

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro. Potenzialmente, la "quarta" ondata di COVID-19 potrebbe sottrarre sino a mezzo punto percentuale alla crescita del PIL Eurozona nel 2022 (nel range 3,5-4%).

Stati Uniti. L'evoluzione dei dati macroeconomici relativi a prezzi e salari rafforza la previsione di annuncio di **accelerazione del tapering alla riunione del FOMC di dicembre.**

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di novembre: saranno diffusi l'indice composito della Commissione europea e la seconda lettura delle indagini PMI. Sarà confermata la correzione dei principali indicatori, per effetto dei colli di bottiglia nel manifatturiero e della risalita dei contagi nei Paesi dell'Eurozona. La stima flash sui prezzi al consumo di novembre dovrebbe vedere una variazione annua in accelerazione rispetto al mese scorso sia nell'Eurozona che nei principali Paesi. In calendario ci sono anche i dati sul mercato del lavoro in Italia e nell'intera area di ottobre, oltre al tasso dei senza lavoro tedesco (dato di novembre). La seconda lettura del PIL italiano e francese per il 3° trimestre dovrebbe confermare la stima preliminare. Infine, in settimana verranno pubblicati anche i dati sui consumi relativi al mese di ottobre per Francia e l'intera Eurozona, nonché la produzione industriale francese.

Questa settimana negli **Stati Uniti** sono pubblicati i principali dati di attività di novembre. Il focus sarà sull'employment report, che dovrebbe confermare il trend positivo della dinamica occupazionale e il costante calo del tasso di disoccupazione, senza però segnalare una ripresa della crescita della forza lavoro. Gli indici ISM dovrebbero mantenersi in territorio espansivo, con indicazioni più favorevoli per il manifatturiero che per i servizi. La fiducia dei consumatori dovrebbe essere ancora in calo per i timori legati all'inflazione. La spesa in costruzioni di ottobre dovrebbe confermare una ripresa dopo la frenata di settembre causata dagli uragani.

26 novembre 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

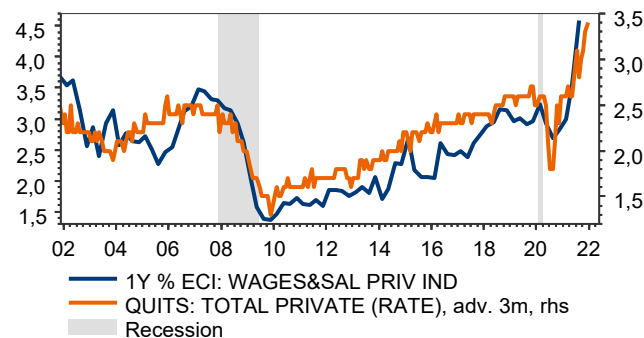
Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

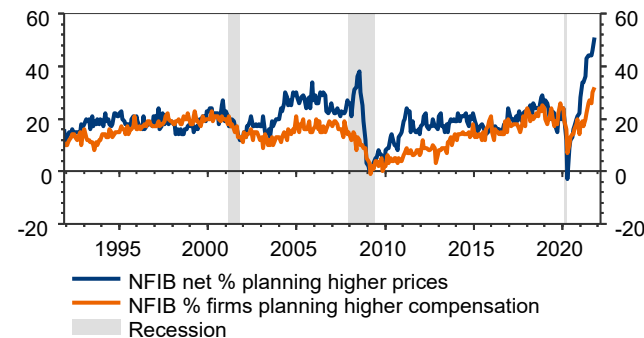
Andrea Volpi
Economista - Area euro

Stati Uniti – Dimissioni record segnalano crescente eccesso di domanda di lavoro, e i salari rispondono con una netta accelerazione



Fonte: Refinitiv-Datastream

Stati Uniti – Le decisioni su salari e prezzi vanno in tandem



Fonte: Refinitiv-Datastream

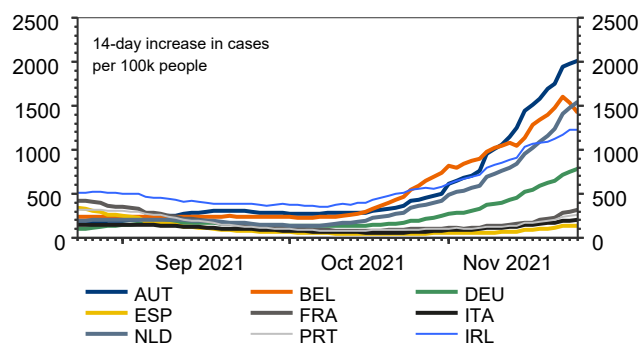
Il punto

Area euro. Potenzialmente, la “quarta” ondata di COVID-19 potrebbe sottrarre sino a mezzo punto percentuale alla crescita del PIL Eurozona nel 2022 (nel range 3,5-4%).

- Negli ultimi giorni, la risalita dei contagi da COVID-19 ha indotto diversi Paesi europei a nuove misure restrittive sulla mobilità:
 - L'**Austria** ha introdotto un *lockdown* su tutta la popolazione di almeno dieci giorni (con possibilità di estensione fino a venti) a partire da lunedì 22 novembre: è consentito uscire di casa solo per andare al lavoro (ma è incentivato lo *smart working*, ove possibile), per motivi di necessità e per svolgere attività fisica all'aperto, e sono state chiuse tutte le attività commerciali non essenziali; al termine del *lockdown* (il 13 dicembre al più tardi) si dovrebbe tornare ad un regime differenziato tra vaccinati e non vaccinati; inoltre, l'Austria è il primo Paese europeo a preannunciare l'introduzione dell'obbligo vaccinale a decorrere dal febbraio 2022;
 - in **Germania**, il Parlamento ha approvato nuove norme che prevedono l'accesso ai luoghi pubblici e di intrattenimento solamente a vaccinati e guariti (“2 G”) nelle aree con almeno tre pazienti ospedalizzati su 100 mila abitanti (le misure diventano più rigide nei casi di tasso di ospedalizzazione superiore a tale soglia); sono previste norme più restrittive a livello locale (ad esempio un *lockdown* di 3 settimane in alcune aree della Baviera);
 - la **Slovacchia** ha introdotto un confinamento della popolazione non vaccinata, che potrà uscire di casa soltanto per attività essenziali, e la chiusura della ristorazione nelle aree a massima classificazione di rischio; le nuove misure entrano in vigore a partire da oggi;
 - in **Italia**, il Governo ha dato il via libera al Green Pass “rafforzato”, che consente l'accesso a spettacoli, eventi sportivi e ristorazione al chiuso solo ai vaccinati, mentre il Green Pass “base” sarà richiesto per accedere ad alberghi e trasporti locali; prevista anche l'estensione della vaccinazione obbligatoria al personale scolastico e alle forze dell'ordine, mentre gli operatori sanitari dovranno sottoporsi alla terza dose; il decreto sarà in vigore dal 6 dicembre al 15 gennaio;
 - nuove misure dovrebbero essere annunciate oggi in **Olanda**.
- Nel complesso, nella maggior parte dei Paesi, **le nuove restrizioni non riguardano l'intera popolazione nazionale, e agiscono o su base locale o esclusivamente sulla popolazione non vaccinata. Pertanto, l'impatto economico dovrebbe essere ben più contenuto** rispetto anche solo a quello della “terza” ondata. Inoltre, la rinnovata emergenza dovrebbe indurre una accelerazione della campagna vaccinale, anche sul fronte della “terza dose”, che potrebbe avere effetti tangibili entro pochi mesi.
- In ogni caso, dato che c'è da attendersi un ulteriore giro di vite nelle prossime settimane, **i rischi, principalmente sulle attività economiche dei servizi, derivanti dalla “quarta ondata” di COVID-19 appaiono oggi potenzialmente più rilevanti di quelli legati ai colli di bottiglia dal lato dell'offerta** (che agiscono quasi esclusivamente sul settore industriale), che anzi hanno mostrato qualche segnale di parziale attenuazione nelle ultime settimane.
- Poiché la modulazione delle nuove misure restrittive è in corso, l'impatto economico risulta vieppiù di difficile quantificazione. In ogni caso, **il Paese più colpito dovrebbe essere l'Austria**, che, nell'ipotesi di una (probabile) estensione del *lockdown* fino a metà dicembre, potrebbe mostrare una contrazione del PIL vicina ai due punti percentuali nel trimestre corrente; tuttavia, alla luce del peso limitato dell'economia austriaca (poco più del 3% dell'insieme dell'Eurozona), l'impatto sul complesso dell'area euro risulterebbe modesto (non più di un decimo). **Gli effetti potenzialmente più rilevanti per l'Eurozona potrebbero venire dalla Germania, per la quale ci attendiamo ora una stagnazione dell'attività economica nel 4° trimestre dell'anno** (da una precedente stima a 0,4% t/t); tuttavia, i rischi sono al ribasso, e gli

