fattori transitori": a novembre si potrebbe vedere una qualificazione più preoccupata riguardo alla durata della transitorietà delle pressioni inflazionistiche. Il Comitato sta iniziando a riconoscere che "transitorio" non equivale a "di breve durata". L'incertezza e i timori sullo scenario dei prezzi sono diffusi nel Comitato, come evidente anche dai recenti discorsi, ma maggiori informazioni emergeranno con i verbali in uscita a fine novembre.
- Dalla riunione di settembre, la comunicazione ha avuto una svolta "hawkish", con un coro crescente di **preoccupazioni per la persistenza del rialzo dell'inflazione** esteso anche ai membri del Board, tipicamente più moderati e cauti di molti presidenti di Fed regionali. Ai discorsi di Clarida si sono aggiunti quelli di Quarles, Waller, Bowman e infine Powell. Il consenso nel Comitato riconosce che **dall'estate lo scenario è cambiato, con previsioni di vincoli più stringenti e duraturi del previsto dal lato dell'offerta** e colli di bottiglia generati dalla logistica a livello globale, con ricadute significative sull'inflazione corrente e attesa.
- Nel complesso, la riunione dovrebbe segnalare non solo la svolta sugli acquisti, ma anche uno **spostamento ufficiale del bias del FOMC verso una valutazione attiva dei rischi di inflazione**, della carenza di offerta di lavoro e di una possibile spirale salari-prezzi. Il Comitato dovrebbe comunque prendere tempo, e sottolineare il monitoraggio delle pressioni inflazionistiche come elemento cruciale nella determinazione della politica monetaria futura.

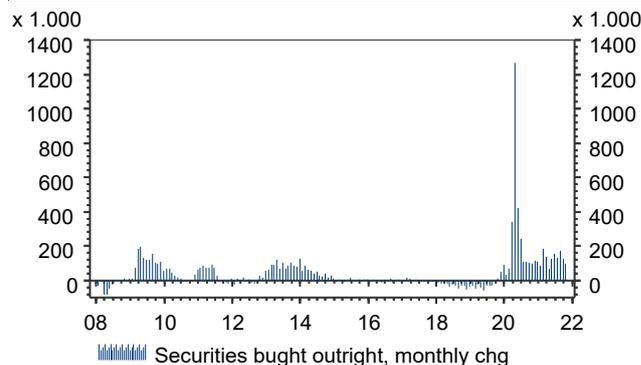
- La **nostra previsione è che il tapering inizi a novembre all'insegna della flessibilità**, con uno stretto monitoraggio dello scenario del mercato del lavoro e dell'inflazione. Alla riunione di novembre, il FOMC dovrebbe segnalare l'aspettativa di fine del programma di acquisti entro metà 2022, soggetta all'evoluzione delle pressioni inflazionistiche. Nella conferenza stampa dovrebbe comunque emergere **un bias a favore di un possibile anticipo della svolta sui tassi**.
- Alla luce delle pressioni su prezzi e salari, riconosciamo che **la nostra previsione di un rialzo nel 2022 e 2 interventi nel 2023 ha rischi verso l'alto, concentrati però sul 2022**. Lo scenario centrale è di aggiustamento di domanda e offerta nel 2022, con una riduzione degli eccessi e una normalizzazione dell'offerta. In questo quadro, la Fed non avrebbe bisogno di premere con troppa forza sulla leva dei tassi nel 2023. Tuttavia, in caso di persistenti strozzature all'offerta e di aumenti dell'inflazione (e non solo di aggiustamenti di prezzi relativi), evidenti a inizio 2022, **il FOMC potrebbe attuare due rialzi nel 2022 e due nel 2023**. Il mercato al momento è anche più aggressivo. A nostro avviso, mentre due rialzi nel 2022 sono una possibilità concreta in caso di scenario di inflazione davvero avverso, le condizioni per giustificare più di due interventi l'anno prossimo sono davvero difficili da immaginare nel contesto attuale.

**Fed e mercato: previsioni per lo scenario dei tassi su sentieri diversi**



Fonte: Refinitiv-Datastream

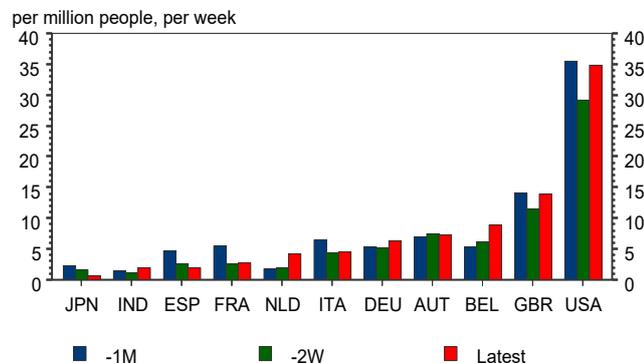
**Graduale riduzione degli acquisti mensili da novembre, stabilizzazione del bilancio attesa entro metà 2022**



Fonte: Refinitiv-Datastream

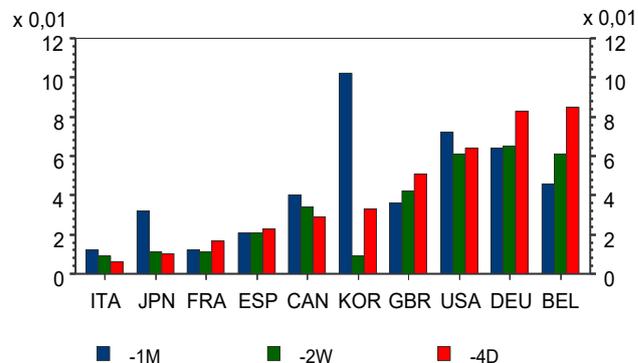
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



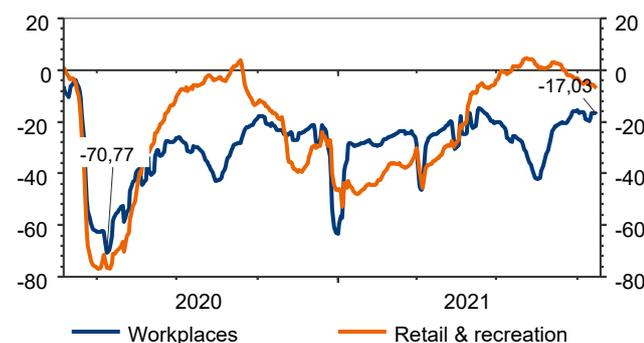
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



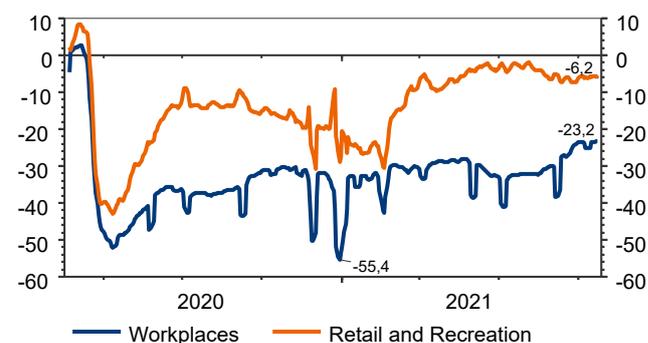
Fonte: OurWorldInData

### Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



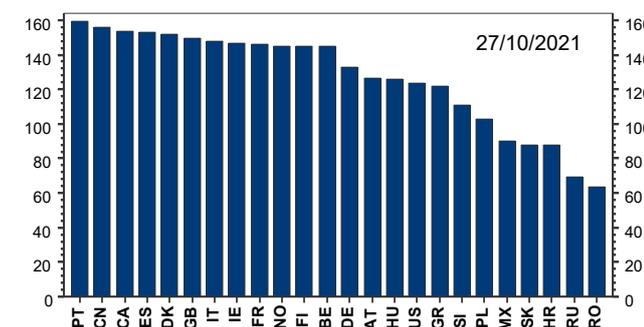
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



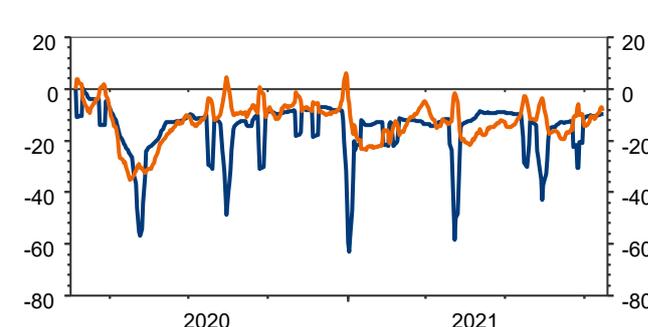
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. Il dato sulla produzione industriale di settembre in Germania e Francia confermerà la debolezza del comparto manifatturiero, in difficoltà per il protrarsi delle strozzature lungo le filiere produttive. Nello stesso mese, gli ordini tedeschi sono attesi rimbalzare dopo il crollo di agosto. Sempre a settembre, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero evidenziare un rallentamento della crescita congiunturale; la disoccupazione è attesa stabile sia in Italia che nell'intera Eurozona.

La settimana negli **Stati Uniti** sarà intensa, sia per i dati sia per gli eventi. La riunione del FOMC dovrebbe annunciare l'inizio del *tapering*, con l'obiettivo di concluderlo entro metà 2022. Il focus della conferenza stampa di Powell sarà però sui rischi di inflazione e sul possibile anticipo della svolta sui tassi. L'*employment report* di ottobre dominerà il flusso dei dati, con probabile conferma di una dinamica moderatamente forte dell'occupazione, stabilità del tasso di disoccupazione e crescita ancora solida dei salari. Per ottobre, l'ISM del manifatturiero e dei servizi dovrebbero correggere modestamente, con indicazioni di continua espansione dell'attività, persistenti strozzature all'offerta e pressioni verso l'alto sui prezzi. Il deficit della bilancia commerciale di settembre è previsto in ampio, ma transitorio, ampliamento.

