

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro – A novembre l'inflazione è salita molto più del previsto; continuiamo a pensare che il trend l'anno prossimo possa essere discendente, ma **il CPI potrebbe rimanere sopra il 2% per gran parte del 2022**. Sul fronte della crescita, le indagini congiunturali di novembre hanno mostrato da un lato un'iniziale attenuazione dei colli di bottiglia dell'offerta che pesano sul settore industriale, dall'altro una inaspettata tenuta nei servizi; tuttavia, le survey non incorporano l'addensarsi delle misure restrittive anti-COVID che ha caratterizzato la parte finale del mese scorso, attese anzi intensificarsi nelle prossime settimane. **L'economia dell'Eurozona potrebbe vedere una sostanziale stagnazione sul finale d'anno.**

Stati Uniti – La Fed cambia rotta: il rialzo dell'inflazione non è transitorio. Powell ha chiarito che il rialzo dell'inflazione non può più essere considerato "transitorio" e che la stabilità dei prezzi è ora una condizione necessaria per soddisfare il mandato duale della Fed. In arrivo, a nostro avviso, il raddoppio del ritmo del tapering alla riunione di dicembre, per chiudere il programma entro marzo 2022.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. L'indice ZEW di dicembre dovrebbe confermare il difficile momento dell'economia tedesca. I dati sulla produzione industriale di ottobre in Germania e Italia daranno indicazioni miste. La seconda lettura dell'inflazione tedesca confermerà l'accelerazione registrata nella stima flash. Infine, la lettura finale del PIL Eurozona del 3° trimestre dovrebbe confermare la crescita vista nella stima preliminare.

Fra i pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** questa settimana, spicca il CPI di novembre, atteso ancora in rialzo solido su base mensile, con l'inflazione core prevista a 4,8% a/a, spinta sia dai beni sia dai servizi, e indicazioni di crescente diffusione del trend verso l'alto anche al di fuori dei settori colpiti dalla pandemia. La fiducia delle famiglie a dicembre dovrebbe proseguire sul sentiero in calo causato dai timori per l'inflazione e restare sui minimi dal 2011. La bilancia commerciale di ottobre dovrebbe registrare una netta chiusura del deficit, grazie al rimbalzo delle esportazioni, e indicare un contributo positivo del canale estero alla crescita del 4° trimestre. Il periodo di silenzio dalla Fed che precede la riunione del 15 dicembre lascerà stabili le aspettative di accelerazione del tapering confermate dalle audizioni di Powell.

3 dicembre 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

Silvia Guizzo
Economista – Asia Ex Giappone

Il punto

Area euro - A novembre l'inflazione è salita molto più del previsto; continuiamo a pensare che il trend l'anno prossimo possa essere discendente, ma **il CPI potrebbe rimanere sopra il 2% per gran parte del 2022**. Sul fronte della crescita, le indagini congiunturali di novembre hanno mostrato da un lato un'iniziale attenuazione dei colli di bottiglia dell'offerta che pesano sul settore industriale, dall'altro una inaspettata tenuta nei servizi; tuttavia, le survey non incorporano l'addensarsi delle misure restrittive anti-COVID che ha caratterizzato la parte finale del mese scorso, attese anzi intensificarsi nelle prossime settimane. **L'economia dell'Eurozona potrebbe vedere una sostanziale stagnazione sul finale d'anno.**

A novembre l'inflazione nell'area euro è salita ben oltre le attese, al 4,9% a/a da 4,1% precedente, un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni nel 1997; la dinamica core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è balzata al 2,6% a/a da 2,1%, un livello mai raggiunto dall'estate del 2008. **L'accelerazione più evidente nel mese è stata registrata dalla Germania** (a 6% da 4,6%) e in Italia (a 4% da 3,2%), mentre più moderato è stato il cambio di passo in Francia (3,4% da 3,2%) e Spagna (5,6% da 5,4%).

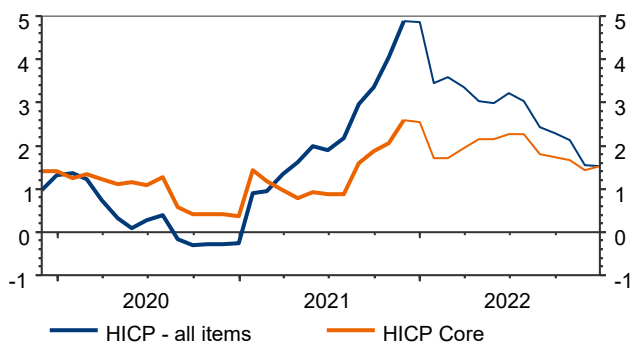
In prospettiva continuiamo a ritenere che **il trend per l'inflazione nel corso del 2022 possa essere discendente**. Effetti base legati principalmente alle variazioni dell'IVA in Germania dovrebbero causare un calo di oltre un punto percentuale da gennaio. Tuttavia, **il ritorno sotto la soglia del 2% è previsto solamente nel trimestre finale del prossimo anno**, quando dovrebbe moderare l'ampia spinta dalla componente energetica (attesa in crescita a doppia cifra per tutto il 1° semestre). L'inflazione tornerebbe stabilmente sotto il target BCE nel 2023. Il "gradino al ribasso" di gennaio dovrebbe riguardare anche l'aggregato **core BCE**, che stimiamo a 1,9% in media annua nel 2022.

La forte salita dei prezzi alla produzione e delle indicazioni sui prezzi di vendita che emergono dalle indagini di fiducia conferma che **è in atto una trasmissione a valle delle pressioni inflattive, che appaiono più diffuse rispetto a qualche mese fa**. Le tensioni presenti lungo le filiere produttive hanno mostrato qualche iniziale segnale di attenuazione di recente, ma **la recrudescenza pandemica e la diffusione di nuove varianti di COVID-19 a livello globale potrebbero potenzialmente causare un nuovo aggravamento delle strozzature all'offerta** nei prossimi mesi. Al momento, i rischi di "effetti di seconda battuta" sui salari rimangono contenuti, ma **più a lungo l'inflazione headline resta su ritmi elevati, più difficile sarà evitare una trasmissione al costo del lavoro e, per questa via, alla dinamica sottostante dei prezzi**.

Sul fronte della crescita, la tornata delle indagini di fiducia di novembre sembra suggerire che **le strozzature nel settore manifatturiero, pur restando severe, potrebbero aver superato il picco**. Si registra infatti un rallentamento della crescita degli ordinativi inevasi e dei tempi di consegna (sia pure ancora non lontani dai record dei mesi precedenti), a fronte di condizioni di domanda ancora robuste che forniscono buoni presupposti per una riaccelerazione nel settore, una volta riassorbite le frizioni all'offerta. Anche **nei servizi al momento le indagini mostrano segnali di sostanziale tenuta dell'attività**, confermandosi su livelli ampiamente espansivi. **Solo i consumatori hanno invece mostrato un minor ottimismo prospettico**, probabilmente imputabile più all'effetto dei rincari dei prezzi sui bilanci familiari che alla risalita dei contagi. **Le indagini** infatti (condotte non oltre la terza settimana di novembre) **non risentono ancora pienamente dei più recenti sviluppi sul fronte sanitario** che dovrebbero manifestarsi in maniera più significativa sugli indici di fiducia di dicembre ma che iniziano ad emergere dai dati alternativi ad alta frequenza. In sostanza, **il recente intensificarsi di misure restrittive sulla mobilità annunciate da diversi Governi a partire dall'ultimo scorcio del mese scorso non sembra essere stato pienamente incorporato nelle indagini, e potrebbe perciò avere un impatto sulle survey di dicembre**.

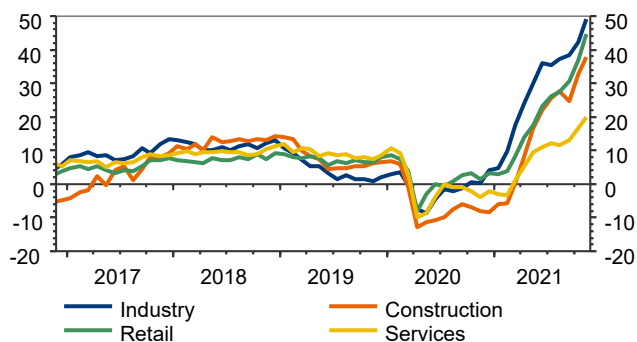
In sintesi, le indagini di novembre appaiono coerenti con un rallentamento solo moderato della ripresa, ma sarà l'evoluzione del contesto sanitario nelle prossime settimane ad essere cruciale per le prospettive economiche. Al momento, **le nostre previsioni di crescita per l'Eurozona nel 2022 sono più caute rispetto al consenso** (3,8% contro 4,3%). In questo contesto, appare prematuro valutare l'eventuale impatto della probabile diffusione su scala globale della **variante Omicron**, sulla quale non sembra sussistere al momento sufficiente evidenza in merito alla contagiosità e alla resistenza agli attuali vaccini. **È possibile che anche nello scenario più favorevole la maggiore incertezza possa pesare sulla fiducia degli agenti economici e irrigidire ulteriormente i colli di bottiglia all'offerta**, allungando i tempi della "normalizzazione" di produzione e prezzi. In ogni caso, riteniamo che l'Eurozona possa risultare meno vulnerabile rispetto alle precedenti ondate; **ci aspettiamo una sostanziale stagnazione sul finale d'anno, che però sarebbe non un segnale di inversione del ciclo ma una "pausa" all'interno di una tendenza espansiva.**

Area euro: il trend per l'inflazione headline nel 2022 sarà discendente, ma non si tornerà sotto il 2% prima di fine 2022



