INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro: la dinamica dei prezzi delle materie prime energetiche non influisce soltanto sull'inflazione, ma anche sulla crescita reale. Nelle nostre simulazioni, i rialzi nelle quotazioni di petrolio e gas sottrarranno 4 decimi di punto percentuale alla crescita del PIL Eurozona nel 2022. E l'elevata incertezza sull'andamento futuro dei prezzi energetici accresce anche l'incertezza sull'andamento del PIL.

Stati Uniti. Mercato del lavoro sotto pressione, fra dimissioni e pensionamenti. Il mercato del lavoro americano è sotto pressione, con un eccesso di domanda che sta iniziando a imprimere spinte diffuse sui salari. A fronte di una domanda su livelli record, l'offerta è pressoché stabile da un anno. La dinamica della forza lavoro sarà determinante per i rischi di una possibile spirale salari-prezzi e per i tempi della politica monetaria.

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** sarà incentrata sulla tornata di indagini di fiducia di novembre (saranno diffusi l'IFO tedesco, gli indici INSEE in Francia e Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona e la fiducia dei consumatori della Commissione), che dovrebbero mostrare una correzione generalizzata del morale di famiglie e imprese. I livelli delle indagini risultano coerenti con un rallentamento della crescita nella parte finale dell'anno, sulla scia della risalita dei contagi e delle tensioni lungo le filiere produttive. La seconda lettura del PIL tedesco per il 3° trimestre dovrebbe confermare la stima preliminare.

La settimana ha molti dati ed eventi di rilievo negli **Stati Uniti**. L'evento principale è la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di novembre, che potrebbe dare informazioni sui rischi di uno spostamento verso l'alto del grafico a punti al prossimo aggiornamento di dicembre. Sul fronte dei dati di novembre, i PMI Markit dovrebbero confermare i segnali espansivi per il manifatturiero e i servizi, accompagnati da continue pressioni verso l'alto sui prezzi, mentre la fiducia dei consumatori dovrebbe rimanere frenata dalle preoccupazioni per l'inflazione. Per ottobre, tutti i dati dovrebbero essere moderatamente positivi, sia per il manifatturiero, con ordini di beni durevoli in rialzo, sia per l'immobiliare residenziale, con vendite di case nuove ed esistenti su un modesto trend rialzista, sia per i consumi, con dati solidi della spesa personale. I deflatori dei consumi, totale e core, dovrebbero registrare ampi rialzi, con ulteriore accelerazione dell'inflazione su base annua.

19 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

Area euro: la dinamica dei prezzi delle materie prime energetiche non influisce soltanto sull'inflazione, ma anche sulla crescita reale. Nelle nostre simulazioni, i rialzi nelle quotazioni di petrolio e gas sottrarranno 4 decimi di punto percentuale alla crescita del PIL Eurozona nel 2022. E l'elevata incertezza sull'andamento futuro dei prezzi energetici accresce anche l'incertezza sull'andamento del PIL.

- I mercati di gas naturale ed energia stanno attraversando una crisi senza precedenti, causata da condizioni eccezionali. Ad ottobre le quotazioni del petrolio hanno toccato il massimo da oltre due anni, con il Brent sopra gli 86 dollari. Secondo le nostre previsioni, il prezzo del petrolio dovrebbe toccare un picco in media trimestrale nella parte finale dell'anno, per poi calare nel 2022 e nel 2023 per l'aggiustamento dal lato dell'offerta. Il prezzo del gas naturale ha toccato il massimo storico nella prima settimana di ottobre, superando per la prima volta il livello di 100 €/MWh. Ci attendiamo che in media nel 4° trimestre si mantenga su livelli record, per poi posizionarsi su valori inferiori, ma comunque superiori ai livelli pre-pandemici, a partire dalla prossima primavera.

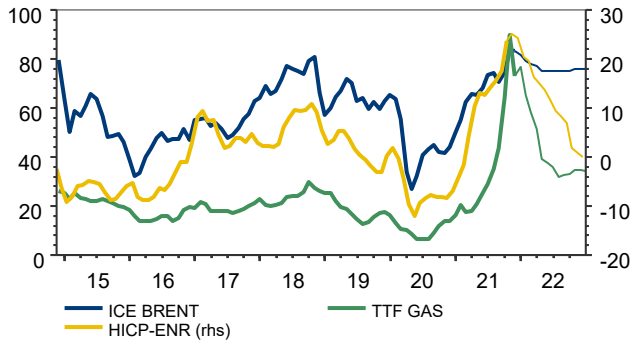
- Seppur transitori, questi aumenti dovrebbero avere un significativo impatto sui livelli della produzione e dei prezzi nel prossimo anno. L'ordine di grandezza dell'impatto dello shock dei prezzi energetici sulle principali variabili macroeconomiche può essere inferito comparando lo scenario base attuale con uno scenario alternativo che assume, a partire dal 4° trimestre, il profilo previsivo sui prezzi di petrolio e gas naturale da noi atteso la scorsa primavera. Per misurare la differenza di impatto dei due differenti scenari è stato utilizzato il modello a equazioni simultanee di Oxford Economics[1]. È importante evidenziare che la nostra analisi ipotizza una politica monetaria invariata nei due scenari e che gli effetti degli shock energetici risultano "isolati" solamente a partire dal 4° trimestre 2021. I principali risultati sono i seguenti:

  - l'aumento dei prezzi delle materie prime determina un **rialzo dell'inflazione di +0,3% nel 2021 e +0,8% nel 2022**;
  - la più alta inflazione impatta negativamente sul **reddito disponibile reale delle famiglie** per -0,4% nel 2022 (circa 40 miliardi in meno, in termini reali);
  - **la crescita del PIL nel 2022 risulta più bassa di -0,4%** rispetto allo scenario di assenza di shock energetico, con un picco di -0,5% nel secondo trimestre 2022. Gli **investimenti** sono più bassi di -0,9%: l'incremento del costo dell'energia è atteso riflettersi solo parzialmente sui prezzi finali pagati dai consumatori, erodendo così i margini delle imprese; minori profitti attesi, e il livello più alto dei tassi a medio e lungo termine, incidono negativamente sugli investimenti privati. Sui consumi, l'effetto risulta più contenuto (-0,3%), grazie al calo della propensione al risparmio. **La perdita di PIL sarebbe lievemente più ampia in Italia e Spagna**, dove raggiunge il mezzo punto percentuale in media annua nel 2022;
  - il deterioramento delle ragioni di scambio implica che nel 2022 **la bilancia commerciale peggiora di oltre 41 miliardi** rispetto allo scenario senza rincaro energetico (tre decimi di PIL); l'impatto è consistente già quest'anno (36 miliardi).

- In sintesi, lo shock esogeno sul prezzo delle materie prime (petrolio e gas) avrà come effetto non solo un ampio aumento dell'inflazione ma anche un freno alla crescita del PIL, che sarà significativo in particolare tra fine 2021 e inizio 2022. Possibili nuovi rialzi dei prezzi energetici potrebbero frenare ulteriormente la ripresa il prossimo anno; di contro, le misure compensative adottate da diversi governi europei potrebbero ridurre l'impatto dello shock sulla domanda privata di altri beni e servizi. Italia e Spagna sono le economie che potrebbero risentire maggiormente degli effetti negativi sulla crescita.

[1] Tutte le variabili sono espresse come differenza tra lo scenario attuale e lo scenario alternativo con le previsioni della scorsa primavera sulle materie prime energetiche

Fig. 1 – TTF gas naturale, Ice Brent ed inflazione energia



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

Tab. 1 – Risultati della simulazione: le variabili sono espresse come differenza tra scenario attuale e scenario alternativo

	2021	2022
HICP inflation	0.3%	0.8%
Trade balance (EUR Bn)	-36.1	-41.3
Trade balance-to-GDP ratio	-0.3%	-0.3%
Real GDP growth	0.0%	-0.4%
Real consumption growth	0.0%	-0.3%
Real investment	-0.1%	-0.9%
Household disposable income	-0.2%	-0.4%
Saving rate	-0.1%	-0.2%

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

Stati Uniti. Mercato del lavoro sotto pressione, fra dimissioni e pensionamenti. Il mercato del lavoro americano è sotto pressione, con un eccesso di domanda che sta iniziando a imprimere spinte diffuse sui salari. A fronte di una domanda su livelli record, l'offerta è pressoché stabile da un anno. La dinamica della forza lavoro sarà determinante per i rischi di una possibile spirale salari-prezzi e per i tempi della politica monetaria.

- Il mercato del lavoro americano è in una fase critica: mentre l'attività produttiva in tutti i settori è tornata sui livelli pre-COVID, **l'occupazione è in ritardo**, per via della mancata ripresa dell'offerta a fronte di una domanda solida, e crea crescenti **pressioni verso l'alto sui salari**. La ripresa della domanda di lavoro è stata scandita dalla fine delle restrizioni per la pandemia e collegata all'andamento dell'attività, ma l'offerta non ha tenuto il passo. L'eventuale **persistenza del disallineamento di domanda e offerta** è cruciale per lo scenario dell'economia e della politica monetaria.

- In un ciclo "medio", la partecipazione, la disoccupazione e l'occupazione tornano sui livelli pre-recessivi dopo circa 3-4 anni, con sentieri simili e graduali. In questo ciclo anomalo, la domanda è rimbalzata in tempi molto più rapidi rispetto alla norma, mentre l'offerta di lavoro è rallentata dai rischi sanitari, da un livello elevato di risparmio, dalla riallocazione settoriale, oltre che dai fattori tipici delle recessioni, cioè pensionamenti e nuovi impegni scolastici, che richiedono tempo per normalizzarsi. Nel frattempo, lo squilibrio fra domanda e offerta, in un contesto di inflazione in rialzo, sta determinando una diffusione degli aumenti salariali anche al di fuori dei settori direttamente colpiti da COVID, creando **rischi di una possibile spirale salari-prezzi nel 2022.**

- I ***non-farm payroll*** sono normalmente considerati la miglior misura delle condizioni del mercato del lavoro, ma la loro efficienza informativa è limitata in caso di eccesso di domanda. La media mensile dei nuovi occupati è di 582 mila da inizio anno e di 442 mila negli ultimi 3 mesi: mancano ancora 4,2 mln di posti rispetto a febbraio 2020 (fig. 1). A inizio 2021, la relativa debolezza della crescita occupazionale era dovuta alla chiusura delle attività nei servizi dovuta a COVID, a metà anno la ripresa è stata guidata dal miglioramento del quadro pandemico e dalla riapertura dei servizi, ma dall'estate è entrata in gioco anche la scarsità di manodopera. Una chiara misura della forza della domanda emerge da **posizioni aperte** su livelli record (totale: 10,4 mln a settembre) in tutti i settori, superiori al numero di disoccupati (figg. 3-4), mentre circa il 50% delle imprese ha 1 o più posizioni difficili da coprire. Le indagini delle imprese riportano che la scarsità di manodopera in molti settori frena la crescita dell'attività.