### Lunedì 1° novembre

■ L'**ISM manifatturiero** a ottobre è previsto a 60,5, da 61,1 di settembre. Le indagini di ottobre già uscite hanno confermato un modesto ridimensionamento degli indici di attività, sulla scia dei persistenti colli di bottiglia che frenano la produzione. I tempi di consegna e gli indici di prezzo dovrebbero continuare a segnalare difficoltà delle imprese a soddisfare la domanda. La componente ordini potrebbe correggere, non per calo della domanda, ma per i vincoli dal lato dell'offerta. L'espansione prosegue, ma risente delle strozzature collegate alle difficoltà della logistica a livello globale.

### Martedì 2 novembre

#### Area euro

■ **Area euro.** La stima finale dell'indice **PMI manifatturiero** di ottobre dovrebbe confermare la marginale correzione a 58,5 da 58,6 registrata dalla lettura flash. L'allungamento dei tempi di consegna e la crescita degli ordinativi inevasi hanno nascosto la frenata di produzione e ordinativi, limitando la flessione dell'indice. In **Italia** l'indice **PMI manifatturiero** potrebbe salire a 60,3 da 59,7 precedente: le indagini Istat hanno evidenziato un'inattesa tenuta dell'attività industriale italiana che, rispetto alle altre economie dell'Eurozona, appare meno colpita dalle note problematiche lungo le filiere produttive.

### Mercoledì 3 novembre

#### Area euro

■ **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** è visto stabile al 7,5% a settembre. Le indagini congiunturali hanno evidenziato un temporaneo rallentamento delle assunzioni nel mese in esame, probabilmente imputabile a ragioni frizionali, a fronte di un possibile aumento della partecipazione. Le prospettive per i prossimi mesi restano comunque incoraggianti: la crescita dell'occupazione dovrebbe risultare tale da assorbire il rientro degli inattivi nella forza lavoro.

■ **Italia.** Il **tasso di disoccupazione** è visto stabile al 9,3% a settembre. Negli ultimi mesi gli occupati hanno mostrato segnali di rallentamento, a fronte di un aumento degli inattivi. Vediamo un tasso dei senza-lavoro poco variato nei prossimi mesi: il recupero delle forze di lavoro dovrebbe all'incirca tenere il passo della creazione di nuova occupazione.

## Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** a ottobre è attesa dal consenso a 369 mila, dopo 568 mila di settembre.
- L'**ISM non manifatturiero** è atteso poco variato, a 61,7 da 61,9 di settembre, con indicazioni di espansione dell'attività, pressioni verso l'alto sui prezzi e miglioramento della componente occupazione. Le prime indagini di ottobre hanno delineato un quadro positivo, pur in presenza di difficoltà a reperire manodopera. Gli indicatori ad alta frequenza mostrano un ritorno verso i livelli di attività pre-COVID grazie al calo dei nuovi contagi degli ultimi due mesi.
- La riunione del FOMC di novembre dovrebbe annunciare che **il tapering inizierà con il calendario di novembre**, e indicare che il sentiero di riduzione degli acquisti dovrebbe concludersi entro metà 2022. La variazione iniziale degli acquisti dovrebbe essere di 15 mld al mese, ma dovrà essere **confermata o modificata a ogni riunione**, garantendo la flessibilità necessaria a rispondere all'evoluzione congiunturale e, soprattutto, alla possibile persistenza delle pressioni verso l'alto sui prezzi. La conferenza stampa dovrebbe sottolineare che l'inizio del tapering è separato dalla svolta dei tassi. Il comunicato e la conferenza stampa dovrebbero però rilevare il protrarsi dei colli di bottiglia e **l'eccesso di domanda diffuso anche al mercato del lavoro, sottolineando la crescente preoccupazione per le pressioni verso l'alto sull'inflazione**. Powell dovrebbe comunicare la volontà di rivalutare lo scenario dei tassi sulla base della persistenza delle strozzature all'offerta e dell'inflazione al di sopra del 2%. Il bias nel FOMC non sarà più neutrale, ma dovrebbe ora essere verso un **possibile anticipo della svolta sui tassi**, in caso di materializzazione dei rischi sull'inflazione.

## Giovedì 4 novembre

### Area euro

- **Area euro.** La stima finale del **PMI dei servizi** potrebbe subire una revisione al ribasso ad ottobre a 54,6 da 54,7 precedente (56,4 a settembre) per effetto di una possibile limatura della stima tedesca (52,1 da 52,4) che dovrebbe aver risentito della risalita dei contagi, mentre dovrebbe essere confermato il progresso registrato in Francia (56,6 da 56,2). In **Italia** l'indice PMI dei servizi di ottobre è visto flettere a 55,1 da 55,5 del mese precedente.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi recuperare parte del calo di agosto (-7,7% m/m): stimiamo un rimbalzo di 1,8% m/m. Le indagini continuano a segnalare una protratta debolezza della domanda di beni manufatti tedeschi dall'estero. La presenza di colli di bottiglia in alcune filiere produttive sta pesando sul manifatturiero in Germania più che in altri paesi dell'Eurozona.

### Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** di settembre dovrebbe registrare un balzo del deficit a -81 mld, da -73,3 mld di agosto. I dati preliminari della bilancia dei beni hanno evidenziato un crollo delle esportazioni di circa 7 mld e un aumento dell'import di circa 1 mld. La correzione dell'export, diffusa a gran parte dei settori, è stata principalmente determinata dal comparto energetico e dagli effetti degli uragani. Il successivo rimbalzo dell'attività e delle quotazioni petrolifere dovrebbe sostenere una ripresa delle esportazioni in autunno.

## Venerdì 5 novembre

### Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono viste in crescita di 0,2% m/m a settembre, circa in linea con lo 0,3% precedente. Il dato dovrebbe essere sostenuto dal recupero degli acquisti di quei beni non alimentari che ancora non hanno recuperato i livelli pre-COVID, a fronte di una più fiacca dinamica per gli alimenti. Nonostante l'ampia contrazione subita a inizio trimestre le vendite dovrebbero comunque concludere l'estate in espansione rispetto ai tre mesi precedenti.

- **Germania.** La **produzione industriale** è vista tornare a crescere a settembre dopo il tonfo, ben oltre le attese, del mese precedente. Stimiamo un recupero di 0,4% m/m a fronte di un calo del -4% in agosto. La debolezza dell'industria viene dal comparto manifatturiero ed è dovuta ai colli di bottiglia nella fornitura dei beni intermedi e ai rincari dei prezzi energetici, fattori che persisteranno nei prossimi mesi. Se confermato, il dato finale lascerebbe la produzione in contrazione di -2,2% t/t nel 3° trimestre.
- **Francia.** La **produzione industriale** a settembre, dopo i progressi registrati in luglio e agosto (rispettivamente +0,5% e +1,0% m/m), potrebbe riportare una flessione (-0,2% m/m), sulla scia delle tensioni lungo le filiere produttive ancora ben presenti (seppure il costo dei noli stia iniziando a mostrare una prima inversione di tendenza) e un correlato ampliamento dei settori produttivi interessati da *shortage* di forniture. Una diminuzione dell'output di due decimi a settembre consoliderebbe un progresso nel terzo trimestre di +1,2% t/t, dopo il -1,1% t/t di giugno.

### Stati Uniti

- L'**employment report** di ottobre dovrebbe confermare il miglioramento del mercato del lavoro, pur in presenza di mancanza di recupero della forza lavoro. Gli **occupati non agricoli** sono attesi in rialzo di 400 mila, dopo 194 mila a settembre, quando il dato era stato frenato da una riduzione degli occupati pubblici per distorsioni legate alla destagionalizzazione. La dinamica occupazionale dovrebbe evidenziare un'accelerazione nei servizi, grazie al ridimensionamento dei nuovi contagi, ma anche debolezza in alcuni settori del manifatturiero, frenati da colli di bottiglia all'offerta e da una flessione dell'output (in particolare, auto). Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe stabilizzarsi a 4,8%, con un modesto recupero della forza lavoro ma senza effetti sul tasso di partecipazione, circa stazionario da più di un anno. I **salari orari** dovrebbero proseguire su un sentiero di aumenti rapidi, con una variazione di 0,4% m/m, dopo 0,6% m/m di settembre.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (1 – 5 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 1/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 53.0			
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	ott	50.0	50.0		
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	set	1.1	%	0.5	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		set	0.4	%		
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	ott	57.7			
	14:45	USA	Markit PMI Manif. finale		ott	59.2			
	15:00	USA	Spesa in costruzioni		set	0.0	%	0.4	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ott	61.1		60.4	60.5
Mar 2/11	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	ott	59.7		60.3	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 53.5		53.5	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 58.2		58.2	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 58.5		58.5	
Mer 3/11	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	ott	53.4			
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	set	9.3	%	9.3	
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	ott	58.0			
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	set	7.5	%	7.4	7.5
	13:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ott	568	x1000	369	
	13:30	USA	Bilancia commerciale		set	-73.3	Mld \$	-74.1	-81.0
	14:45	USA	Markit PMI Composito finale		ott	57.3			
	14:45	USA	Markit PMI Servizi finale		ott	58.2			
	15:00	USA	Ordinativi industriali m/m		set	1.2	%	-0.1	
	15:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	set	prel -0.4	%		
	15:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	set	prel 0.4	%		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ott	61.9		61.5	61.7
Gio 4/11	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	set	-7.7	%	2.0	1.8
	09:45	ITA	PMI servizi	*	ott	55.5			55.1
	09:50	FRA	PMI servizi finale		ott	prel 56.6			56.6
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	ott	prel 52.4		52.4	52.1
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	ott	prel 54.3		54.3	54.2
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ott	prel 54.7		54.7	54.6
	11:00	EUR	PPI a/a		set	13.4	%		
	13:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim.		T3	1.3	%	4.8	
	13:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim.		T3	2.1	%	-1.2	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	281	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.243	Mln		
Ven 5/11	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	set	-3.0	%	-3.9	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	set	-4.0	%	0.2	0.4
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim.		T3	1.5	%		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	set	1.0	%		-0.2
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		set	1.8	%		
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		set	1.9	%		
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		set	0.3	%	0.4	0.2
	13:30	USA	Salari orari m/m		ott	0.6	%	0.4	0.4
	13:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	ott	4.8	%	4.8	4.8
	13:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	ott	194	x1000	385	400