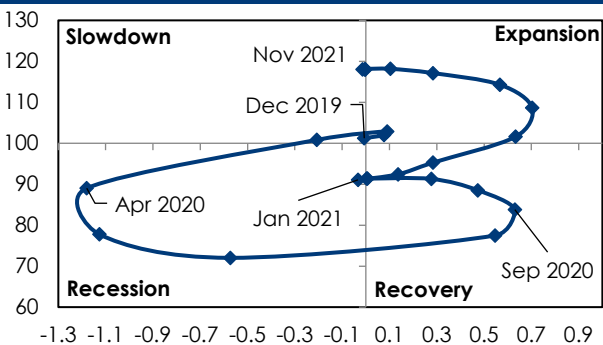
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Le aspettative delle imprese sui prezzi di vendita toccano nuovi record in tutti i settori



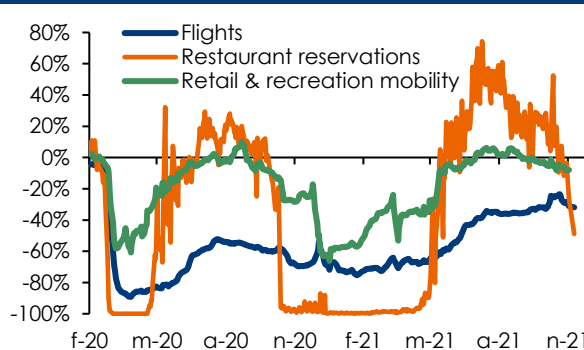
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Commissione Europea

Al momento le indagini sono coerenti con un rallentamento solo moderato della ripresa



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

Ma i dati ad alta frequenza iniziano a segnalare una significativa decelerazione da fine novembre, soprattutto in Germania



Nota: media mobile a 7 giorni della variazione rispetto al 2019. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurocontrol, OpenTable, Google

Stati Uniti – La Fed cambia rotta: il rialzo dell'inflazione non è transitorio. Powell ha chiarito che il rialzo dell'inflazione non può più essere considerato "transitorio" e che la stabilità dei prezzi è ora una condizione necessaria per soddisfare il mandato duale della Fed. In arrivo, a nostro avviso, il raddoppio del ritmo del tapering alla riunione di dicembre, per chiudere il programma entro marzo 2022.

- Le **audizioni di Powell** in Congresso questa settimana hanno anticipato e rafforzato la **virata hawkish** che il FOMC stava preparando per la riunione di metà dicembre e chiarito che eventuali effetti di un nuovo shock pandemico collegato alla variante Omicron rafforzerebbero ulteriormente il nuovo corso della Fed. La collezione di discorsi recenti da parte di Presidenti di Fed regionali, sia falchi sia colombe, aveva già aperto la strada all'accelerazione del tapering a dicembre, lasciando ai membri del Board il ruolo di ago della bilancia per lo scenario della politica monetaria (v. tabella). Le parole di Powell hanno suggellato senza più ombra di dubbio che **il FOMC è coeso nel modificare la propria valutazione dei rischi** e, quindi, anche la strategia della politica monetaria.
- Il principale messaggio di Powell riguarda la valutazione dello scenario dei prezzi e le sue implicazioni per la politica monetaria: alla luce dell'evoluzione dei dati, **non è più appropriato definire come "transitoria" l'inflazione elevata**. Archiviando il termine "transitorio", Powell ha "riconosciuto che il rischio di inflazione più alta è aumentato" e mina il sentiero della Fed verso il raggiungimento dei suoi obiettivi. Secondo Powell, per tornare al mercato del lavoro pre-pandemico, caratterizzato dalla massima occupazione, "sarà necessario avere la stabilità dei prezzi". La Fed, quindi, ora ritiene che il **controllo dell'inflazione sia una condizione necessaria** sia per garantire la stabilità dei prezzi, sia per ritornare alla piena occupazione. Questa è una svolta cruciale, che cambia il peso relativo dei due obiettivi della Fed, da una situazione di parità a una in cui **la stabilità dei prezzi domina e diventa l'obiettivo primario** senza il quale il duplice mandato non può essere soddisfatto.
- Con la premessa di una nuova valutazione dei rischi di inflazione, segue il conseguente aggiustamento della strategia di politica monetaria. Come ha notato Powell, con l'economia forte e le pressioni inflazionistiche elevate, è appropriato **chiudere il programma di acquisti con qualche mese di anticipo**, dato che "ogni dollaro (di acquisti) aggiunge stimolo". La nostra previsione è che **il FOMC annunci il raddoppio del ritmo di tapering, a 30 mld al mese, in modo da concludere il programma a marzo** e avere le mani libere per un possibile rialzo dei tassi già a giugno, o anche prima, se necessario. La decisione di dicembre sul tapering sarà ancora condizionata dai risultati dell'employment report di oggi, e del CPI in uscita il 10 dicembre, ma riteniamo che i dati non modificheranno il quadro di inflazione in ulteriore crescita e di mercato del lavoro sotto pressione.
- Le parole di Powell sono particolarmente rilevanti anche perché arrivano a pochi giorni dall'apertura di un nuovo fronte di rischi pandemici collegati alla variante Omicron. Secondo il Presidente della Fed, la diffusione di Omicron e il recente aumento dei contagi rappresentano **rischi verso il basso per l'occupazione e la crescita, mentre aumentano l'incertezza sull'inflazione, con la possibilità di ulteriore peggioramento** dei colli di bottiglia e dei problemi dal lato dell'offerta. A suo avviso, maggiori preoccupazioni per il virus ridurrebbero ulteriormente la disponibilità a lavorare in presenza, rallentando l'aggiustamento dell'offerta di lavoro e intensificando le interruzioni della catena produttiva. Powell identifica lo **shock da variante Omicron come uno shock da offerta**. La teoria economica prescrive che la politica monetaria non reagisca agli effetti di prima battuta di tali shock, ma che debba invece **rispondere agli effetti di seconda battuta** che possono renderne persistenti le conseguenze. In sostanza, la Fed dovrebbe reagire di fronte a un'accelerazione dei salari e/o a un disancoraggio delle aspettative. Evidentemente il Comitato è già focalizzato sui rischi di effetti di seconda battuta, avendo rilevato più volte che il mercato del lavoro è sotto pressione e che i salari stanno aumentando a un ritmo "rapido".

I rischi per l'inflazione sono aumentati: il trend verso l'alto non può più essere definito come "transitorio"

La stabilità dei prezzi diventa l'obiettivo primario e la condizione necessaria anche per il raggiungimento della massima occupazione

La politica monetaria si adeguerà al nuovo scenario, raddoppiando (a nostro avviso) il ritmo del tapering alla riunione di dicembre

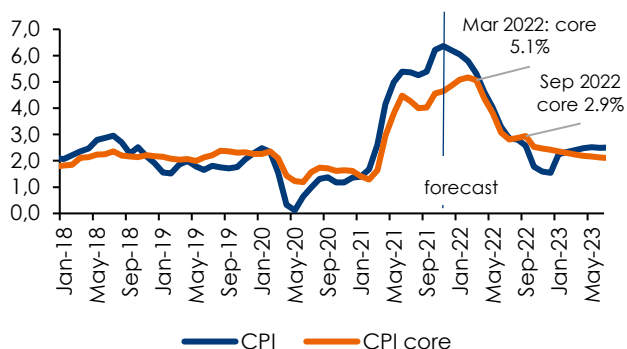
Il nuovo corso della politica monetaria della Fed non dovrebbe essere modificato dall'arrivo della variante Omicron

Il FOMC ha perso due falchi: l'ago della bilancia per le proiezioni dei tassi ora è il Board

		Hikes in 2022	Voter 2022	Voter 2023	Term ends
George	Kansas City	3	Y	N	
Bullard	St Louis	2	Y	N	
Boslic	Atlanta	2	N	N	
Mester	Cleveland	2	Y	N	
Waller	Board	2	Y	Y	2030
Harker	Philadelphia	2	N	Y	
Barkin	Richmond	2	N	N	
Clarida	Board	2	Y	Y	2022
Quarles	Board	2	Y	Y	2021
Bowman	Board	2	Y	Y	2034
Powell	Board	2	Y	Y	2028
Daly	San Francisco	1	N	N	
Williams	NY	1	Y	Y	
Evans	Chicago	1	N	Y	
Brainard	Board	1	Y	Y	2026
Kashkari	Minneapolis	0	N	Y	

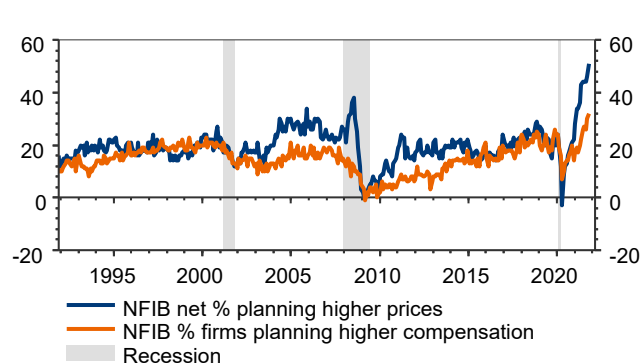
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve Board

Anche con uno scenario relativamente ottimistico, l'aumento dell'inflazione core sarà persistente



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

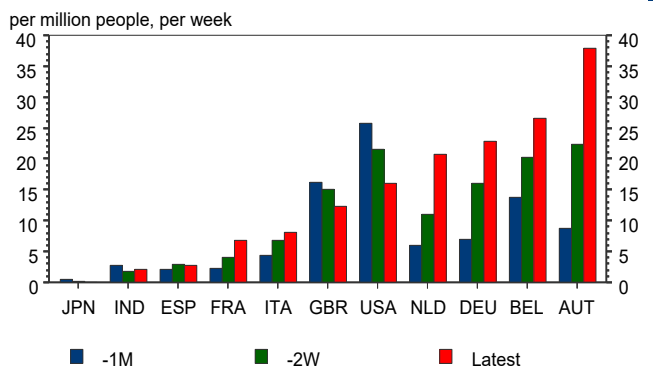
Le intenzioni delle imprese per prezzi e salari rivelano trend tutt'altro che transitori