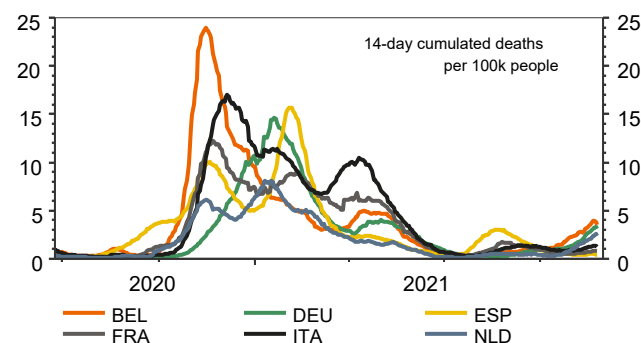
effetti negativi potrebbero estendersi anche al 1° trimestre del prossimo anno (con possibilità di un rimbalzo più accentuato successivamente). Nel complesso, **l'economia tedesca dovrebbe mantenere una accelerazione in media d'anno nel 2022, che però sarà meno accentuata di quanto atteso in precedenza** (a 4,1% da un precedente 4,4%, dopo un 2,7% atteso per quest'anno). **Per l'area euro nel suo complesso, sulla scia di una crescita più debole a cavallo d'anno, rivediamo al ribasso di due decimi la nostra stima sul PIL 2022, a 3,8% da un precedente 4% (dopo il 5% atteso per quest'anno).** Tuttavia, sembrano essere aumentati i rischi al ribasso: in caso di ulteriore stretta indotta dalla recrudescenza dei contagi, potenzialmente **la "quarta" ondata potrebbe sottrarre fino a mezzo punto alla crescita dell'Eurozona nel 2022.**

Fig. 1 - Nuovi casi di COVID-19 nei 9 principali Paesi dell'Eurozona



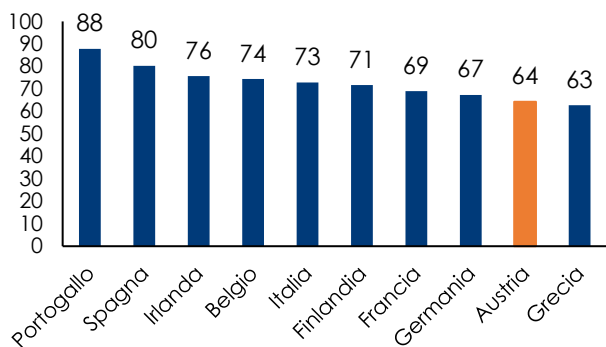
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 2 - Nuovi decessi da COVID-19 nei 6 principali Paesi dell'Eurozona



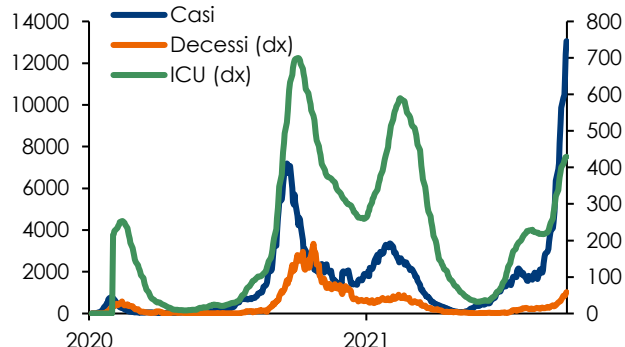
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 3 - Percentuale di popolazione vaccinata con doppia dose



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 4 - Situazione sanitaria in Austria



Nota: occupazione delle terapie intensive in livelli, nuovi casi e decessi indicati in media mobile a 7 giorni. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tab. 1 - Le misure anti-COVID nei principali Paesi dell'area euro

	Green Pass	Restrizioni
Germania	Nelle regioni con elevati tassi di ospedalizzazione una prova di vaccinazione/guarigione viene richiesta per accedere ad alcuni luoghi pubblici (le regole sono differenti nei vari Lander)	Lockdown di 3 settimane nei distretti più colpiti (al momento alcune aree in Baviera)
Francia	Vaccinazione/guarigione/test di negatività per accedere a ristoranti, eventi e trasporti pubblici a lunga percorrenza	-
Italia	Vaccinazione/guarigione/test di negatività per lavorare, accedere a ristoranti, eventi e trasporti pubblici a lunga percorrenza. Green pass "rafforzato" (prova di vaccinazione/guarigione per accedere a ristoranti ed eventi) dal 6/12 al 15/1	-
Spagna	Alcune regioni richiedono vaccinazione/guarigione/test di negatività per accedere ad alcuni luoghi pubblici	Alcune regioni hanno limiti di capienza per i locali
Olanda	Vaccinazione/guarigione/test di negatività per accedere a ristoranti ed eventi	Fino ad almeno il 4 dicembre chiusura anticipata per bar e ristoranti; eventi sportivi a porte chiuse
Belgio	Vaccinazione/guarigione/test di negatività per accedere ad alcuni luoghi ed eventi	Smart working 4 giorni a settimana
Portogallo	Vaccinazione/guarigione/test di negatività per accedere a club ed eventi	-
Grecia	Non vaccinati (anche se con prova di negatività) non possono accedere ai luoghi pubblici al chiuso	
Austria		Lockdown su tutta la popolazione di almeno 10 giorni (con possibilità di estensione fino a 20), con chiusura di tutte le attività commerciali non essenziali
Slovacchia		Lockdown per la popolazione non vaccinata, chiusura della ristorazione nelle aree a massima classificazione di rischio

Nota: aggiornamento al 25.11.2021. Fonte: Intesa Sanpaolo

Stati Uniti. L'evoluzione dei dati macroeconomici relativi a prezzi e salari rafforza la previsione di annuncio di **accelerazione del tapering alla riunione del FOMC di dicembre.**

■ I **verbali della riunione del FOMC di novembre**, come atteso, segnalano preoccupazioni crescenti per il sentiero dell'inflazione e danno supporto alla nostra previsione di un aumento del ritmo del tapering alla riunione di dicembre. A novembre, è stato deciso un ritmo di riduzione degli acquisti di 15 mld al mese, ma il dibattito è stato incentrato sui rischi di un'inflazione elevata più a lungo del previsto e sulle azioni appropriate da attuare in caso si materializzassero tali rischi. "In generale" i partecipanti giudicavano il rialzo dell'inflazione dovuto a fattori transitori, ma "molti" temevano che potesse diventare più persistente di quanto atteso, anche se "alcuni altri" ritenevano che il peggio fosse alle spalle. "Vari" partecipanti hanno segnalato che il Comitato dovrebbe essere pronto a **modificare il tapering e ad alzare i tassi prima del previsto** "se l'inflazione continuasse a essere superiore ai livelli coerenti con gli obiettivi del Comitato". "Un numero" di partecipanti concordava sulla necessità di essere cauti vista l'incertezza sull'evoluzione dei colli di bottiglia, ma "i partecipanti" (quindi il consenso) ritenevano che "il Comitato non esiterebbe ad agire come appropriato per fronteggiare pressioni inflazionistiche che ponessero rischi per gli obiettivi di più lungo termine su stabilità dei prezzi e occupazione".

■ Alla riunione di novembre, "alcuni" partecipanti hanno citato segnali di **forte pressione sul mercato del lavoro** (dimissioni, posti vacanti, aumenti salariali e rialzo dell'Employment Cost Index) e "diversi" partecipanti hanno rilevato la mancata ripresa del tasso di partecipazione. Per quanto riguarda l'**inflazione**, il consenso rimaneva a favore di una interpretazione del rialzo dell'inflazione causato "in gran parte" da fattori transitori, ma riteneva anche che "le pressioni inflazionistiche potrebbero richiedere più tempo per diminuire rispetto a quanto precedentemente atteso". Il consenso sottolineava che "aumenti dei prezzi energetici, tassi di aumento della crescita salariale nominale e costi degli affitti delle case sono state forze che hanno fatto aumentare l'inflazione". Inoltre, alcuni rilevavano anche la diffusione più estesa degli aumenti dei prezzi. Il Comitato concludeva che "i rischi per l'inflazione sono verso l'alto, inclusi quelli associati alla forte domanda di beni e a un mercato del lavoro sotto pressione". La preoccupazione per il **collegamento inflazione-mercato del lavoro** inizia a

emergere esplicitamente e a nostro avviso sarà la molla che potrebbe portare ad accelerare il tapering e, potenzialmente, anche ad anticipare i rialzi dei tassi.