- Dal lato dell'**offerta**, invece, dopo una prima ripresa collegata alla riapertura delle attività nell'estate 2020, **la partecipazione e la forza lavoro sono poco variate da più di un anno** (fig. 2). Tipicamente l'offerta di lavoro non è nel radar della Banca centrale e del mercato, ma ora la chiave di volta per scongiurare l'instaurarsi di una spirale salari-prezzi sta proprio nella

dinamica della forza lavoro. La previsione fino all'estate era di ripresa della partecipazione sulla scia di due fattori: il miglioramento del quadro pandemico e la fine dei programmi federali di sussidio alla disoccupazione. I dati non hanno dato supporto a tale previsione: a ottobre il tasso di partecipazione è ancora a 61,6%, sui livelli prevalenti da fine 2020.

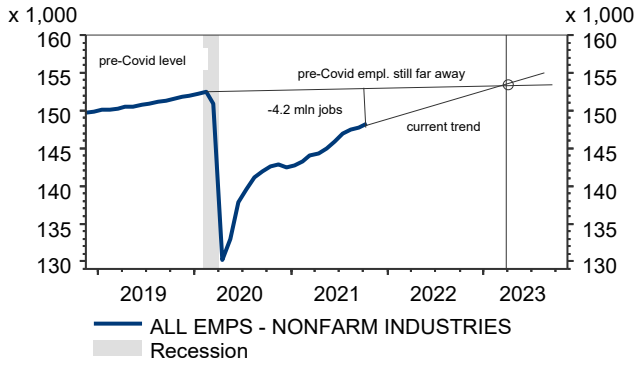
- La fig. 6 riassume i contributi all'andamento della partecipazione nell'ultimo anno e identifica nei **pensionamenti** il principale fattore di freno alla crescita della forza lavoro. Nel 2° trimestre 2021, la percentuale di individui oltre i 55 anni che dichiaravano di non volere un lavoro perché in pensione è salita a 49,9%, da 47,8% di 2 anni prima, e rappresentava circa **2 mln di persone**. Il tasso di pensionamento della coorte >55 anni è aumentato in media di circa l'1% a/a sia nel 2020 sia nel 2021 (fig. 5). Di questo aumento, circa metà è dovuto all'invecchiamento sottostante della popolazione e l'altra metà a cambiamenti di comportamento che possono essere spiegati da un insieme di fattori, fra cui i timori collegati alla pandemia, da un lato, e l'aumento della ricchezza netta delle coorti più anziane, dall'altro. La ripresa attuale ha un altro elemento anomalo, la crescente percentuale di **dimissioni volontarie** (fig. 8), a fronte di un costante calo dei licenziamenti e di un aumento contenuto delle assunzioni. I dati della Jobs and Labor Turnover Survey (JOLTS) danno un quadro in linea con un **crescente eccesso di domanda sul mercato del lavoro.**

- Come il FOMC ha più volte riconosciuto, il mercato del lavoro ora ha un insieme di individui abili al lavoro tipicamente associato con una situazione di eccesso di offerta, ma allo stesso tempo è in fase di eccesso di domanda. Cosa dovrebbe fare la Banca centrale? Un elemento determinante sono i **salari,** che danno una misura degli eccessi sul mercato del lavoro. I dati dei salari orari medi sono distorti dalla volatilità della composizione dell'occupazione. Diverse misure pesate per la variazione settoriale degli occupati danno informazioni più attendibili: i salari "*quality adjusted*" dell'Atlanta Fed, l'Atlanta Wage Tracker e l'Employment Cost Index (figg. 7-8) mostrano una netta **accelerazione salariale a partire dalla primavera**, inizialmente confinata alle categorie di lavoratori non qualificati dei servizi, ma gradualmente in via di estensione anche agli altri settori. Un nuovo database di Cornell University riporta che da inizio anno sono stati indetti 295 **scioperi,** più di 10 volte il numero medio degli anni pre-COVID, ulteriore indicazione dell'aumento del potere contrattuale dal lato dell'offerta. Per esempio, è appena stato siglato dal sindacato United Auto Workers un nuovo contratto per i lavoratori della Deere (macchine agricole) con pagamento immediato di un bonus e un aumento del 10%, aumenti del 5% nel 2023 e 2025 e bonus del 3% nel 2022 e 2024, oltre ad incrementi salariali collegati all'andamento della produttività.

- In conclusione, molti indicatori (dimissioni, pensionamenti, persistenza di contagi elevati in molti Stati, risparmio solido) puntano a un **aggiustamento potenzialmente lento dell'offerta di lavoro, a fronte di una domanda sempre su livelli record**. Le variabili da monitorare nei prossimi mesi sono quindi sia la dinamica occupazionale, sia la crescita della forza lavoro. Se i salari continueranno a salire nei prossimi trimestri, e la produttività non darà segni di netto rimbalzo, le imprese accelereranno il trasferimento dei costi sui prezzi di vendita, dando luogo all'inizio di una pericolosa spirale salari-prezzi.

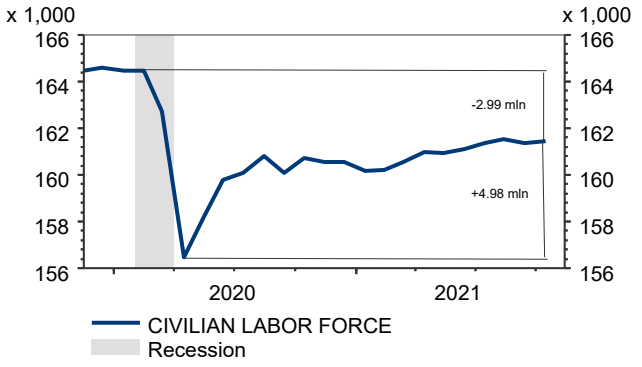
- Qual è il **grado di tolleranza della Fed di fronte a segnali di pressioni salariali** in via di estensione? Il mandato della Fed riguardo al mercato del lavoro è definito in termini di "massima occupazione", da raggiungere basandosi sulle "valutazioni dei deficit di occupazione dal suo livello massimo". Al momento, l'occupazione appare ancora lontana dal livello pre-COVID, ma il suo livello "massimo" dipende dall'offerta. Nei prossimi mesi la Fed dovrà valutare se il "deficit di occupazione" prevalente nel 2022 sarà dovuto a fattori temporanei o strutturali di freno all'offerta per decidere i tempi della svolta sui tassi. I rischi verso l'alto sui salari si sommeranno a quelli già prevalenti sui prezzi rafforzando, a nostro avviso, le preoccupazioni della Fed, aumentando la **probabilità di un rialzo dei tassi durante l'estate 2022 e di un'accelerazione del *tapering* a inizio 2022**.

Fig. 1 – Dov'è la massima occupazione?



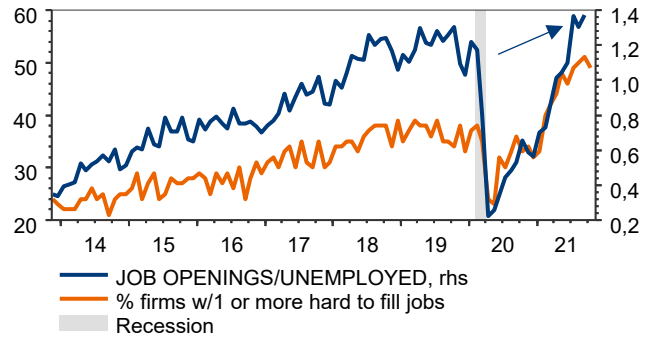
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – La forza lavoro non risponde all'aumento della domanda



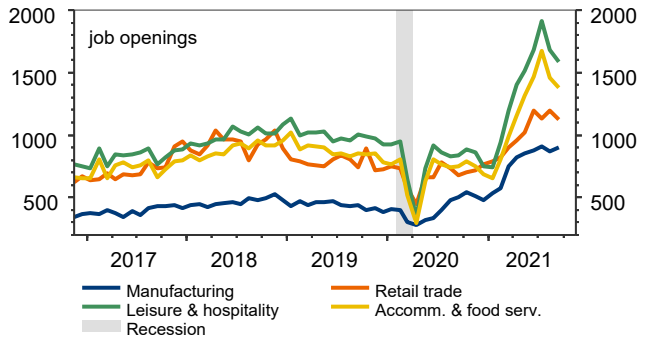
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Più posizioni aperte che disoccupati, mentre il 50% delle imprese ha più di 1 posizione da coprire



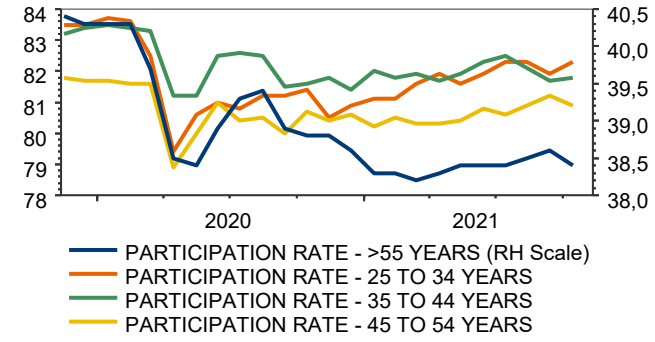
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Posizioni aperte su livelli record in tutti i settori, ma in particolare nella ricreazione e nell'ospitalità



