

Weekly Economic Monitor

Il punto

L'inflazione USA deve ancora peggiorare prima di migliorare. Il CPI di ottobre ha deluso le aspettative di moderazione della dinamica dei prezzi in tempi brevi, con un balzo dell'inflazione core a 4,6% a/a, massimo dal 1990. Dai dati emerge una rotazione di fattori dietro alla variazione dei prezzi, potenzialmente preoccupante per lo scenario inflazionistico dei prossimi trimestri.

La COP26 ha prodotto risultati largamente inferiori a quanto sarebbe stato necessario per avvicinarsi agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. La scarsa cooperazione dei grandi emittenti di gas serra, e l'incertezza sull'impegno di lungo termine degli Stati Uniti, peggiora il rapporto costi/benefici per chi sta assumendo impegni vincolanti.

I market mover della settimana

Il calendario macroeconomico dell'**area euro** vedrà la seconda stima del dato sul PIL Eurozona del 3° trimestre, che dovrebbe confermare la crescita di 2,2% t/t, e la prima lettura del PIL olandese, visto anch'esso in espansione (0,7% t/t) nello stesso trimestre. Sarà diffuso anche il dato sulla disoccupazione francese nel 3° trimestre, attesa calare marginalmente. Infine, la stima finale dell'inflazione di ottobre in Francia, Italia e nell'intera Eurozona dovrebbe confermare l'aumento registrato dalla stima flash.

La settimana ha molti discorsi dalla Fed e dati in uscita negli **Stati Uniti**. Il messaggio principale dei dati dovrebbe essere di significativa riaccelerazione della crescita dei consumi dopo il rallentamento estivo. Le prime indagini del manifatturiero dovrebbero segnalare continua espansione frenata dalle strozzature all'offerta e accompagnata da rialzi record dei prezzi di acquisto e di vendita. La sorpresa principale dovrebbe venire dal balzo atteso per le vendite al dettaglio di ottobre grazie a una crescita diffusa a tutti i principali comparti, inclusi quelli delle auto e della ristorazione. I cantieri e le licenze a ottobre dovrebbero aumentare grazie anche alla fine degli effetti degli uragani. I prezzi all'import sono previsti ancora su un trend in rialzo, con rischi significativi per l'andamento dei prezzi alla produzione e al consumo. La comunicazione della Fed dovrebbe ribadire l'impegno ad agire come appropriato in caso di pressioni sui prezzi più persistenti di quanto atteso nello scenario attuale.

12 novembre 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

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

L'inflazione USA deve ancora peggiorare prima di migliorare. Il CPI di ottobre ha deluso le aspettative di moderazione della dinamica dei prezzi in tempi brevi, con un balzo dell'inflazione core a 4,6% a/a, massimo dal 1990. Dai dati emerge una rotazione di fattori dietro alla variazione dei prezzi, potenzialmente preoccupante per lo scenario inflazionistico dei prossimi trimestri.

■ Il **CPI a ottobre** ha registrato una riaccelerazione dopo tre mesi di relativa moderazione, con un aumento di 0,9% m/m (6,2% a/a). Al rialzo hanno contribuito l'energia (4,8% m/m, 30% a/a) e gli alimentari (0,9% m/m, 5,3% a/a), ma non solo. Infatti, il trend del **CPI core** è riaccelerato, con un incremento di 0,6% m/m (4,6% a/a), dopo 0,2% m/m di settembre. **L'inflazione core ha contributi positivi dalla maggior parte dei comparti** (abitazione, sanità, auto nuove e usate, ricreazione), con qualche limitato freno da tariffe aeree e bevande alcoliche. I **prezzi dei beni core** sono in rialzo di 1% m/m (8,4% a/a), mentre i **servizi ex-energia** aumentano di 0,4% m/m (3,2% a/a). I dati di ottobre ridimensionano le aspettative di ripiegamento della dinamica inflazionistica, perché segnalano che alla normalizzazione estiva dei prezzi collegata alla riapertura delle attività post-COVID, segue ora una **nuova fase, più pericolosa**.

■ Il primo elemento di preoccupazione viene dall'accelerazione della **componente abitazione di residenza**, che sta iniziando a incorporare le spinte derivanti dalla scarsità di case e dei forti rialzi dei prezzi (fig. 5). A ottobre, gli affitti e gli affitti figurativi nel CPI hanno registrato variazioni di 0,4% m/m. Sul fronte degli **affitti**, il tasso di immobili disponibili per la locazione è sui minimi dal 1984, mentre la domanda di unità in affitto è spinta dalla carenza di case per il primo acquisto, dato che l'offerta di case in vendita si è spostata sulle fasce di dimensione più elevata. Inoltre, il ritorno del lavoro e della scuola in presenza, ha causato dalla primavera un boom di rientri nelle aree urbane, che sta spingendo verso l'alto la domanda e i prezzi. Una parte di questa svolta sarà *una tantum*, con un salto del livello degli affitti, ma la carenza di offerta potrebbe portare ulteriori rialzi. Anche per gli **affitti figurativi** le pressioni sono saldamente al rialzo, alla luce della carenza di scorte e del trend verso l'alto dei prezzi, su massimi storici. Gli affitti e gli affitti figurativi rappresentano complessivamente più del 30% del CPI. Secondo stime di Fannie Mae, il trend attuale dei prezzi delle case implica un contributo rispettivamente di 1,8pp e 2,3pp al CPI e al CPI core a fine 2022. Per il deflatore, che ha pesi dell'abitazione più contenuti rispetto al CPI, la previsione è di un contributo di circa 1pp alla variazione del deflatore core a fine 2022.

■ Il secondo fattore emerso nei dati di inflazione degli ultimi due mesi, cioè la **diffusione dei rialzi a tutti i comparti e non solo a quelli colpiti da COVID**, era un rischio meno scontato. La recente riaccelerazione della dinamica dei prezzi diffusa sembra non tanto ricollegabile prevalentemente all'aggiustamento post-COVID e alla riapertura delle attività, quanto al probabile effetto della scarsità di manodopera e delle strozzature all'offerta. Questo sviluppo è supportato da diversi indicatori. In particolare, l'inflazione mediana e la media troncata (fig. 2) sono in forte rialzo, e segnalano che non sono pochi *outlier* a trainare l'inflazione verso l'alto. Inoltre, i pesi del CPI sono ormai praticamente allineati a quelli del COVID CPI core stimato da A. Cavallo (fig. 3) e la differenza fra le variazioni dei due indici si sta azzerando.

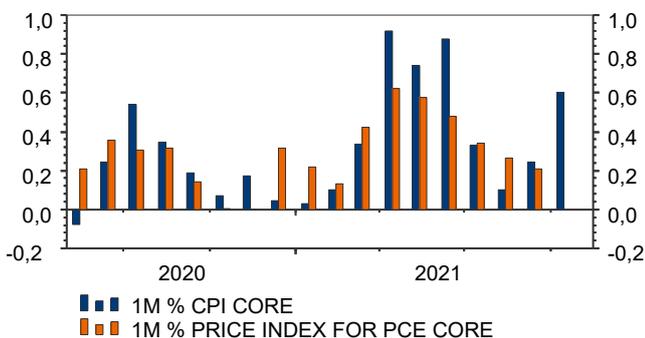
■ In conclusione, le informazioni del CPI di ottobre confermano che **il capitolo COVID e la sua influenza sull'inflazione sono in larga misura fenomeni transitori**, in linea con le aspettative della Fed e del consenso. L'effetto confronto con il 2020 e la normalizzazione dei prezzi che hanno subito l'impatto di COVID implicano che il picco dell'inflazione in quei comparti dovuto alla pandemia è probabilmente raggiunto. Ma nel frattempo, sono emersi **rischi più duraturi verso l'alto**, collegati all'abitazione (in seguito alla trasmissione del boom dei prezzi delle case e alla scarsità di manodopera nell'ospitalità) e alla persistenza delle strozzature all'offerta, come testimoniato dai prezzi delle auto e dalla diffusione dei rialzi alla maggior parte delle voci dell'indice. Le indagini delle imprese, i prezzi alla produzione, le difficoltà della distribuzione a livello mondiale e l'eccesso di domanda sul mercato del lavoro mantengono **elevati i rischi per l'inflazione nella prima metà del 2022. La persistenza di rialzi elevati spinge in avanti il momento della svolta verso il basso dell'inflazione: il sentiero attuale vede l'inflazione ancora oltre il 5% a/a a marzo 2022 e intorno al 3% a/a a metà dell'anno prossimo, con il passaggio al di sotto del 2%, per via degli effetti confronto, solo in autunno**.