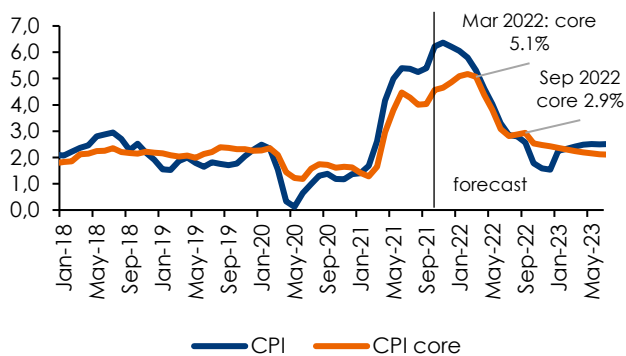
- Le informazioni a disposizione durante la riunione di novembre non includevano il solido *employment report* e il balzo del CPI di ottobre. Nelle ultime settimane, diversi partecipanti hanno espresso pubblicamente supporto a una nuova discussione sul ritmo del tapering, da aggiornare con i dati di occupazione e inflazione che usciranno a inizio dicembre. Anche Daly (San Francisco Fed), inizialmente contraria a modifiche al tapering, recentemente ha detto che potrebbe essere a favore di un'accelerazione del ritmo di riduzione degli acquisti. A nostro avviso, **il FOMC potrebbe portare la riduzione fra 20 e 30 mld al mese** in modo da concludere gli acquisti fra marzo e maggio e liberare la possibilità di una svolta dei tassi già alla fine del 2° trimestre. Saranno l'*employment report* in uscita il 3 dicembre e il CPI in pubblicazione il 10 dicembre a determinare quanto più rapido sarà il tapering, ma il ritmo di 15 mld ci pare ormai archiviato, visti i rischi su prezzi e mercato del lavoro.
- L'evoluzione dei dati macroeconomici dell'ultimo mese ha rafforzato, a nostro avviso, **l'urgenza per un'accelerazione del tapering alla prossima riunione del FOMC** di dicembre. Il flusso di informazioni è univocamente in linea con la persistenza delle pressioni inflazionistiche, l'estendersi dell'eccesso di domanda al mercato del lavoro oltre a quello dei beni e l'aumento dei rischi di una spirale salari-prezzi.
- L'accelerazione della **dinamica salariale** è diffusa a gran parte dei settori non più per motivi collegati alla pandemia, ma per la scarsità di manodopera, come testimoniato dalle indagini presso le imprese e da altra evidenza relativa alle dispute contrattuali. Un'**indagine della NY Fed** riporta che 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. Il Labor Department ha annunciato che da gennaio i lavoratori che operano con contratti del governo federale riceveranno un **salario minimo di 15 dollari all'ora, indicizzato all'inflazione**, dall'attuale salario minimo di 10,25 dollari. La nuova normativa riguarda circa 5 mln di individui, di cui approssimativamente 327 mila beneficeranno dell'aumento del salario minimo, mettendo pressioni verso l'alto su contratti privati in scadenza o in via di rinnovo.
- Per quanto riguarda l'**inflazione**, i rialzi dei prezzi si sono estesi e diffusi ulteriormente e non ci sono segnali di rientro in tempi brevi. L'accelerazione del comparto **abitazione**, collegata alla scarsità di case e agli aumenti record dei prezzi, si trasferisce in un forte aumento degli affitti che non dovrebbe rientrare prima di metà 2022, nella migliore delle ipotesi. La tensione sul mercato **auto** prosegue e gli indicatori anticipatori dei prezzi delle auto usate puntano a un trend ancora in forte rialzo almeno fino a fine anno. Per quanto riguarda il settore **energia**, il rialzo della benzina è proseguito e ha superato ampiamente le previsioni dell'Energy Information Administration per novembre, senza indicazioni di rallentamento. Anche le **tariffe aeree** daranno una spinta verso l'alto all'inflazione con l'apertura della stagione delle festività. I prezzi nella **ristorazione** sono in forte crescita, associata al rialzo dei salari nel comparto, per ora senza segnali di stabilizzazione.
- In conclusione, le informazioni in arrivo sul fronte macro rafforzano i rischi per l'inflazione. Gli ultimi **dati di rilievo prima della riunione del FOMC** di dicembre **saranno l'employment report (3/12) e il CPI (10/12) di novembre**. Le previsioni sono di aumento dell'occupazione superiore a 500 mila nuovi posti e di calo ulteriore del tasso di disoccupazione al 4,5%, con incrementi salariali ancora a 0,4% m/m. per il CPI, al momento l'aspettativa è di rialzo di 0,6% m/m (6,6% a/a) per l'indice headline e di 0,4% m/m (4,8% a/a) per quello core. L'inflazione misurata con il deflatore core dovrebbe salire a 4,5% a/a, mantenendo in stato di allerta il FOMC.

Tab. 1 – Segnali di allarme rosso da tutte le misure di inflazione

Measure of underlying inflation	2009-2019			
	Oct-20	Oct-21	Mean	Median
Core CPI	1.6	4.6	1.9	2
FRB Cleveland median CPI	2.4	3.1	2.2	2.3
FRB Cleveland 16% Trimmed mean CPI	2.2	4.1	1.9	1.9
Atlant Fed sticky CPI	2.0	3.2	2.1	2.1
Core PCE	1.4	4.1	1.6	1.5
Market- based Core PCE	1.3	3.8	1.4	1.4
FRB Dallas Trimmed -Mean PCE	1.9	2.6	1.7	1.8
FRB San Francisco Cyclical Core PCE	2.7	3.9	2.3	2.5
Cyclically Sensitive Inflation (Stock-Watson 2019)	1.9	3.9	1.5	1.5

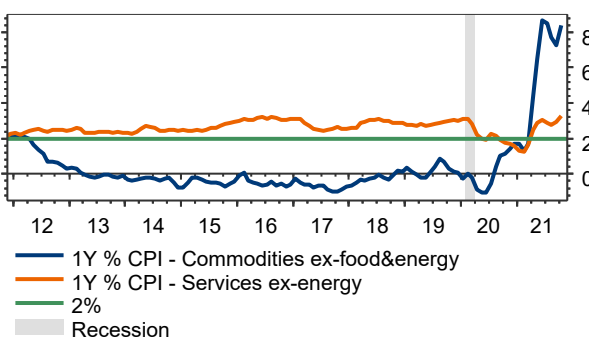
Legenda: verde: all'interno dell'intervallo obiettivo range (-/+0,25pp dall'obiettivo); azzurro: fra 0,25 e 0,50pp sotto dell'obiettivo; viola: più di 0,50pp sotto l'obiettivo; arancio: fra 0,25 e 0,50pp sopra l'obiettivo; rosso: più di 0,50pp sopra l'obiettivo. Fonte: Atlanta Fed

Fig. 1 – Anche con uno scenario relativamente ottimistico, l'aumento dell'inflazione core sarà persistente



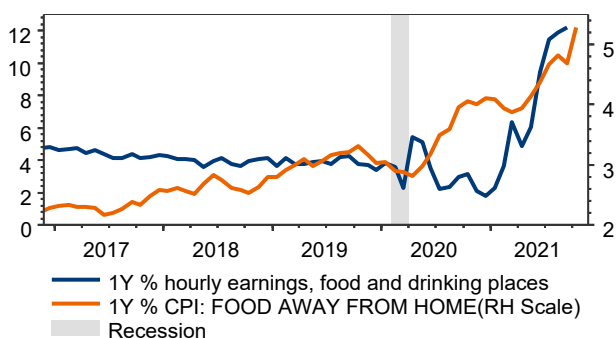
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Pressioni sui prezzi dei beni core record dal 1981, rischio di trasmissione ai servizi



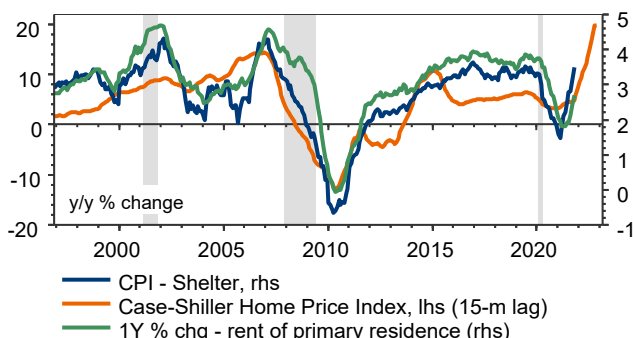
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 - Il collegamento salari-prezzi emerge nei servizi di ristorazione



Fonte: Refinitiv-Datastream

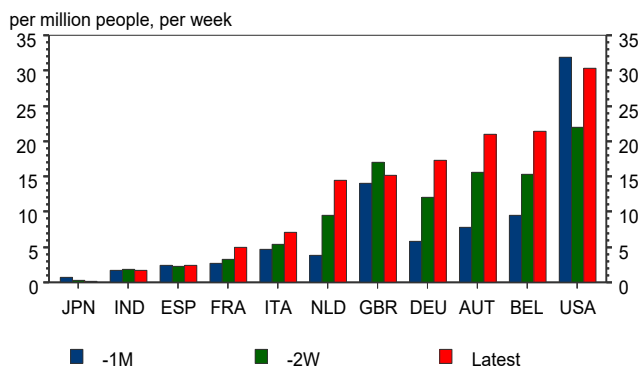
Fig. 4 – Casa, cara casa!



Fonte: Refinitiv-Datastream

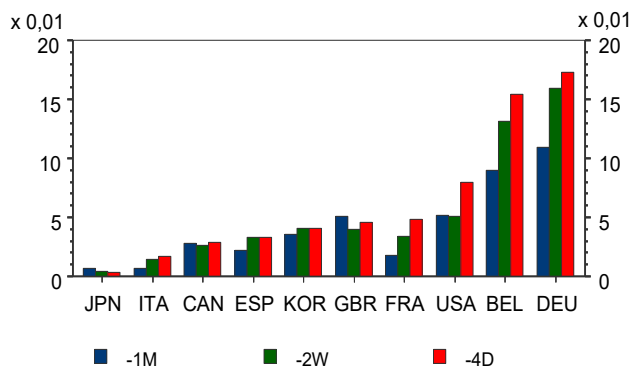
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



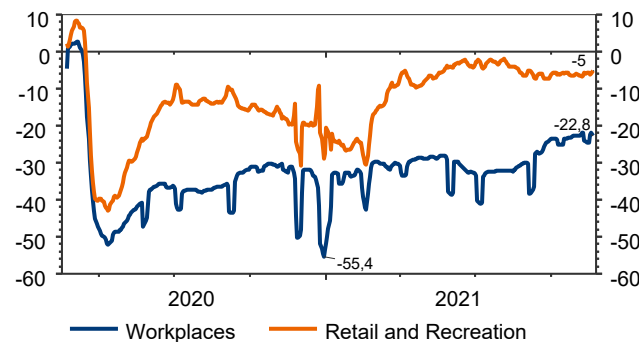
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