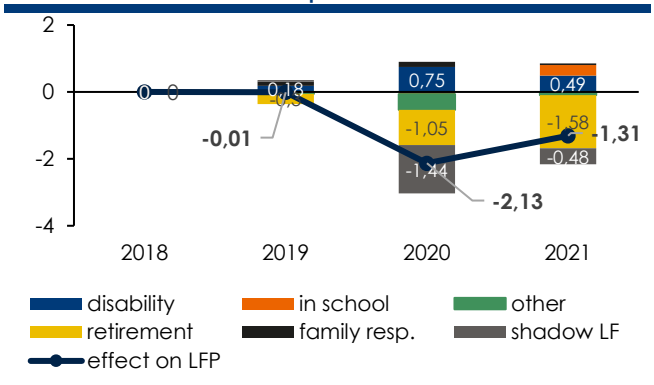
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Moderata ripresa della partecipazione solo per la coorte 25-34 anni, ancora in calo quella degli ultra 55enni



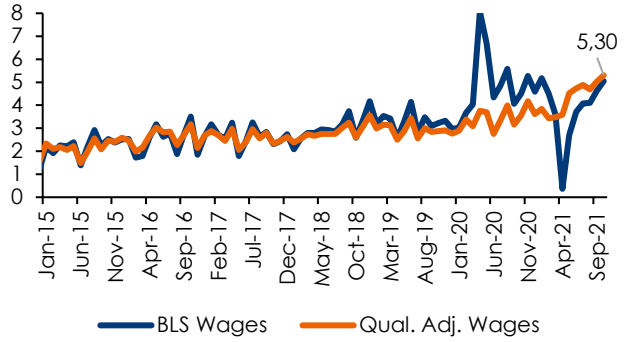
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Il contributo maggiore al calo della partecipazione rispetto al 2020 viene dall'aumento dei pensionamenti



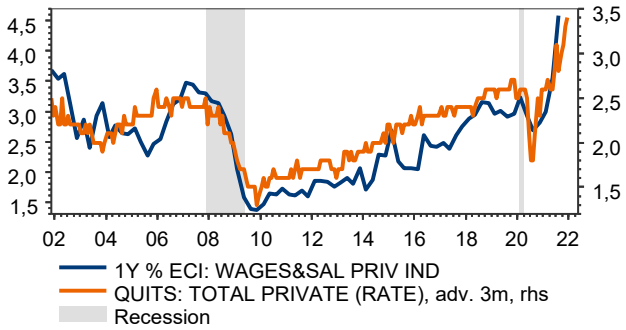
Fonte: Atlanta Fed

Fig. 7 – La dinamica salariale pesata per i settori è in netta accelerazione dalla primavera



Fonte: P. Higgins, Atlanta Fed e BLS

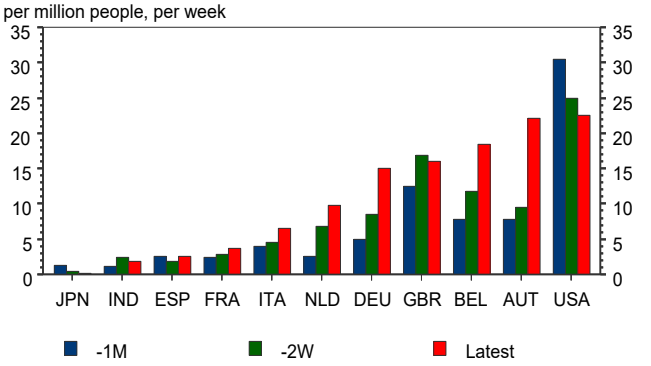
Fig. 8 – Il trend delle dimissioni volontarie non promette bene per il costo del lavoro!



Nota: ECI= employment cost index, variazione a/a dei salari del settore privato pesati per la composizione dell'occupazione. Fonte: Refinitiv-Datastream

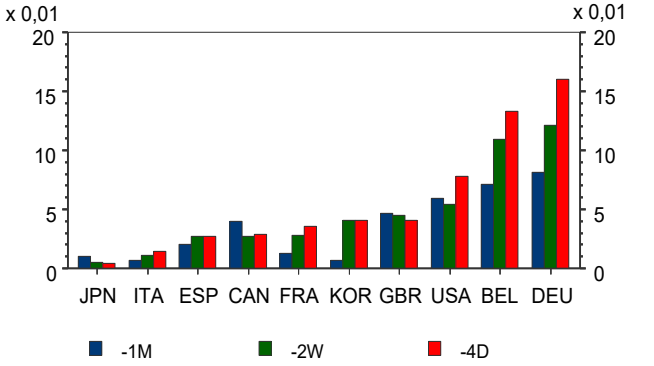
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



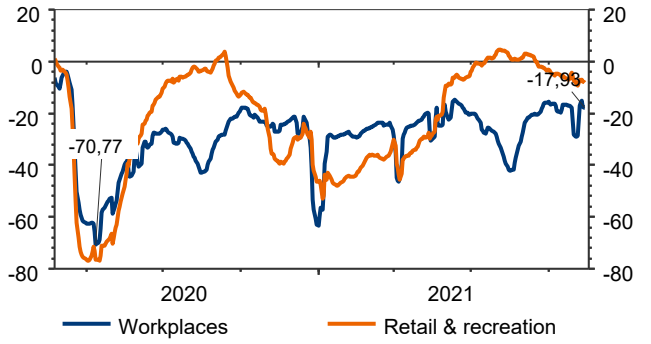
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



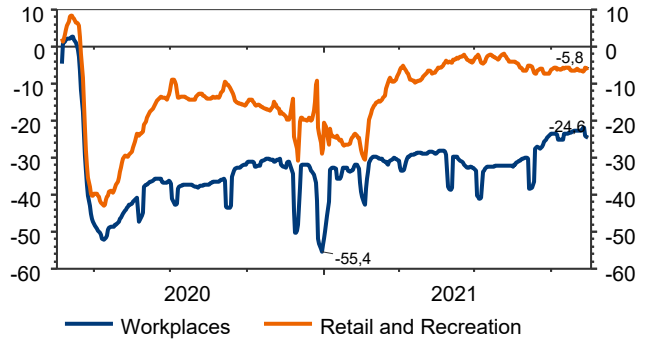
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



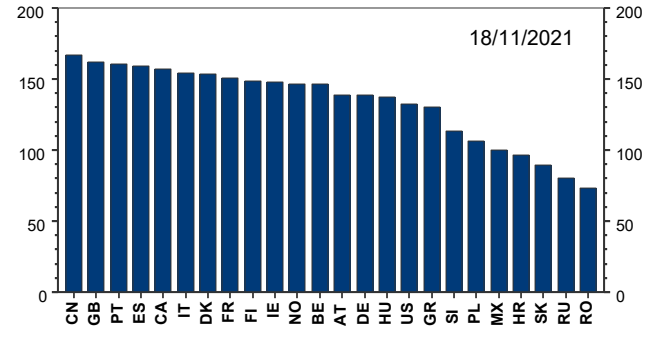
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



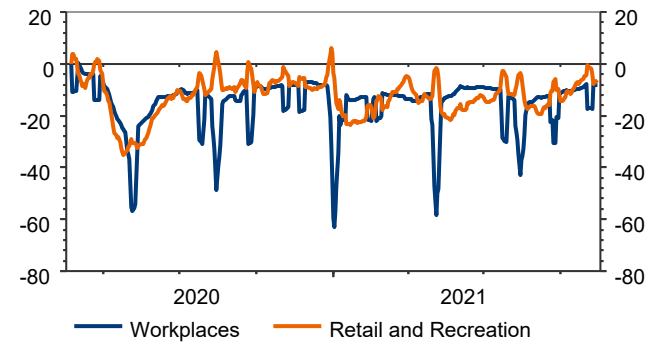
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInDataa

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** sarà incentrata sulla tornata di indagini di fiducia di novembre (saranno diffusi l'IFO tedesco, gli indici INSEE in Francia e Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona e la fiducia dei consumatori della Commissione), che dovrebbero mostrare una correzione generalizzata del morale di famiglie e imprese. I livelli delle indagini risultano coerenti con un rallentamento della crescita nella parte finale dell'anno, sulla scia della risalita dei contagi e delle tensioni lungo le filiere produttive. La seconda lettura del PIL tedesco per il 3° trimestre dovrebbe confermare la stima preliminare.

La settimana ha molti dati ed eventi di rilievo negli **Stati Uniti**. L'evento principale è la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di novembre, che potrebbe dare informazioni sui rischi di uno spostamento verso l'alto del grafico a punti al prossimo aggiornamento di dicembre. Sul fronte dei dati di novembre, i PMI Markit dovrebbero confermare i segnali espansivi per il manifatturiero e i servizi, accompagnati da continue pressioni verso l'alto sui prezzi, mentre la fiducia dei consumatori dovrebbe rimanere frenata dalle preoccupazioni per l'inflazione. Per ottobre, tutti i dati dovrebbero essere moderatamente positivi, sia per il manifatturiero, con ordini di beni durevoli in rialzo, sia per l'immobiliare residenziale, con vendite di case nuove ed esistenti su un modesto trend rialzista, sia per i consumi, con dati solidi della spesa personale. I deflatori dei consumi, totale e core, dovrebbero registrare ampi rialzi, con ulteriore accelerazione dell'inflazione su base annua.

Lunedì 22 novembre

Area euro

- **Area euro**. A novembre l'indice di **fiducia dei consumatori** rilevato dalla Commissione Europea dovrebbe correggere per il secondo mese consecutivo, a -6 da -4,8 precedente. Nonostante la ripresa del mercato del lavoro, il morale delle famiglie dovrebbe risultare penalizzato dal rincaro del costo della vita e dalla risalita dei contagi in alcuni Paesi.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a ottobre sono attese in calo a 6,25 mln, da 6,29 mln di settembre, alla luce della correzione dei contratti di compravendita di agosto. Il trend delle vendite rimane comunque verso l'alto, con la previsione per ottobre ancora sui massimi da luglio. Le richieste di mutui per l'acquisto di case si sono stabilizzate su livelli in linea con quelli della primavera, dopo un periodo di calo nella parte centrale dell'anno.