Fonte: Refinitiv-Datastream

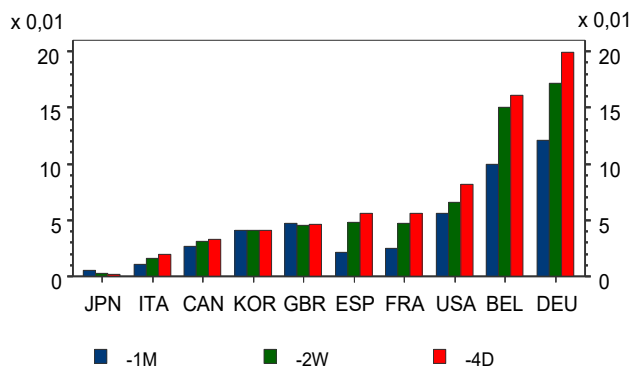
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



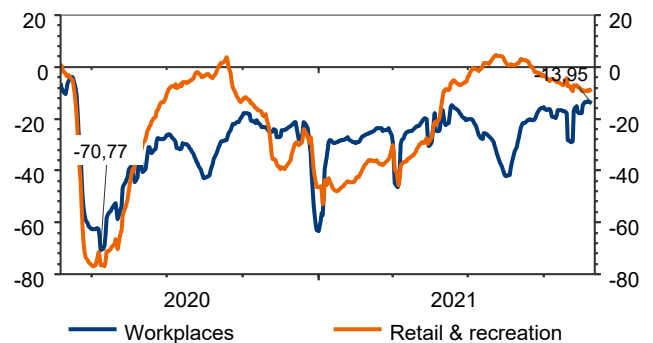
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



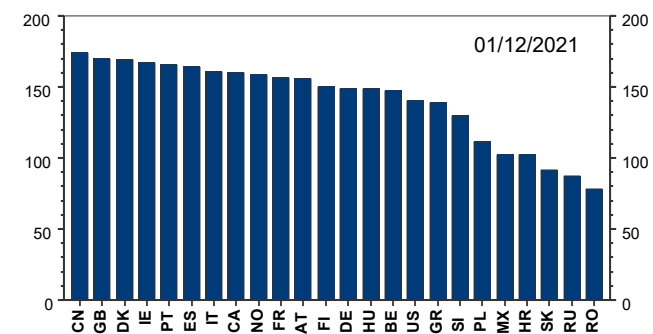
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



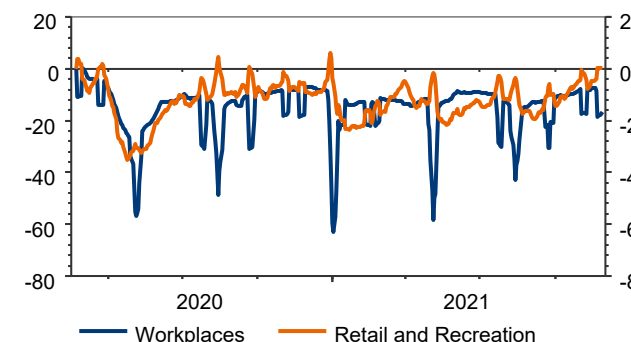
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. L'indice ZEW di dicembre dovrebbe confermare il difficile momento dell'economia tedesca. I dati sulla produzione industriale di ottobre in Germania e Italia daranno indicazioni miste. La seconda lettura dell'inflazione tedesca confermerà l'accelerazione registrata nella stima flash. Infine, la lettura finale del PIL Eurozona del 3° trimestre dovrebbe confermare la crescita vista nella stima preliminare.

Fra i pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** questa settimana, spicca il CPI di novembre, atteso ancora in rialzo solido su base mensile, con l'inflazione core prevista a 4,8% a/a, spinta sia dai beni sia dai servizi, e indicazioni di crescente diffusione del trend verso l'alto anche al di fuori dei settori colpiti dalla pandemia. La fiducia delle famiglie a dicembre dovrebbe proseguire sul sentiero in calo causato dai timori per l'inflazione e restare sui minimi dal 2011. La bilancia commerciale di ottobre dovrebbe registrare una netta chiusura del deficit, grazie al rimbalzo delle esportazioni, e indicare un contributo positivo del canale estero alla crescita del 4° trimestre. Il periodo di silenzio dalla Fed che precede la riunione del 15 dicembre lascerà stabili le aspettative di accelerazione del tapering confermate dalle audizioni di Powell.

Lunedì 6 dicembre

Area euro

■ **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti in flessione ad ottobre, stimiamo di circa il -0,7% m/m (dato destagionalizzato) dal +1,3% m/m di settembre. Le indagini congiunturali suggeriscono un possibile aumento per gli ordini a novembre. La presenza di colli di bottiglia in alcune filiere produttive sta pesando sul manifatturiero in Germania più che in altri Paesi dell'Eurozona.

Martedì 7 dicembre

Area euro

■ **Area euro.** La terza stima del **PIL** dovrebbe confermare l'espansione di 2,2% t/t (3,7% a/a) nel 3° trimestre. Al momento gli aggiornamenti dei dati nazionali finora pubblicati non implicano una revisione delle letture precedenti. La stima finale dell'occupazione dovrebbe altresì confermare una crescita di 0,9% t/t (2,0% a/a) nel 3° trimestre.

■ **Germania.** La **produzione industriale** è vista tornare a crescere ad ottobre, anche se a ritmi blandi: stimiamo un recupero di 0,4% m/m, a fronte di un calo del -4,5% registrato tra agosto e settembre. La debolezza dell'industria è dovuta principalmente al manifatturiero, comparto in difficoltà per via dei colli di bottiglia nella fornitura dei beni intermedi e dei rincari dei prezzi energetici, entrambi fattori che persisteranno nei prossimi mesi. Se confermato, il dato lascerebbe la produzione in rotta per una nuova contrazione nel 4° trimestre (di circa un punto percentuale).

■ **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso in correzione a dicembre, a causa di diversi fattori: la persistenza di colli di bottiglia nella catena produttiva, la recrudescenza pandemica e i recenti sviluppi della dinamica inflazionistica. L'indice sulle aspettative è visto calare a 25,2 da 31,7 punti; l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe scendere a 5 punti da 12,5 di novembre.

Stati Uniti

■ La **bilancia commerciale** a novembre dovrebbe registrare una massiccia riduzione del deficit, a -68,5 mld, da -80,9 mld di ottobre. I dati della bilancia preliminare dei beni del mese scorso hanno evidenziato un rimbalzo delle esportazioni (10,7% m/m) spinto da tutti i comparti, particolarmente marcato per le materie prime industriali e agricole e per le auto. Le importazioni, al contrario, sono rimaste circa stabili, con un incremento di 0,5% m/m. Il canale estero potrebbe contribuire per quasi 1pp alla crescita del 4° trimestre.

Venerdì 10 dicembre**Area euro**

- **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe risultare poco variata a ottobre, come già il mese precedente. Stimiamo una flessione su base congiunturale di un decimo, dopo l'aumento nella stessa misura visto a settembre. In termini tendenziali (corretti per gli effetti di calendario), l'output rimarrebbe in crescita, pur rallentando a 3,8% da 4,4% precedente. La decelerazione dell'attività produttiva, più forte di quanto suggerito dalle indagini, è spiegata principalmente dalla scarsità di componenti e dai rincari dei costi degli input; un ruolo nei prossimi mesi potrebbe essere giocato anche dal minor vigore della domanda proveniente dai principali partner commerciali, nonché dalla maggiore incertezza del contesto sanitario.
- **Germania.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di novembre dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in salita a 5,2% sull'indice nazionale (massimo da giugno 1992) da 4,5% di ottobre e a 6% sull'indice armonizzato UE (nuovo massimo da quando esistono dati comparabili, ovvero dal 1997) da 4,6% precedente. Sul mese i listini dovrebbero essere confermati in aumento di tre decimi sull'indice armonizzato ed in calo di -0,2% su quello nazionale. Vediamo un'accelerazione al 3,2% in media il prossimo anno, dal 3,1% stimato per il 2021. I rischi su questo scenario previsivo sono verso l'alto.