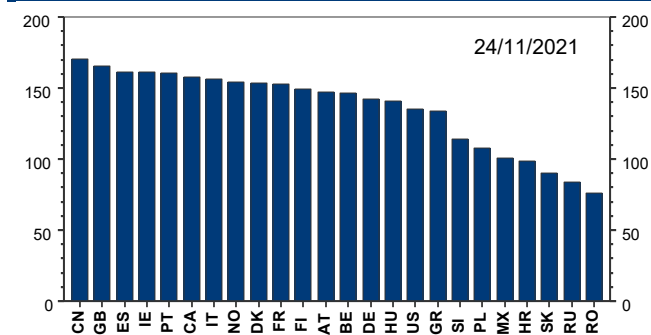
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



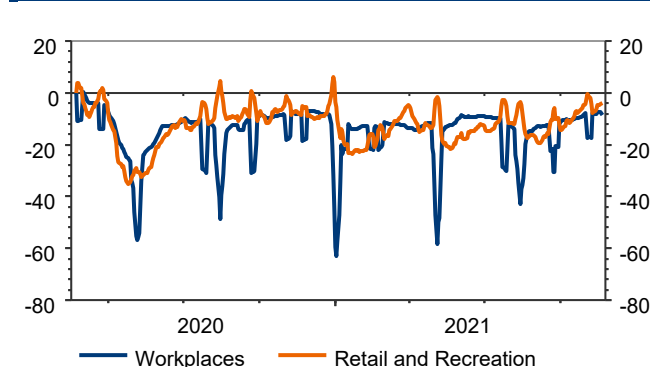
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di novembre: saranno diffusi l'indice composito della Commissione europea e la seconda lettura delle indagini PMI. Sarà confermata la correzione dei principali indicatori, per effetto dei colli di bottiglia nel manifatturiero e della risalita dei contagi nei Paesi dell'Eurozona. La stima flash sui prezzi al consumo di novembre dovrebbe vedere una variazione annua in accelerazione rispetto al mese scorso sia nell'Eurozona che nei principali Paesi. In calendario ci sono anche i dati sul mercato del lavoro in Italia e nell'intera area di ottobre, oltre al tasso di disoccupazione in Germania (dato di novembre). La seconda lettura del PIL italiano e francese per il 3° trimestre dovrebbe confermare la stima preliminare. Infine, in settimana verranno pubblicati anche i dati sui consumi relativi al mese di ottobre per Francia e l'intera Eurozona, nonché la produzione industriale francese.

Questa settimana negli **Stati Uniti** sono pubblicati i principali dati di attività di novembre. Il focus sarà sull'employment report, che dovrebbe confermare il trend positivo della dinamica occupazionale e il costante calo del tasso di disoccupazione, senza però segnalare una ripresa della crescita della forza lavoro. Gli indici ISM dovrebbero mantenersi in territorio espansivo, con indicazioni più favorevoli per il manifatturiero che per i servizi. La fiducia dei consumatori dovrebbe essere ancora in calo per i timori legati all'inflazione. La spesa in costruzioni di ottobre dovrebbe confermare una ripresa dopo la frenata di settembre causata dagli uragani.

Lunedì 29 novembre

Area euro

- **Area euro.** Le indagini della Commissione Europea dovrebbero riportare un minore ottimismo da parte delle imprese a novembre, mentre la stima finale del morale dei consumatori dovrebbe confermare la correzione a -6,8 già registrata dalla lettura preliminare. Prevediamo una flessione dell'indice composito **ESI** a 116,3 da 118,6 di ottobre penalizzato soprattutto dall'effetto del deterioramento della situazione sanitaria sui giudizi delle imprese operanti nei servizi (16,6 da 18,2) a fronte di un più contenuto calo per la fiducia manifatturiera (13,8 da 14,2).
- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe mostrare che a novembre i **prezzi al consumo** hanno registrato un calo di quattro decimi sull'indice domestico e di sei decimi sull'armonizzato UE. La tendenza annua è attesa salire al 5% sulla misura domestica e al 5,1% sull'armonizzata. Stimiamo un'inflazione media annua al 3,1% sia nel 2021, che nel 2022. I rischi su questo scenario previsivo sono verso l'alto.

Martedì 30 novembre

Area euro

- **Area euro.** La **stima flash** di novembre dovrebbe vedere l'**inflazione** posizionarsi su un nuovo massimo, a 4,3% a/a da 4,1% di ottobre. L'accelerazione sarebbe ancora guidata dai rialzi della componente energia (25% a/a), per via dei rincari di carburanti e gas, a cui si assocerebbe un indice core in crescita di un decimo, a 2,2% a/a. Sul mese, i listini sono attesi in calo di un decimo. Secondo le nostre previsioni, il trend a partire da dicembre dovrebbe diventare discendente; la media annua è stimata al 2,5% nel 2021 e al 2,6% nel 2022.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso crescere di un decimo in novembre, al 5,5%. Le indagini PMI hanno mostrato una correzione marginale dell'indice sull'occupazione; in aggiunta, la recrudescenza dei contagi potrebbe favorire un aumento del numero di inattivi. Ad ogni modo, continuiamo a ritenere che il ritorno ai livelli pre-crisi possa arrivare prima di quanto previsto, nel 3° trimestre del 2022.
- **Francia.** A novembre l'**inflazione** è attesa in calo dopo aver toccato il picco d'anno in ottobre: l'indice nazionale dovrebbe scendere a 2,5% da 2,7% precedente, mentre

l'armonizzato a 3% da 3,2% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero crescere di un decimo su entrambe le misure. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,6% sull'indice nazionale e 2% sull'armonizzato.

- **Francia.** La lettura finale del **PIL**, relativa al terzo trimestre, dovrebbe confermare la stima preliminare di +3%, consentendo all'economia transalpina di acquisire un +6,6% a/a, al netto di un quarto trimestre che, ragionevolmente, dovrebbe riportare un primo deciso rallentamento della crescita (+0,2% la nostra stima per il 4° trim.). I rischi di una possibile revisione sono orientati verso il basso, sulla scia della contrazione dei consumi privati registrata a settembre (-0,2% m/m) e della crescente percezione di inflazione, certificata dalle indagini Insee tra le famiglie, sia in agosto che a settembre.
- **Francia.** La **spesa per consumi**, nel mese di ottobre, dovrebbe riportare una contrazione di 0,3% m/m (dopo il -0,2% di settembre), sulla base di una crescente percezione di inflazione e un possibile cambio di abitudini, connesso alla diffusione della pandemia (tra le principali economie, la Francia è il Paese europeo con il più alto tasso di nuovi casi, dopo la Germania). Per i mesi conclusivi del 2021, ci attendiamo una sostanziale stabilità nei livelli di spesa privata, con rischi verso il basso.
- **Italia.** La **seconda lettura del PIL** relativa al 3° trimestre dovrebbe confermare la stima preliminare, con un incremento di 2,6% t/t (molto vicino a quello dei tre mesi precedenti). Il dettaglio per componenti di spesa è atteso mostrare che, come in primavera, anche in estate il balzo dell'attività economica è stato trainato dai servizi dal lato dell'offerta e dai consumi dal lato della domanda. Nel trimestre corrente, è atteso un significativo rallentamento su base congiunturale, ad almeno 0,5% t/t, ma i rischi appaiono al momento al ribasso.
- **Italia.** In novembre l'**inflazione** è attesa salire di un decimo sia sull'indice nazionale, a 3,1%, che sull'armonizzato, a 3,3%. Nel mese, i prezzi sono visti stagnare sul NIC e in crescita di un decimo sulla misura armonizzata. Una graduale moderazione della dinamica inflattiva è attesa solo, nella migliore delle ipotesi, a partire da gennaio.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a novembre è prevista in calo a 110 da 113,8 di ottobre, in linea con le indicazioni delle altre indagini di novembre, che mostrano un calo dell'ottimismo delle famiglie spinto dai timori per l'inflazione in rialzo. L'indebolimento della fiducia, tuttavia, per ora non si è traslato sulle decisioni di consumo. La spesa delle famiglie è prevista in riaccelerazione nel 4° trimestre, dopo il rallentamento estivo dovuto principalmente alla scarsità di auto in vendita.

Mercoledì 1 dicembre

Area euro

- **Area euro.** Le letture finali degli indici **PMI manifatturieri** di novembre dovrebbero confermare il lieve miglioramento a 58,6 da 58,3 registrato dalle stime flash. In **Italia**, la prima stima del PMI manifatturiero potrebbe mostrare un lieve rallentamento su livelli molto elevati, a 60,5 da 61,1 di ottobre.

Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non-agricoli privati** a novembre è vista dal consenso a 480 mila, dopo 571 mila di ottobre.
- La **spesa in costruzioni** a ottobre dovrebbe rimbalzare con una variazione di 0,4% m/m, dopo il calo di -0,5% m/m di settembre, legato agli effetti degli uragani, e diffuso sia alla componente residenziale sia a quella non residenziale. Il trend dell'edilizia privata dovrebbe mantenersi moderatamente verso l'alto nei prossimi trimestri.

- L'**ISM manifatturiero** a novembre è atteso in rialzo a 61 da 60,8 di ottobre. L'ISM dovrebbe confermare le indicazioni delle altre indagini, ormai regolarmente positive per quanto riguarda i segnali della domanda, sempre solida, ma preoccupanti sul fronte della dinamica dei prezzi, in costante accelerazione, e delle strozzature all'offerta ancora rilevanti. Le imprese dovrebbero anche riportare difficoltà a reperire manodopera in tutti i settori.