Abitazione: cronaca di un aumento annunciato, rafforzato dal rientro di studenti e lavoratori all'attività in presenza

I rialzi dei prezzi si diffondono e non sono più riconducibili all'aggiustamento post-pandemia

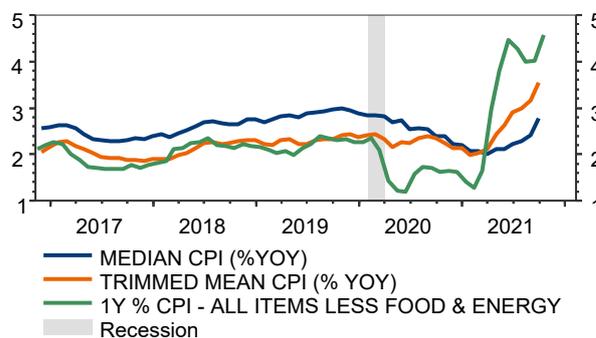
L'inflazione ora è spinta dall'eccesso di domanda per beni, servizi e lavoro

Fig. 1 - CPI core: da dove viene la spinta ai prezzi?



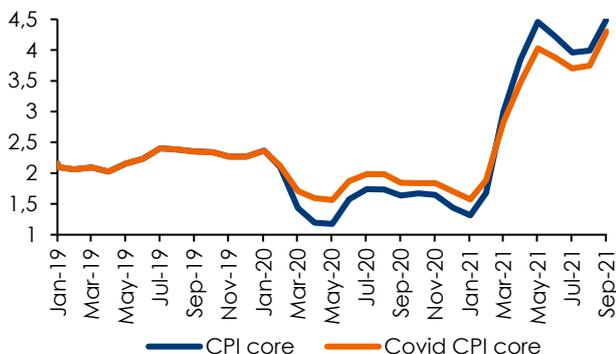
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Attenzione! I rialzi sono diffusi a tutti i settori



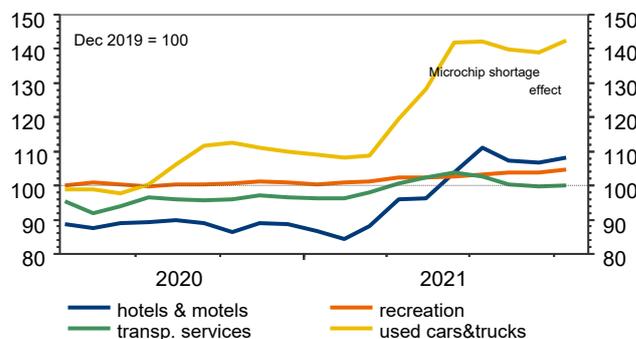
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 - L'impatto diretto della pandemia è finito, ora è il turno delle strozzature all'offerta e della carenza di manodopera



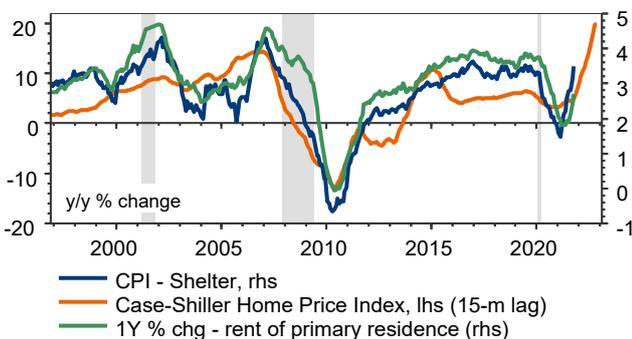
Fonte: A. Cavallo, Harvard Business School. Usando i dati delle transazioni con carte di credito, i pesi del CPI sono ricalcolati con i panieri COVID. Il CPI ha sottostimato l'inflazione COVID nel pieno della pandemia, perché i consumatori hanno speso di più per cibo e categorie a più alta inflazione, e meno per i trasporti e altre categorie con prezzi in calo. Con la riapertura, il CPI ha sovrastimato l'inflazione, ma ora gli indici si stanno riallineando.

Fig. 4 - I comparti che hanno guidato i rialzi post-pandemia non indicano eccessi, settore auto ancora in tensione



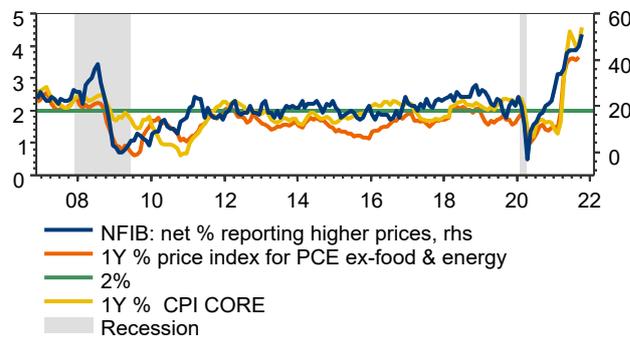
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 - Il comparto abitazione è una mina vagante



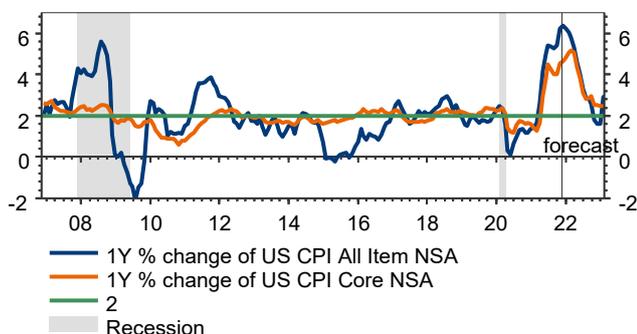
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Il 51% delle imprese intende aumentare ancora i prezzi



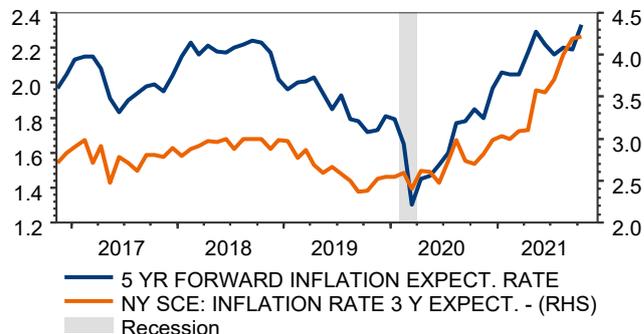
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 – Abitazione e auto spingeranno ancora l'inflazione core e gli effetti di confronto aumenteranno la volatilità del trend



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Le aspettative delle famiglie e del mercato non si sono stabilizzate



Fonte: Refinitiv-Datastream

La COP26 ha prodotto risultati largamente inferiori a quanto sarebbe stato necessario per avvicinarsi agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. La scarsa cooperazione dei grandi emittenti di gas serra, e l'incertezza sull'impegno di lungo termine degli Stati Uniti, peggiora il rapporto costi/benefici per chi sta assumendo impegni vincolanti.

■ Forse non è stato tutto "bla bla bla", ma se misuriamo i risultati della **COP26** rispetto agli obiettivi dell'accordo di Parigi (contenimento del riscaldamento globale entro i 2°C) **i progressi conseguiti sul fronte della mitigazione assomigliano ancora molto a un fallimento.** L'UNEP ha fornito questa settimana una valutazione dell'impatto sulle emissioni future degli impegni incondizionati e condizionati annunciati dai governi, ipotizzando che vengano rispettati rigorosamente:

- **La riduzione delle emissioni rispetto agli impegni precedenti è significativa:** 4,8 GtCO_{2e}, cresciuta di 0,7 nelle ultime due settimane grazie alla revisione degli impegni di Cina, Arabia Saudita e altri paesi non G20. Tuttavia, le emissioni previste nel 2030 sono pari a 51,5 GtCO_{2e} considerando gli impegni incondizionati, e a 48 GtCO_{2e} includendo anche quelli condizionati. **Il divario rispetto ai livelli coerenti con un riscaldamento massimo di 2°C è pari a 9 GtCO_{2e}** anche includendo gli impegni condizionati; per scendere a 1,5°C, occorrerebbero tagli ulteriori per 23,5 GtCO_{2e}.
- L'UNEP stima che l'aumento di temperatura in caso di pieno rispetto degli accordi sarà di 2,7°C (2,5° considerando gli impegni condizionati).

La dichiarazione bilaterale sottoscritta da Stati Uniti e Cina nella giornata del 10 novembre non cambia le cose: soltanto nei prossimi anni si capirà se essa implica un aumento degli impegni rispetto a quelli già annunciati.

■ **La COP26 non ha conseguito progressi significativi neppure in termini di governo del processo.** Lo sforzo di mitigazione resta nel complesso s coordinato, perché la condivisione degli obiettivi da parte dei maggiori paesi emergenti (Cina, India) e dei paesi dipendenti dalle esportazioni di idrocarburi (Russia, Arabia Saudita, Australia) è limitata, e quella di altri grandi emittenti di gas serra (Stati Uniti) oscilla a seconda del colore del governo.

Gli impegni restano volontari, non supportati da un meccanismo di verifica indipendente; non c'è alcun passo avanti verso l'introduzione di un sistema globale di tassazione delle emissioni di gas serra. Considerando che una conferma dell'amministrazione democratica alle elezioni presidenziali del 2024 non può essere data per scontata, sul processo pesa anche la spada di Damocle di un nuovo sganciamento degli Stati Uniti in caso di vittoria repubblicana: gli obiettivi al 2035 saranno comunicati da entrambi i paesi nel 2025.