Stati Uniti

- Il dato della settimana sarà il **CPI** di novembre, previsto in aumento di 0,6% m/m (6,6% a/a). L'indice core dovrebbe essere in rialzo di 0,4% m/m (4,8% a/a). Per quanto riguarda i beni, le auto usate dovrebbero essere di nuovo in rialzo, anche se a ritmi inferiori rispetto ai mesi precedenti, alla luce delle informazioni dell'indice Manheim che nella prima metà di novembre ha registrato un rialzo di 4,9% sul periodo precedente. Per i servizi, i rischi collegati all'abitazione restano particolarmente elevati, con l'aspettativa di una continua (ma non lineare) trasmissione del rialzo dei prezzi delle case sugli affitti e sugli affitti figurativi. A questi si aggiungono probabili aumenti significativi per i servizi ricreativi e alla ristorazione, spinti dalla trasmissione dell'aumento del costo del lavoro in tali settori, e per le tariffe aeree. Come ha notato Powell, il rialzo dell'inflazione non si può più definire "transitorio" e collegato alla riapertura delle attività post-pandemia.
- La **fiducia delle famiglie** rilevata dall'Univ. of Michigan a dicembre dovrebbe calare ulteriormente, scendendo a 65 da 67,4 di novembre, minimo da 10 anni, sulla scia delle persistenti preoccupazioni per l'inflazione aggravate dall'arrivo della variante Omicron. Il calo della fiducia in atto da luglio non si sta riflettendo sui consumi dell'autunno, previsti in netto recupero dopo il rallentamento estivo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (6 – 11 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 6/12	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ott	1.3	%	-0.5
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ott	5.3	%	
Mar 7/12	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ott	-1.9	%	-0.6
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ott	-1.1	%	0.5
	09:00	CN	Riserve in valuta estera		nov	3.218	1000Mld \$	
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T3	prel 2.2	%	2.2
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T3	prel 3.7	%	3.7
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T3	0.9	%	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	dic	31.7		26.1
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		dic	12.5		5.0
	14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T3	prel -5.0	%	
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T3	prel 8.3	%	
14:30	USA	Bilancia commerciale		ott	-80.9	Mld \$	-66.8	-68.5
Mer 8/12	00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	nov	20.6	%	
	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	nov	84.5	Mld \$	
	00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	nov	27.1	%	
	00:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T3	prel -3.0	%	-3.1
	00:50	GIA	PIL t/t finale	*	T3	prel -0.8	%	-0.8
Gio 9/12	02:30	CN	CPI a/a	*	nov	1.5	%	
	02:30	CN	CPI m/m		nov	0.7	%	
	02:30	CN	PPI a/a	*	nov	13.5	%	
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ott	13.2	Mld €	13.3
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	222	x1000	
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.956	Mln		
Ven 10/12	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	nov	prel 0.3	%	0.3
	08:00	GER	CPI a/a finale		nov	prel 5.2	%	5.2
	08:00	GER	IPCA a/a finale		nov	prel 6.0	%	6.0
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	nov	prel -0.2	%	-0.2
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ott	-0.4	%	0.2
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ott	-14.7	Mld £	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ott	-9.1	Mld £	
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ott	1.2	%	1.0
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ott	0.1	%	0.3
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		nov	4.6	%	4.9
	14:30	USA	CPI a/a		nov	6.2	%	6.7
	14:30	USA	CPI m/m	*	nov	0.9	%	0.7
14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	nov	0.6	%	0.5	
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		dic	67.4		68.0	65.0
Sab 11/12	00:00	CN	M2 a/a	*	nov	8.7	%	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	nov	826.2	Mld ¥ CN	
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	nov	1590.0	Mld ¥ CN	

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 (6 – 10 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 6/12	12:30	GB	Discorso di Broadbent (BoE)
Ven 10/12	-	GB	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	set	19.6 (19.7)	%	19.3	19.1
Indice dei prezzi delle case m/m	set	1.0	%		0.9
PMI (Chicago)	nov	68.4		67.0	61.8
Fiducia consumatori (CB)	nov	111.6 (113.8)		111.0	109.5
Nuovi occupati: stima ADP	nov	570 (571)	x1000	525	534
Markit PMI Manif. finale	nov	59.1			58.3
Spesa in costruzioni	ott	-0.1 (-0.5)	%	0.4	0.2
Indice ISM manifatturiero	nov	60.8		61.0	61.1
Richieste di sussidio	settim	194 (199)	x1000	240	222
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.063 (2.049)	Mln	2.000	1.956
Tasso di disoccupazione	nov	4.6	%		4.5
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	nov	531	x1000	550	
Salari orari m/m	nov	0.4	%	0.4	
Markit PMI Composito finale	nov	56.5			
Markit PMI Servizi finale	nov	57.0			
Ordinativi industriali m/m	ott	0.2	%	0.5	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ott	-0.5	%		
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ott	0.5	%		
Indice ISM non manifatturiero composito	nov	66.7		65.0	

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a novembre ha segnato un nuovo calo, a 109,5, spinto verso il basso da flessioni sia delle condizioni correnti sia delle aspettative a causa dei timori per l'inflazione e per l'aumento dei contagi. I dati restano però coerenti con il proseguimento dell'espansione dei consumi, sostenuto dal mercato del lavoro.

L'**ISM manifatturiero** a novembre è aumentato a 61,1 da 60,8 di ottobre, con rialzi per ordini, produzione e occupazione. Le restrizioni dal lato dell'offerta (tempi di consegna, ordini inevasi, scorte) hanno smesso di peggiorare, anche se restano su livelli record. L'indice dei prezzi, a 82,4, segnala ancora pressioni senza precedenti, ma ha segnato un modesto calo da 85,7. Il settore rimane in una situazione di forte domanda, frenata da strozzature all'offerta, e le imprese riportano prospettive positive pur in presenza di problemi di offerta e costi in rialzo.

La **spesa in costruzioni** a ottobre ha registrato un rialzo di 0,2% m/m, con indicazioni moderatamente positive sia per il comparto residenziale sia per quello non residenziale, confermando il trend di rialzo degli investimenti privati.

La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** di novembre ha confermato le aspettative di crescita occupazionale solida, con una variazione mensile di 534 mila posti, di cui 110 mila nell'industria (50 mila nel manifatturiero, 52 mila nelle costruzioni e 7 mila nell'estrattivo) e 424 mila nei servizi (in ripresa ricreazione, 136 mila, servizi alle imprese, 110 mila, e istruzione/sanità, 55 mila).

Il **Beige Book** ha riportato una crescita fra modesta e moderata da ottobre a metà novembre, sempre frenata da diffuse strozzature all'offerta e carenza di manodopera. Prezzi e salari sono in aumento "robusto", ma si rileva una maggiore disponibilità di alcuni input (fra cui semiconduttori) che riduce parzialmente le pressioni sui prezzi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	ott	-0.5 (-0.6)	%	1.1	0.9
Job to applicant ratio	ott	1.16		1.17	1.15
Tasso di disoccupazione	ott	2.8	%	2.8	2.7
Produzione industriale m/m prelim	ott	-5.4	%	1.8	1.1
PMI manifatturiero finale	nov	54.2			54.5
Fiducia delle famiglie	nov	39.2			39.2

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

Il **tasso di disoccupazione** è sceso a 2,7% a ottobre, sui minimi da marzo, grazie a una flessione dei disoccupati più ampia rispetto a quella degli occupati e a un calo della forza lavoro. La **produzione industriale** a ottobre ha registrato un incremento di 1,1% m/m, in netto rialzo dopo -5,4% m/m di settembre, spinto da auto, macchinari ed elettronica. Le imprese prevedono ulteriore espansione a novembre (9% m/m) e a dicembre (2,1% m/m). Le indicazioni per il 4° trimestre sono di significativa **ripresa della crescita**, con una riaccelerazione della produzione e degli investimenti fissi non residenziali.

Le **vendite al dettaglio** di ottobre hanno confermato l'attesa svolta della spesa delle famiglie, con un aumento di 0,9% a/a, associato al netto miglioramento del quadro pandemico conseguente alla diffusione dei vaccini. I dati danno supporto alla previsione di una netta ripresa dei consumi (e del PIL) nel 4° trimestre, anche se soggetta ai rischi, comuni al resto dell'economia globale, collegati all'impatto della variante Omicron.

La **fiducia delle famiglie** a novembre è rimasta stabile a 39,2, sui massimi pre-pandemici e vicino ai livelli di inizio 2020. La percentuale di famiglie che si aspettano prezzi in aumento nel prossimo anno, a 87,6%, è vicina ai massimi storici.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T3	1.8		%	2.0
EUR	Fiducia consumatori finale	nov	-6.8		-6.8	-6.8
EUR	Fiducia servizi	nov	18.0	(18.2)		16.6
EUR	Indice di fiducia economica	nov	118.6		117.5	117.5
EUR	Fiducia industria	nov	14.2		13.9	14.1
EUR	CPI a/a stima flash	nov	4.1		%	4.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	nov	2.1		%	2.3
EUR	PMI manifatturiero finale	nov	58.6		58.6	58.4
EUR	Tasso di disoccupazione	ott	7.4		%	7.3
EUR	PPI a/a	ott	16.1	(16.0)	%	19.0
EUR	PMI servizi finale	nov	56.6		56.6	55.9
EUR	PMI composito finale	nov	55.8		55.8	55.4
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ott	-0.4	(-0.3)	%	0.2
FRA	Spese per consumi m/m	ott	0.2	(-0.2)	%	0.0
FRA	IPCA a/a prelim	nov	3.2		%	3.2
FRA	PMI manifatturiero finale	nov	54.6		54.6	55.9
FRA	Produzione industriale m/m	ott	-1.5	(-1.3)	%	0.5
FRA	PMI servizi finale	nov	58.2		58.2	57.4
GER	IPCA m/m prelim	nov	0.5		%	-0.3
GER	IPCA a/a prelim	nov	4.6		%	5.5
GER	CPI (Lander) a/a prelim	nov	4.5		%	5.0
GER	CPI (Lander) m/m prelim	nov	0.5		%	-0.4
GER	Tasso di disoccupazione	nov	5.4		%	5.3
GER	Variazione n° disoccupati	nov	-40	(-39)	x1000	-25
GER	Vendite al dettaglio a/a	ott	-0.6	(-0.9)	%	-2.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	ott	-1.9	(-2.5)	%	1.0
GER	PMI manifatturiero finale	nov	57.6		57.6	57.4
GER	PMI servizi finale	nov	53.4		53.4	52.7
ITA	PIL a/a finale	T3	3.8		%	3.8
ITA	PIL t/t finale	T3	2.6		%	2.6
ITA	IPCA m/m prelim	nov	0.9		%	0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	nov	3.0		%	3.2
ITA	IPCA a/a prelim	nov	3.2		%	3.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	nov	0.7		%	0.1
ITA	PMI manifatturiero	nov	61.1		61.1	62.8
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ott	9.2		%	9.1
ITA	PMI servizi	nov	52.4		54.8	55.9
SPA	IPCA a/a prelim	nov	5.4		%	5.6

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

Area euro. Le indagini di novembre della Commissione Europea hanno registrato un calo dell'indice composito **ESI** a 117,5 da 118,6 precedente. La correzione è imputabile a un minore ottimismo da parte dei consumatori a fronte di una tenuta del morale delle imprese diffusa a tutti i settori, che riportano anche un aumento record dei prezzi di vendita. Si registra infatti una sostanziale stabilizzazione dell'indice relativo all'industria (14,1 da 14,2) a fronte di un sorprendente rialzo per i servizi (18,4 da 18, sui massimi da luglio) e progressi diffusi anche al commercio e alle costruzioni. Tra le principali economie si registrano miglioramenti dell'indice di fiducia economica in Francia e Italia, mentre peggiora in Germania e Spagna. Le indagini sono coerenti con un'attività ancora solida, ma non risentono ancora della recrudescenza dei contagi e delle più recenti restrizioni che potrebbero portare a un più marcato rallentamento della ripresa a fine anno.