Giovedì 2 dicembre

Area euro

- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** potrebbe essere calato di un decimo, al 7,3%, ad ottobre. Sia le indagini congiunturali che i dati nazionali già disponibili suggeriscono infatti che i progressi occupazionali non si sono interrotti nel mese in esame. Tra novembre e dicembre la possibile reintroduzione di restrizioni in alcuni paesi potrebbe frenare temporaneamente le assunzioni nei settori più esposti al rischio sanitario.
- **Italia.** Il **tasso di disoccupazione** è atteso in calo al 9,1% a ottobre. Potrebbe proseguire la crescita degli occupati già registrata a settembre, che in questa fase appare più vivace rispetto alle forze di lavoro. Le indagini di fiducia non mostrano, almeno per ora, una inversione del trend espansivo per l'occupazione.

Venerdì 3 dicembre

Area euro

- **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI dei servizi** di novembre potrebbero subire una revisione verso il basso a 56,4 dopo l'inatteso rialzo di due punti a 56,6 registrato dalla lettura preliminare, per via del recente deterioramento della situazione sanitaria che sta spingendo alcuni governi a reintrodurre qualche forma di confinamento e che non era stato pienamente rilevato dalle stime flash. La limatura più ampia potrebbe riguardare la Germania (53,0 da 53,4), mentre la lettura francese non dovrebbe subire correzioni rilevanti grazie a una situazione sanitaria relativamente più favorevole. Una più ampia flessione dovrebbe comunque emergere a dicembre. In **Italia** l'indice PMI dei servizi è atteso a 51,5 da 52,4 precedente.
- **Area euro.** Vediamo un rimbalzo di +0,2% m/m per le **vendite al dettaglio** nel mese di ottobre dopo la correzione di -0,3% m/m registrata nel mese precedente. La crescita dei prezzi energetici sembrerebbe rappresentare un significativo elemento di incertezza che potrebbe frenare le spese tra l'autunno e l'inverno.
- **Francia.** A ottobre, la **produzione industriale** dovrebbe risultare invariata, rispetto ai livelli di output espressi a settembre (-1,3% m/m), in considerazione di uno scenario poco variato dal punto di vista dei colli di bottiglia all'offerta e difficoltà nel reperire manodopera. In questo senso, proprio in virtù dei primi segnali di miglioramento che arrivano da mercato e imprese, ci attendiamo un parziale recupero della produzione, già nei mesi finali dell'anno.

Stati Uniti

- L'**employment report** di novembre dovrebbe essere positivo, con un aumento solido degli occupati e un ulteriore calo della disoccupazione, ma senza una svolta significativa sul fronte della forza lavoro. Gli **occupati non-agricoli** sono previsti in rialzo di 540 mila, dopo 531 mila di ottobre. Le indagini presso le imprese continuano a riportare forte domanda di lavoro e significativi vincoli dal lato dell'offerta, che sembra non abbia registrato incrementi di rilievo nell'ultimo mese. Pertanto, la crescita occupazionale dovrebbe essere circa in linea con quella del mese precedente e includere una normalizzazione per il settore pubblico, recentemente influenzato da problemi di stagionalizzazione. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe calare a 4,5% (con rischi verso il basso), da 4,6% di ottobre, con il tasso di partecipazione in marginale aumento a 61,65%, da 61,6% di ottobre. I **salari orari** dovrebbero proseguire sul rapido trend verso l'alto con una variazione di 0,4% m/m, come ad ottobre. I dati dovrebbero confermare che il mercato del lavoro rimane sotto pressione per via di una

domanda molto forte frenata da un'offerta circa stabile da un anno, con una persistente accelerazione della crescita salariale annua.

- L'**ISM non-manifatturiero** a novembre dovrebbe avere registrato una correzione a 65,6 da 66,7, con persistenti segnali di crescita diffusa. Gli indici di mobilità e gli indicatori di attività nella ristorazione sono stabili o su un trend marginalmente positivo, mentre i dati relativi ai viaggi e al tasso di occupazione delle camere di albergo restano in ripresa. L'indagine dovrebbe confermare le crescenti pressioni verso l'alto sui prezzi e gli effetti restrittivi della difficoltà a reperire manodopera.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (29 novembre – 3 dicembre) ... continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	29/11	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		ott	-0.5 (-0.6)	%	1.1	
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		nov	5.4	%		
		10:00	ITA	PPI a/a		ott	13.3	%		
		10:00	ITA	PPI m/m		ott	1.6	%		
		10:30	GB	Credito al consumo		ott	0.231	Mld £		
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	nov	118.6		117.5	116.3
		11:00	EUR	Fiducia servizi		nov	18.2			16.6
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		nov	prel -6.8		-6.8	-6.8
		11:00	EUR	Fiducia industria		nov	14.2			13.8
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	nov	4.6	%	5.3	5.1
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	nov	0.5	%		-0.6
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	nov	4.5	%	5.0	5.0
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	nov	0.5	%		-0.4
		Mar	30/11	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		ott	2.8	%
00:30	GIA			Job to applicant ratio		ott	1.2		1.2	
00:50	GIA			Produzione industriale m/m prelim		ott	-5.4	%	1.8	
02:00	CN			PMI non manifatturiero - NBS		nov	52.4			
02:00	CN			PMI manifatturiero - NBS	*	nov	49.2		49.6	
02:00	CN			PMI composito - Caixin		nov	50.8			
08:45	FRA			PIL t/t finale	*	T3	prel 3.0	%	3.0	3.0
08:45	FRA			Spese per consumi m/m	**	ott	-0.2	%		-0.3
08:45	FRA			IPCA a/a prelim	*	nov	3.2	%		3.0
09:00	ITA			PIL a/a finale		T3	prel 3.9	%	3.8	3.9
09:00	ITA			PIL t/t finale	*	T3	prel 2.6	%	2.6	2.6
09:55	GER			Variazione n° disoccupati	*	nov	-39.0	x1000	-25.0	
09:55	GER			Tasso di disoccupazione		nov	5.4	%	5.3	5.5
11:00	BEL			PIL t/t finale		T3	prel 1.8	%		
11:00	ITA			Prezzi al consumo a/a prelim	*	nov	3.0	%		3.1
11:00	ITA			Prezzi al consumo m/m prelim	**	nov	0.7	%		0.0
11:00	ITA			IPCA a/a prelim	*	nov	3.2	%		3.3
11:00	ITA			IPCA m/m prelim	**	nov	0.9	%		0.1
11:00	EUR			CPI a/a stima flash	**	nov	4.1	%	4.4	4.3
11:00	EUR			CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	nov	2.1	%	2.3	2.2
15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		set	19.7	%				
15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		set	1.0	%				
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	nov	68.4		68.4			
16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	nov	113.8		110.7	110.0		
Mer	1/12	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 54.2			
		02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	nov	50.6		50.5	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	-2.5	%	0.9	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		ott	-0.9	%		
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	nov	61.1		61.2	60.5
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 54.6		54.5	54.6
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 57.6		57.6	57.6
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 58.6		58.6	58.6
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	nov	58.2			
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		nov	571	x1000	480	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		nov	59.1			
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		ott	-0.5	%	0.6	0.4
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	nov	60.8		61.0	61.0

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 dei dati macroeconomici (29 novembre – 3 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Gio 2/12	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		nov	39.2		
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	ott	9.2	%	9.1
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	ott	7.4	%	7.3
	11:00	EUR	PPI a/a		ott	16.0	%	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	199	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.049	Mln	
Ven 3/12	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	nov	53.8		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ott	-1.3	%	0.0
	09:45	ITA	PMI servizi	*	nov	52.4		53.0
	09:50	FRA	PMI servizi finale		nov	prel 58.2		58.0
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	nov	prel 53.4		53.4
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	nov	prel 55.8		55.8
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	nov	prel 56.6		56.5
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	nov	58.6		58.4
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ott	-0.3	%	0.1
	14:30	USA	Salari orari m/m		nov	0.4	%	0.4
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	nov	4.6	%	4.5
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	nov	531	x1000	563
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		nov	56.5		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		nov	57.0		
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ott	0.2	%	0.5
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ott	prel -0.5	%	
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ott	prel 0.5	%	
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	nov	66.7		65.2

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 (28 novembre – 3 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Dom 28/11	11:40	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
Lun 29/11	09:30	GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
	10:30	POR	Discorso di Centeno (BCE)
	21:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
	21:05	USA	* Discorso di Powell (Fed)
	21:15	USA	Discorso di Hassan (Fed)
	23:05	USA	Discorso di Bowman (Fed)
Mar 30/11	10:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	14:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
	16:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) e Yellen (Tesoro) di fronte al Senato
	16:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
	19:00	USA	Discorso di Clarida (Fed)
Mer 1/12	02:30	GIA	Discorso di Adachi (BoJ)
	11:00	EUR	L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
	15:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
	16:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) e Yellen (Tesoro) di fronte alla Camera
	20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
	20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio 2/12	02:30	GIA	Discorso di Suzuki (BoJ)
	10:00	ITA	* L'Istat diffonde le "Prospettive per l'economia italiana, anni 2021-2022"
	14:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	17:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)
	17:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	17:30	USA	Discorso di Daly (Fed)
Ven 3/12	15:15	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		ITA	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		GER	DBRS si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite di case esistenti (mln ann.)	ott	6.29	Mln	6.20	6.34
Richieste di sussidio	settim	270 (268)	x1000	260	199
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.109 (2.080)	Mln	2.033	2.049
Deflatore consumi core t/t prelim	T3	4.5	%	4.5	4.5
PIL t/t ann. prelim	T3	2.0	%	2.2	2.1
PIL, deflatore t/t ann. prelim.	T3	5.7	%	5.7	5.9
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ott	-0.4 (-0.3)	%	0.2	-0.5
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ott	0.7 (0.5)	%	0.5	0.5
Bilancia commerciale prelim	ott	-97.03	Mld \$		-82.89
Vendite di nuove case (mln ann.)	ott	0.742 (0.800)	Mln	0.800	0.745
Deflatore consumi (core) a/a	ott	3.7 (3.6)	%	4.1	4.1
Deflatore consumi a/a	ott	4.4	%		5.0
Spesa per consumi (nominale) m/m	ott	0.6	%	1.0	1.3
Redditi delle famiglie m/m	ott	-1.0	%	0.2	0.5
Deflatore consumi (core) m/m	ott	0.2	%	0.4	0.4
Fiducia famiglie (Michigan) finale	nov	66.8		66.9	67.4