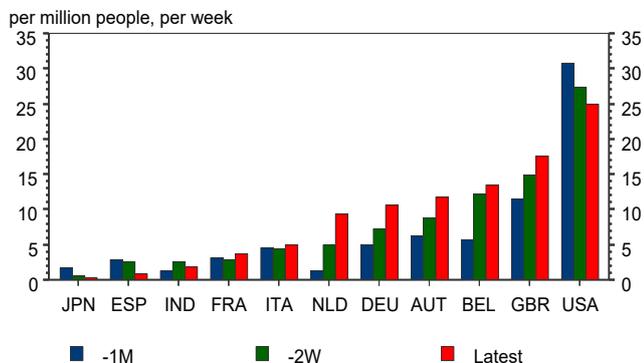
■ La scarsa cooperazione internazionale sulle misure di mitigazione del cambiamento climatico non stupisce. **I benefici si manifestano gradualmente nel lungo termine**, attraverso tre canali principali che determinano il livello dei costi di adattamento: un minore innalzamento del

livello del mare, un minore rialzo delle temperature (che può incidere positivamente sulla produttività in alcune aree del Globo) e una minore frequenza di eventi climatici estremi (siccità o precipitazioni intense). **I costi della transizione, invece, si manifestano prima**, sotto forma di minore crescita del PIL e della difficile ricollocazione di lavoratori da settori destinati a scomparire a settori in espansione. Nell'aggregato, i costi potrebbero essere compensati da politiche fiscali più espansive, ma gli effetti distributivi del processo di transizione si sono già rivelati problematici da gestire.

- **Un approccio non coordinato alla transizione può accrescere i costi di medio termine sostenuti dai Paesi più attivi nella riduzione delle emissioni**, perché rende (talune) produzioni domestiche meno competitive rispetto a importazioni da paesi che non internalizzano i costi ambientali e rafforza l'opposizione interna alle misure di mitigazione. La sostenibilità delle politiche di azzeramento delle emissioni nette di gas serra richiederà l'introduzione di meccanismi di tassazione del contenuto di gas serra delle importazioni, con aumento della conflittualità internazionale. Inoltre, anche i benefici di lungo termine sono inferiori, perché i costi di adattamento dipendono dallo sforzo globale e non da quello nazionale.

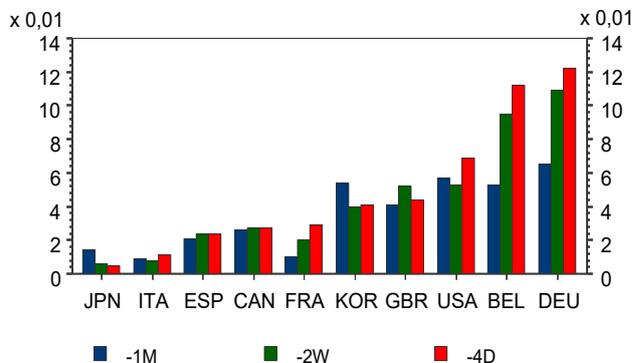
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



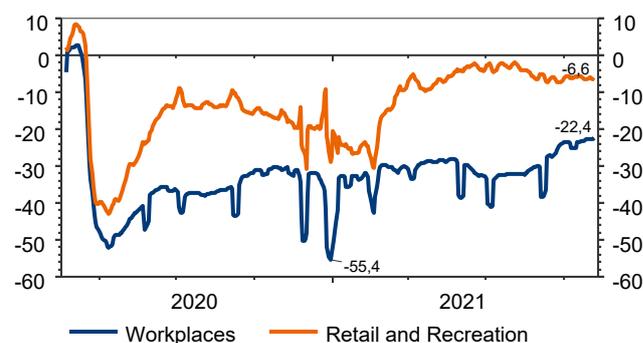
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



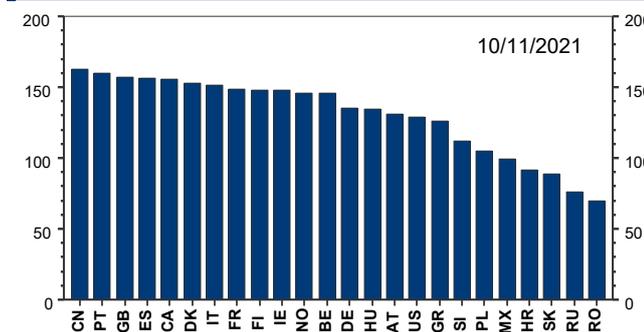
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



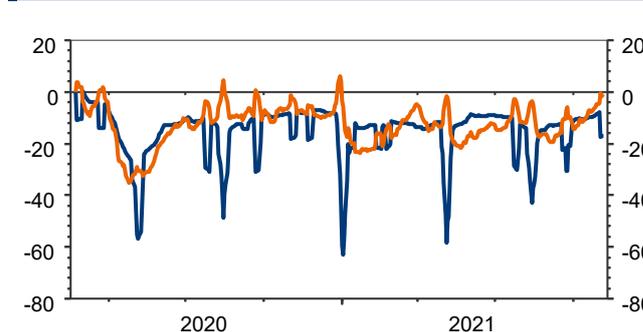
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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

Il calendario macroeconomico dell'**area euro** vedrà la seconda stima del dato sul PIL Eurozona del 3° trimestre, che dovrebbe confermare la crescita di 2,2% t/t, e la prima lettura del PIL olandese, visto anch'esso in espansione (0,7% t/t) nello stesso trimestre. Sarà diffuso anche il dato sulla disoccupazione francese nel 3° trimestre, attesa calare marginalmente. Infine, la stima finale dell'inflazione di ottobre in Francia, Italia e nell'intera Eurozona dovrebbe confermare l'aumento registrato dalla stima flash.

La settimana ha molti discorsi dalla Fed e dati in uscita negli **Stati Uniti**. Il messaggio principale dei dati dovrebbe essere di significativa riaccelerazione della crescita dei consumi dopo il rallentamento estivo. Le prime indagini del manifatturiero dovrebbero segnalare continua espansione frenata dalle strozzature all'offerta e accompagnata da rialzi record dei prezzi di acquisto e di vendita. La sorpresa principale dovrebbe venire dal balzo atteso per le vendite al dettaglio di ottobre grazie a una crescita diffusa a tutti i principali comparti, inclusi quelli delle auto e della ristorazione. I cantieri e le licenze a ottobre dovrebbero aumentare grazie anche alla fine degli effetti degli uragani. I prezzi all'import sono previsti ancora su un trend in rialzo, con rischi significativi per l'andamento dei prezzi alla produzione e al consumo. La comunicazione della Fed dovrebbe ribadire l'impegno ad agire come appropriato in caso di pressioni sui prezzi più persistenti di quanto atteso nello scenario attuale.

Lunedì 15 novembre

Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed a novembre dovrebbe aumentare a 21,2 da 19,8. Gli indici del settore manifatturiero restano in territorio espansivo, pur in presenza dei persistenti freni dal lato dell'offerta. L'indagine dovrebbe confermare crescita solida degli ordini e aumento di occupati, livelli sempre elevati per i tempi di consegna e per i prezzi, sia degli input sia degli output. Le prospettive a 6 mesi dovrebbero mantenersi positive.

Martedì 16 novembre

Area euro

- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare che nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di 2,2% t/t (3,7% a/a), trainato dalla domanda interna. Durante l'estate la crescita dell'**occupazione** dovrebbe aver accelerato leggermente a 0,8% t/t (1,7% a/a) da 0,7% t/t precedente. La ripresa delle assunzioni dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi, ma i livelli occupazionali pre-COVID non dovrebbero essere raggiunti prima dell'anno prossimo.
- **Francia.** La stima finale dell'**inflazione** di ottobre è attesa confermare l'accelerazione 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. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di quattro decimi sull'indice nazionale e di mezzo punto su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale risulterebbe spiegato principalmente dalla componente energia, visti gli ulteriori rincari di carburanti e gas naturale.
- **Italia.** La seconda stima dei **prezzi al consumo** di ottobre dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in salita da 2,5% a 2,9% sul NIC e da 2,9% a 3,1% sull'indice armonizzato UE. L'inflazione di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata in salita di due decimi ma ancora su livelli contenuti, all'1,2% a/a. Nel mese i listini dovrebbero essere confermati in crescita di sei decimi sull'indice domestico e di otto decimi sull'armonizzato. In prospettiva, il tasso di crescita dei prezzi tornerà sotto il 2% solo da luglio 2022; la nostra previsione è per un'inflazione a 1,8% in media annua nel 2022, dall'1,7% atteso quest'anno.
- **Paesi Bassi.** Nel 3° trimestre il **PIL** dovrebbe mostrare un'espansione dello 0,7% t/t (3,7% a/a), spiegata principalmente dai consumi (1,7% t/t) e da un rimbalzo per gli investimenti (1,9% t/t) dopo il calo a sorpresa visto in primavera. La crescita dovrebbe poi stabilizzarsi nell'ultimo