Martedì 23 novembre

Area euro

- **Area euro.** Le indagini **PMI** di novembre offriranno maggiori indicazioni sull'entità del rallentamento della ripresa nel 4° trimestre. L'indice **manifatturiero** dovrebbe calare a 57,8 da 58,3 di ottobre: le strozzature all'offerta potrebbero aver toccato un picco (come suggerito dal calo dei prezzi dei noli marittimi internazionali, dai dati sui trasporti pesanti in Germania e dal più recente Point de Conjoncture della Banque de France) ma il ritorno alla normalità è ancora lontano e i vincoli all'offerta dovrebbero continuare a penalizzare la produzione anche nei prossimi mesi. L'indice relativo ai **servizi** è invece atteso portarsi a 53,6 da 54,6 precedente: la spinta delle riaperture è ormai esaurita e l'attività nel settore dovrebbe iniziare a risentire della risalita dei contagi, in primo luogo in Germania. L'indicatore composito è quindi atteso portarsi a 53,4 dal precedente 54,2. Tra le principali economie dovrebbe essere ancora la Germania a mostrare la maggiore debolezza, a fronte di una maggiore tenuta dell'economia francese.

Stati Uniti

- La stima flash dei **PMI Markit** di novembre dovrebbe mostrare un incremento per il manifatturiero a 59,5 da 58,4, alla luce dei dati positivi delle prime indagini del mese. L'Empire

ha dato indicazioni di accelerazione dell'attività, degli ordini e dell'occupazione, pur in presenza di un ripiegamento delle aspettative a 6 mesi. Il **PMI dei servizi** dovrebbe stabilizzarsi a 59,1 da 58,7. Anche per i servizi, le prime indagini di novembre sono state positive.

Mercoledì 24 novembre

Area euro

- **Germania**. L'indice **IFO** è atteso in correzione a novembre, a 96,0 da 97,7 precedente, per effetto della persistenza di colli di bottiglia nella catena produttiva e della risalita dei contagi da COVID-19. L'indice sulle attese è visto poco variato a 95,2 da 95,4, mentre l'indicatore sulla situazione corrente è atteso in netto peggioramento a 96,8 da 100,1di ottobre.
- **Francia.** L'INSEE comunica il dato relativo alla **fiducia delle imprese** per il mese di novembre. L'indice del settore manifatturiero, stabile a 107 in ottobre, è atteso riportare una correzione a 104 (dunque ancora in territorio espansivo), sulla scia di tensioni lungo le filiere produttive, non più legate al solo comparto auto e semilavorati, ma estese a un crescente numero di settori produttivi. L'indice composito dovrebbe invece riflettere la sostanziale stabilità nelle costruzioni e nei servizi e una variazione solo moderatamente negativa nel commercio. Un sostegno al morale delle imprese potrebbe giungere invece dalle prospettive di occupazione; dal mese di ottobre si registra infatti una prima attenuazione dei problemi di reperimento della manodopera (in misura maggiore nei servizi). Nella parte conclusiva del 2021 e nel primo trimestre del 2022, ci attendiamo un rallentamento dell'attività produttiva, con rischi verso il basso connessi a un'eventuale recrudescenza della pandemia.

Stati Uniti

- La seconda stima del **PIL del 3° trimestre** dovrebbe registrare una modesta revisione verso l'alto, a 2,2% t/t ann., da 2% t/t ann. della prima stima, grazie ai consumi e alle scorte.
- Gli **ordini di beni durevoli** di ottobre (prel.) sono previsti in rialzo di 0,2% m/m, dopo -0,3% m/m di settembre, sempre frenati da aerei e auto. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero essere in aumento di 0,4% m/m. nonostante le strozzature all'offerta, Tutte le indagini di settore riportano segnali espansivi per gli ordini e per la spesa in conto capitale, anche se le consegne dovrebbero continuare a mostrare un ampio differenziale rispetto agli ordinativi.
- Le **vendite di case nuove** a ottobre dovrebbero essere in rialzo a 810 mila da 800 mila di settembre, viste le indicazioni di ripresa della fiducia dei costruttori di case, di rialzo delle scorte in vendita e di stabilizzazione delle richieste di mutui per l'acquisto.
- La **spesa personale** a ottobre dovrebbe crescere di 1% m/m, dopo 0,6% m/m di settembre, con un ampio contributo del comparto dei beni, come segnalato dal balzo delle vendite al dettaglio esclusa la ristorazione di 1,9% m/m, moderazione nei servizi e una forte spinta dai prezzi. Il **reddito personale** dovrebbe tornare a crescere, se pure modestamente (0,2% m/m), dopo la correzione di -1% m/m di settembre, dovuta alla fine dei programmi federali per la disoccupazione. Il **deflatore** dei consumi è atteso in rialzo di 0,7% m/m (5,1% a/a), con l'indice **core** in aumento atteso di 0,4% m/m (4,1% a/a), con indicazioni di ulteriore accelerazione dell'inflazione. Le previsioni per novembre vedono variazioni di 0,45% e 0,34% m/m per l'indice totale e l'indice core, rispettivamente, corrispondenti a un ulteriore rialzo su base annua (5,5% e 4,5% a/a).
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a novembre (finale) dovrebbe stabilizzarsi a 67 da 66,8 della lettura preliminare, confermando il calo recente causato dalla crescente preoccupazione per il rialzo dell'inflazione.
- La Fed pubblica i **verbali della riunione del FOMC** di inizio novembre, che saranno importanti per valutare la distribuzione di opinioni nel Comitato riguardo ai rischi di inflazione e alle condizioni richieste per aggiungere un rialzo alle previsioni del 2022. I discorsi dalla Fed finora hanno sottolineato l'impegno a monitorare le pressioni inflazionistiche e ad agire come necessario, ma anche la volontà di raccogliere più dati per valutare se la dinamica dei prezzi

potrà rallentare nel 2022 e se l'offerta di lavoro tornerà a crescere, frenando i rischi di una spirale salari-prezzi. I verbali potrebbero dare informazioni su qual è il consenso prevalente e sull'eventuale spostamento della mediana verso due rialzi nel 2022.

Giovedì 25 novembre

Area euro

- **Germania**. La **stima finale** dovrebbe confermare la crescita del **PIL** di 1,8% t/t (2,5% a/a) nel trimestre estivo, sulla scia del recupero del valore aggiunto nel terziario e nel commercio e (dal lato della domanda) della ripresa dei consumi (attesi a 2,7% t/t). Un contributo positivo, seppur marginale, dovrebbe arrivare dal commercio estero. Nella parte finale dell'anno, invece, ci aspettiamo un rallentamento intorno allo 0,4% t/t. Questo profilo si rifletterebbe in un'espansione del PIL su base annua del 2,7% nel 2021 (dal -4,9% del 2020) e in accelerazione al 4,6% il prossimo anno. I rischi su questo scenario previsivo sono a nostro avviso verso il basso.

Stati Uniti

- Mercati chiusi per Thanksgiving.

Venerdì 26 novembre

Area euro

- **Area euro**. La crescita di **M3** è vista stabilizzarsi al 7,4% a/a in ottobre. La dinamica dell'aggregato monetario, dopo aver toccato un picco a gennaio 2021 sostenuta dalle misure di sostegno varate durante l'emergenza sanitaria, dovrebbe rallentare nei prossimi mesi.
- **Francia**. L'**indice di fiducia dei consumatori** dovrebbe registrare un ulteriore calo a novembre, a 97 punti. Sul morale delle famiglie potrebbero incidere negativamente sia crescenti aspettative di inflazione e la connessa minore capacità di risparmio, sia standard di vita condizionati dall'evoluzione dello scenario pandemico. Dovrebbe migliorare ulteriormente invece la componente relativa ai timori sulla disoccupazione. Il quadro di breve periodo resta contrastato, sebbene sembrino prevalere rischi verso il basso.
- **Italia**. La **fiducia di imprese e consumatori** è vista in calo a novembre. Sul morale delle famiglie, atteso a 117,5 da 118,4 precedente, potrebbero pesare i rialzi dei prezzi nonché i timori di una recrudescenza dei contagi da COVID-19. L'indice composito di fiducia delle aziende è visto a 114 da 115 precedente, frenato soprattutto dai servizi; la correzione dovrebbe essere più tenue nel manifatturiero, a 114,5 da 114,9 di ottobre.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (22-26 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 22/11	02:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	nov	4.7	%		
	02:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	nov	3.9	%		
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ott	6.29	Mln	6.20	6.25
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	nov	-4.8		-5.5	-6.0
Mar 23/11	08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T3	2.5	%		2.5
	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T3	1.8	%		1.8
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	nov	56.6		55.7	56.2
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	nov	53.6		52.5	52.8
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	nov	52.4		51.8	51.6
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	nov	57.8		56.7	56.5
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	nov	54.6		54.0	53.6
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	nov	58.3		57.4	57.8
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	nov	54.2		53.3	53.4
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	nov	57.8		57.3	
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	nov	59.1		58.5	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	nov	58.4			59.5
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		nov	57.6			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	nov	58.7			59.1
Mer 24/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		nov	53.2			
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	nov	107			104
	10:00	GER	IFO	**	nov	97.7		96.8	96.0
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		nov	100.1			96.8
	10:00	GER	IFO (attese)		nov	95.4			95.2
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	268	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.080	Mln		
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T3	prel 4.5	%		
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T3	prel 5.7	%		
	14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T3	2.0	%	2.2	2.2
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	ott	-0.3	%	0.2	0.2
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	ott	0.5	%	0.4	0.4
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		ott	-96.3	Mld $		
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	ott	0.800	Mln	0.802	0.810
	16:00	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	ott	0.2	%	0.4	0.4
	16:00	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	ott	0.6	%	0.8	1.0
	16:00	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	ott	3.6	%		4.1
	16:00	USA	Deflatore consumi a/a	*	ott	4.4	%		5.1
	16:00	USA	Redditi delle famiglie m/m		ott	-1.0	%	0.2	0.2
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		nov	prel 66.8		66.9	67.0
Gio 25/11	08:00	GER	Fiducia consumatori		dic	0.9		0.5	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		ott	1.7	Mld €		
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		nov	4.0			
Ven 26/11	08:00	GER	Prezzi import a/a		ott	17.7	%		
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		nov	99			97
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	ott	7.4	%	7.4	7.4
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		nov	118.4			117.5
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	nov	114.9			114.5