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 (1 – 5 novembre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Mar	2/11	00:50	GIA * BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di settembre
		08:00	EUR Discorso di Enria (BCE)
Mer	3/11	19:00	USA ** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
		19:30	USA ** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	4/11	09:15	EUR Discorso di Holzmann (BCE)
		13:00	GB ** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0,10%)
		17:50	GB Discorso di Cunliffe (BoE)
Ven	5/11	09:30	EUR Discorso di Holzmann (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Centeno (BCE)
		13:15	GB Discorso di Ramsden (BoE)
		13:30	EUR Discorso di Centeno (BCE)
		14:00	GB Discorso di Tenreyro (BoE)
		--	ITA * Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
--	FRA * Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia		

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	ago	20.0 (19.9)	%	20.0	19.7
Indice dei prezzi delle case m/m	ago	1.4	%		1.0
Vendite di nuove case (mln ann.)	set	0.702 (0.740)	Mln	0.760	0.800
Fiducia consumatori (CB)	ott	109.8 (109.3)		108.3	113.8
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	set	1.3 (1.8)	%	-1.1	-0.4
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	set	0.3	%	0.4	0.4
Bilancia commerciale prelim	set	-88.16	Mld \$		-96.25
Richieste di sussidio	settim	291 (290)	x1000	290	281
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.480 (2.481)	Mln	2.415	2.243
PIL t/t ann. advance	T3	6.7	%	2.7	2.0
Costo del lavoro	T3	0.7	%	0.9	
Deflatore consumi (core) a/a	set	3.6	%	3.7	
Deflatore consumi a/a	set	4.3	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	set	0.8	%	0.5	
Redditi delle famiglie m/m	set	0.2	%	-0.2	
Deflatore consumi (core) m/m	set	0.3	%		0.2
PMI (Chicago)	ott	64.7		63.5	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	ott	71.4		71.4	

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

La **stima advance del PIL del 3° trimestre** ha evidenziato un aumento di solo 2% t/t ann., con una frenata dei consumi (1,6% t/t ann., dopo 12% t/t ann.) dovuta alla mancanza di offerta di beni durevoli, e degli investimenti fissi non residenziali (con correzioni per macchinari e strutture, anche qui legate ai colli di bottiglia). Le scorte hanno contribuito per 2,1 pp e il canale estero ha sottratto -1,1 pp. La previsione per il 4° trimestre è di netta riaccelerazione, sia sul fronte della domanda finale domestica, sia su quello di scorte e canale estero, verso una crescita intorno a 7% t/t ann.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** sono calate a 281 mila, segnando la quarta flessione consecutiva.

Le **vendite di case nuove** di settembre hanno sorpreso verso l'alto con un balzo a 800 mila (+14% m/m), con scorte di case in vendita in calo a 5,7 mesi e indicazioni di riaccelerazione del mercato. I **prezzi delle case** rilevati con l'indice Case-Shiller hanno registrato un'ulteriore spinta verso l'alto, con una variazione record di 17,7% a/a ad agosto.

Anche la **fiducia dei consumatori** di ottobre è risultata più solida delle attese, con un rialzo a 113,8 da 109,8 di settembre, con miglioramenti sia delle condizioni correnti sia di quelle attese, dopo tre mesi di contrazioni. Le preoccupazioni per l'inflazione sono sui massimi da 13 anni, senza però incidere significativamente sulla fiducia complessiva e sulle intenzioni di acquisto di beni durevoli. Circa il 50% degli intervistati pianifica una vacanza nei prossimi 6 mesi, massimo da febbraio 2020, con segnali incoraggianti per il settore dei servizi.

Gli **ordini di beni** durevoli di settembre, hanno confermato il quadro di eccesso di domanda. Gli ordini al netto dei trasporti sono aumentati di 0,4% m/m, con l'aggregato per i beni capitali ex-difesa e aerei in rialzo di 0,8% m/m (circa 20% al di sopra del livello pre-COVID), che testimonia una domanda sempre solida e superiore alle consegne.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	set	-3.2	%	-2.3	-0.6
Job to applicant ratio	set	1.14		1.14	1.16
Tasso di disoccupazione	set	2.8	%	2.8	2.8
Produzione industriale m/m prelim	set	-3.6	%	-3.2	-5.4
Fiducia delle famiglie	ott	37.8			39.2

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

Il **tasso di disoccupazione** di settembre è rimasto stabile a 2,8%, con un calo degli occupati e della forza lavoro, mentre il **jobs-to-applicant ratio** è calato a 1,14 da 1,15 di agosto.

La **produzione industriale** ha deluso nuovamente, con un calo di -5,4% m/m a settembre, frenata principalmente dai settori auto, macchinari, plastica. Anche le consegne flettono (-6,2% m/m), confermando lo stallo dell'attività dovuto ai colli di bottiglia all'offerta. Le previsioni per i prossimi due mesi sono di ripresa, con +6,4% m/m e +5,7% m/m rispettivamente a ottobre e novembre.

La **fiducia dei consumatori** a ottobre è aumentata per il secondo mese consecutivo, salendo a 39,2, a ridosso dei livelli pre-COVID, con indicazioni di miglioramento per reddito e occupazione e aspettative di prezzi in rialzo.

#### Area euro

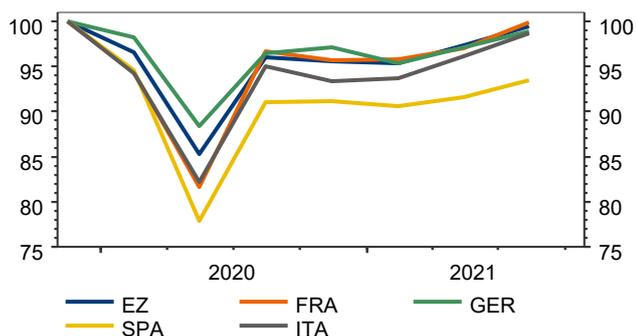
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	ott	4.0		2.2	4.0
BEL	PIL t/t prelim	T3	1.7		%	1.8
EUR	M3 dest. a/a	set	7.9		%	7.4
EUR	Fiducia consumatori finale	ott	-4.8			-4.8
EUR	Fiducia servizi	ott	15.2	(15.1)		18.2
EUR	Indice di fiducia economica	ott	117.8			118.6
EUR	Fiducia industria	ott	14.1			14.2
EUR	PIL t/t 1a stima	T3			%	2.0
EUR	PIL a/a 1a stima	T3			%	3.5
EUR	CPI a/a stima flash	ott	3.4		%	3.7
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ott	1.9		%	1.9
FRA	Fiducia consumatori	ott	101	(102)		101
FRA	PIL t/t prelim	T3	1.3	(1.1)	%	2.1
FRA	Spese per consumi m/m	set	0.7	(1.0)	%	0.3
FRA	IPCA a/a prelim	ott	2.7		%	3.1
GER	IFO	ott	98.9	(98.8)		97.9
GER	IFO (sit. corrente)	ott	100.4			99.4
GER	IFO (attese)	ott	97.4	(97.3)		95.4
GER	Fiducia consumatori	nov	0.4	(0.3)		-0.5
GER	Prezzi import a/a	set	16.5		%	18.0
GER	Tasso di disoccupazione	ott	5.5		%	5.4
GER	Variazione n° disoccupati	ott	-31	(-30)	x1000	-20
GER	IPCA m/m prelim	ott	0.3		%	0.4
GER	IPCA a/a prelim	ott	4.1		%	4.5
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ott	4.1		%	4.4
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ott	0.0		%	0.5
GER	PIL s.a. t/t prelim	T3	1.9	(1.6)	%	2.2
GER	PIL s.a. a/a prelim	T3	9.8	(9.4)	%	2.5
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	set	1.58		Mld €	1.67
ITA	Fiducia consumatori	ott	119.6			118.5
ITA	Indice di fiducia delle imprese	ott	113.2	(113.0)		112.2
ITA	PPI a/a	set	11.6		%	13.3
ITA	PPI m/m	set	0.5		%	1.6
ITA	PIL a/a prelim	T3	17.0	(17.3)	%	3.0
ITA	PIL t/t prelim	T3	2.7		%	2.0
ITA	IPCA m/m prelim	ott	1.3		%	0.8
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ott	2.5		%	2.6
ITA	IPCA a/a prelim	ott	2.9		%	3.2
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ott	-0.2		%	0.4
SPA	IPCA a/a prelim	ott	4.0		%	4.8
SPA	PIL t/t prelim	T3	1.1		%	2.7