scorcio d'anno: il PIL è visto crescere di sei decimi a trimestre a partire dall'autunno. In media annua, stimiamo un rimbalzo dell'attività economica del 4% nel 2021 e una decelerazione al 3,3% nel 2022.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di ottobre dovrebbero essere in forte aumento, con una variazione attesa di 2,5% m/m, spinta da tutte le principali componenti, con un incremento nel comparto auto intorno al 4,5% m/m. I rischi sono verso l'alto, e dipendono dalla suddivisione delle maggiori vendite di auto (complessivamente pari a 6% m/m in termini reali e circa 7% in termini nominali) fra famiglie e imprese. Ipotizziamo una maggiore restrizione dell'offerta per le prime e una maggior disponibilità per le società di noleggio. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere in rialzo di 2,3% m/m. L'indice CARTS della Chicago Fed, stimato sulla base di rilevazioni settimanali delle transazioni con carte di credito e debito e con indici di mobilità segnala una forte crescita nelle prime due settimane di ottobre e punta a un aumento mensile superiore al 2% m/m in termini nominali e intorno a 1,5% m/m in termini reali. Con questo scenario, la dinamica dei consumi nel 4° trimestre dovrebbe essere in netta accelerazione rispetto a quella estiva, e avvicinarsi a un ritmo di crescita di 10% t/t ann., spingendo di nuovo il PIL verso una variazione superiore all'8% t/t ann.
- I **prezzi all'import** dovrebbero accelerare nettamente, con una variazione attesa di 0,9% m/m, dopo 0,4% m/m del mese precedente. Un'analisi recente della NY Fed stima che gli effetti dei prezzi all'import sul PPI sono più che raddoppiati nel periodo post-COVID rispetto al periodo precedente, con circa un quarto delle variazioni dei primi trasferito sui secondi.
- La **produzione industriale** a ottobre è attesa in recupero di 0,7% m/m, dopo -1,3% m/m di settembre. Il settore manifatturiero dovrebbe essere la principale spinta verso l'alto dell'output, grazie anche al rimbalzo dell'attività nel comparto auto. Estrattivo e utility, invece, dovrebbero essere modestamente negativi. La ripresa del manifatturiero, nonostante il rimbalzo atteso per ottobre, rimane frenata dai colli di bottiglia dal lato dell'offerta e dalla carenza di scorte di beni intermedi.

Mercoledì 17 novembre

Area euro

- **Area euro.** La **stima finale** di ottobre dovrebbe indicare un'**inflazione** in salita al 4,1% a/a dal 3,4% a/a di settembre, confermando la lettura preliminare; si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (1997). La componente energetica spiega direttamente più della metà dell'inflazione osservata. Nel mese, i prezzi sono attesi in aumento di otto decimi. Pensiamo ancora che il rialzo sarà transitorio, ma che non scomparirà rapidamente. In prospettiva, l'indice generale potrebbe accelerare a 2,6% in media d'anno nel 2022, dopo un 2,5% stimato quest'anno.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** sono previsti in aumento a 1,590 mln da 1,555 mln. A ottobre gli occupati nelle costruzioni residenziali sono aumentati a ritmi più rapidi da inizio estate e le domande di nuovi mutui per l'acquisto di una casa sono in ripresa. Anche le licenze sono attese in rialzo, a 1,65 mln da 1,58 mln di settembre, con segnali di ripresa del trend delle costruzioni dopo la pausa estiva e dopo gli uragani di settembre.

Giovedì 18 novembre

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a novembre dovrebbe essere poco variato, a 22 da 23,8 di ottobre. Come per gli altri indicatori del manifatturiero, l'indagine dovrebbe confermare la prosecuzione della crescita dell'attività sulla scia di una domanda sempre solida frenata dalle strozzature all'offerta che si riflettono in persistenti rialzi dei prezzi degli input e di vendita.

Venerdì 19 novembre**Area euro**

- **Francia.** Nel terzo trimestre, il **tasso di disoccupazione** è atteso in calo di un ulteriore decimo, al 7,9% (dopo le rilevazioni di marzo e giugno, rispettivamente a 8,1% e 8%), grazie all'effetto riaperture, di cui ha beneficiato in particolare il settore dei servizi. Il numero di occupati a metà anno aveva già superato i livelli pre-crisi, a fronte di un gap ancora presente nel numero di ore lavorate. Ci aspettiamo un tasso dei senza-lavoro poco variato tra fine 2021 e inizio 2022.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 15/11	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim.	*	T3	1.9	%	-0.8	
	00:50	GIA	PIL t/t prelim.	*	T3	0.5	%	-0.2	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ott	4.4	%	3.5	
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ott	7.3	%	6.2	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		ott	16.4	%		
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		ott	11.8	%		
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		ott	3.1	%	3.0	
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		set	prel -5.4	%		
14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	nov	19.8		20.2	21.2	
Mar 16/11	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		set	4.5	%	4.5	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		set	7.2	%		
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.5	%		0.5
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ott	-0.2	%		
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		ott	prel 3.2	%	3.2	3.2
	09:30	OLA	PIL t/t prelim.	*	T3	3.8	%		0.7
	09:30	OLA	PIL a/a prelim.	*	T3	10.7	%		3.7
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	ott	prel 0.6	%		0.6
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.8	%	0.8	0.8
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		ott	prel 3.1	%	3.1	3.1
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		ott	prel 2.9	%		2.9
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T3	prel 2.2	%	2.2	2.2
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T3	0.7	%		0.8
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T3	prel 3.7	%	3.7	3.7
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ott	0.4	%	0.9	0.9
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ott	0.8	%	0.7	2.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ott	0.7	%	0.7	2.5
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		ott	-1.3	%	0.7	0.7
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ott	75.2	%	75.9	
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		set	0.6	%	0.5	
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		nov	80		80		
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		set	79.3	Mld \$			
Mer 17/11	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		set	-2.4	%	1.8	
	00:50	GIA	Bilancia commerciale		ott	-624.1 (-622.8)	Mld ¥ JP	-310.0	
	08:00	GB	CPI m/m		ott	0.3	%	0.8	
	08:00	GB	CPI a/a	*	ott	3.1	%	3.9	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		set	1.3	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		set	-0.3	Mld €		
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ott	prel 2.1	%	2.1	2.1
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	ott	prel 4.1	%	4.1	4.1
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	ott	prel 0.8	%	0.5	0.5
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	ott	1.555	Mln	1.580	1.590
	14:30	USA	Licenze edilizie		ott	1.586	Mln	1.630	1.650
	Gio 18/11	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	267	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.160	Mln	
14:30		USA	Indice Philadelphia Fed	*	nov	23.8		21.5	22.0
Ven 19/11	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	ott	0.2	%		
	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	ott	0.1	%	0.1	
	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T3	8.0	%		7.9
	08:00	GER	PPI a/a		ott	14.2	%	16.2	
	08:00	GER	PPI m/m		ott	2.3	%	1.3	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	-0.2	%	0.3	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		ott	-1.3	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		set	0.8	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		set	13.8	%		

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 (15 – 19 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	15/11 10:30	GB	Discorso di Haskel (BoE)
Mar	16/11 18:00	USA	Discorso di Barkin e George (Fed)
	21:30	USA	Discorso di Daly (Fed)
Mer	17/11 17:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
	17:20	USA	Discorso di Mester e Waller (Fed)
	18:40	USA	Discorso di Daly (Fed)
	18:40	USA	Discorso di Waller (Fed)
	22:05	USA	Discorso di Evans (Fed)
	22:10	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Gio	18/11 10:30	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
	14:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	20:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
	21:30	USA	Discorso di Daly (Fed)
Ven	19/11 13:00	GB	Discorso di Pill (BoE)
	16:45	USA	Discorso di Waller (Fed)
	18:15	USA	Discorso di Clarida (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

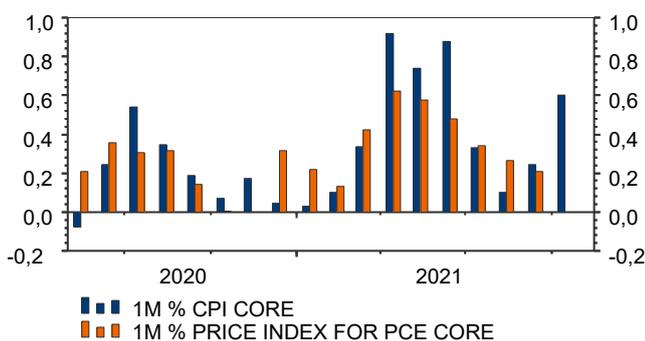
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ott	0.2	%	0.5	0.4
PPI m/m	ott	0.5	%	0.6	0.6
Richieste di sussidio	settim	271 (269)	x1000	265	267
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.101 (2.105)	Mln	2.095	2.160
CPI m/m	ott	0.4	%	0.6	0.9
CPI a/a	ott	5.4	%	5.8	6.2
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ott	4.0	%	4.3	4.6
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ott	0.2	%	0.4	0.6
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	nov	71.7		72.4	

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

Il **CPI** di ottobre ha dato una nuova scossa allo scenario macroeconomico americano, con una variazione di 0,9% m/m (6,2% a/a, massimo dal 1990) per l'indice headline e 0,6% m/m (4,6% a/a) per l'indice core. I **prezzi dei beni core** sono in rialzo di 1% m/m (8,4% a/a), mentre i **servizi ex-energia** aumentano di 0,4% m/m, 3,2% a/a. Fra i **beni core**, si evidenziano diversi comparti con incrementi ampiamente superiori alle medie pre-COVID (auto nuove e auto usate, beni sanitari). Sul fronte dei **servizi ex-energia**, l'abitazione accelera ancora, con un aumento di 0,5% m/m spinto dagli affitti, dagli affitti figurativi e dalle tariffe alberghiere. Anche i servizi ricreativi sono in accelerazione (0,8% m/m).