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 (22-26 novembre)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	22/11	15:00	EUR		Discorso di Holzmann (BCE)
Mar	23/11	12:00	GB		Discorso di Haskel (BoE)
Mer	24/11	15:30	GB		Discorso di Tenreyro (BoE)
		20:00	USA	*	Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	25/11	09:00	EUR		Discorso di Villeroy (BCE)
		09:10	EUR		Discorso di Elderson (BCE)
		13:30	EUR	*	La BCE pubblica i verbali della riunione di ottobre
		14:30	EUR	*	Discorso di Lagarde (BCE)
		15:05	GB		Discorso di Haskel (BoE)
		18:00	GB	*	Discorso di Bailey (BoE)
		--	USA		Mercati chiusi per Thanksgiving
Ven	26/11	09:00	EUR	*	Discorso di Lagarde (BCE)
		09:30	EUR		Discorso di Schnabel (BCE)
		11:30	EUR		Discorso di Panetta (BCE)
		14:00	GB		Discorso di Pill (BoE)
		14:30	EUR		Discorso di Lane (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	nov	19.80			21.20	30.9
Prezzi all'import m/m	ott	0.4		%	1.0	1.2
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ott	0.7	~~(0.8)~~	%	1.0	1.7
Vendite al dettaglio m/m	ott	0.8	~~(0.7)~~	%	1.4	1.7
Produzione industriale m/m	ott	-1.3		%	0.7	+1.6
Impiego capacità produttiva	ott	75.2		%	75.8	76.4
Scorte delle imprese m/m	set	0.8	~~(0.6)~~	%	0.7	0.7
Indice Mercato Immobiliare NAHB	nov	80			80	83
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	set	79.3		Mld $		26.3
Licenze edilizie	ott	1.586		Mln	1.638	1.650
Nuovi cantieri residenziali	ott	1.530	~~(1.555)~~	Mln	1.576	1.520
Richieste di sussidio	settim	269	~~(267)~~	x1000	260	268
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.209	~~(2.160)~~	Mln	2.120	2.080
Indice Philadelphia Fed	nov	23.8			24.0	39.0
Indice anticipatore m/m	set	0.7	~~(0.9)~~	%	0.8	0.9

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

L'indice della **Philadelphia Fed** a novembre è salito più delle attese, a 39 da 24, toccando il massimo da aprile. L'indagine è omogeneamente positiva, con rialzi degli ordini, delle consegne e delle scorte, e occupazione ancora in crescita, anche se a un ritmo inferiore rispetto a ottobre. Gli indici dei prezzi sono ancora in salita, con indicazioni di aumenti diffusi alla stragrande maggioranza delle imprese. Sono particolarmente rilevanti le risposte ad alcune domande speciali su **prezzi e salari**. La previsione mediana di aumento dei prezzi di vendita per il prossimo anno è di 5,3%, dopo un rialzo conseguito nell'anno concluso di 5%. Le imprese prevedono un'inflazione del 5% nel prossimo anno e del 3,5% nel lungo termine. L'aspettativa è che le retribuzioni siano in rialzo di 4,8% nei prossimi 4 trimestri, in accelerazione rispetto alla previsione del 4% formulata ad agosto. I risultati dell'indagine suonano un chiaro campanello d'allarme per il futuro sentiero dell'inflazione.

L'indice **Empire della NY Fed** di novembre ha sorpreso verso l'alto con un aumento a 30,9 e rialzi per ordini, consegne e ordini inevasi. Un elemento positivo è il balzo dell'indice occupazione, sui massimi storici. Sul fronte dei prezzi, si registrano ulteriori aumenti sia per i prezzi pagati sia per quelli ricevuti. L'indice di attività a 6 mesi cala dal livello molto elevato di ottobre, ma rimane in territorio ampiamente espansivo. Il quadro del settore manifatturiero rimane dunque positivo, anche se caratterizzato sempre da vincoli all'offerta. Un'**indagine supplementare riguardo ai problemi dal lato dell'offerta di beni e lavoro** ha mostrato che la quasi totalità delle imprese riporta assenza di miglioramento per le strozzature all'offerta, con peggioramento atteso dal 40% delle imprese nei servizi e da circa metà nel manifatturiero. Sul fronte della manodopera, la domanda resta forte con il 61% nei servizi e il 56% nel manifatturiero che prevedono aumenti; circa metà dei partecipanti hanno raggiunto o superato i livelli pre-COVID. Poco più del 50% delle imprese nei servizi e circa il 60% di quelle nel manifatturiero stanno alzando i salari più che negli anni precedenti. Più del 60% delle imprese ha difficoltà a coprire le posizioni aperte e la stragrande maggioranza non ha visto un aumento di flussi di offerta a fronte dei posti disponibili. In conclusione, **il mercato del lavoro rimane sotto (crescente) pressione e le strozzature all'offerta sono valutate come un fenomeno ancora persistente**.

Le **vendite al dettaglio** di ottobre hanno dato una sferzata di ottimismo per i consumi del 4° trimestre. Le vendite sono aumentate di 1,7% m/m e il dato di settembre è stato rivisto verso l'alto di 1 decimo a 0,8% m/m. Le vendite al netto della ristorazione sono cresciute di 1,9% m/m, spinte da auto, benzina, elettronica ed elettrodomestici, mentre abbigliamento e sanità hanno registrato flessioni. I dati puntano a una netta ripresa dei consumi in autunno.

La **produzione industriale** ha registrato un risultato migliore delle attese, con una variazione di 1,6% m/m, spinta da un forte rimbalzo nel manifatturiero (1,2% m/m), grazie anche a +11% m/m per le auto, oltre che dall'estrattivo e da un marginale rialzo delle utility.

La **fiducia dei costruttori di case** a novembre è salita a 83, massimo da 6 mesi. I **cantieri residenziali** di ottobre hanno registrato un'inattesa correzione a 1,52 mln, da 1,53 mln di settembre, ma le **licenze** hanno mostrato un rialzo a 1,65 mln da 1,586 mln. Quest'ultima informazione permette di leggere i dati in modo positivo, perché segnala una ripresa della crescita dell'attività sia nel comparto delle unità monofamiliari sia in quello delle unità multifamiliari.

Il Congressional Budget Office ha pubblicato la stima degli **effetti del Build Back Better Act sul deficit del 2022-2031.** Il disegno di legge prevede maggiori uscite, crediti di imposta e altre riduzioni di imposte per 2,43 tln, coperte con maggiori entrate stimate in 2,27 tln, con un incremento del deficit decennale di 160 mld e di 750 mld nel prossimo quinquennio. Per utilizzare la procedura di *reconciliation* occorre che le misure previste siano totalmente coperte sul decennio. La Camera intende votare in questa forma il disegno di legge, che poi sarà discusso e modificato al Senato. **Il passaggio finale con qualche modifica sembra assai probabile**. Due punti vanno rilevati. Il **BBBA sarebbe ampiamente espansivo fino al 2026**, aggiungendo combustibile agli eccessi di domanda già in atto. Inoltre, in caso venissero **estese le misure** di sostegno alle classi di reddito medio-basse dopo il 2026**, l'effetto sul deficit decennale aumenterebbe di 2,6 tln** secondo stime del Committee for a Responsible Federal Budget.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T3	0.4	~~(0.5)~~	%	-0.2	-0.8
PIL t/t, ann. prelim	T3	1.5	~~(1.9)~~	%	-0.8	-3.0
Produzione industriale m/m finale	set	-5.4		%		-5.4
Ordinativi di macchinari m/m	set	-2.4		%	1.8	-0.0
Bilancia commerciale	ott	-624.1	~~(-622.8)~~	Mld ¥ JP	-310.0	-67.4
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	ott	0.1		%	0.1	0.1
CPI (naz.) a/a	ott	0.2		%		0.1

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

La prima stima del **PIL del 3° trimestre** ha registrato una contrazione di -3% t/t ann., con una correzione della domanda domestica di -3,4% t/t ann. La domanda privata è calata di -5,4% t/t ann., sulla scia di ampie flessioni di tutte le componenti (in particolare, consumi -4,5% e investimenti fissi non residenziali -14,4%). La domanda pubblica invece è cresciuta di 2,4% t/t ann. nel trimestre, il contributo del canale estero è stato positivo (0,6pp), ma in un quadro di estrema debolezza: le importazioni sono scese di -10,5% t/t ann., a fronte di un calo di -8,3% t/t ann. per l'export. Le prime indicazioni per il 4° trimestre sono modestamente positive, con segnali di ripresa degli ordini e, soprattutto, una stabilizzazione dei nuovi casi di COVID sui minimi da metà 2020, al di sotto di 150 al giorno.

Gli **ordini di macchinari** a settembre sono rimasti invariati su base mensile, ma le imprese prevedono un aumento di 9,1% nel 4° trimestre, segnalando un ritorno alla crescita.

Il **CPI** è in aumento di 0,1% a/a sia per l'indice totale sia per quello al netto degli alimentari freschi. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è in flessione di -0,7% a/a. L'inflazione dovrebbe salire verso l'1% fino a metà 2022, e rallentare nei trimestri successivi.

Il primo ministro **Kishida** ha confermato l'aspettativa di un nuovo **pacchetto fiscale**, annunciando un budget supplementare di 32 tln di yen (5,7% del PIL).

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
EUR	PIL a/a 2a stima	T3	3.7		%	3.7	3.7
EUR	PIL t/t 2a stima	T3	2.2		%	2.2	2.2
EUR	CPI a/a finale	ott	4.1		%	4.1	4.1
EUR	CPI m/m finale	ott	0.5		%	0.8	0.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ott	2.1		%	2.1	2.1
FRA	IPCA m/m finale	ott	0.5		%	0.5	0.4
FRA	IPCA a/a finale	ott	3.2		%	3.2	3.2
FRA	CPI m/m Ex Tob	ott	-0.2		%		0.4
FRA	Tasso di disoccupazione	T3	8.0		%	7.8	8.1
GER	PPI m/m	ott	2.3		%	1.9	3.8
GER	PPI a/a	ott	14.2		%	16.2	18.4
ITA	IPCA a/a finale	ott	3.1		%	3.1	3.2
ITA	IPCA m/m finale	ott	0.8		%	0.8	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ott	0.6		%	0.6	0.7
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ott	2.9		%	2.9	3.0
ITA	Bilancia commerciale (totale)	set	1.317	~~(1.316)~~	Mld €		2.454
ITA	Bilancia commerciale (EU)	set	-0.279	~~(-0.281)~~	Mld €		0.762
ITA	Fatturato industriale a/a	set	12.4	~~(13.8)~~	%		15.2
ITA	Fatturato industriale m/m	set	0.5	~~(0.8)~~	%		0.1

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

Area euro. I dati finali sull'**inflazione** nell'area euro hanno confermato l'accelerazione della prima lettura: 4,1% a/a e 0,8% m/m in ottobre. Si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (1997). 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'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. L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere oltre il 4% nel trimestre autunnale. Effetti base causeranno un ribasso a gennaio 2022 ma il ritorno sotto la soglia del 2% è previsto solamente da ottobre 2022.