La stima flash ha mostrato un'accelerazione dell'**inflazione** ancora ben al di sopra delle attese nel mese di novembre, da 4,1% a **4,9% a/a (0,5% m/m)**; si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (1997). Sulla variazione tendenziale, la componente energetica spiega direttamente poco più della metà dell'inflazione osservata. Da sottolineare è il rialzo dell'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia, cresciuto al 2,6% a/a da

2,1% precedente, anche se l'aumento riflette effetti base favorevoli legati all'indice tedesco. Nel dettaglio, accelerano le due principali componenti dell'indice sottostante: i prezzi dei servizi passano al 2,7% a/a dal 2,1% precedente, mentre è più debole l'accelerazione dei beni manufatti (a 2,4% da 2% di ottobre). In prospettiva, l'impatto della nuova variante Omicron potrebbe intensificare i colli di bottiglia all'offerta e allungare i tempi della "normalizzazione" della produzione. Di conseguenza, l'inflazione core è attesa su livelli alti anche nel prossimo anno. Riteniamo che il trend a partire da dicembre sarà discendente; effetti base causeranno un ribasso a gennaio 2022 ma il ritorno sotto la soglia del 2% è previsto solamente nel trimestre finale del prossimo anno. La forte salita dei prezzi alla produzione e delle aspettative sui prezzi di vendita anticipa il persistere di pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva: pensiamo che le strozzature all'offerta avranno un impatto ritardato sui prezzi dei beni manufatti, che toccherà il punto di massimo nei primi mesi del 2022 e che, secondo le nostre stime, contribuirà per 0,3pp alla crescita dell'inflazione media annua. L'aumento del prezzo del gas naturale e il conseguente effetto di trascinamento sul petrolio manterranno la crescita dei listini energetici a due cifre nel 1° semestre del 2022; la discesa che seguirà dal trimestre primaverile manterrà comunque i prezzi più elevati rispetto al 2020, a causa del basso livello degli stoccaggi. In sintesi, l'indice generale dovrebbe toccare il 2,6% (rivisto al rialzo di un decimo rispetto alle previsioni di un mese fa) in media d'anno nel 2021, per rimanere ben oltre il 2% nel 2022.

Le **stime finali degli indici PMI manifatturieri** di novembre hanno fatto registrare una limatura del dato tedesco (a 57,4 da 57,6 della prima stima e da 57,8 di ottobre) e una significativa revisione al rialzo di quello francese (55,9 da 54,6, 53,6 nel mese precedente), che è così ritornato ai massimi da agosto. In Italia invece l'indice ha toccato un nuovo record dall'inizio delle rilevazioni, portandosi a 62,8 da un precedente 61,1; l'indagine spagnola ha riportato una flessione a 57,1 da 57,4. L'indice relativo al complesso dell'Eurozona si è quindi portato a 58,4 da una prima stima a 58,6, poco variato rispetto al 58,3 di ottobre. In sintesi, le indagini confermano il quadro di eccesso di domanda per il settore, anche se è possibile che le strozzature all'offerta, seppur ancora severe, abbiano superato il picco. Tra i principali Paesi è la Germania la più penalizzata, mentre l'industria italiana appare maggiormente resiliente.

Le **stime finali degli indici PMI dei servizi** di novembre hanno registrato revisioni al ribasso diffuse a Francia (57,4 da 58,2 preliminare) e Germania (52,7 da 53,4). In particolare, in Germania l'indice relativo alle nuove commesse è tornato al di sotto della soglia critica che separa l'espansione dalla contrazione (49,5 da 51,8 di ottobre) per la prima volta da aprile, mentre correggono le aspettative che, pur rimanendo in territorio ancora espansivo, scendono sui minimi da dicembre (59,1 da 62,6 del mese precedente). Lo spaccato dell'indagine francese è invece più incoraggiante e resta coerente con un'attività nel settore ancora positiva. La differenza tra i due paesi è spiegata da una situazione sanitaria tedesca relativamente più severa e da attese per nuove restrizioni in Germania. Nel complesso dell'area euro l'indice PMI dei servizi è stato rivisto verso il basso a 55,9 da 56,6 flash, comunque in crescita dal 54,6 di ottobre, portando l'indice composito a 55,4 da 55,8 preliminare (54,2 il mese precedente). A dicembre le indagini potrebbero riportare un'ulteriore correzione del morale, soprattutto nei servizi, in scia ai più recenti sviluppi sul fronte sanitario.

Ad ottobre i **prezzi alla produzione** sono cresciuti del 5,4% m/m ad ottobre, l'aumento più forte mai registrato dall'inizio della serie storica nel 1995, mentre l'incremento di settembre è stato rivisto al rialzo di un decimo al 2,8% m/m. L'inflazione dei prezzi alla produzione ha quindi accelerato al 21,9% da un precedente 16,1%, anch'esso un nuovo massimo storico. Sul mese il la salita del PPI è trainata dalla violenta accelerazione del rincaro dei prezzi energetici (+16,8% m/m, +62,5% a/a) e dei beni intermedi (+1,4% m/m, +16,8% a/a) ma i prezzi risultano in crescita rispetto al mese precedente anche negli altri comparti. L'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe salire ulteriormente a novembre prima di ridimensionarsi gradualmente nel corso del 2022 ma dovrebbe continuare, soprattutto nel 1° semestre dell'anno, a risentire dei costi

energetici e dell'impatto sui costi produttivi delle strozzature all'offerta. È possibile che i maggiori costi in carico alle imprese non vengano trasferiti interamente sui prezzi al consumo nei prossimi mesi ma abbiano un impatto comunque non trascurabile sui margini di profitto aziendali.

Ad ottobre le persone in cerca di occupazione sono calate di 64mila rispetto al mese precedente, mentre il **tasso di disoccupazione** è sceso di un decimo al 7,3% tornando al di sotto del livello di febbraio 2020. Il tasso dei senza lavoro è calato di un decimo sia tra le donne (7,7%) che tra gli uomini (6,4%) mentre nei giovani si è portato al 15,9% da un 16,1% precedente. Tra le principali economie il tasso di disoccupazione è calato in Francia (7,6% da 7,7%) e Spagna (14,5% da 14,6%); è invece salito in Italia (9,4% da 9,2%) e rimasto stabile in Germania (3,3%). In prospettiva le indagini congiunturali confermano solide intenzioni di assunzione da parte delle imprese ma è possibile che nei prossimi mesi la recrudescenza dei contagi e la reintroduzione di restrizioni in alcuni paesi possano frenare temporaneamente la ripresa dell'occupazione nei settori più esposti al rischio sanitario. Il trend di calo del tasso dei senza lavoro potrebbe quindi interrompersi nei mesi a cavallo d'anno per poi riprendere in misura più sostenuta nel medio termine.

Ad ottobre le **vendite al dettaglio** sono cresciute di +0,2% m/m, mentre la flessione registrata nel mese precedente è stata rivista verso il basso di un decimo a -0,4% m/m. In termini tendenziali la crescita rallenta a 1,4% da 2,6% precedente. Sul mese solo gli acquisti di alimenti subiscono una contenuta correzione (-0,1% m/m da +0,8% m/m) a fronte di progressi diffusi a tutti gli altri comparti. Nei prossimi mesi il forte rincaro delle tariffe energetiche potrebbe spiazzare gli acquisti di beni più discrezionali. Le stesse tipologie di acquisti potrebbero risentire anche della recente risalita dei contagi che si sta riflettendo nei dati di mobilità; è comunque probabile che rispetto a precedenti ondate i consumatori siano meno sensibili al rischio sanitario.

Germania. A novembre l'**inflazione** armonizzata è salita al 6,0% a/a dal 4,6% precedente, ben oltre le attese ferme al 5,5%, portandosi sui massimi dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. Su base nazionale l'inflazione è invece balzata al 5,2% a/a dal 4,5% di ottobre, sui massimi dal giugno del 1992 (quando raggiunse il 6,2%). Sul mese i prezzi sono cresciuti di 0,3% sull'indice armonizzato mentre sono calati di 0,2% su quello nazionale. Lo spaccato parziale dell'indice dei prezzi al consumo su base nazionale pubblicato da Destatis suggerisce come sia ancora la componente energetica (22,1% a/a da 18,6% precedente) a trainare l'inflazione ma con un'accelerazione della crescita dei listini diffusa però anche ai servizi (2,8% a/a da 2,4%), che potrebbero però aver risentito di effetti base particolarmente favorevoli e di anomalie stagionali dovute alla componente tipicamente volatile dei pacchetti vacanze. Si conferma invece stabile all'1,4% a/a l'inflazione degli affitti. Riteniamo che l'inflazione armonizzata tedesca possa ridimensionarsi gradualmente già a partire dai prossimi mesi, soprattutto da gennaio, una volta venuti meno una serie di fattori straordinari che hanno sostenuto l'inflazione nel 2021, ma non dovrebbe ritornare al di sotto della soglia del 2% prima del 2023. L'inflazione tedesca dovrebbe inoltre rimanere, anche l'anno prossimo, su livelli più elevati rispetto alle principali economie dell'area euro.

Il **tasso di disoccupazione tedesco** è sceso al 5,3% in novembre, un decimo in meno rispetto al mese precedente. Per dicembre ci aspettiamo 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. La **stima flash** indica che a novembre l'**inflazione** ha visto una nuova crescita, sia sull'indice nazionale, a 2,8% a/a da 2,6% di ottobre, che sulla misura armonizzata, a 3,4% a/a da 3,2% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di quattro decimi su entrambe le misure. Il rialzo tendenziale è ancora spiegato principalmente dalla componente energia (a 21,6% a/a da 20,2%), visti gli ulteriori rincari di carburanti e gas naturale.