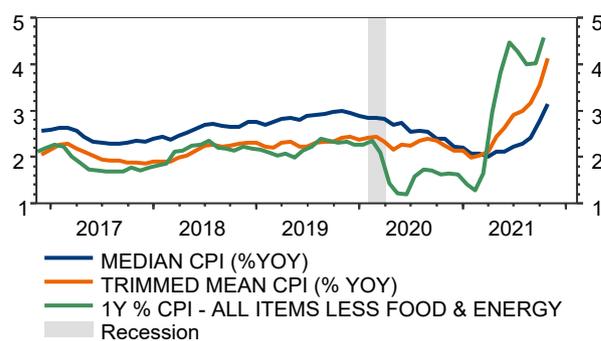
Le informazioni del CPI di ottobre confermano che **il capitolo COVID e la sua influenza sull'inflazione sono in larga misura fenomeni transitori**, in linea con le aspettative della Fed e del consenso. L'effetto confronto con il 2020 e la normalizzazione dei prezzi che hanno subito l'impatto di COVID implicano che il picco dell'inflazione in quei comparti dovuto alla pandemia è probabilmente raggiunto. Ma nel frattempo, emergono **rischi verso l'alto più duraturi**, collegati all'abitazione (in seguito alla possibile trasmissione del boom dei prezzi delle case e alla scarsità di manodopera nell'ospitalità) e alla persistenza delle strozzature all'offerta, come testimoniato dai prezzi delle auto e dalla diffusione dei rialzi alla maggior parte delle voci dell'indice. Questo messaggio è rafforzato dall'accelerazione di **altre misure di inflazione sottostante**: mediana del CPI, 0,6% m/m (3,1% a/a); media troncata 0,7% m/m (4,1% a/a), Underlying Inflation Gauge della NY Fed, 0,4% m/m (4,4% a/a). Le indagini delle imprese, i prezzi alla produzione, le difficoltà della distribuzione a livello mondiale e l'eccesso di domanda sul mercato del lavoro mantengono **elevati i rischi per l'inflazione nella prima metà del 2022**.

CPI core: nuovo boom dei prezzi core



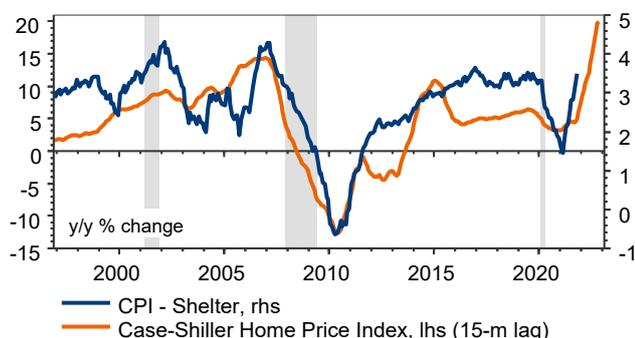
Fonte: Refinitiv-Datastream

Attenzione: i rialzi si diffondono alla maggior parte dei settori



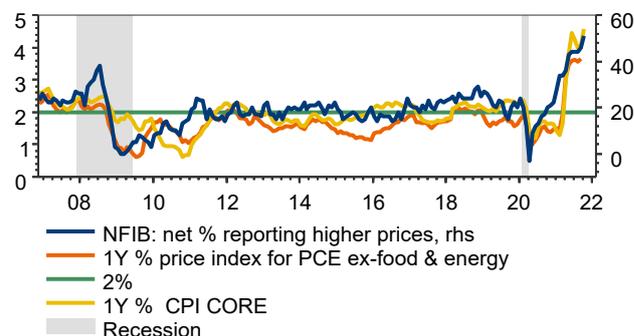
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il comparto abitazione è una mina vagante



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il 51% delle imprese intende aumentare ancora i prezzi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
PIL t/t 1a stima	T3	5.5	%	1.5	1.3
Produzione industriale m/m	set	1.0 (0.8)	%	0.2	-0.4
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	set	-8.395	Mld £		-9.103
Bilancia commerciale (totale - GBP)	set	-14.927	Mld £	-14.300	-14.736

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

Area euro

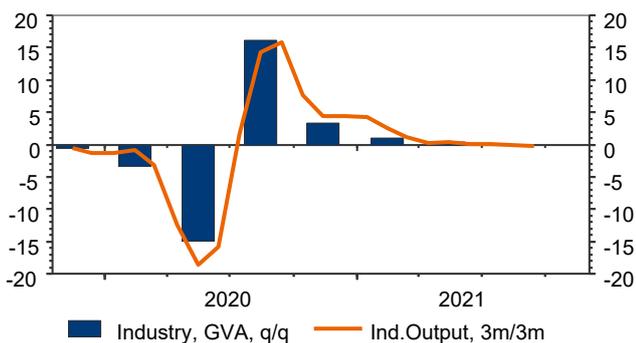
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	set	-1.7 (-1.6)	%	-0.5	-0.2
GER	Bilancia commerciale destag.	set	13.0	Mld €	13.6	13.2
GER	ZEW (Sit. corrente)	nov	21.6		18.0	12.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	nov	22.3		20.0	31.7
GER	CPI (Lander) m/m finale	ott	0.5	%	0.5	0.5
GER	CPI (Lander) a/a finale	ott	4.5	%	4.5	4.5
GER	IPCA m/m finale	ott	0.5	%	0.5	0.5
GER	IPCA a/a finale	ott	4.6	%	4.6	4.6
ITA	Produzione industriale m/m	set	-0.3 (-0.2)	%	-0.1	0.1
SPA	IPCA a/a finale	ott	5.5	%	5.5	5.4

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

Area euro. La **produzione industriale** a settembre è calata di -0,2% m/m, meno del previsto ma al secondo mese consecutivo di flessione dopo il -1,7% m/m (rivisto da -1,6% m/m) registrato ad agosto. In termini tendenziali la crescita si porta al 5,2% da un 4,9% precedente. Sul mese la flessione è spiegata, come prevedibile, dai comparti più colpiti dalla scarsità di componentistica e che anche nelle rilevazioni precedenti hanno mostrato la maggior debolezza, come i beni strumentali, particolarmente penalizzati dal settore auto, e intermedi. Nel complesso dell'Eurozona, dopo aver temporaneamente recuperato i livelli pre-COVID a luglio, **la produzione industriale** è tornata di 1,6%, al di sotto della lettura di febbraio 2020 e **ha chiuso il 3° trimestre in contrazione di -0,2% t/t dopo il marginale incremento di +0,1% t/t registrato in primavera, fornendo un modesto contributo negativo alla crescita del valore aggiunto durante l'estate.** Le indicazioni sugli ordinativi inevasi che emergono dalle indagini congiunturali puntano verso una solida ripartenza dell'attività manifatturiera una volta riassorbite le strozzature all'offerta che stanno frenando la produzione. Tali **colli di bottiglia** però **non mostrano ancora significativi segnali di ridimensionamento e potrebbero persistere anche nel 1° semestre del 2022.** Tra l'autunno e l'inverno, inoltre, il mercato rincaro dei prezzi energetici e l'incertezza relativa alle forniture di gas naturale, pongono ulteriori **rischi al ribasso per l'attività produttiva** in settori, come la metallurgia e la chimica, già severamente colpiti dalle difficoltà nel reperire input produttivi.