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

**Area euro.** Il **PIL** è cresciuto di 2,2% t/t nel 3° trimestre (+3,7% a/a). Il dato lascia l'economia dell'Eurozona mezzo punto percentuale al di sotto dei livelli pre-Covid e conferma come la ripresa sia rimasta robusta nel 3° trimestre sostenuta dall'accelerazione dell'attività nei servizi a

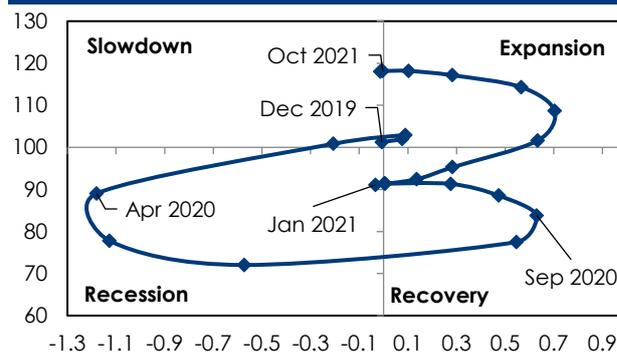
fronte di una più fiacca attività manifatturiera. Dopo il picco toccato nei trimestri centrali dell'anno, quando l'effetto delle riaperture è risultato massimo, una decelerazione della ripresa (su ritmi che stimiamo nell'intervallo 0,5-1,0% t/t) appare inevitabile nel trimestre in corso con rischi al ribasso derivanti dalle strozzature nell'industria e dall'incertezza relativa alle forniture energetiche e alla crescita dei prezzi. Il PIL resta comunque in rotta per una crescita intorno al 5% nel 2021 mentre prevediamo un'espansione intorno al 4% nel 2022.

#### Tra le principali economie la Francia ha sostanzialmente raggiunto i livelli pre-pandemici mentre la Spagna rimane indietro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

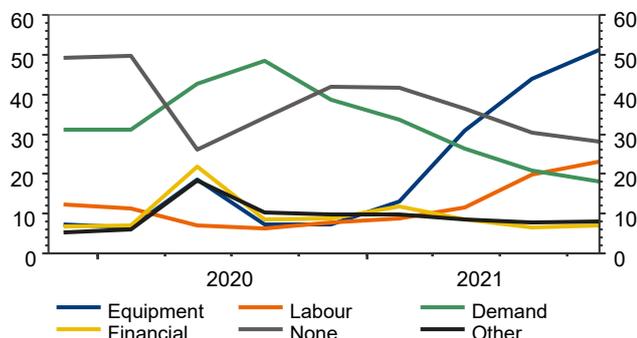
#### Le più recenti indagini della Commissione Europea segnalano una decelerazione della ripresa nel 4° trimestre



Nota: livello (asse y) e variazione mensile (asse x) dell'indice ESI (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

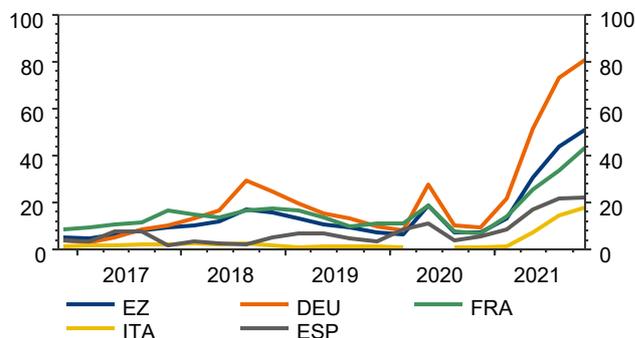
Le **indagini di fiducia della Commissione Europea** di ottobre registrano un inatteso miglioramento del morale delle imprese con l'indice ESI che è salito a 118,6 da 117,8 precedente, contro attese per una correzione, riavvicinandosi al massimo storico di 119 toccato a luglio. Su base settoriale il progresso è trainato dai servizi (18,2 da 15,2) con rialzi diffusi anche a costruzioni (8,9 da 7,5) e, in minor misura, al commercio al dettaglio (2,0 da 1,4). In stabilizzazione su livelli elevati invece la fiducia nell'industria (14,2 da 14,1) dove le imprese pur dipingendo un quadro ancora favorevole per le condizioni di domanda continuano a riportare un aumento dell'incertezza, confermando le note problematiche all'offerta che stanno frenando la ripresa nel settore. I risultati dell'indagine trimestrale mostrano infatti come l'industria continui a trovarsi in una situazione di stress che ancora non accenna a ridimensionarsi. Le aspettative sui prezzi di vendita da parte delle imprese toccano inoltre nuovi massimi storici in tutti i settori confermando i rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi. La stima finale della fiducia dei consumatori conferma invece la correzione a -4,8 da -4,0 di settembre: in questa fase la principale incognita per le famiglie non è rappresentata dai rischi sul fronte occupazionale, ma dall'impatto dei rincari energetici sul reddito disponibile. In sintesi, le indagini della Commissione Europea di ottobre segnalano che la forza della ripresa in area euro è ancora solida a inizio trimestre, tuttavia permangono delle criticità che pongono dei rischi al ribasso per la fine dell'anno quando prevediamo una crescita intorno al +0,8% t/t.

**La scarsità di componenti rimane il principale freno all'attività produttiva nell'industria...**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**... soprattutto in Germania, meno colpita l'Italia**

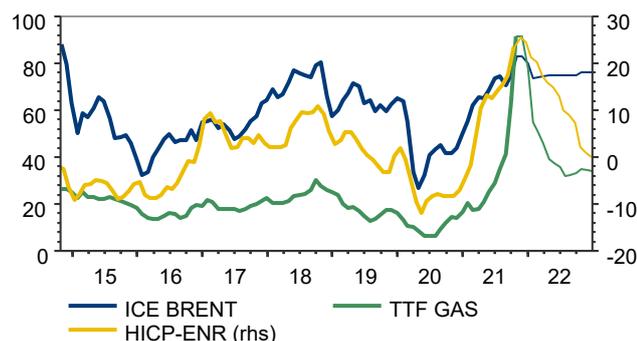


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

La **stima flash mostra un'accelerazione dell'inflazione ancora al di sopra delle attese** nel mese di ottobre, da 3,4% a **4,1% a/a (0,8% m/m)**; si tratta di un nuovo massimo storico. Sulla variazione tendenziale, **la componente energetica spiega direttamente più della metà dell'inflazione osservata**. Pensiamo ancora che il rialzo sarà transitorio, ma ora temiamo che non scomparirà rapidamente. L'inflazione tornerà stabilmente sotto il 2% verso la fine del 2022.

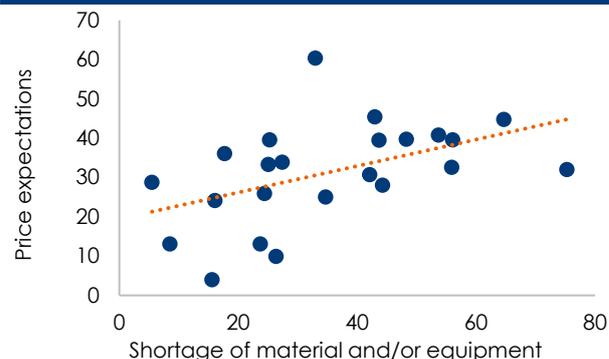
L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è cresciuto al 2,1% a/a da 1,9% precedente; il rialzo riflette l'accelerazione tendenziale dei servizi, a 2,1% da 1,7% di settembre. L'altra grande componente dell'indice sottostante, i beni manufatti, ha, invece, registrato un rallentamento (2,0% a/a da 2,1%). In prospettiva, ci aspettiamo ulteriori spinte verso l'alto dai servizi e nuovi aumenti dei beni manufatti per via rispettivamente dell'effetto-riaperture e dei colli di bottiglia all'offerta. Tuttavia, riteniamo che queste pressioni tenderanno a svanire nel corso del prossimo anno, sulla scia della "normalizzazione" sia dei consumi, che della produzione.

**I forti rincari del prezzo del gas naturale manterranno alta l'inflazione energetica tra il 4° trimestre 2021 e il 1° trimestre 2022**



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

**Correlazione positiva tra aspettative dei prezzi e intensità delle strozzature lungo le filiere produttive**

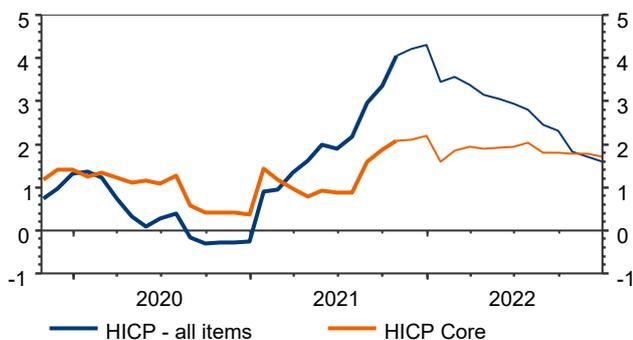


Fonte: Commissione Europea

L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere oltre il 4% nel trimestre autunnale, con un probabile picco a dicembre (4,3% a/a). Effetti base causeranno un ribasso a gennaio 2022 ma il ritorno sotto la soglia del 2% è previsto solamente da ottobre 2022. L'aumento del prezzo del gas naturale e il conseguente effetto di trascinamento sul petrolio manterranno la crescita dei listini energetici a due cifre anche nel 1° semestre 2022; la discesa che seguirà dal trimestre primaverile manterrà comunque i prezzi più elevati rispetto al 2020, a causa del basso livello degli stoccaggi. In aggiunta, le strozzature all'offerta avranno un impatto ritardato sui prezzi dei beni manufatti, che toccherà il punto di massimo nei primi mesi del 2022 e che, secondo le

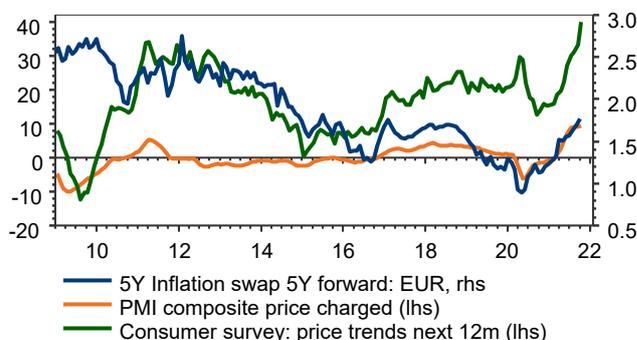
nostre stime, contribuirà per 0,26pp alla crescita dell'inflazione media annua. In sintesi, l'indice generale dovrebbe toccare il 2,5% (rivisto al rialzo di due decimi rispetto alle previsioni di un mese fa) in media d'anno nel 2021, per rimanere ben sopra il 2% nel 2022.