I dati (destagionalizzati) sul **commercio internazionale di beni** in settembre hanno registrato un calo delle esportazioni di -0,4% m/m (dopo il +0,5% m/m di agosto) e un aumento delle importazioni di +1,5% m/m (da +2,4% m/m precedente). Il 3° trimestre si chiude quindi con importazioni di beni in crescita a ritmi superiori alle esportazioni (3,2% contro 1,6% t/t), ma i dati di contabilità nazionali già pubblicati suggeriscono che il canale estero abbia comunque fornito un apporto positivo alla crescita del PIL grazie al rimbalzo delle esportazioni dei servizi (per esempio il turismo) come suggerito dai dati della BCE sulla bilancia dei pagamenti e all'effetto della forte crescita dei prezzi all'import sul valore reale degli scambi commerciali.

La seconda stima del **PIL** relativa al 3° trimestre ha confermato la lettura flash di 2,2% t/t (3,7% a/a). Non è ancora disponibile lo spaccato delle componenti, ma le indicazioni che emergono dai dati nazionali già pubblicati suggeriscono che sia stata la domanda interna, di beni e investimenti, a trainare la crescita. Anche le esportazioni nette dovrebbero aver fornito un apporto positivo mentre le scorte dovrebbero, al contrario, aver agito da freno.

Nel 2° trimestre l'**occupazione** è cresciuta di 0,9% t/t (3,7% a/a), in accelerazione da 0,6% t/t precedente (rivisto al ribasso di un decimo). L'occupazione ha quasi recuperato i livelli pre-

COVID (il divario con fine 2019 è di -0,4%) e la crescita delle assunzioni potrebbe proseguire anche nei prossimi mesi, su ritmi coerenti con un graduale calo del tasso di disoccupazione.

A settembre la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di +0,9% m/m dopo il calo di -1,4% m/m registrato in agosto con incrementi diffusi sia all'edilizia (+0,9% m/m da -1,6% m/m) e alle opere ingegneristiche (+2,6% m/m da -1,5% m/m). Il rimbalzo di settembre non è stato sufficiente ad impedire alle costruzioni di chiudere il 3° trimestre in contrazione (-1,7% t/t da +1,5% t/t) con il settore che dovrebbe aver quindi fornito un apporto negativo alla crescita del valore aggiunto nel 3° trimestre di circa un decimo. Nel 4° trimestre l'edilizia dovrebbe tornare a crescere ma, nonostante solide condizioni di domanda, l'attività potrebbe continuare ad essere frenata dal rincaro e alla scarsità delle materie prime.

Germania. Il **PPI** è cresciuto più del previsto, di 3,8% m/m ad ottobre e in accelerazione dal 2,3% m/m precedente. L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria è quindi salita al 18,4% da 14,2% di settembre, ai massimi dal 1951, sostenuta dal forte rincaro dei prezzi energetici (+48,2% a/a) e dei beni intermedi (+18,1% a/a) sull'onda del robusto rimbalzo dei corsi delle materie prime e delle severe strozzature presenti lungo le filiere produttive. Sono infatti i prezzi di metalli (+37,8% a/a) e legname (+91,8% a/a) a mostrare la maggiore vivacità che, di conseguenza, si trasmette anche sui prezzi di beni strumentali e di consumo durevoli (+3,2% a/a e +3,4% a/a rispettivamente). Nel complesso, i dati di ottobre confermano la presenza di forti tensioni a monte della catena produttiva che potrebbero anche agire non solo come elemento di spinta per l'inflazione ma anche come ulteriore freno alla ripresa dell'industria nei prossimi mesi.

Francia. La stima finale dell'indice dei prezzi al consumo ha confermato il rialzo sia dell'**inflazione** armonizzata (3,2% a/a da 2,7% di settembre), sia di quella calcolata su base nazionale (2,6% a/a da 2,2% il mese precedente). Dopo un picco nel 4° trimestre, l'inflazione è vista in graduale moderazione nel corso del 2022.

Il **tasso di disoccupazione francese**, relativo al 3° trimestre, è risultato in crescita di un decimo, all' 8,1%. Il dato, pressoché stabile da dicembre 2020, riflette la contestuale crescita degli occupati (in particolare all'interno del settore dei servizi) e della forza lavoro. Da evidenziare come nel periodo luglio-settembre, il tasso di occupazione, tra i soggetti di età compresa tra 15 e 64 anni, sia aumentato di 0,5pp, a 67,5% (dopo i +0,4pp di giugno), portandosi sui livelli più alti dall'inizio delle rilevazioni, e al di sopra dei valori pre-pandemia (+0,7pp) In valore assoluto, nel periodo estivo il numero di disoccupati è aumentato di 52 mila unità, a 2,4 mln. Nel periodo, è tornato a crescere anche il numero di ore settimanali lavorate (30,9 da 30,6). Infine, lo spaccato ha riportato una crescita del numero dei disoccupati, tra i più giovani (+0,3% nella fascia 15-24) ed una sostanziale stabilità nelle fasce 25-49 e over 50. Il tasso di disoccupazione, è atteso stabile attorno all'8,0%, lungo tutto il 2022.

Paesi Bassi. La prima stima del **PIL** relativa al 3° trimestre ha riportato una crescita più alta delle attese di consenso, a 1,5% t/t (5% a/a). Lo spaccato ha mostrato un contributo positivo della domanda interna (+1,2%) e nullo per il commercio estero. La crescita sarà solamente marginale nell'ultimo scorcio dell'anno. In media annua, stimiamo un rimbalzo dell'attività economica del 4,5% nel 2021 e una decelerazione al 3,5% nel 2022. I rischi su questo scenario previsivo sono verso il basso.

Italia. L'**inflazione** di ottobre è stata rivista verso l'alto di un decimo sia per la misura armonizzata che per quella nazionale, rispettivamente al 3,2% a/a (2,9% a settembre) e al 3% a/a (2,5% il mese precedente), in accelerazione per il quarto mese consecutivo e sui massimi dal settembre del 2012. È ancora la componente energetica a spiegare gran parte della crescita dell'inflazione (misurata sul NIC), sostenuta dall'aumento delle bollette di luce e gas (+17% m/m, +42,3% a/a il rincaro della componente dei beni energetici regolamentati), e dall'impatto dei costi del

carburante sui trasporti (+0,9% m/m, +8,7% a/a). Anche i rincari alimentari (+0,3% m/m, +1,0% a/a) contribuiscono a spingere l'inflazione. La componente di fondo, al netto di alimentari freschi ed energia, è salita invece di un decimo a 1,1% a/a, sui massimi da aprile 2017 ma su livelli ancora contenuti, a cui contribuisce anche l'effetto di confronto favorevole rispetto allo scorso anno dei prezzi relativi ai servizi ricreativi e culturali. L'inflazione dovrebbe toccare un picco intorno ai livelli correnti nel trimestre in corso prima di tornare a calare già a partire da inizio 2022, riportandosi al di sotto del 2% però solo a partire dal 2° semestre, grazie al progressivo ridimensionamento della spinta energetica. In ogni caso i rischi sulla previsione restano verso l'alto, soprattutto per quanto riguarda l'impatto delle strozzature all'offerta e del forte rincaro dei prezzi alla produzione sul costo dei beni manufatti.

I dati di settembre sul **commercio internazionale di beni** hanno riportato un calo delle importazioni (-1,7% m/m da +5,1% m/m) più ampio rispetto a quello registrato per le esportazioni (-1,3% m/m da +0,6% m/m). Nonostante la flessione di settembre, nel 3° trimestre le importazioni sono cresciute di +5,5% t/t, su ritmi ampiamente superiori rispetto al +2,8% t/t delle esportazioni. I dati mensili sugli scambi dei beni sembrerebbero suggerire che il canale estero abbia contribuito negativamente alla crescita del PIL durante l'estate ma l'Istat, in occasione della pubblicazione dei dati di contabilità nazionale, ha stimato un apporto positivo da parte della componente internazionale. L'apparente contraddizione è spiegata sia dal contributo della ripartenza dei flussi turistici in entrata sulla bilancia dei servizi sia dall'effetto dell'aumento del deflatore delle importazioni. A settembre i **prezzi all'import** sono cresciuti di +0,8% m/m (+12,3% a/a) da +0,9% m/m, al diciassettesimo mese consecutivo di rincaro.

Nel 3° trimestre il **tasso di posizioni lavorative vacanti** è rimasto stabile all'1,8%. A livello settoriale si registra un aumento nell'industria (1,6% da 1,4% precedente) e nelle costruzioni (2,9% da 2,5%) a fronte di un calo per i servizi (1,8% da 2,0%). Nelle imprese con almeno 10 dipendenti il tasso di posti vacanti è invece salito di un decimo all'1,4%: nel settore secondario si registra un incremento nell'industria (1,4% da 1,3%) e una stabilizzazione nell'edilizia (1,8%); nel terziario invece l'aumento delle posizioni non colmate (1,5% da 1,4%) è frutto di una variazione di opposta entità nei servizi di mercato (1,4% da 1,5%) e non di mercato (1,5% da 1,4%).

Il **fatturato industriale** a settembre è cresciuto di 0,1% m/m (15,2% a/a) mentre l'incremento del mese precedente è stato rivisto al ribasso di tre decimi a 0,5% m/m (12,4% a/a). Il contenuto progresso congiunturale è però trainato dall'energia (5,5%), al netto dellq quale i il fatturato risulta in flessione di -0,2%, penalizzato dalla frenata dei beni strumentali (-2,2%). Su base geografica invece il dato è guidato dalle vendite verso l'estero (0,2% m/m) a fronte di una stagnazione per quelle sul mercato interno anche se, queste ultime, sono quelle che hanno mostrato il maggiore recupero dopo la pandemia (in crescita del 13% rispetto a febbraio 2020, rispetto a un più contenuto 5% registrato dal fatturato verso l'estero). Il fatturato industriale chiude quindi il 3° trimestre in crescita di 2,5% t/t, in rallentamento dal 5,3% t/t registrato in primavera, ma ancora su ritmi superiori rispetto a quelli registrati dalla produzione (+1,0% t/t nel trimestre estivo).