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

La **spesa personale** ha superato la previsione di solida riaccelerazione dei consumi, con un rialzo di 1,3% m/m, spinta sia dai beni (2,2% m/m) sia dai servizi (0,9% m/m). Il **reddito personale** ha sorpreso verso l'alto con una variazione di 0,5% m/m, grazie all'aumento di 0,8% m/m delle retribuzioni. Il **tasso di risparmio** rimane elevato a 7,3%, ma è in netto calo rispetto al 9,6% del 3° trimestre. Il **deflatore** è in rialzo di 0,6% m/m (5% a/a), con l'indice **core** in aumento di 0,4% m/m (4,1% a/a): il picco dell'inflazione non è ancora stato raggiunto e il FOMC dovrà rivedere significativamente verso l'alto la previsione per fine 2021 (ora a 3,7% a/a) e per il 2022.

Gli **ordini di beni durevoli** hanno deluso, con una contrazione di -0,5% m/m, attribuibile però alla componente volatile dell'aeronautica civile: al netto dei trasporti gli ordini sono aumentati di 0,5% m/m. Anche le consegne di beni capitali sono in solido rialzo, ma una parte consistente della variazione è dovuta alla componente prezzi.

Un segnale importante per la crescita è venuto dalla **bilancia commerciale dei beni** di ottobre, che ha registrato un netto rimbalzo delle esportazioni (10,7% m/m), una variazione modesta delle importazioni (0,5% m/m), e una netta chiusura del deficit a ottobre, con un segnale di probabile **ampio contributo positivo del canale estero al PIL** del 4° trimestre.

Il **PIL del 3° trimestre** è stato rivisto marginalmente verso l'alto, con una variazione di 2,1% t/t ann., da 2%, dovuta a maggiori consumi.

Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** sono scese più delle attese, calando a 199 mila il 20 novembre, sui minimi da novembre 1969, probabilmente a causa di problemi di destagionalizzazione a ridosso di Thanksgiving.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a novembre (finale) è scesa ancora, toccando a 67,4 il minimo da 10 anni, per via delle preoccupazioni relative agli effetti dell'inflazione sulle finanze personali e sull'economia. Le **aspettative di inflazione** a 1 anno sono salite a 4,9% e quelle a 5 anni a 3%.

I **PMI Markit** flash di novembre hanno mostrato una stabilizzazione su livelli elevati per il **manifatturiero**, a 59,1 da 59,2, con produzione in rialzo, ordini circa stabili, una modesta flessione dell'occupazione, e indici di prezzo marginalmente inferiori al mese precedente, ma sempre vicini ai massimi storici. Per i **servizi**, si rileva una correzione a 57 da 59, stabilità dell'occupazione e segnali di continua accelerazione dei prezzi pagati e ricevuti.

Le **vendite di case esistenti** a ottobre sono aumentate a 6,34 mln, contro aspettative di consenso per un calo, con prezzi ancora in rialzo solido (13,1% a/a) e scorte estremamente limitate (equivalenti a 2,4 mesi di vendite). Il mercato immobiliare è di nuovo in fase di boom, con il tempo medio di un immobile sul mercato pari a una settimana.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Nomura/JMMA Manufacturing PMI prel	Nov	53,2		54,2

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

Il **PMI manifatturiero flash** di novembre segna un'accelerazione della crescita, salendo a 54,2 da 53,2 e confermando il trend di miglioramento dell'attività con rialzo degli ordini sia domestici sia dall'estero, e della produzione. Gli indici di prezzo continuano a salire, toccando massimi storici.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	nov	4.0		+4.2
EUR	Fiducia consumatori flash	nov	-4.8	-5.5	-6.8
EUR	M3 dest. a/a	ott	7.4	% 7.4	7.7
FRA	Fiducia consumatori	nov	99	98	99
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T3	10.0	(2.5)	% 2.5
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T3	2.0	(1.8)	% 1.7
GER	Fiducia consumatori	dic	1.0	(0.9)	-0.5
GER	Prezzi import a/a	ott	17.7	% 19.6	+21.7
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	ott	1.67	Mld €	3.59
ITA	Indice di fiducia delle imprese	nov	115.1	(114.9)	114.0

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

Area euro. L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di novembre è calato più delle attese (anche rispetto alle nostre previsioni meno ottimistiche del consenso), a -6,8 da -4,8 precedente, ritornando al di sotto dei livelli pre-COVID per la prima volta dallo scorso aprile. L'indagine dovrebbe aver risentito del rincaro dei prezzi al consumo e della risalita dei contagi. Dopo il robusto dato estivo, vediamo una decelerazione della crescita dei consumi privati sotto il punto percentuale su base congiunturale nel 4° trimestre; i rischi sono rivolti prevalentemente verso il basso.

Gli indici **PMI** di novembre hanno registrato un inatteso rialzo diffuso alla manifattura (58,6 da 58,3) e, in maggior misura, ai servizi (56,6 da 54,6), permettendo all'indice composito di tornare a crescere (a 55,8 da 54,2) dopo tre flessioni consecutive. È comunque probabile che le indagini non abbiano ancora completamente risentito dei recenti sviluppi sanitari che dovrebbero emergere con maggior forza solo a partire dalle prossime rilevazioni. In sintesi, la sorpresa positiva dei PMI di novembre non modifica le nostre previsioni di rallentamento della ripresa nel 4° trimestre (abbiamo recentemente rivisto al ribasso di due decimi le nostre stime a 0,3% t/t).

Germania. L'indice di fiducia IFO in novembre è calato per il quinto mese consecutivo, a 96,5 da un precedente 97,7. Sono peggiorate ulteriormente le attese per i prossimi mesi, a 94,2 da 95,4, e la valutazione sulla situazione corrente è calata a 99 da 100,2. L'indagine, in ogni caso, non sembra aver incorporato pienamente il peggioramento del quadro sanitario. La presenza di colli di bottiglia dal lato dell'offerta, il forte aumento dell'inflazione e l'attuale risalita dei contagi da COVID-19 **allungano i tempi di recupero del PIL dai livelli pre-pandemici, che era atteso in questo trimestre e che potrebbe essere rimandato di 3-6 mesi**. Lo spaccato settoriale mostra un **calo del clima di fiducia diffuso a tutti i comparti**. A novembre anche le costruzioni hanno segnato una battuta d'arresto (a 12 da 12,8 di ottobre), dopo sei mesi di continui incrementi. **La flessione più marcata, contrariamente a quanto emerso dalle indagini PMI, si è avuta nei servizi**, il settore maggiormente sensibile al peggioramento della situazione pandemica, dove la fiducia è crollata a 11,5 da 16,6.

La **seconda lettura** ha rivisto al ribasso di un decimo il **PIL** del 3° trimestre a 1,7% t/t (2,5% a/a); il dato rimane dell'1,1% più basso rispetto ai livelli pre-pandemici. Lo spaccato ha mostrato un contributo positivo della domanda interna (+2,2pp) a fronte di un apporto marginalmente

negativo del canale estero (-0,2pp). Destatis ha inoltre rivisto al rialzo di due decimi il dato del trimestre primaverile, a 2% t/t. Un rallentamento della crescita tedesca nel trimestre corrente (poco sotto il mezzo punto percentuale su base congiunturale) era già incorporato nel nostro scenario, tuttavia il probabile inasprimento delle restrizioni anti-COVID segnala uno scenario di **possibile stagnazione (con rischi al ribasso) a fine anno**; i rischi potrebbero estendersi anche al 1° trimestre del prossimo anno, con possibilità di un rimbalzo più accentuato successivamente. Nel complesso, **l'economia dovrebbe mantenere una accelerazione in media d'anno nel 2022, che però sarà meno accentuata di quanto atteso in precedenza** (in area 4% da un precedente 4,4%, dopo un 2,7% atteso per quest'anno).

Francia. In novembre, l'**indice di fiducia dei consumatori** diffuso da Insee, ha riportato valori stabili a 99 (era atteso un moderato calo), al di sotto della media di lungo periodo. Lo spaccato dell'indagine, evidenzia un netto miglioramento delle future capacità di risparmio (+10), a fronte di una stabilità di quelle correnti. Diminuiscono ulteriormente i timori di disoccupazione (-6 punti, sui minimi di periodo), e migliora (+4) la percezione degli standard di vita nei 12 mesi passati; in calo di 1 punto, invece, quella riferita ai prossimi 12. Infine, è da evidenziare la netta accelerazione della percezione di inflazione, riferita ai 12 mesi precedenti (+9), contrapposta al diffuso cambio di opinioni, tra le famiglie, rispetto all'andamento futuro dei prezzi (-30).