### Dinamica dei prezzi



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Aspettative di inflazione



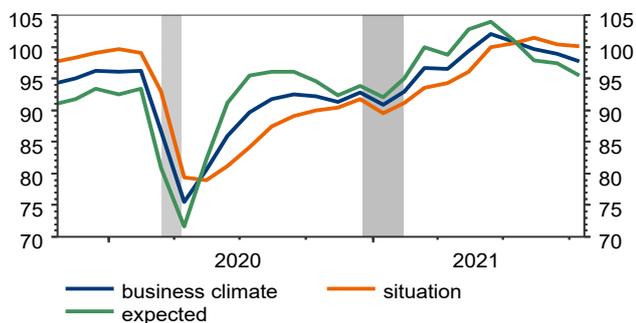
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

La crescita di **M3** ha rallentato più del previsto al 7,4% a/a a settembre dal 7,9% di agosto. I dati sui prestiti evidenziano un'accelerazione del credito alle imprese (2,1% a/a da 1,5% a/a) a fronte di una contenuta decelerazione per quello alle famiglie (4,1% a/a da 4,2% a/a). I risultati della Bank Lending Survey di ottobre hanno riportato attese di allentamento degli standard per i crediti al consumo e di restrizione per quelli alle imprese e per i mutui. Dopo il picco toccato a gennaio, la crescita dell'aggregato monetario dovrebbe decelerare ancora nei prossimi mesi.

**Germania.** Il **PIL** è cresciuto di 1,8% t/t (+2,5% a/a) nel 3° trimestre, al di sotto delle attese e in decelerazione da 1,9% t/t precedente (rivisto al rialzo da 1,6%) lasciando l'economia al di sotto dei livelli pre-COVID di circa l'1%. Secondo Destatis la crescita è imputabile prevalentemente ai consumi privati. Dal lato dell'offerta invece riteniamo che l'industria, penalizzata dalle note strozzature all'offerta, abbia frenato la crescita del valore aggiunto durante l'estate a fronte di un apporto positivo da parte dei servizi. Le indagini di fiducia sono coerenti con un ulteriore rallentamento della ripresa nel 4° trimestre quando l'industria dovrebbe continuare a risentire dei colli di bottiglia (al momento la Germania rimane il paese dell'Eurozona dove questi vincoli sono più severi e senza significativi segnali di ridimensionamento).

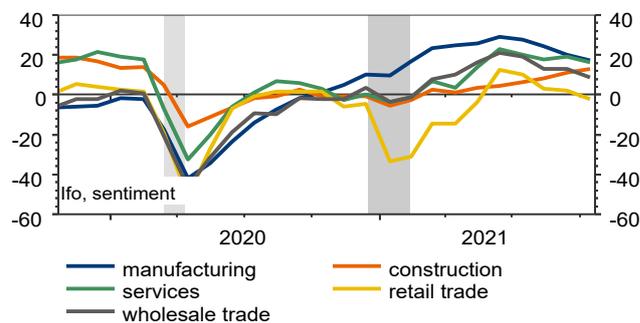
L'indice di fiducia **IFO** è sceso nuovamente ad ottobre a 97,7 da un precedente 98,9. A cedere è principalmente la componente delle attese che passa a 95,4 da un precedente 97,4. La valutazione sulla situazione corrente flette solo marginalmente, a 100,1 da 100,4 precedente. Lo spaccato settoriale mostra un calo del clima di fiducia diffuso a quasi tutti i settori. Nel manifatturiero, il morale è calato a 17,2 da un precedente 20: sull'industria tedesca continuano a pesare, più che negli altri Paesi dell'area euro, le persistenti strozzature nelle filiere produttive su scala internazionale. Nei servizi, la fiducia è passata a 16,5 da 19,1. Nella distribuzione, il morale crolla di 4,5 punti a 8,6, anche per effetto del calo di fiducia nel commercio al dettaglio -2,1 da 2. Le costruzioni, in salita a 12,9 punti da 11,1 precedente, mostrano un morale stabile su un trend di ripresa. La flessione dell'IFO negli ultimi quattro mesi segnala rischi verso il basso sulla nostra previsione di crescita del PIL tedesco per il 2021 (2,7%, già inferiore al consenso).

### Germania: l'indice IFO corregge nuovamente a ottobre



Fonte: Ifo, Refinitiv

### La flessione è diffusa a quasi tutti i settori



Fonte: Ifo, Refinitiv

La stima flash di ottobre ha mostrato una nuova accelerazione dell'**inflazione** sia sull'indice nazionale, al 4,5% dal 4,1% di settembre, che sull'armonizzato, al 4,6% da 4,1% precedente; rispetto al mese di settembre, i prezzi al consumo sono cresciuti di mezzo punto su entrambe le misure. Il rialzo di ottobre è spiegato principalmente dall'aumento dei prezzi dei beni (al 7% dal 6,1% precedente). Di contro, i servizi hanno registrato un lieve calo, da 2,5% a/a a 2,4% a/a. In sintesi, l'inflazione è attesa salire al 3% in media nel 2021, per calare solo marginalmente (stimiamo al 2,9%) il prossimo anno.

In ottobre il **tasso di disoccupazione** è calato al 5,4% dal 5,5% di settembre. Riteniamo che il ritorno ai livelli pre-crisi possa arrivare prima di quanto previsto, nel terzo trimestre del 2022.

**Francia.** A settembre, la **spesa dei consumatori**, ha fatto registrare una correzione di -0,2% m/m (il dato di agosto è stato rivisto verso il basso a +0,7% da +1,0%). Il contributo maggiormente negativo è giunto dall'alimentare (-1,5% m/m), mentre il tessile (+3,4% m/m), dopo due rilevazioni negative consecutive, ha riportato la crescita più ampia. Il dato consolida una variazione trimestrale di +1,8%, da -2,5% di agosto.

**Francia.** Il **PIL** nel terzo trimestre ha sorpreso verso l'alto, facendo segnare un progresso di +3,0% t/t (consenso: +2,1%), riportandosi a ridosso dei livelli pre-crisi (-0,1% rispetto a dicembre 2019). Anche il dato relativo al secondo trimestre è stato rivisto verso l'alto di due decimi, da +1,1% a +1,3% t/t. Il contributo maggiore alla crescita è giunto dalla spesa per consumi, con un balzo di +5,0% (dopo il +1,3% di giugno), soprattutto grazie alla componente servizi (+9,1%). Deciso progresso anche sul fronte dei consumi governativi (+3,0% da +0,7% a giugno), probabilmente in conseguenza dell'attuazione delle misure previste dal PNRR. Pressoché stabili invece (-0,1%) gli investimenti in capitale fisso, dopo il precedente +2,5% t/t. Un apporto positivo al PIL, nel terzo trimestre, è giunto anche dal canale estero, sebbene ancora ampiamente al di sotto dei livelli pre-crisi; a settembre il contributo alla crescita è stato infatti pari a +0,6%, dal -0,2% di giugno. Negativo infine il dato relativo alla variazione delle scorte, in calo di 0,9% t/t, condizionato da prezzi crescenti e strozzature sul lato dell'offerta. La rilevazione è coerente con la più recente revisione verso l'alto, operata dal Governo, sulla crescita per il 2021 (+6,25% da +6,0% a/a).

**Francia.** La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'INSEE è calata a 99 ad ottobre da 101 precedente (rivisto da 102) tornando al di sotto della media di lungo periodo; l'indagine riporta un deterioramento delle attese, un ridimensionamento delle intenzioni di spesa e un marcato incremento dell'inflazione percepita e attesa. Il quadro di maggiore incertezza e preoccupazione per l'impatto della risalita dei prezzi, soprattutto energetici, sul reddito disponibile si riflette anche nel calo delle aspettative sulla capacità di risparmio futura. L'indagine è quindi coerente con un rallentamento dei consumi privati nel 4° trimestre.