A settembre la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di +0,5% m/m (+10,5% a/a) da +1,5% m/m precedente. Nel 3° trimestre l'output è avanzato solo marginalmente, di +0,2% t/t, dopo i robusti ritmi di crescita registrati nei trimestri precedenti. La decelerazione è in parte fisiologica dopo il rapido recupero che ha seguito il crollo dell'attività durante la pandemia (rispetto a febbraio 2020 la produzione edile è in crescita di circa il 10%) ma è probabilmente anche frutto delle difficoltà nel reperire materiale e manodopera (in Italia è il settore con il più alto tasso di posizioni vacanti). Nel complesso però il quadro per le costruzioni nei prossimi trimestri rimane espansivo: il morale nel settore a ottobre ha raggiunto nuovi massimi storici e, in prospettiva, anche le misure di stimolo contenute nel PNRR dovrebbero continuare a sostenere l'attività.

Cina

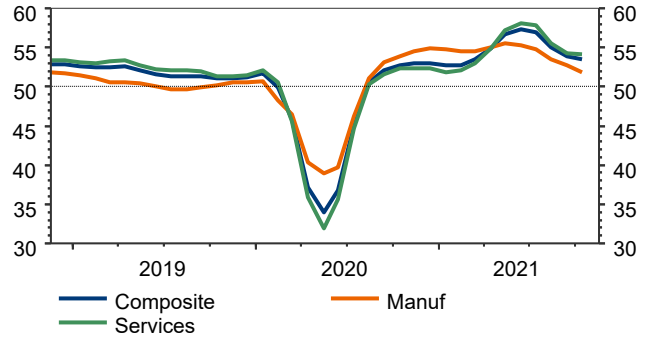
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	ott	11.8	%		10.9
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ott	16.37	%		14.94
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ott	7.3	%	6.2	6.1
Produzione industriale a/a	ott	3.1	%	3.0	3.5
Vendite al dettaglio a/a	ott	4.4	%	3.5	4.9

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

I dati mensili hanno evidenziato un'accelerazione della produzione industriale e delle vendite al dettaglio superiore alle attese di consenso e un ulteriore rallentamento degli investimenti fissi trainato dal settore immobiliare. Ci attendiamo che le interruzioni di elettricità, intensificatesi tra ottobre e novembre, e la debolezza del mercato immobiliare possano impattare ancora negativamente sulla dinamica della produzione nei prossimi mesi; riteniamo invece che la strategia di tolleranza zero sul fronte pandemico continuerà a limitare la ripresa dei consumi e dei servizi. Dal lato dell'offerta la dinamica della **produzione industriale** è accelerata da 3,1% a/a in settembre a 3,5% di ottobre, a dispetto di attese di quasi stabilità (consenso Bloomberg 3,0%). L'accelerazione è stata guidata dalla produzione delle imprese statali e l'incremento mensile, pari allo 0,4% m/m, è stato il più alto da luglio e in netto miglioramento dallo 0,1% registrato in settembre. La produzione del settore dei servizi è invece rallentata da 5,2% a/a in settembre a 3,8% a/a, toccando il minimo da agosto 2020, frenata dalle misure di contenimento dei focolai di COVID-19. Dal lato della domanda le **vendite al dettaglio** nominali sono salite del 4,9% a/a in ottobre, in accelerazione dal 4,4% di settembre, con un incremento dello 0,4% m/m da 0,3% in settembre, sostenute da elettronica, dispositivi per le comunicazioni e prodotti petroliferi. Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 7,2% a/a nei primi dieci mesi dell'anno, in decelerazione rispetto all'8,8% a/a dei primi nove mesi e con un tasso di crescita inferiore alle attese (consenso Bloomberg: 7,8%). L'aumento in termini mensili è stato stabile rispetto a settembre (0,15%) ma la variazione tendenziale risulta in ulteriore calo in ottobre (-2,2% a/a) rispetto a settembre (-1,8% a/a). La diminuzione è spiegata in parte dagli investimenti di infrastrutture e in misura maggiore dagli investimenti nel settore immobiliare, scesi del 5,5% a/a in ottobre, mentre si registra una stabilizzazione degli investimenti nel settore manifatturiero (+10,1% a/a). Il calo tendenziale degli investimenti immobiliari è stato accompagnato da un calo dei cantieri e dei terreni acquistati nonché dal secondo mese di diminuzione in media dei **prezzi degli immobili di nuova costruzione** (-0,25% m/m in ottobre), soprattutto nelle città di seconda e terza fascia. Il mercato secondario ha registrato il quarto mese consecutivo di diminuzione in media dei prezzi (-0,1% m/m) concentrato nella stessa tipologia di città.

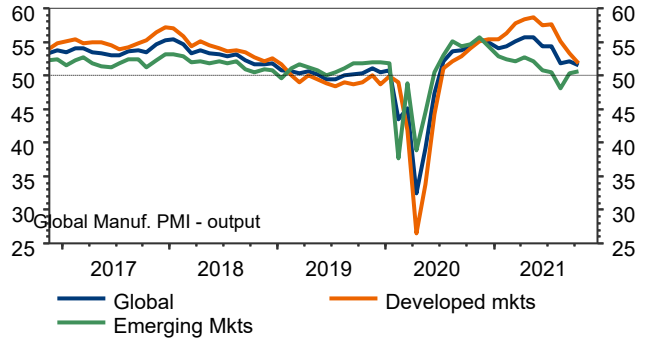
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



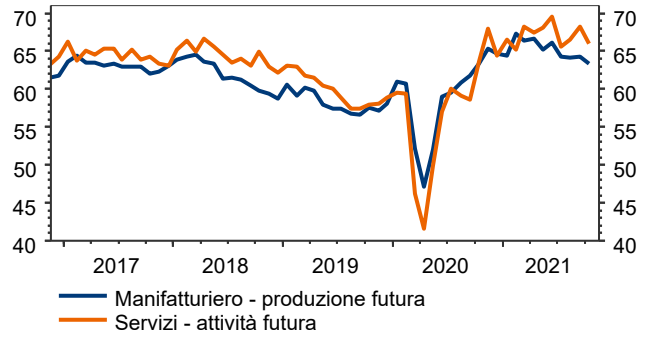
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



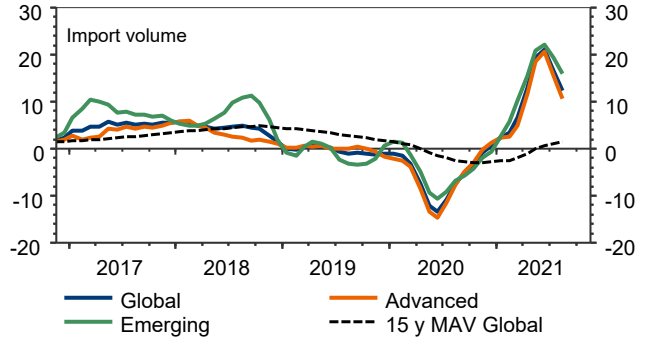
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



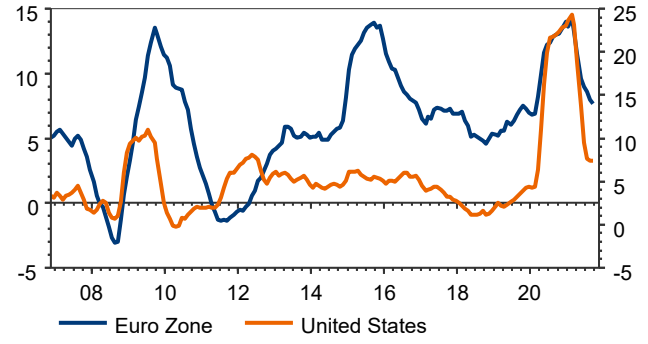
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



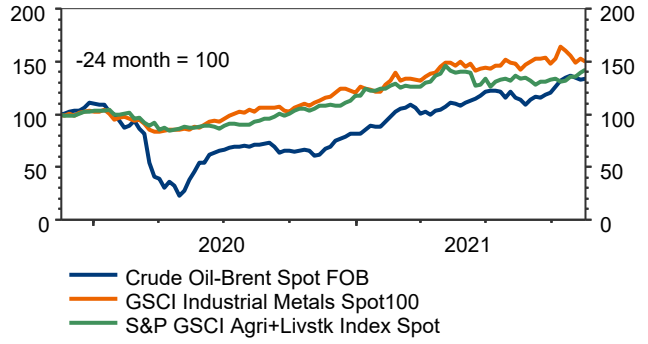
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

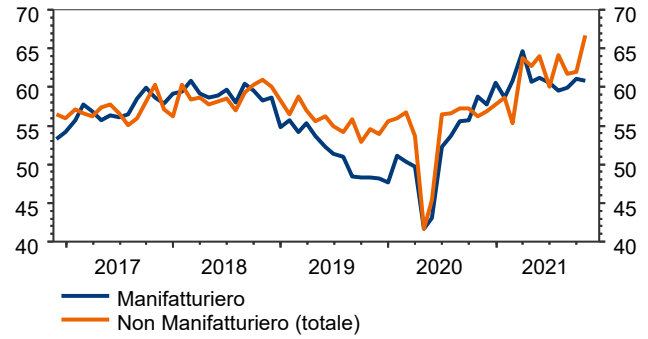
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

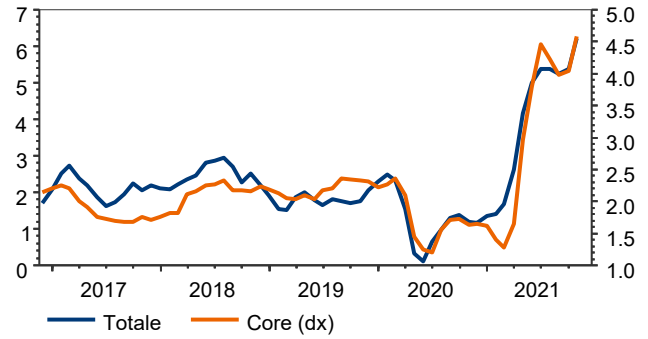
Stati Uniti

Indagini ISM



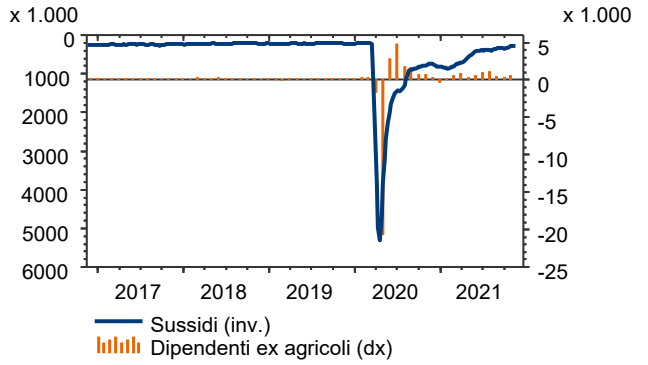
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