Italia. La **fiducia delle famiglie** è scesa a 117,5 (meno delle attese di consenso ma in linea con le nostre previsioni) da 118,4 precedente e ancora vicina al massimo storico raggiunto a settembre. Tra le componenti dell'indagine la correzione più ampia riguarda le aspettative e la valutazione del clima economico. Sono invece calate per il quarto mese consecutivo le preoccupazioni circa la disoccupazione a fronte però di un minore ottimismo relativo ai bilanci famigliari, probabilmente a causa del rincaro dei prezzi al consumo. Riteniamo che in questa fase i timori per l'inflazione abbiano sostituito quelli relativi alla disoccupazione come principale fattore d'incertezza per i consumatori.

Dopo il significativo rimbalzo registrato ad ottobre, invece, **l'indice composito di fiducia delle imprese** è rimasto sostanzialmente stabile a novembre: 115,0 da 115,1. Lo spaccato settoriale riporta un miglioramento del morale nella manifattura (116 da 115,1, contro attese di calo) che si porta sui massimi da oltre 20 anni e nel commercio (106,8 da 105,4), mentre corregge la fiducia nei servizi (111,3 da 112,1) e nelle costruzioni (157,9 da 159,2). Nonostante il calo di novembre, le costruzioni rimangono il settore che continua a mostrare il maggior dinamismo. Nel settore manifatturiero le indicazioni relative agli ordini (10,1 da 9,2) sono coerenti con condizioni di domanda ancora solide, mentre sono migliorate, per il secondo mese consecutivo, le aspettative sulla produzione (19,8 da 16,8). La correzione del morale registrata nei servizi, comunque ancora su livelli superiori alla media storica, è probabilmente fisiologica sull'onda della normalizzazione dell'attività e del progressivo venir meno della spinta offerta dalle riaperture estive e non risente ancora delle preoccupazioni per la risalita dei contagi (a livello settoriale, infatti, sono i settori meno esposti al rischio sanitario a registrare un minore ottimismo). I più recenti sviluppi sul fronte sanitario come la recrudescenza della pandemia, nuove restrizioni in alcuni paesi e il timore per nuove varianti potrebbero infatti emergere con più forza solo a partire dall'indagine di dicembre con una possibile, più marcata correzione, della fiducia nei settori più esposti al rischio sanitario (come turismo e commercio al dettaglio). Dopo la robusta espansione di 2,6% t/t registrata durante il trimestre estivo, **prevediamo un rallentamento della crescita del PIL nell'intorno 0-0,5% t/t nel 4° trimestre**. Con la risalita dei contagi e la crescita dei prezzi energetici **i rischi appaiono rivolti prevalentemente verso il basso**.

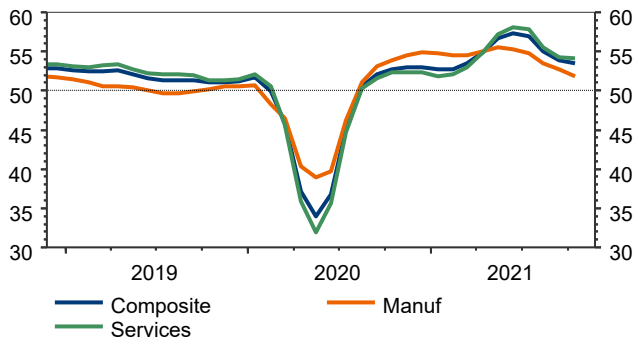
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	nov	3.85	%	3.85
Tasso prime rate a 5 anni	nov	4.65	%	4.65

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

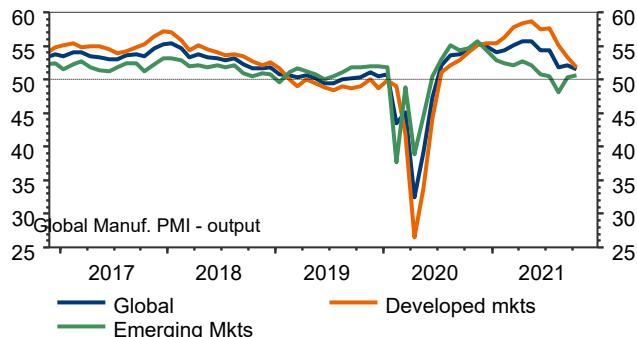
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



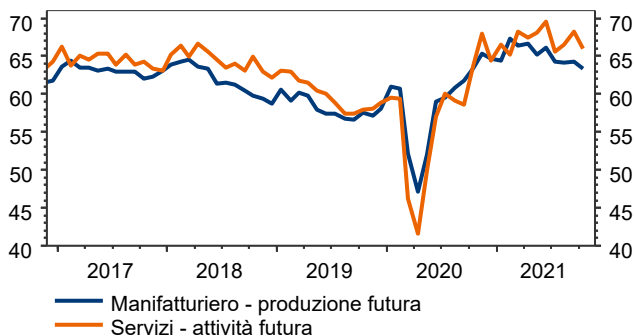
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



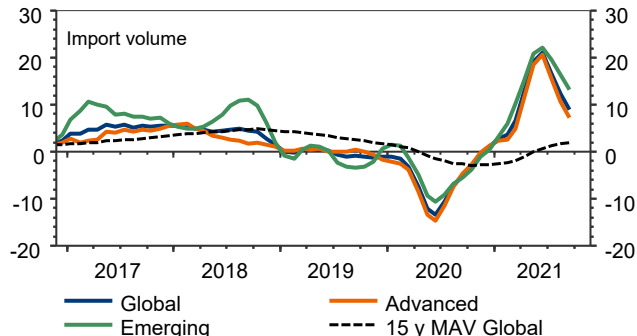
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



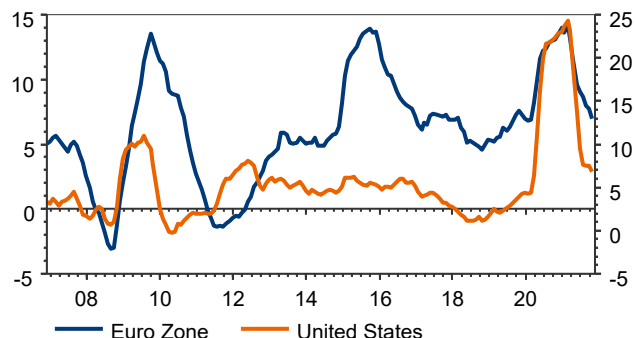
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



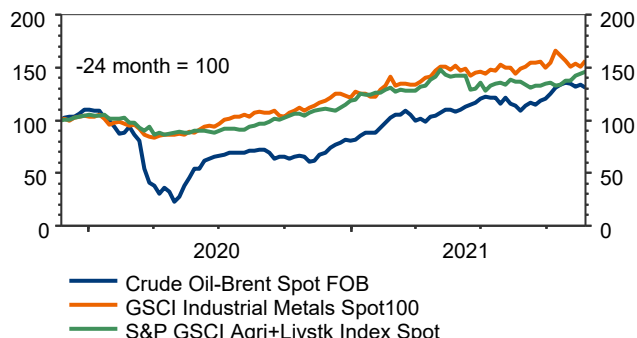
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

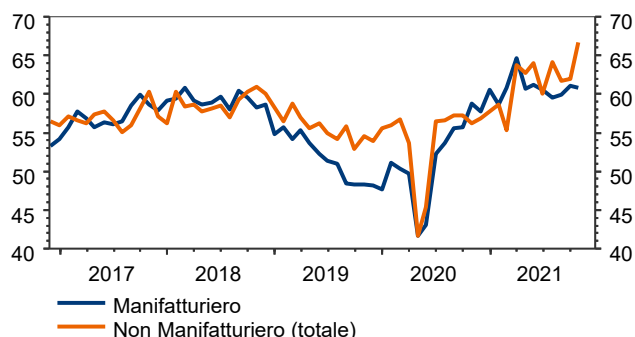
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

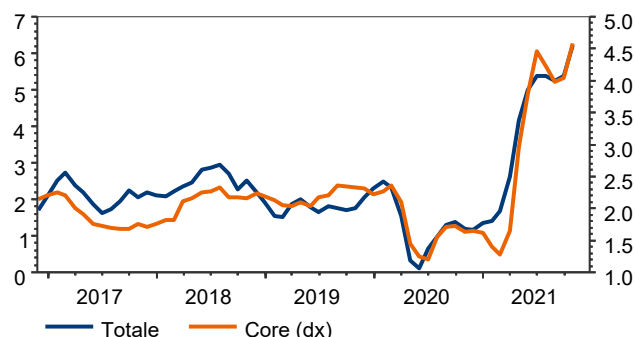
Stati Uniti

Indagini ISM



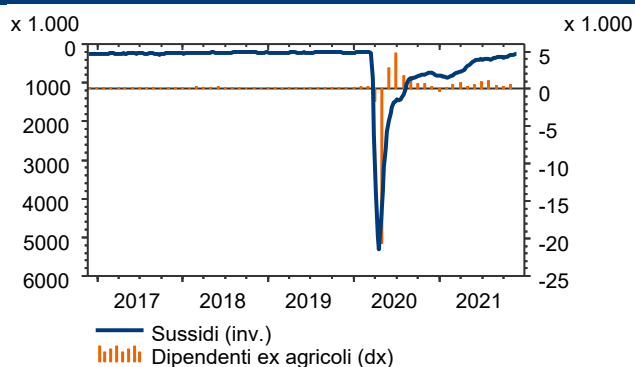
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