**Spagna.** Dopo la pesante revisione di settembre, sulla crescita nel secondo trimestre (+1,1% da +2,8%), il **PIL** del Paese iberico, nel terzo trimestre ha riportato un progresso di +2,0% t/t, ancora inferiore sia alle stime di consenso (+2,5%) che alla nostra previsione (+2,3%). Sul lato dell'offerta, il maggior contributo, come prevedibile, è giunto dal settore dei servizi (+3,2% il dato aggregato, sostenuto perlopiù dalla ristorazione e accoglienza, in crescita di +7,9% t/t), a fronte di progressi più contenuti nell'industria (+2,0%) e nelle costruzioni (+1,8%). Sul lato della domanda, si registra una flessione nei consumi (-0,3%), segnatamente quelli privati (-0,5%), solo parzialmente compensati dalla crescita dei governativi (+0,1%). In crescita gli investimenti, +2,0% a settembre, dopo la flessione di giugno (-3,1%). Nel complesso, l'apporto della domanda interna è risultato marginale (+0,2%). Da evidenziare invece il balzo dell'export (+6,4%), a fronte di una crescita di +0,7% dell'import, rispettivamente +0,9% e +4,2% nel trimestre precedente.

La **stima flash** indica che a settembre l'**inflazione** ha visto una crescita, sia sull'indice nazionale, a 2,6% a/a da 2,2% di settembre, che sulla misura armonizzata, a 3,2% a/a da 2,7% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di quattro decimi sull'indice nazionale e di cinque decimi su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 20,1% a/a da 14,9%), cresciuta per gli ulteriori rincari di carburanti e gas naturale e di città. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,6% sull'indice nazionale e 2% sull'armonizzato.

**Italia.** Nel 3° trimestre 2021 il **PIL italiano è cresciuto ancora una volta ben più del previsto, del 2,6% t/t**, sostanzialmente in linea con il trimestre precedente (2,7%). Le attese di consenso si posizionavano al 2% t/t. La variazione su base annua è rallentata al 3,8% dal 17% del 2° trimestre (rivisto al ribasso dal 17,3% precedente), per via del venir meno del confronto con i mesi di lockdown della primavera 2020. **Questo ulteriore recupero lascia il PIL al di sotto dei livelli pre-pandemici dell'1,4%. Come già il trimestre precedente, la ripresa è diffusa, sia dal lato dell'offerta che della domanda:**

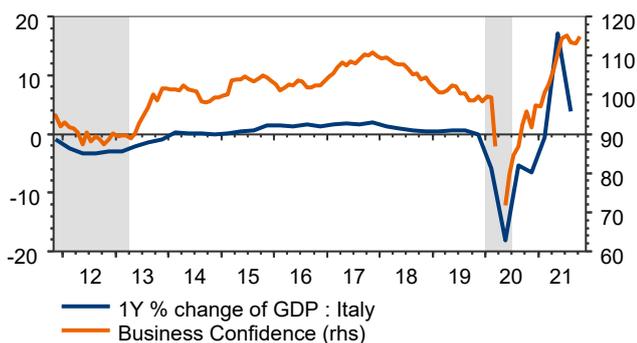
- secondo quanto riportato nel comunicato stampa dall'Istat, l'aumento del valore aggiunto è dovuto sia ai servizi che all'industria (in presenza di un calo nell'agricoltura): **pensiamo che proprio dal terziario sia venuto il contributo maggiore**, come già avvenuto nei tre mesi precedenti, mentre **l'industria in senso stretto dovrebbe ancora avere contributo positivamente, in presenza di un apporto sostanzialmente nullo dalle costruzioni;**
- dal lato della domanda, si è registrato un contributo positivo sia della componente nazionale che degli scambi con l'estero - il che è in qualche modo sorprendente, visto che i dati mensili sul commercio estero (sia pure relativi solo ai beni e misurati ai prezzi di mercato) avevano evidenziato una maggiore vivacità dell'import rispetto all'export; ciò potrebbe essere dovuto a un ulteriore aumento del deflatore delle importazioni sulla scia dei rincari dei beni energetici importati. In ogni caso, **pensiamo che anche nei mesi estivi, come già in primavera, il maggior contributo alla crescita sia venuto dai consumi delle famiglie (soprattutto di servizi, mentre non escludiamo un contributo negativo dai consumi di beni durevoli).**

**La crescita acquisita per il 2021** (in caso di stagnazione dell'attività economica nel trimestre finale dell'anno) **è ora pari al 6,1%**. Ci attendiamo un significativo rallentamento dell'attività economica su base congiunturale nel trimestre in corso, dato che l' "effetto-riaperture" nei servizi è stato massimo nei trimestri centrali dell'anno. In ogni caso, **i segnali che arrivano dagli indici anticipatori** (in particolare dalle indagini di fiducia delle imprese pubblicate ieri dall'Istat) **suggeriscono che il ciclo espansivo non è terminato** (anzi, dopo la possibile frenata di fine 2021, il PIL potrebbe riaccelerare a partire dal 1° trimestre 2022).

**Rivediamo pertanto al rialzo la nostra stima sul PIL 2021, a 6,2%** da un precedente 5,7% (su cui abbiamo segnalato da tempo rischi al rialzo); lo scenario è coerente con una crescita del PIL di mezzo punto percentuale su base congiunturale negli ultimi tre mesi dell'anno. **Per il 2022, manteniamo la nostra previsione di un'espansione dell'attività economica dell'ordine del 4%** (coerente con un tasso di crescita di 0,7% t/t a trimestre): da un lato, l'effetto statistico positivo

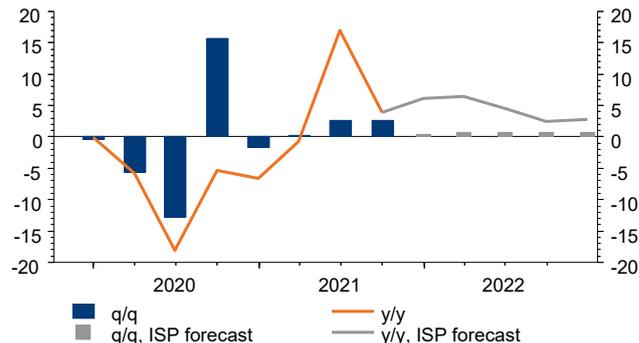
derivante dal rimbalzo superiore al previsto quest'anno suggerirebbe di per sé una possibile revisione al rialzo anche sulla stima per l'anno prossimo; dall'altro lato però, ci sono motivi crescenti per essere cauti sulla performance economica nei prossimi trimestri (colli di bottiglia dal lato dell'offerta e aumento dell'inflazione più persistenti del previsto, minore spazio di recupero nel settore dei servizi dopo che l' "effetto riapertura" è stato più forte delle attese nei trimestri centrali di quest'anno).

#### Le indagini di fiducia segnalano che il trend espansivo non è terminato...



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### ...anche se la dinamica congiunturale rallenterà per via del graduale esaurirsi dell' "effetto-riapertura" nei servizi



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

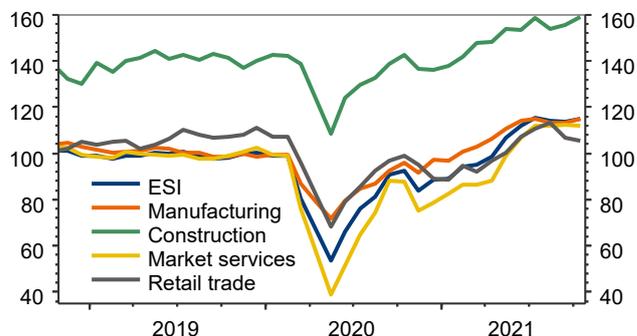
A ottobre, **la fiducia dei consumatori ha mostrato una correzione dai massimi, mentre il morale delle imprese è tornato a salire, trainato da manifatturiero e costruzioni**. L'indice di fiducia delle famiglie ha riportato un calo, circa in linea con le attese nostre e di consenso, a 118,4 a ottobre dal 119,6 di settembre. Tuttavia, si tratta di una correzione fisiologica dopo che a settembre era stato toccato un massimo dall'inizio delle rilevazioni (1998). L'indice composito di fiducia delle imprese è invece tornato a salire, a 115 a ottobre, dopo essere sceso a 113,7 il mese scorso. Ancora una volta, lo spaccato settoriale è misto: il morale è risultato poco variato nei servizi (a 112,1 da 112,3, che peraltro rappresentava un massimo dal 2007), è sceso nel commercio al dettaglio (a 105,4 da 106,7), mentre è salito nel manifatturiero e nelle costruzioni. L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è salito a sorpresa a ottobre, a 114,9, dopo essere calato nei due mesi precedenti (a 113,2 a settembre) con le attese sui prezzi che sono salite significativamente, raggiungendo di gran lunga un nuovo massimo storico (a 37,8, contro una media storica a 6,3), il che conferma rischi al rialzo sui prezzi dei beni industriali nei prossimi 3-6 mesi. Nelle costruzioni invece il morale delle aziende è salito da 155,5 a 159,2, toccando un nuovo massimo storico della serie. In sintesi, le indagini hanno offerto indicazioni miste, ma anche questo mese, a nostro avviso, gli aspetti positivi sono prevalenti. Soprattutto, l'indagine sul settore manifatturiero mostra che i colli di bottiglia dal lato dell'offerta stanno causando un calo delle scorte e un ulteriore aumento delle aspettative sui prezzi di vendita, ma sembrano avere limitati effetti sia sull'indice generale di fiducia che sulla produzione attesa. Per quanto riguarda gli altri settori, le indagini nei servizi non mostrano, almeno per il momento, un'inversione di tendenza rispetto al trend di ripresa degli ultimi mesi; prosegue inoltre l'espansione nelle costruzioni. È possibile un significativo rallentamento dell'espansione nel trimestre in corso, quando l'attività economica potrebbe risultare in un range solo moderatamente positivo (probabilmente tra zero e 0,5% t/t), a causa di un effetto-base dopo due trimestri molto forti (spinti dalle riaperture nei servizi). In ogni caso, le indagini non segnalano un'inversione del trend espansivo, e si potrebbe vedere una riaccelerazione del PIL (su ritmi di poco inferiori al punto percentuale su base congiunturale) a partire dal 1° trimestre dell'anno prossimo.