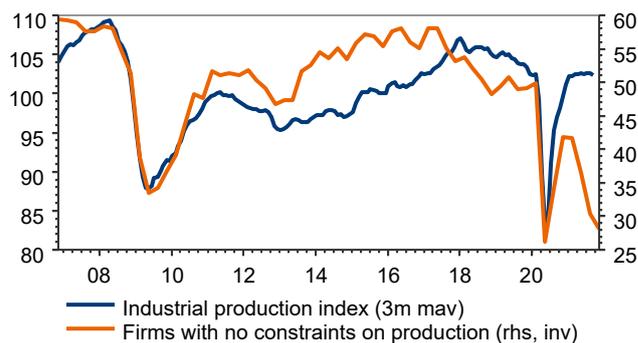
L'industria dovrebbe quindi restare debole anche nel 4° trimestre quando prevediamo una contrazione o, nel migliore dei casi, una sostanziale stagnazione dell'output rispetto ai tre mesi precedenti. La ripresa del PIL continuerà comunque ad essere trainata dai servizi, anche se la risalita dei contagi in alcuni paesi pone dei rischi al ribasso per la crescita. Pur confermando uno scenario di espansione **prevediamo un rallentamento della ripresa nel 4° trimestre, allo 0,6% t/t.** **Dopo il 5,1% stimato per il 2021 ci attendiamo una crescita del PIL intorno al 4,1% nel 2022 in Eurozona.**

L'industria dovrebbe aver fornito un apporto modestamente negativo alla crescita del valore aggiunto nel 3° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

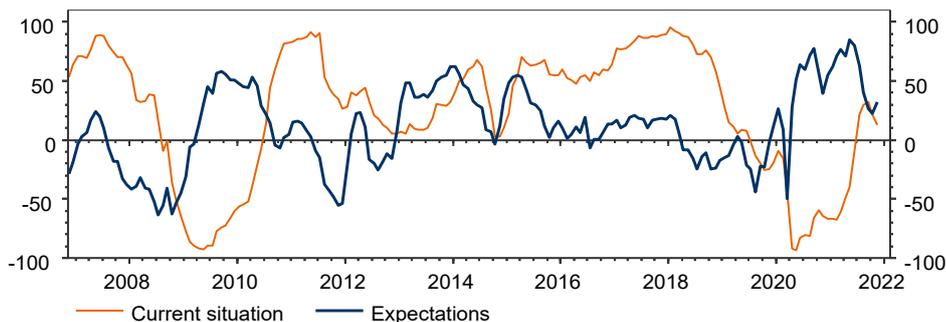
I vincoli all'offerta restano severi e continueranno a frenare la produzione anche nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Commissione Europea

Germania. L'indice **ZEW** di novembre è salito a dispetto delle attese, dopo cinque mesi di cali ininterrotti; la componente delle aspettative è passata a 31,7 da 22,3 di ottobre, mostrando così un maggiore ottimismo degli analisti finanziari per i prossimi sei mesi. Di contro, la presenza di colli di bottiglia nella catena produttiva e la forte crescita dell'inflazione hanno comportato una nuova contrazione dell'indice sulla situazione corrente (a 12,5 punti da 21,6 precedente).

ZEW: le aspettative migliorano a novembre



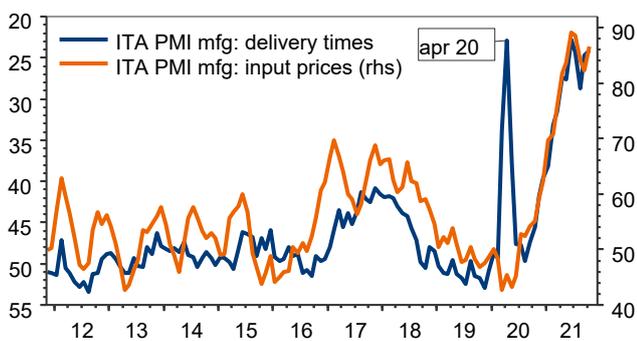
Fonte: ZEW

Germania. La stima finale dell'**inflazione** di ottobre ha confermato l'incremento sia sull'indice nazionale, al 4,5% dal 4,1% di settembre, che sull'armonizzato, al 4,6% da 4,1%; si tratta di un massimo dall'agosto 1993. Il rialzo è spiegato in gran parte dalla forte crescita dei prezzi dell'energia (18,9% a/a), aggravata dal peso della cosiddetta *carbon tax*. Nel mese i prezzi al consumo sono saliti di cinque decimi su entrambe le misure. In media d'anno l'inflazione è vista al 3,1% sia nel 2021, che nel 2022.

Italia. La **produzione industriale** è salita di un decimo a settembre, mentre era attesa una lieve flessione. L'Italia è l'unico tra i quattro principali Paesi dell'area euro ad aver pienamente

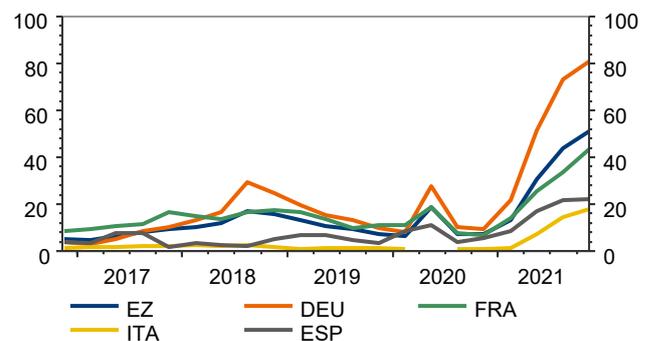
recuperato i livelli pre-pandemici di produzione industriale a settembre (+1,5% rispetto a febbraio 2020). La migliore performance, specie verso la Germania (-10,7% vs pre-COVID), è spiegata dal minor peso del settore auto e dalla minore quota di delocalizzazione della catena produttiva (in particolare verso l'Asia). Dopo essere salita dell'1,5% t/t nei primi tre mesi dell'anno e dell'1,2% t/t nel 2° trimestre, **la produzione industriale ha mantenuto un buon ritmo di crescita nel trimestre estivo, pur rallentando all'1% t/t. Ci aspettiamo una decelerazione più marcata nel trimestre in corso**, quando la produzione industriale potrebbe risultare solo in marginale aumento rispetto ai tre mesi precedenti. Nel complesso, in Italia come altrove, **il settore industriale è frenato dai colli di bottiglia nelle filiere produttive internazionali**, visibile dall'allungamento dei tempi di consegna e dai rialzi dei costi degli input evidenziati dalle indagini sulle imprese. Questo problema ha acquisito importanza crescente negli ultimi mesi, ma appare **meno drammatico in Italia che negli altri Paesi dell'Eurozona (in particolare in Germania)**: ciò potrebbe essere dovuto al minor peso del comparto dei mezzi di trasporto in percentuale del settore manifatturiero in Italia rispetto agli altri principali Paesi; inoltre, rispetto all'Italia, la Germania ha una quota maggiore della catena produttiva che è delocalizzata, in particolare verso l'Asia. Queste considerazioni aiutano a spiegare come mai **l'Italia sia l'unica tra le quattro principali economie dell'Eurozona ad avere pienamente recuperato i livelli pre-pandemici di produzione industriale** (a settembre, l'output industriale in Germania risulta più basso del 10,7% rispetto ai valori di febbraio 2020). **Nei prossimi 6-9 mesi, i margini di recupero per i servizi sembrano abbastanza ampi da compensare la debolezza dell'industria**, ma questa dinamica potrebbe rivelarsi più incerta col passare del tempo: se le difficoltà del settore manifatturiero dovessero persistere oltre la metà del 2022, potrebbero derivarne seri rischi al ribasso per l'intera economia. Non si tratta del nostro scenario centrale: **confermiamo l'idea che tale fattore di freno possa rivelarsi di natura transitoria, e che la tendenza espansiva del PIL possa continuare anche l'anno prossimo**, anche se la nostra attuale previsione sul PIL italiano nel 2022 è più cauta di quella di consenso (4% contro 4,3%, dopo un 6,2% atteso quest'anno).

Anche in Italia si registrano gli effetti delle strozzature dell'offerta su scala mondiale, con la conseguenza di un allungamento dei tempi di consegna e di pesanti rincari dei costi degli input...