La lettura finale del **PIL** (+3,0% t/t), relativa al 3° trimestre, conferma la crescita acquisita dall'economia transalpina a +6,6%, ma soprattutto consente di chiudere sostanzialmente il gap con i livelli pre-pandemici (-0,1%). Il contributo maggiore è giunto dalla domanda interna (+3,3% al netto delle scorte, dopo il +1,5% nel 2° trimestre) e in particolare dai consumi privati, che hanno registrato un balzo di +5,0% t/t. Un contributo positivo è arrivato anche dal canale estero (seppure ancora lontano dai livelli pre-crisi), data la crescita dell'export (+2,3%) a fronte di una sostanziale stabilità per l'import (+0,1%). Sono risultati stagnanti gli investimenti (-0,1% da 2,5%), e le scorte hanno fornito un contributo negativo (-0,9 punti). Nel trimestre corrente, la crescita potrebbe avvicinarsi a zero. Tuttavia, l'economia è attesa tornare a espandersi nel 2022.

La **spesa per consumi**, nel mese di ottobre, ha riportato una correzione di -0,4% (il dato di settembre è stato rivisto verso l'alto di quattro decimi, da -0,2% a +0,2%), posizionandosi a -1,8% dai livelli registrati a dicembre 2019. Sulla lettura del dato ha inciso negativamente la componente manifatturiera (beni durevoli -2,7% e tessile -1,3%), a fronte di un rimbalzo dell'alimentare (+0,7% da -1,5%) e dell'energia (+1,0% da -0,3%). La spesa delle famiglie nei prossimi mesi potrebbe risultare frenata dalle più diffuse pressioni inflazionistiche.

In ottobre, la **produzione industriale** ha sorpreso verso l'alto, riportando una crescita di +0,9% m/m sia nel manifatturiero che nell'industria nel suo complesso (rispettivamente -1,6% e -1,5% a settembre). Il gap rispetto ai livelli pre-pandemici (febbraio 2020) resta ancora ampio: -5,3% per il manifatturiero e -4,5% per l'industria in senso lato. Tuttavia, le tensioni connesse ai colli di bottiglia all'offerta sembrano aver toccato un picco e potrebbero progressivamente moderare, favorendo un recupero per i settori maggiormente colpiti come il comparto auto.

Italia. La seconda stima dei dati di contabilità nazionale ha confermato che nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di 2,6% t/t, mentre la variazione tendenziale è stata rivista al rialzo di un decimo al 3,9%. L'espansione è stata trainata dalla domanda interna, soprattutto di consumi privati (+3,0% t/t da +5,0% t/t precedente) ma si registra un incremento anche per gli investimenti (+1,6% t/t da +2,4% t/t del 2° trimestre), che è diffuso a tutte le componenti con la sola eccezione dei mezzi di trasporto, in calo per il secondo trimestre consecutivo (-7,1% da -5,3% t/t). Anche le esportazioni nette hanno fornito un apporto positivo alla crescita (+0,5 punti percentuali), così come le scorte (+0,1%). Rispetto a fine 2019, gli investimenti hanno già recuperato i livelli pre-crisi mentre il gap ancora presente nella spesa per consumi (-1,3%) è spiegabile interamente dai servizi (-7,2%). Dal lato dell'offerta sia l'industria che, soprattutto, i servizi hanno contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto, a fronte di una flessione dell'attività nel settore primario. Dopo il picco toccato nei trimestri centrali dell'anno, prevediamo un rallentamento della ripresa intorno allo 0,3% t/t a fine anno; è possibile una moderata riaccelerazione in corso d'anno nel 2022.

Nel 3° trimestre il **fatturato nei servizi** è cresciuto del 3,7% t/t, registrando il terzo trimestre consecutivo di ripresa dopo il già solido +5,3% t/t dei tre mesi precedenti. Il settore è risultato trainante per l'espansione nei trimestri centrali dell'anno grazie all'effetto-riaperture (i comparti che hanno registrato i più forti ritmi di crescita tra la primavera e l'estate sono stati infatti quelli legati al turismo e alle attività ricreative). L'indice destagionalizzato del fatturato nei servizi ha già superato i livelli pre-crisi ma lo spaccato settoriale offre un quadro decisamente diversificato: se la ripresa è ormai completa nei comparti meno esposti al rischio sanitario (commercio all'ingrosso, trasporto e magazzinaggio, comunicazione e informazione), il gap da colmare è ampio nei servizi ricettivi e ristorativi (-2,4% rispetto a fine 2019) e nelle agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese (-10,4%). La ripresa dell'attività nei servizi dovrebbe proseguire anche tra l'autunno e l'inverno, ma a ritmi più blandi: alla luce delle rinnovate incertezze sul fronte sanitario è possibile che un ritorno ai livelli pre-COVID diffuso a tutti i comparti possa risultare posticipato ai trimestri centrali del 2022.

L'indice **PMI manifatturiero** di novembre ha toccato un nuovo massimo storico salendo a 62,8 da un precedente 61,1. L'indagine si unisce a quelle condotte dall'Istat nel segnalare una crescita della produzione e degli ordinativi a fronte però di livelli ancora elevati di commesse inevase e tempi di consegna, con le imprese che segnalano una forte volontà di aumentare le assunzioni. Resta però pesante il carico dei costi alla produzione che le aziende stanno trasferendo in maniera diffusa ai consumatori (l'indice relativo ai prezzi di vendita ha raggiunto un nuovo record). L'indagine conferma il contesto di eccesso di domanda, anche se in Italia le strozzature all'offerta appaiono meno severe che in Germania. In questa fase tuttavia le indagini sovrastimano l'entità della ripresa produttiva.

L'indice **PMI dei servizi** a novembre è salito a 55,9 da 52,4 di ottobre, sui massimi da agosto e su livelli coerenti con un'espansione ancora solida nel settore. Oltre a un'accelerazione della crescita delle nuove commesse l'indagine riporta anche un'intensificazione delle pressioni sui prezzi, pagati e ricevuti, con gli indici relativi che raggiungono nuovi massimi storici. L'indice composito è quindi salito al 57,6 da 54,2 precedente, sui massimi da agosto. Il maggior ottimismo delle imprese in Italia rispetto a Francia e Germania è imputabile a una situazione sanitaria meno preoccupante; è tuttavia possibile che la maggiore incertezza possa pesare sulla tornata di indagini di dicembre.

Le rilevazioni sul mercato del lavoro hanno evidenziato che ad ottobre si è registrato un ampio calo degli inattivi (-79mila, -0,6% m/m), che non si è interamente tradotto in nuovi posti di lavoro: i disoccupati (+51mila, +2,2% m/m) sono infatti cresciuti più degli occupati (+35mila, +0,2% m/m). Di conseguenza il **tasso di disoccupazione** è salito al 9,4% dal 9,2% di settembre. La crescita degli occupati di ottobre è limitata agli uomini; a livello contrattuale aumentano i dipendenti (+44mila) e calano leggermente i lavoratori autonomi (-9mila). Negli ultimi due mesi il percorso di riassorbimento degli inattivi nella forza lavoro ha registrato una brusca riaccelerazione: a ottobre, gli inattivi risultano superiori di 62mila unità rispetto a febbraio 2020 (il gap si attestava a oltre 200mila unità ad agosto). Le recenti dinamiche offrono solidi presupposti per il recupero della partecipazione nel corso del 2022, anche se resta incertezza sull'effettiva capacità delle assunzioni di tenere il passo con il rientro degli inattivi nella forza lavoro. Il potenziale di recupero per l'occupazione è ampio (rispetto ai livelli pre-crisi gli occupati sono ancora inferiori di quasi 200mila unità) e le indagini congiunturali segnalano un'ampia ripresa delle assunzioni, soprattutto nella manifattura, ma su alcuni settori potrebbero pesare problematiche di mismatch tra domanda e offerta. In ogni caso, il calo del tasso di disoccupazione sarà graduale.

A novembre la stima preliminare dell'indice dei prezzi al consumo ha spinto l'**inflazione** calcolata sulla base dell'indice NIC al 3,8% a/a da 3% di ottobre, e quella armonizzata al 4% a/a da 3,2% precedente, sui massimi dall'estate del 2008. Nel mese si registra un incremento dei listini dello 0,7% m/m su base nazionale e di 0,8% m/m sull'indice armonizzato. L'inflazione continua ad essere trainata soprattutto dalle componenti più legate all'energia, come i trasporti (al netto delle dinamiche stagionali che riguardano ferrovie e traghetti) e i combustibili, ma la risalita è più diffusa che nei mesi precedenti. L'inflazione core si è portata a 1,4% a/a sia sulla misura nazionale che armonizzata (rispettivamente da 1,1% a/a e 1,2% a/a precedente). È possibile che la risalita dell'inflazione nei servizi ricettivi (2,8% da 2,5% a/a di ottobre) e in quelli ricreativi (0,5% da 0,3% a/a) stia beneficiando anche di un effetto base favorevole rispetto allo scorso anno. La crescita dei prezzi dei beni manufatti (+0,7% a/a, +0,1% m/m) ha invece iniziato solo recentemente a subire il trasferimento dei maggiori costi produttivi delle imprese ai consumatori finali. Nel nostro scenario centrale, sia l'inflazione core che quella headline torneranno a scendere nel corso dell'anno prossimo, ma quest'ultima si riporterebbe sotto il 2% solo nel 4° trimestre del 2022.