**La fiducia sia dei consumatori che delle imprese resta su livelli elevati**



Nota: I dati mancanti per aprile 2020 sono calcolati per interpolazione.  
Fonte: Refinitiv Datastream

**Le costruzioni restano il settore più forte. Corregge il morale nel commercio al dettaglio**



Nota: I dati mancanti per aprile 2020 sono calcolati per interpolazione.  
Fonte: Refinitiv Datastream

A settembre i **prezzi alla produzione nell'industria** sono cresciuti di +1,6% m/m, in accelerazione da +0,5% m/m di agosto, trainati soprattutto dal rincaro nel mercato interno (+1,9% m/m) a fronte di una più moderata dinamica in quello estero (+0,7% m/m). Sul mese il rincaro dei prezzi sul mercato interno è guidato dall'energia (+3,9% m/m), al netto dei quali la crescita risulta più contenuta (+0,9% m/m). Su base annua la crescita del PPI ha accelerato al 13,3% da 11,6% precedente, un nuovo massimo storico, ancora sostenuto da energia e beni intermedi. Nelle **costruzioni** invece i prezzi alla produzione sono risultati stagnanti dopo l'incremento di +0,1% m/m di agosto (+4,9% a/a da +5,0% a/a precedente). Su base tendenziale la crescita dei prezzi risulta particolarmente sostenuta nell'edilizia non residenziale (+7,5%).

A settembre le **retribuzioni contrattuali** orarie sono cresciute di +0,1% m/m e di +0,7% a/a. Rispetto allo scorso anno i salari sono in crescita a +1,2% nell'industria (energia, estrazione e carta sono i comparti che mostrano la maggior vivacità) e al +0,8% nei servizi, mentre risultano stagnanti nella pubblica amministrazione (ancora in attesa del rinnovo del contratto collettivo). Oltre il 50% dei lavoratori non ha ancora ottenuto il rinnovo del contratto, ma al momento la crescita media annua dei salari nel 2021 è pari a +0,6%, ben al di sotto dell'inflazione acquisita nello stesso periodo (+1,7%).

**Belgio.** Nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di +1,8% t/t (+4,7% a/a), in linea con le attese, da +1,7% t/t (+15,1% a/a) registrato nei tre mesi precedenti. L'economia ritorna così al di sopra dei livelli pre-COVID per la prima volta da inizio pandemia. Secondo le stime preliminari della Banca centrale belga dal lato dell'offerta sono stati i servizi a trainare l'espansione a fronte di un apporto modestamente positivo nell'industria e negativo nelle costruzioni. Il picco della ripresa dovrebbe essere stato raggiunto durante l'estate, prevediamo un rallentamento della crescita già a partire dal trimestre in corso. Stimiamo una crescita in media annua intorno al 6% nel 2021 e al 3% nel 2022.

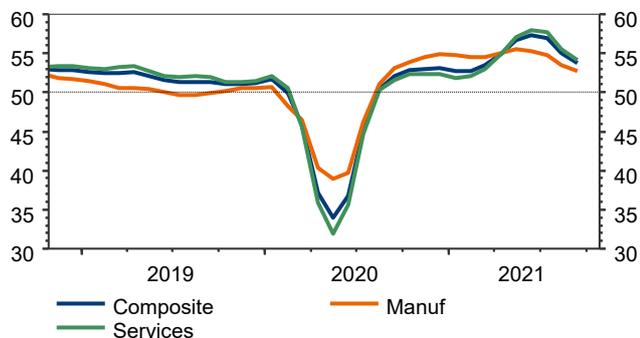
**Cina**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ott	51.7		
PMI manifatturiero - NBS	ott	49.6	49.7	
PMI non manifatturiero - NBS	ott	53.2		

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

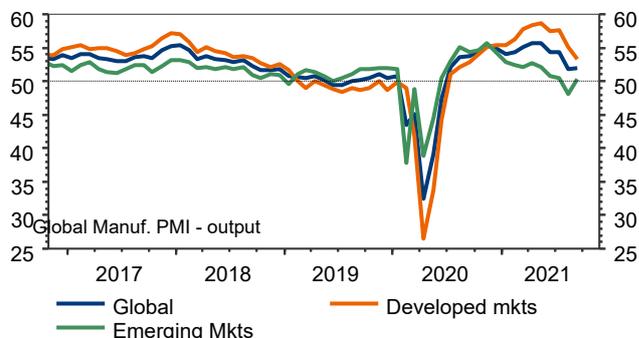
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



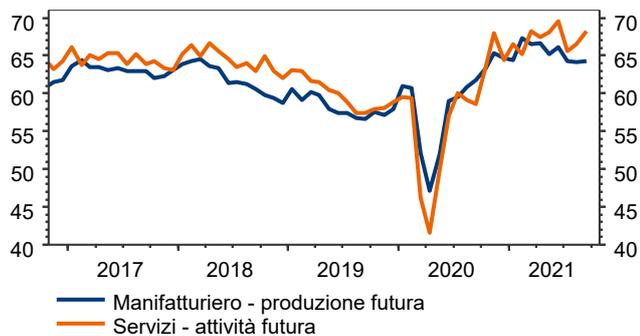
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



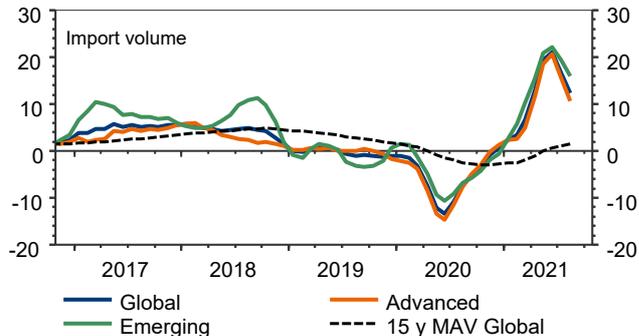
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



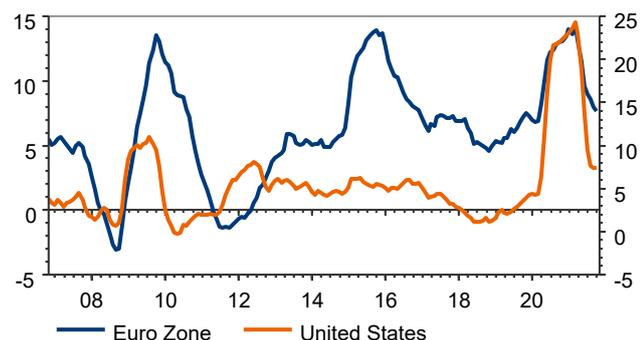
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



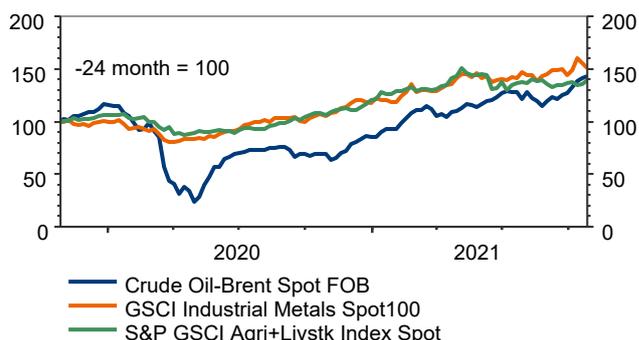
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

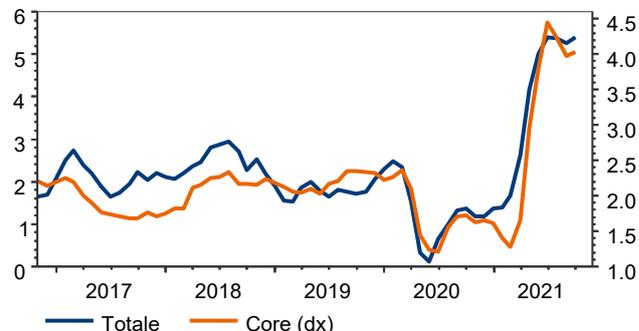
## Stati Uniti

## Indagini ISM



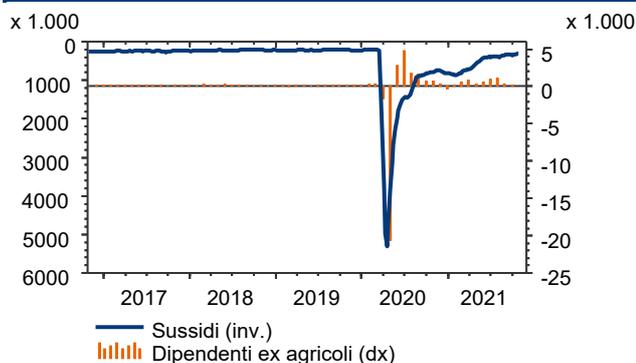
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



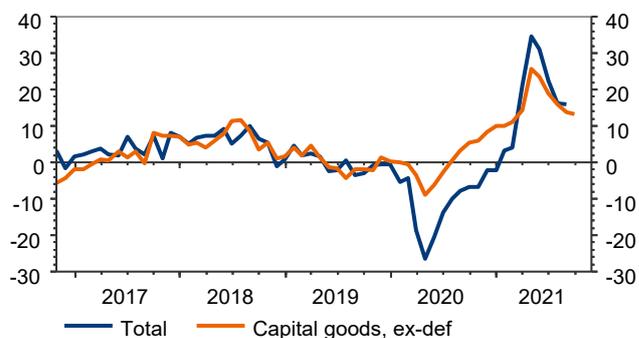
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