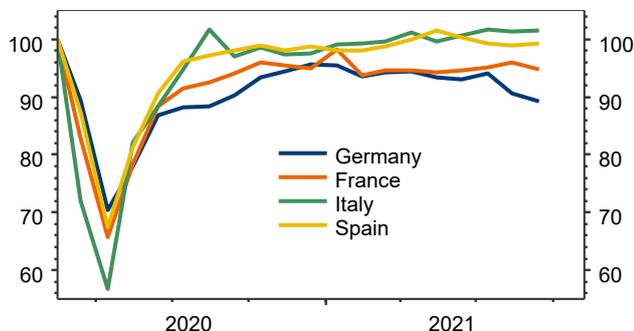
Fonte: Istat, Markit, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

...tuttavia il peso della carenza di impianti e/o materiali come limite all'attività produttiva pare meno rilevante in Italia che negli altri Paesi dell'Eurozona



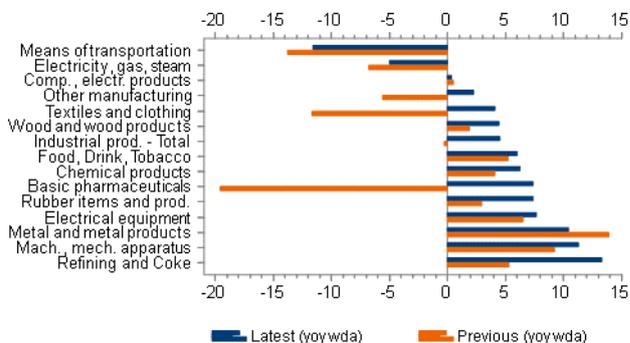
Nota: indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere. % di risposte che segnala la carenza di impianti e/o materiali come ostacolo alla produzione.
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ciò aiuta a spiegare la migliore performance dell'industria italiana rispetto alle altre principali economie dell'Eurozona nella fase post-pandemica



Nota: indici di produzione industriale normalizzati a 100 a febbraio 2020.
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mezzi di trasporto e fornitura di energia restano in ampio calo su base annua; in recupero il farmaceutico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	ott	0.0	%	0.7
CPI a/a	ott	0.7	%	1.4
PPI a/a	ott	10.7	%	12.4
M2 a/a	ott	8.3	%	8.7
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ott	1660.0	Mld ¥ CN	800.0
Finanza sociale aggregata (flusso)	ott	2900	Mld ¥ CN	1600

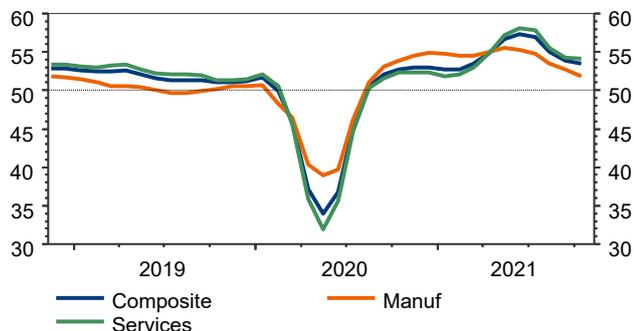
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

In **Cina** la dinamica tendenziale delle **esportazioni**, pur registrando una modesta decelerazione a 27,1% a/a in ottobre da 28,1% a/a in settembre, è rimasta molto elevata e superiore alle aspettative di consenso (Bloomberg: 22,8% a/a), sostenuta soprattutto da una netta accelerazione delle esportazioni verso l'Unione Europea (da 28,6% a/a in settembre a 44,3% a/a in ottobre), seguita da un'accelerazione più moderata verso il Giappone e l'area ASEAN6; sono invece decelerate le esportazioni verso gli USA. L'accelerazione delle **importazioni** è stata meno marcata, da 17,6% a/a in settembre a 20,6% a/a in ottobre, e inferiore alle aspettative di consenso (Bloomberg: 26,2% a/a). Le importazioni dalla UE sono scese dello 0,7% a/a in ottobre, dopo un aumento dell'1,1% a/a in settembre, seguite da una frenata delle importazioni dagli USA (da 16,6% a/a in settembre a 4,6% a/a in ottobre); sono rimaste in accelerazione, invece, le importazioni da Giappone e area ASEAN6. I dati in volume registrano un rallentamento delle importazioni di soia e cereali, di circuiti integrati e di prodotti petroliferi. Il maggiore aumento delle esportazioni rispetto alle importazioni ha favorito un allargamento del surplus commerciale mensile a 84,5 miliardi di dollari in ottobre da 66,7 miliardi in settembre. Il surplus commerciale dei primi dieci mesi dell'anno è salito a 510,6 miliardi di dollari, in netto aumento dai 374 miliardi dello stesso periodo dell'anno scorso.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è salita da 0,7% a/a in settembre a 1,5% a/a in ottobre, superando le attese (Consenso Bloomberg: 1,4%) e registrando un aumento dello 0,7% m/m, il più alto da febbraio. L'aumento dei costi delle utenze domestiche (2,0% m/m) e dei carburanti (+4,5% m/m), in seguito alla crisi energetica e alla revisione dei prezzi decisa dal Governo, hanno fornito i maggiori contributi al rialzo. A questi in ottobre si è aggiunto, dopo mesi di ribassi, un aumento dei prezzi degli alimentari (+0,7% m/m) trainato dal comparto della verdura che ha risentito degli effetti negativi delle alluvioni, aumento che dovrebbe però rivelarsi temporaneo. Nel resto dei comparti le pressioni inflattive restano contenute: l'**inflazione core** è salita solo marginalmente da 1,2% a/a in settembre a 1,3% a/a in ottobre. L'**inflazione dei prezzi alla produzione** è invece balzata a 13,5% in ottobre da 10,7% a/a in settembre, trainata al rialzo dall'aumento dei prezzi dei prodotti industriali e dei prezzi delle materie prime, in particolare carburanti, materiali da costruzione e minerali non ferrosi.

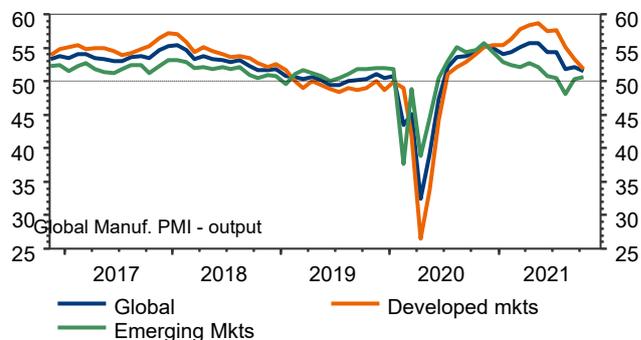
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



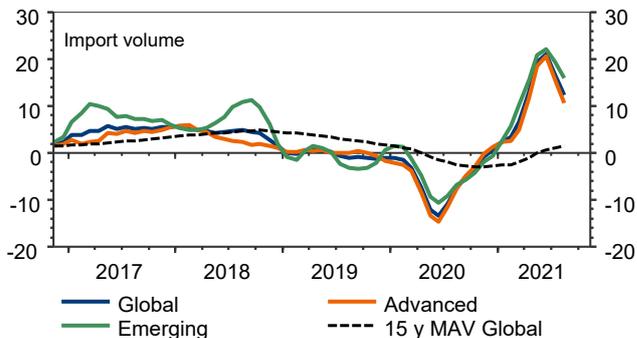
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



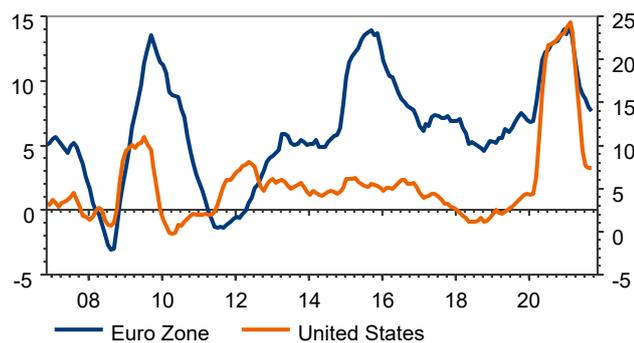
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



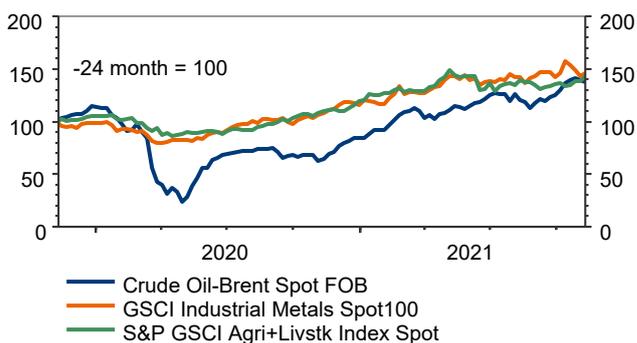
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

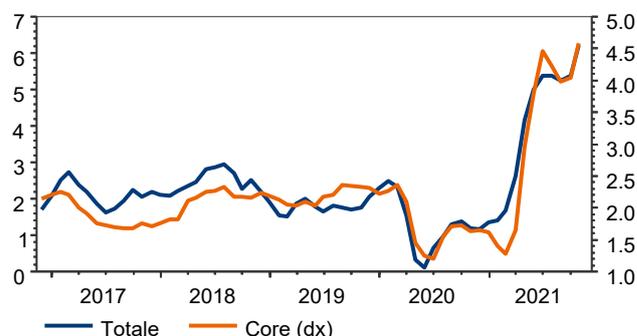
Stati Uniti

Indagini ISM



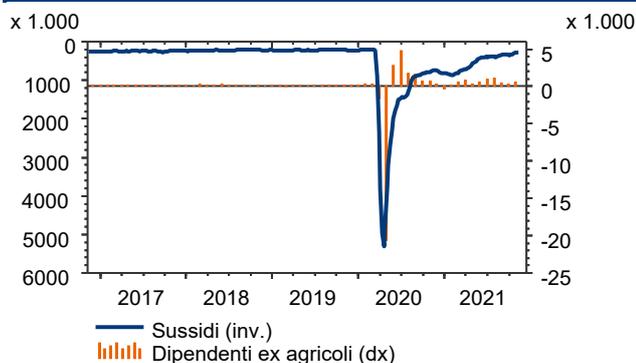
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