Ad ottobre i **prezzi alla produzione nell'industria** hanno registrato una violenta accelerazione, pari a +7,1% m/m dal +1,6% m/m di settembre: si tratta del tasso di crescita mensile più forte mai registrato. L'inflazione dei prezzi alla produzione è quindi balzata al 20,4% a/a da un precedente

13,3%, raggiungendo un nuovo massimo storico per il quarto mese consecutivo. Nel mese il rialzo è spiegato quasi esclusivamente dai prezzi energetici sul mercato interno (+28,3% m/m, +70,8% a/a). Al netto dell'energia la crescita dei prezzi, seppur più contenuta, rimane vivace (+0,5% m/m, +7,9% a/a), trainata dai beni intermedi (+0,9% m/m, +15,2% a/a), che continuano a risentire delle difficoltà nel reperire input produttivi. Il dato conferma la presenza di forti pressioni inflattive a monte della catena produttiva e segnala un ampio potenziale di trasferimento dei maggiori costi produttivi agli utilizzatori finali nei prossimi mesi.

Nelle **costruzioni i prezzi alla produzione** sono cresciuti di 0,1% m/m dopo la stagnazione registrata a settembre (+4,5% a/a da +4,9% a/a precedente). L'inflazione dei prezzi alla produzione è particolarmente vivace nell'edilizia non residenziale (+6,7% a/a, in leggero rallentamento dal record storico di agosto), mentre in quella residenziale si è stabilizzata al 2,4% a/a per il terzo mese consecutivo. I dati trimestrali sui **prezzi alla produzione nei servizi** hanno infine registrato una crescita di 0,9% t/t (1,3% a/a, sui massimi dalla primavera del 2019). Alla luce di una dinamica salariale ancora debole, è possibile che nei prossimi mesi, ad eccezione dei comparti più esposti all'energia (come i trasporti), l'inflazione dei prezzi alla produzione nei servizi rimanga su livelli decisamente più ridotti rispetto a quella di industria e costruzioni.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	nov	50.8		52.2
PMI manifatturiero - NBS	nov	49.2	49.6	50.1
PMI non manifatturiero - NBS	nov	52.4		52.3
PMI manifatturiero - Caixin	nov	50.6	50.5	49.9
PMI servizi - Caixin	nov	53.8		52.1

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

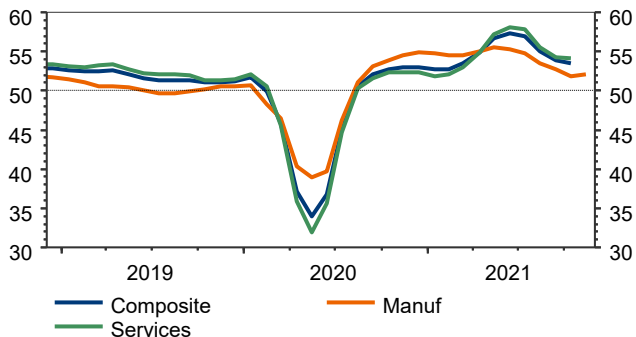
Gli indici **PMI** hanno complessivamente sorpreso al rialzo evidenziando un miglioramento dell'attività manifatturiera in seguito alla normalizzazione delle forniture di energia elettrica, un impatto negativo ma moderato delle misure di contenimento dei contagi sul settore dei servizi e un incremento di attività nel settore delle costruzioni. Hanno inoltre segnalato un netto calo dei prezzi degli input nonostante rimangano ancora irrisolti i problemi logistici e di scarsità dei materiali. L'indice **PMI manifatturiero del NBS** è salito da 49,2 in ottobre a 50,1 in novembre, contro le aspettative di consenso di un marginale calo. L'incremento è diffuso a quasi tutte le componenti e trainato dalla produzione, salita da 48,4 in ottobre a 52,0 in novembre. Il ritmo di contrazione degli ordini è diminuito, soprattutto per gli ordini interni. Molto significativo è stato il rallentamento dei prezzi degli input, a 52,9 da 72,1 – vicino ai massimi storici – di ottobre, grazie alla diminuzione dei prezzi del carbone ma anche di altre materie prime. Si registra un incremento dell'attività per le grandi e medie imprese e una diminuzione del ritmo di contrazione per le piccole. Il **PMI non manifatturiero** ha subito invece una lieve flessione, da 52,4 in ottobre a 52,3 in novembre, minore di quella attesa dal consenso, determinata dal calo del PMI dei servizi. Quest'ultimo è sceso da 51,6 in ottobre a 51,1 in novembre, trainato al ribasso dal calo moderato di tutte le componenti ad eccezione dell'occupazione (stabile). Il **PMI delle costruzioni** è invece risalito da 56,9 in ottobre a 59,1 in novembre, portandosi poco sotto il livello di agosto, grazie ad un aumento della componente degli ordini, salita di quasi due punti a 54,2, ai massimi da aprile. Le aspettative sono invece scese ma restano comunque poco sopra i minimi di gennaio 2016 (non tenendo conto dei crolli di febbraio 2020 e gennaio 2021 dovuti alla pandemia). Il **PMI composito** è quindi salito da 50,8 in ottobre a 52,2 in novembre.

Il **PMI manifatturiero di Caixin** è invece sceso da 50,6 in ottobre a 49,9 in novembre, contrariamente alle attese (consenso Bloomberg 50,6) e alla rilevazione dell'Ufficio Statistico pubblicata ieri. Alla flessione ha contribuito un calo degli ordini sia totali, scesi nuovamente poco sotto 50, sia esteri, dove si registra però un rallentamento della contrazione (da 48,1 in ottobre a

49,9 in novembre). A questi fattori si sono aggiunti un ulteriore calo della componente occupazione, che rimane in territorio di flessione da quattro mesi, e un lieve aumento dei tempi di consegna. La produzione ha invece superato di poco quota 50, portandosi a 50,1 in novembre da 48,8 in ottobre, grazie al miglioramento delle forniture di energia elettrica. Similmente a quanto accaduto nella rilevazione dell'Ufficio Statistico, le componenti dei prezzi hanno registrato una forte discesa, ritornando sui livelli di ottobre 2020. Nel complesso l'indice segnala condizioni generalmente stabili per il settore manifatturiero dopo il miglioramento di ottobre. Il **PMI dei servizi** rilevato da **Caixin Markit** è sceso da 53,8 in ottobre a 52,1 in novembre, spinto al ribasso da un netto rallentamento degli ordini (da 54,1 in ottobre a 50,7 in novembre) e, in misura minore, della produzione, mentre sono lievemente salite sia la componente dell'occupazione, che a 50,7 rimane in territorio di moderata espansione, sia quella delle aspettative. Il calo del PMI sia dei servizi sia del settore manifatturiero ha determinato una modesta correzione del **PMI composito** da 51,5 in ottobre a 51,2 in novembre.

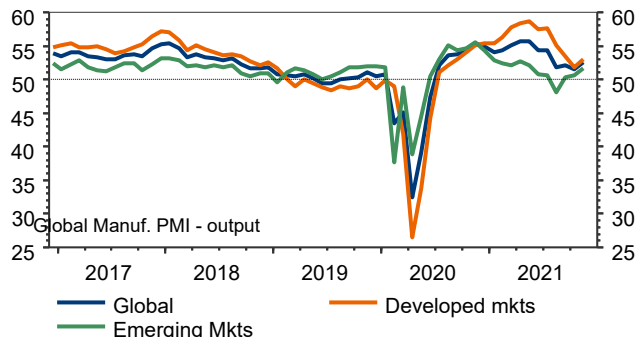
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



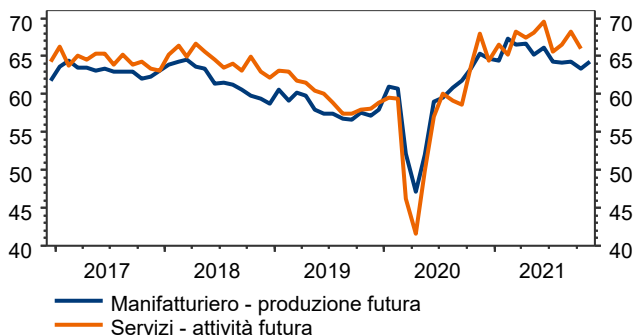
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



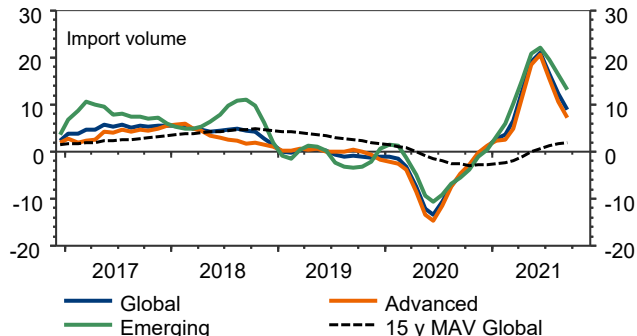
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



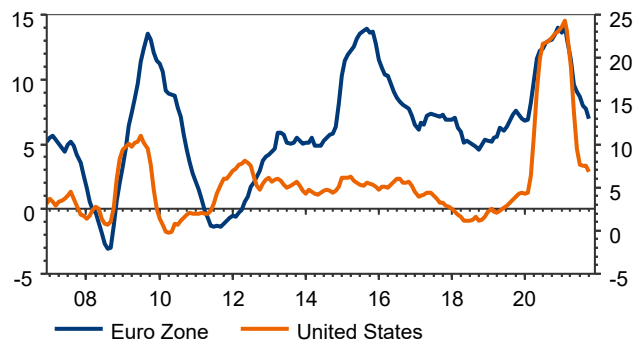
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



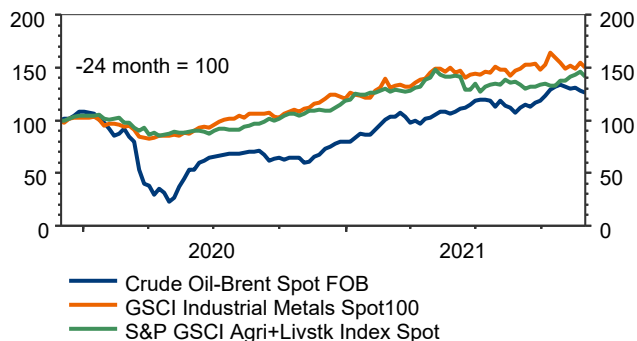
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