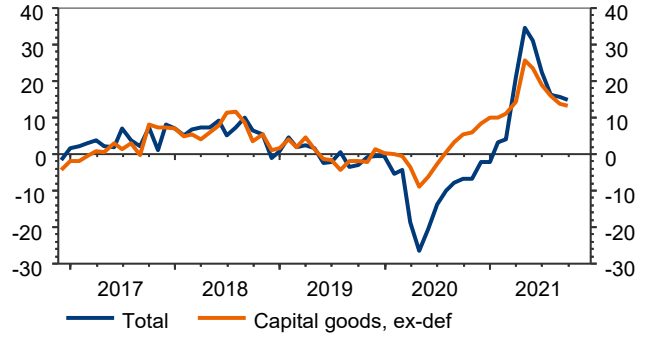
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

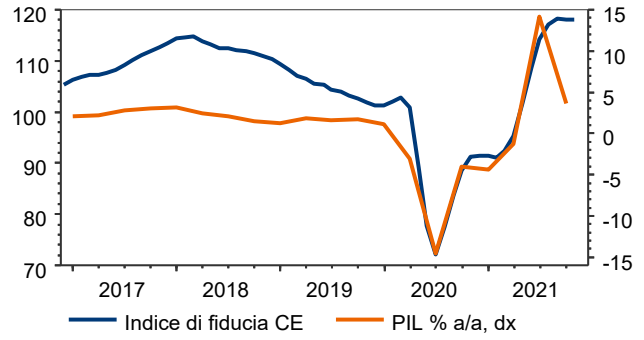
Previsioni

	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**	-3.6	-3.2								
Deficit Pubblico (% PIL)	**-15.6**	-12.2	-5.7								
Debito pubblico (% PIL)	**161.6**	153.9	148.7								
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**	5.5	3.8	**9.6**	**2.0**	**1.0**	**1.6**	**1.0**	0.8	1.0	1.0
Disoccupazione (%)	**8.1**	5.4	3.8	**8.8**	**6.8**	**6.2**	**5.9**	**5.1**	4.3	3.9	3.9

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

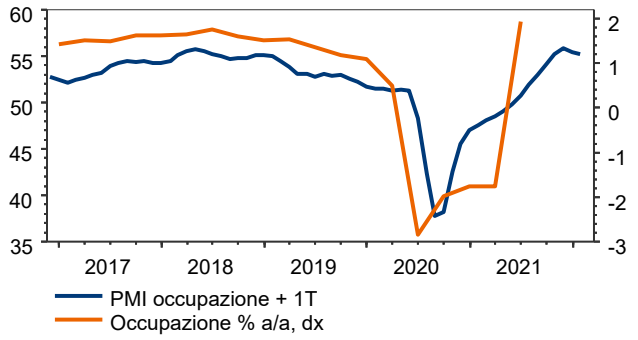
Area euro

PIL



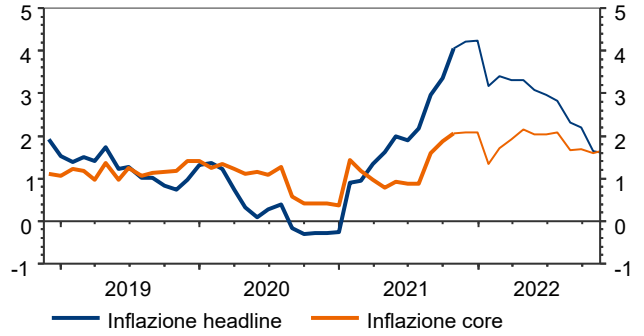
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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**	3.4
marzo	**0.7**	**1.3**	3.3
aprile	**0.3**	**1.6**	3.3
maggio	**0.1**	**2.0**	3.1
giugno	**0.3**	**1.9**	3.0
luglio	**0.4**	**2.2**	2.8
agosto	**-0.2**	**3.0**	2.3
settembre	**-0.3**	**3.4**	2.2
ottobre	**-0.3**	**4.1**	1.6
novembre	**-0.3**	4.2	1.6
dicembre	**-0.3**	4.2	1.6

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	4.3
- t/t				**12.6**	**-0.4**	**-0.3**	**2.1**	**2.2**	0.6	0.7	0.8
Consumi privati	**-8.0**	2.7	4.2	**14.5**	**-3.2**	**-2.3**	**3.4**	2.9	0.7	0.6	0.5
Investimenti fissi	**-7.3**	4.9	4.9	**13.9**	**2.7**	**0.0**	**1.1**	1.9	1.2	1.1	1.0
Consumi pubblici	**1.3**	3.6	1.8	**5.5**	**0.8**	**-0.5**	**1.2**	0.9	0.4	0.3	0.3
Esportazioni	**-9.4**	10.0	4.6	**16.4**	**4.2**	**1.1**	**2.7**	2.4	0.3	0.8	1.1
Importazioni	**-9.3**	7.1	4.3	**11.7**	**4.8**	**1.0**	**2.8**	1.1	0.6	0.9	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.5**	0.2	0.0	**-1.6**	**0.6**	**0.9**	**-0.2**	-0.6	0.0	0.1	0.2
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	3.3	3.1
Produzione industriale (a/a)	**-8.6**	7.5	2.3	**-6.8**	**-1.6**	**3.6**	**22.4**	**6.0**	0.7	0.4	1.5
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**	-0.55	-0.52	**-0.47**	**-0.52**	**-0.54**	**-0.54**	**-0.55**	-0.56	-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

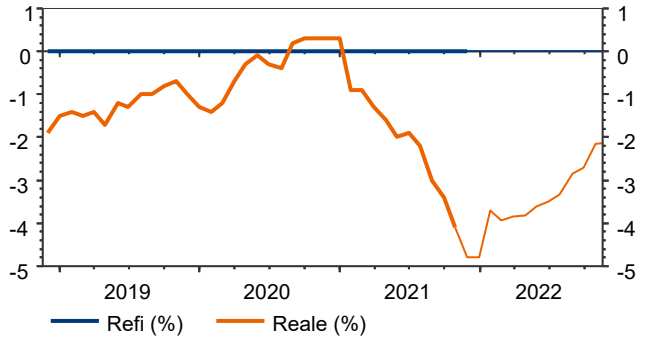
	mar	giu	set	18/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.56	-0.57	-0.56	**-0.56**	-0.56	-0.53	-0.53	-0.52
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	**-0.56**	-0.55	-0.53	-0.52	-0.51

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

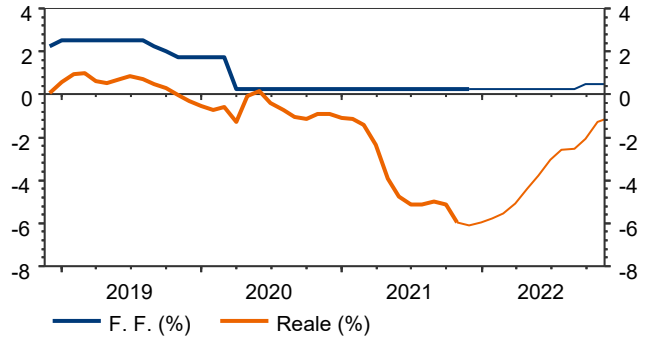
Stati Uniti

	mar	giu	set	18/11	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	**0.16**	0.15	0.15	0.17	0.27

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

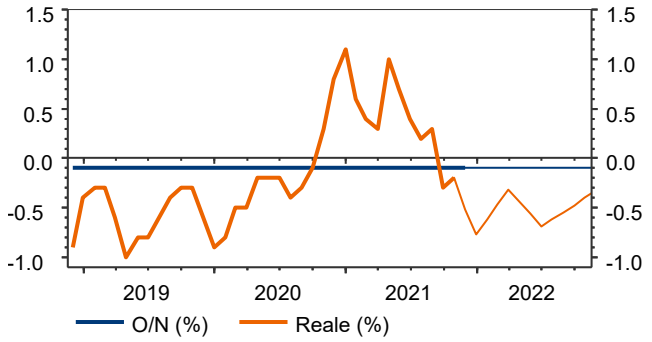
	mar	giu	set	18/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.08	-0.08	**-0.09**	-0.08	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

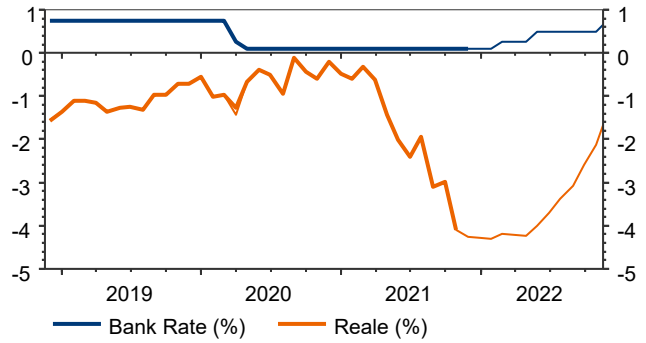
Regno Unito

	mar	giu	set	18/11	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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	19/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.18	1.22	1.17	1.17	**1.1292**	1.12	1.14	1.18	1.21	1.24
USD/JPY	108	104	109	110	114	**113.85**	114	115	116	117	118
GBP/USD	1.29	1.32	1.41	1.37	1.38	**1.3414**	1.33	1.37	1.40	1.46	1.50
EUR/CHF	1.10	1.08	1.10	1.07	1.07	**1.0451**	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
EUR/JPY	120	123	133	128	133	**128.57**	128	132	137	142	146
EUR/GBP	0.86	0.89	0.86	0.86	0.84	**0.8417**	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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)		
Macroeconomic Analysis		
Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research		
Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com
International Economics		
Economista - Asia ex Giappone		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com