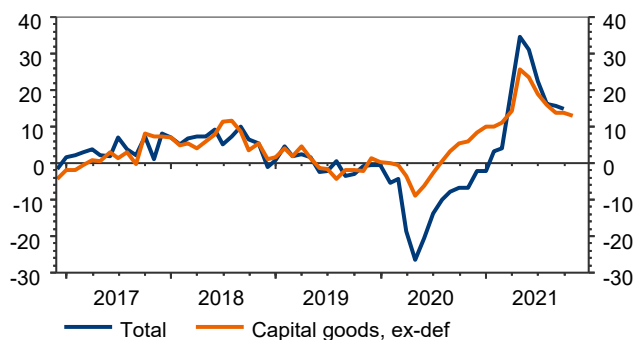
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

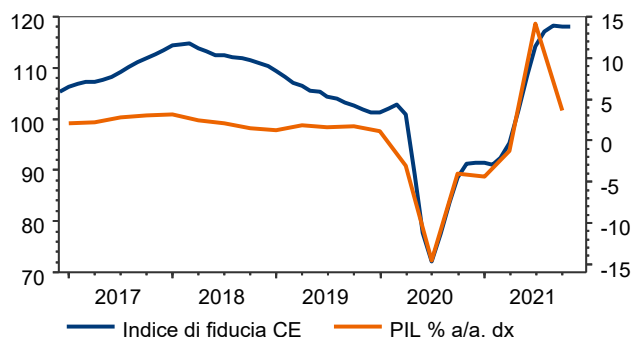
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.6	4.1	-2.9	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.3	4.8	4.0
- trim./trim. annualizzato				33.8	4.5	6.3	6.7	2.0	6.3	4.2	3.6
Consumi privati	-3.8	8.1	4.6	41.4	3.4	11.4	12.0	1.6	6.9	4.1	4.5
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.6	4.6	18.7	12.5	12.9	9.2	1.8	5.6	4.5	4.7
IFL - privati residenziali	6.8	9.1	-0.7	59.9	34.4	13.3	-11.7	-7.7	0.5	3.2	0.8
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.7	1.9	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.8	1.9	2.7	2.3
Esportazioni	-13.6	4.3	8.2	54.5	22.5	-2.9	7.6	-2.5	12.0	8.5	11.3
Importazioni	-8.9	13.3	4.0	89.2	31.3	9.3	7.1	6.0	3.8	1.0	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.2	0.0	6.4	1.4	-3.8	-1.7	1.9	1.7	-0.8	-1.0
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.

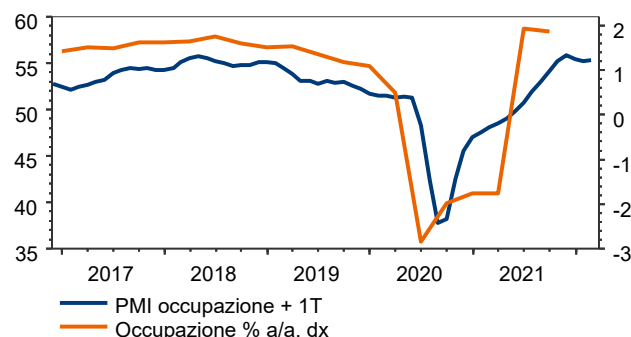
Area euro

PIL



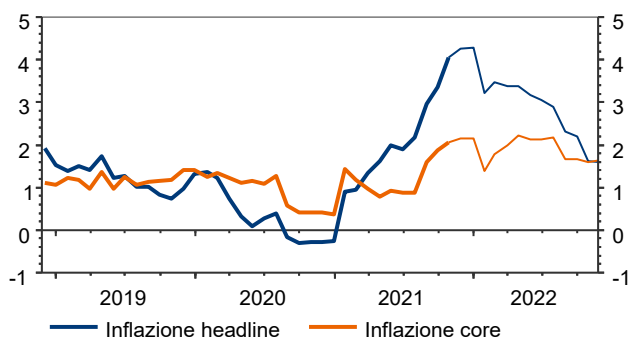
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	3.5
marzo	0.7	1.3	3.4
aprile	0.3	1.6	3.4
maggio	0.1	2.0	3.2
giugno	0.3	1.9	3.0
luglio	0.4	2.2	2.9
agosto	-0.2	3.0	2.3
settembre	-0.3	3.4	2.2
ottobre	-0.3	4.1	1.6
novembre	-0.3	4.3	1.6
dicembre	-0.3	4.3	1.6

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	5.0	3.8	-4.0	-4.4	-1.2	14.2	3.7	4.4	5.2	4.1
- t/t				12.6	-0.4	-0.3	2.1	2.2	0.3	0.5	1.0
Consumi privati	-8.0	3.4	5.1	14.5	-3.2	-2.3	3.4	4.4	0.6	0.6	0.8
Investimenti fissi	-7.3	4.3	4.4	13.9	2.7	0.0	1.1	0.9	1.3	1.2	1.1
Consumi pubblici	1.3	3.2	1.3	5.5	0.8	-0.5	1.2	0.1	0.4	0.3	0.2
Esportazioni	-9.4	9.4	4.2	16.4	4.2	1.1	2.7	1.1	0.7	0.9	1.0
Importazioni	-9.3	6.8	3.9	11.7	4.8	1.0	2.8	0.4	0.9	0.9	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.1	-0.4	-1.6	0.6	0.9	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2	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	3.4	3.2
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	7.1	8.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.3	7.2	7.1
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

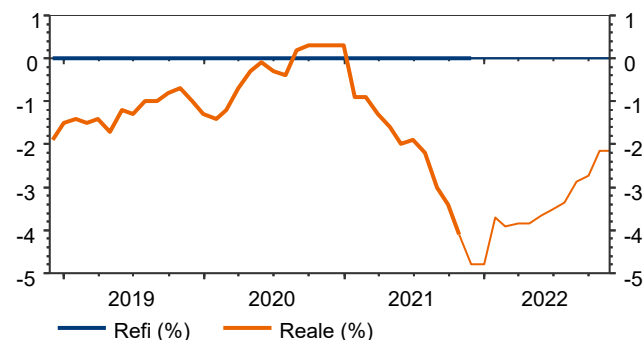
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	25/11	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	-0.56	-0.53	-0.53	-0.52
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	-0.58	-0.55	-0.53	-0.52	-0.51

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

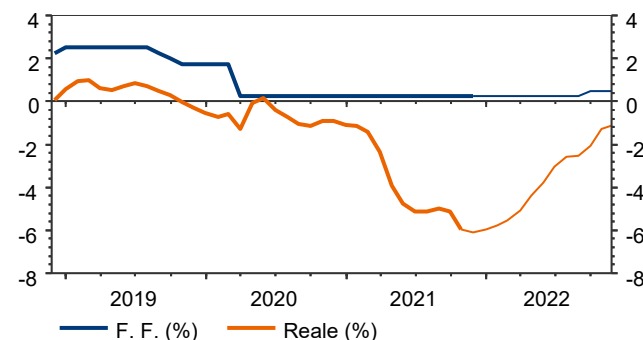


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	25/11	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	0.18	0.08	0.24	0.24	0.42

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

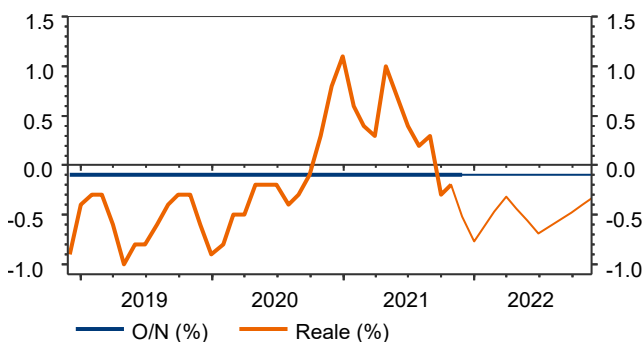


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	25/11	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	-0.10	-0.08	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

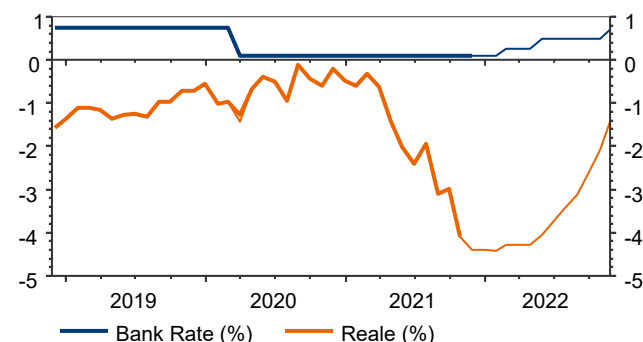


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	25/11	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	0.12	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	26/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.19	1.22	1.18	1.16	1.1261	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	109	104	109	110	114	113.99	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.28	1.33	1.41	1.37	1.38	1.3316	1.33	1.37	1.41	1.46	1.50
EUR/CHF	1.10	1.08	1.10	1.08	1.07	1.0435	1.05	1.07	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	120	124	133	130	132	128.40	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.86	0.89	0.86	0.86	0.84	0.8456	0.83	0.82	0.82	0.82	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
---------------	-------	---------------------------------