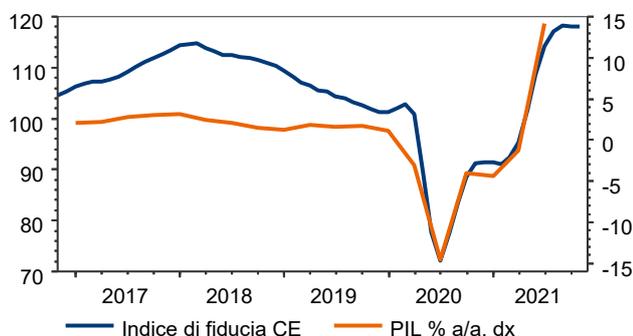
## Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.7	3.9	-2.9	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.5	4.8	3.9
- trim./trim. annualizzato				33.8	4.5	6.3	6.7	2.0	7.2	3.3	3.3
Consumi privati	-3.8	8.0	3.5	41.4	3.4	11.4	12.0	1.6	4.8	2.6	3.4
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.7	3.5	18.7	12.5	12.9	9.2	1.8	7.2	0.4	3.3
IFL - privati residenziali	6.8	9.1	-1.1	59.9	34.4	13.3	-11.7	-7.7	1.1	0.0	1.2
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.7	2.2	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.8	1.2	2.5	2.6
Esportazioni	-13.6	4.5	7.4	54.5	22.5	-2.9	7.6	-2.5	14.5	7.3	8.5
Importazioni	-8.9	13.3	4.5	89.2	31.3	9.3	7.1	6.0	4.5	2.8	4.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.1	0.8	6.4	1.4	-3.8	-1.7	1.9	3.7	0.6	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.5	-3.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.6	-12.0	-6.1								
Debito pubblico (% PIL)	161.6	154.1	150.1								
CPI (a/a)	1.2	4.4	2.7	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	5.5	4.8	3.0
Produzione Industriale	-7.2	5.6	3.7	9.6	2.0	1.0	1.6	1.1	1.0	0.9	0.8
Disoccupazione (%)	8.1	5.5	4.1	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.8	4.4	4.2

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters.

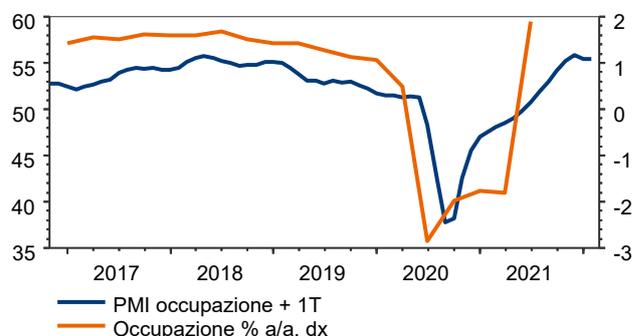
## Area euro

### PIL



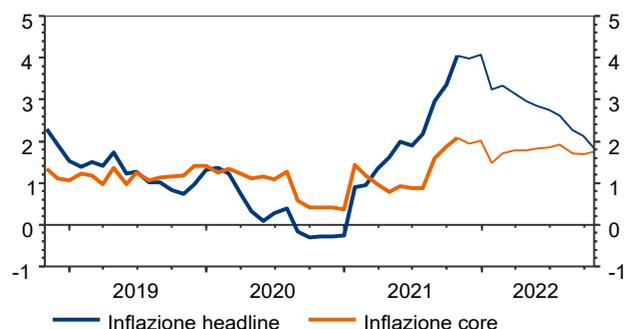
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	3.2
febbraio	1.2	0.9	3.3
marzo	0.7	1.3	3.2
aprile	0.3	1.6	2.8
maggio	0.1	2.0	2.7
giugno	0.3	1.9	2.5
luglio	0.4	2.2	2.4
agosto	-0.2	3.0	2.0
settembre	-0.3	3.4	2.0
ottobre	-0.3	4.1	1.5
novembre	-0.3	4.2	1.4
dicembre	-0.3	4.3	1.3

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.1	4.0	-4.0	-4.4	-1.2	14.2	3.7	4.7	5.7	4.4
- t/t				12.6	-0.4	-0.3	2.1	2.2	0.6	0.6	0.8
Consumi privati	-8.0	3.6	7.2	14.5	-3.2	-2.3	3.4	4.1	1.8	1.4	1.0
Investimenti fissi	-7.3	5.0	5.2	13.9	2.7	0.0	1.1	2.1	1.4	1.3	1.0
Consumi pubblici	1.3	3.5	1.5	5.5	0.8	-0.5	1.2	0.8	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	-9.4	10.0	5.2	16.4	4.2	1.1	2.7	2.0	1.2	1.1	1.1
Importazioni	-9.3	7.5	5.6	11.7	4.8	1.0	2.8	1.4	1.6	1.3	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	-1.3	-1.6	0.6	0.9	-0.2	-0.9	-0.6	-0.4	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.4	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.7	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	97.3	98.6	96.2								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	2.5	2.3	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.2	3.3	2.7
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.7	2.0	-6.8	-1.6	3.5	22.5	6.0	1.4	0.6	1.5
Disoccupazione (%)	7.9	7.8	7.4	8.5	8.2	8.1	8.0	7.4	7.5	7.4	7.4
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.54	-0.53	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.54	-0.53	-0.53

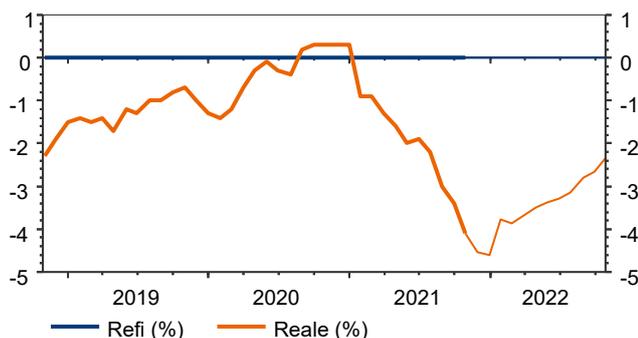
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	mar	giu	set	28/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.56	-0.57	-0.56	<b>-0.56</b>	-0.55	-0.54	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	<b>-0.55</b>	-0.54	-0.53	-0.53	-0.52

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

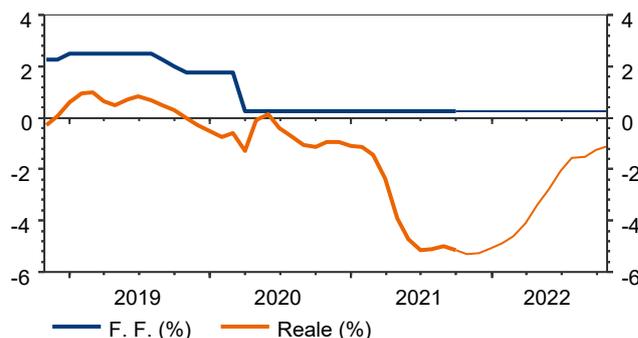


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	28/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.19	0.15	0.13	<b>0.13</b>	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

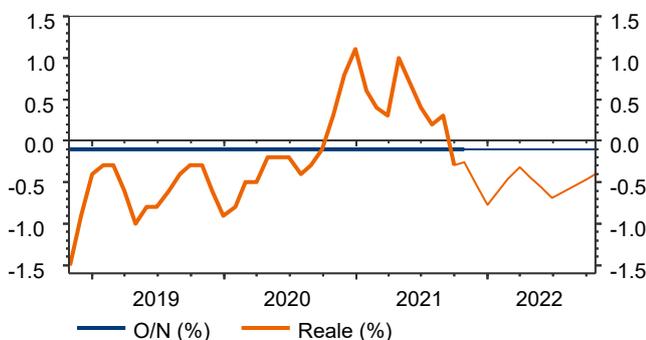


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	28/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.08	-0.08	<b>-0.08</b>	-0.04	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

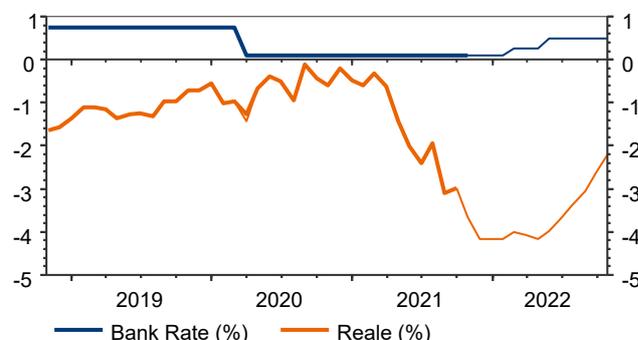


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	28/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.25	0.50	0.50
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	<b>0.20</b>	0.20	0.40	0.60	0.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	29/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.17	1.21	1.19	1.17	<b>1.1648</b>	1.17	1.15	1.18	1.22	1.24
USD/JPY	109	105	109	110	112	<b>113.72</b>	113	114	115	116	117
GBP/USD	1.29	1.29	1.39	1.40	1.34	<b>1.3767</b>	1.37	1.36	1.40	1.46	1.50
EUR/CHF	1.10	1.07	1.10	1.08	1.08	<b>1.0618</b>	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
EUR/JPY	121	122	132	130	130	<b>132.48</b>	132	131	135	140	144
EUR/GBP	0.86	0.90	0.87	0.85	0.86	<b>0.8459</b>	0.85	0.84	0.84	0.83	0.82

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

### 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 Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

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