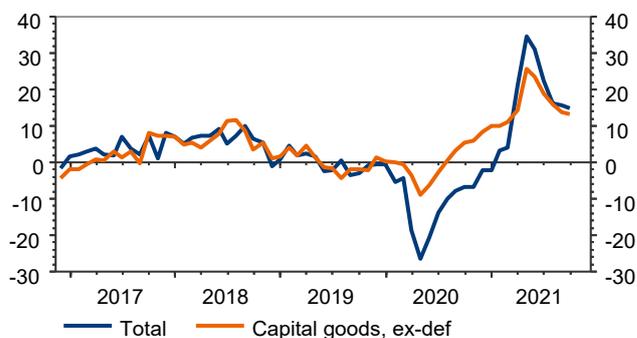
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

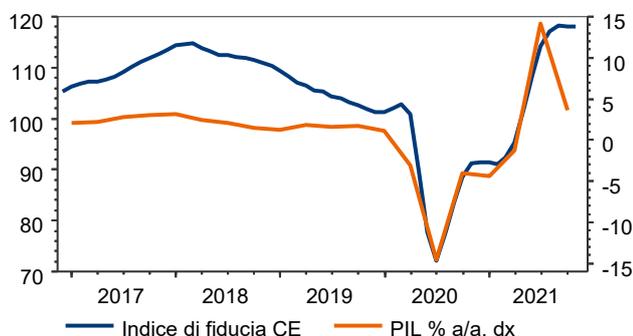
Previsioni

	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	4.6	3.5	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	6.3	5.7	4.0
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	5.4	4.0	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.5	4.1	4.0

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

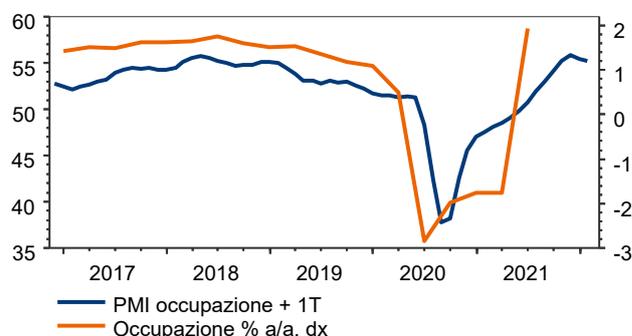
Area euro

PIL



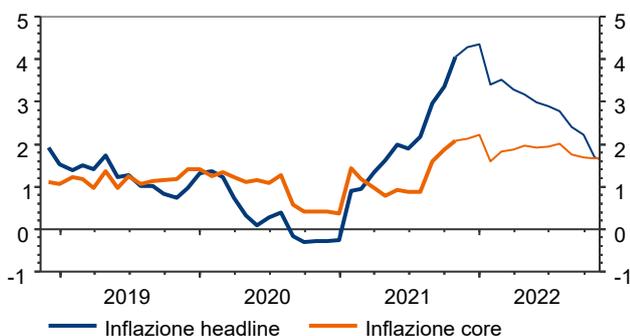
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	3.4
febbraio	1.2	0.9	3.5
marzo	0.7	1.3	3.3
aprile	0.3	1.6	3.2
maggio	0.1	2.0	3.0
giugno	0.3	1.9	2.9
luglio	0.4	2.2	2.8
agosto	-0.2	3.0	2.4
settembre	-0.3	3.4	2.2
ottobre	-0.3	4.1	1.7
novembre	-0.3	4.3	1.6
dicembre	-0.3	4.4	1.5

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T3	T4	T1					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.1	4.1	-4.0	-4.4	-1.2	14.2	3.7	4.7	5.7	4.5
- t/t				12.6	-0.4	-0.3	2.1	2.2	0.6	0.7	0.9
Consumi privati	-8.0	3.1	5.3	14.5	-3.2	-2.3	3.4	3.5	1.4	0.8	0.6
Investimenti fissi	-7.3	5.0	5.1	13.9	2.7	0.0	1.1	2.1	1.3	1.1	1.1
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	10.1	5.1	16.4	4.2	1.1	2.7	2.3	0.7	1.1	1.1
Importazioni	-9.3	7.3	5.0	11.7	4.8	1.0	2.8	1.2	1.0	1.2	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	-0.4	-1.6	0.6	0.9	-0.2	-0.8	-0.4	0.0	0.3
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	2.6	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.2	3.4	3.0
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.3	1.6	-6.8	-1.6	3.5	22.5	5.7	0.3	-0.5	0.7
Disoccupazione (%)	7.9	7.7	7.3	8.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.4	7.4	7.3
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

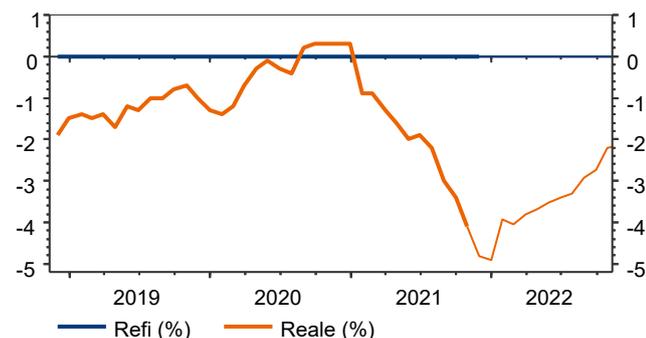
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	11/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.56	-0.57	-0.56	-0.57	-0.55	-0.54	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	-0.56	-0.54	-0.53	-0.53	-0.52

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

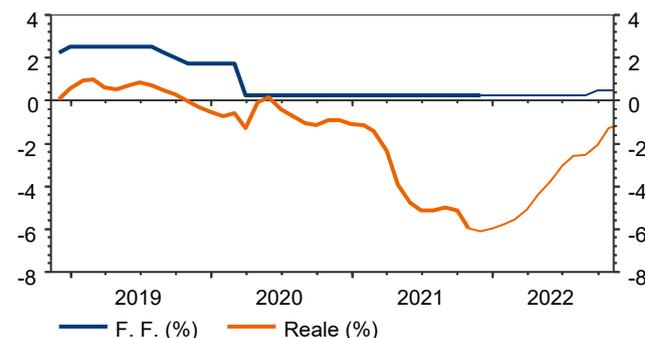


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	11/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50
Libor USD 3m	0.19	0.15	0.13	0.15	0.15	0.15	0.17	0.27

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

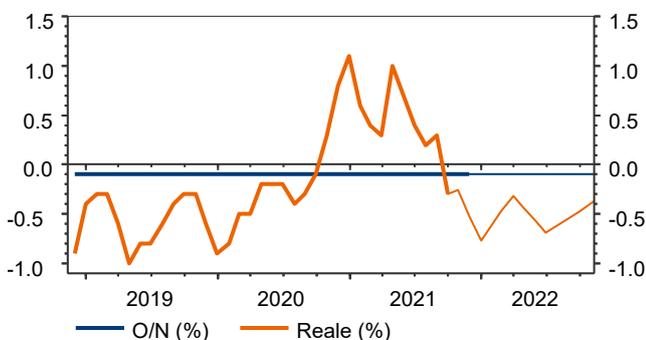


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	11/11	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	-0.07	-0.08	-0.08	-0.09	-0.04	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

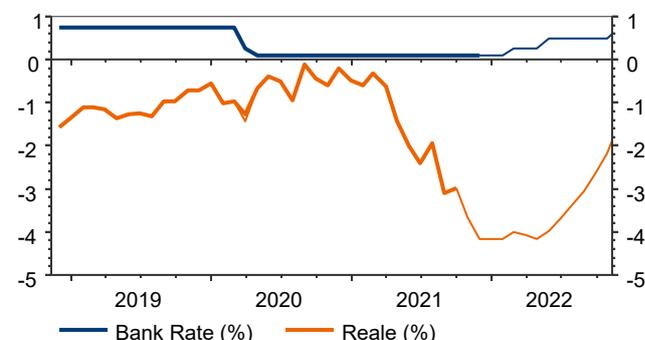


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	11/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.50	0.50
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	0.11	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	12/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.18	1.21	1.17	1.16	1.1443	1.13	1.15	1.18	1.21	1.24
USD/JPY	109	105	109	110	114	114.02	114	115	116	117	118
GBP/USD	1.28	1.31	1.41	1.38	1.36	1.3393	1.33	1.37	1.40	1.46	1.50
EUR/CHF	1.10	1.08	1.10	1.08	1.07	1.0547	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
EUR/JPY	120	124	132	130	131	130.49	129	132	137	142	146
EUR/GBP	0.86	0.90	0.86	0.85	0.85	0.8542	0.86	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
---------------	-------	---------------------------------