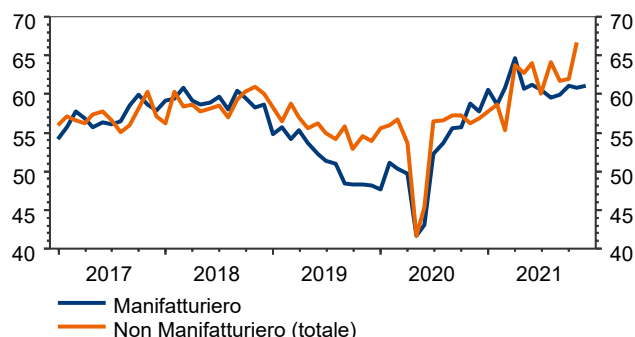
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

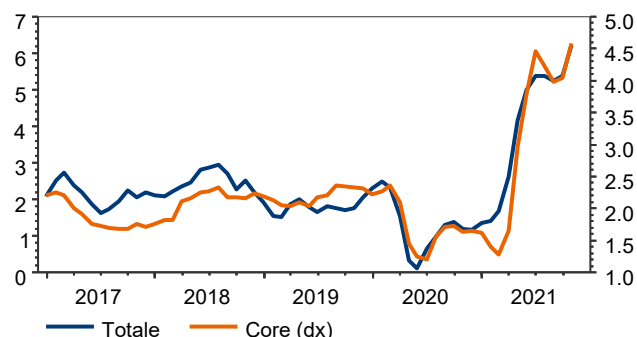
Stati Uniti

Indagini ISM



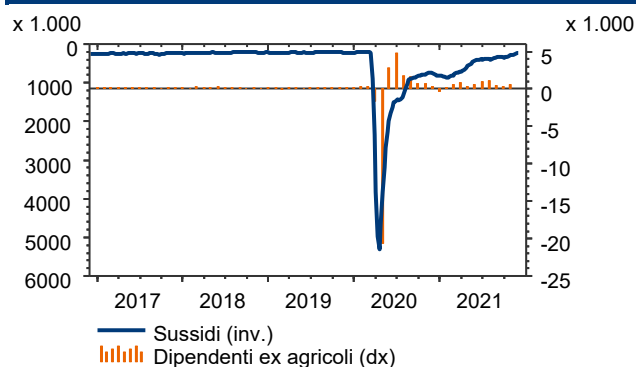
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



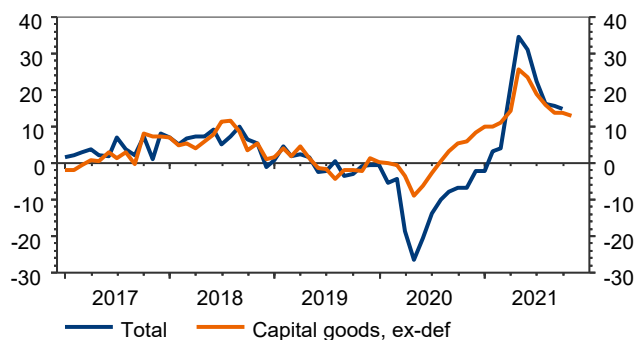
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

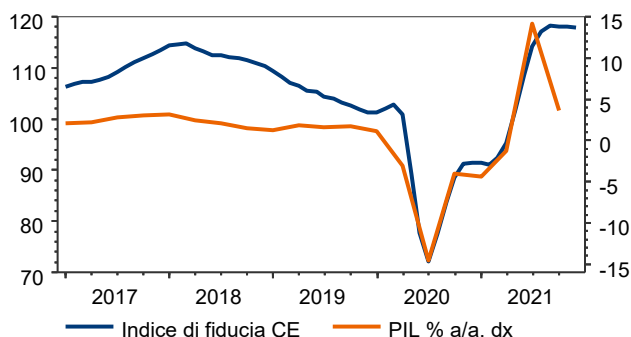
Previsioni

	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	3.5	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.4	3.7	3.5

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

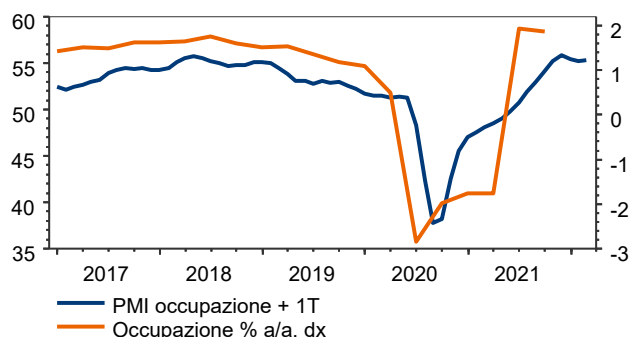
Area euro

PIL



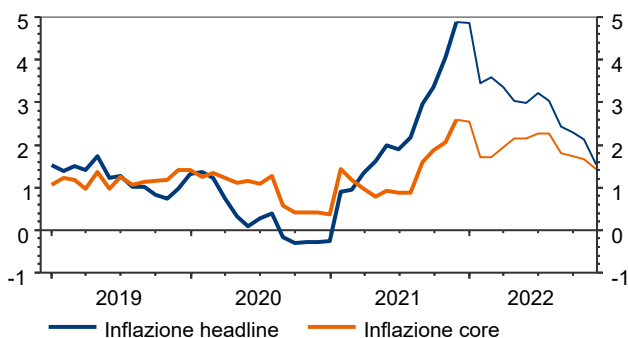
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	3.4
febbraio	1.2	0.9	3.6
marzo	0.7	1.3	3.4
aprile	0.3	1.6	3.0
maggio	0.1	2.0	3.0
giugno	0.3	1.9	3.2
luglio	0.4	2.2	3.0
agosto	-0.2	3.0	2.4
settembre	-0.3	3.4	2.3
ottobre	-0.3	4.1	2.1
novembre	-0.3	4.9	1.5
dicembre	-0.3	4.9	1.5

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T3	T4	T1					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.0	3.8	-4.0	-4.4	-1.2	14.2	3.7	4.4	5.2	4.0
- t/t				12.6	-0.4	-0.3	2.1	2.2	0.3	0.5	1.0
Consumi privati	-8.0	3.4	5.3	14.5	-3.2	-2.3	3.4	4.4	0.5	0.5	1.0
Investimenti fissi	-7.3	4.4	5.3	13.9	2.7	0.0	1.1	0.9	1.5	1.4	1.4
Consumi pubblici	1.3	3.2	0.8	5.5	0.8	-0.5	1.2	0.3	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	-9.4	9.5	4.8	16.4	4.2	1.1	2.7	1.0	1.2	1.1	1.1
Importazioni	-9.3	6.9	5.2	11.7	4.8	1.0	2.8	0.3	1.4	1.4	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.1	-0.3	-1.6	0.6	0.9	-0.2	-0.7	-0.3	0.0	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	2.6	2.7	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	3.5	3.1
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.5	2.5	-6.8	-1.6	3.6	22.4	6.0	0.6	0.3	1.5
Disoccupazione (%)	7.9	7.8	7.6	8.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.5	7.8	7.7
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

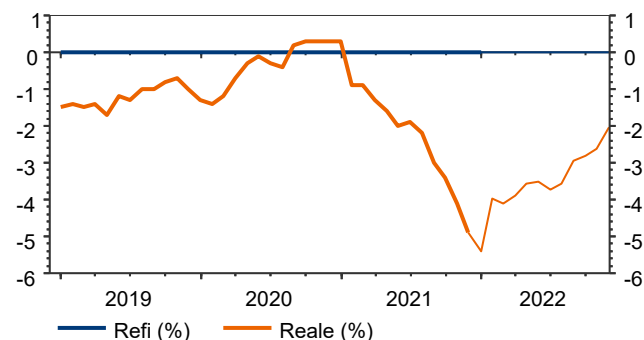
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	2/12	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	-0.57	-0.55	-0.53	-0.52	-0.51

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

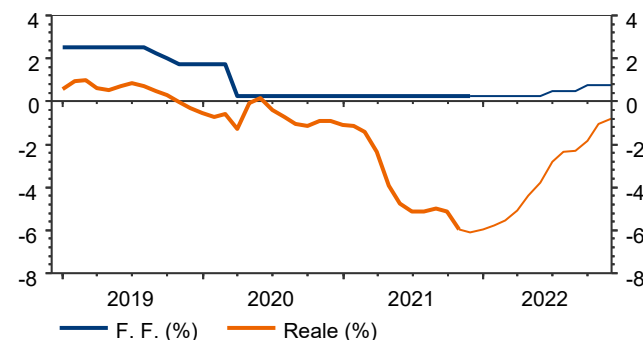


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	2/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75
Libor USD 3m	0.19	0.15	0.13	0.17	0.15	0.16	0.31	0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

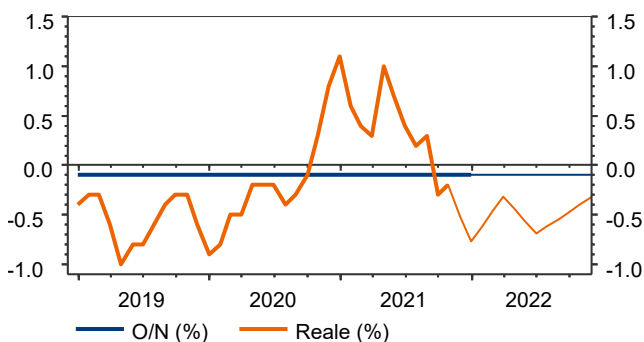


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	2/12	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	-0.08	-0.04	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

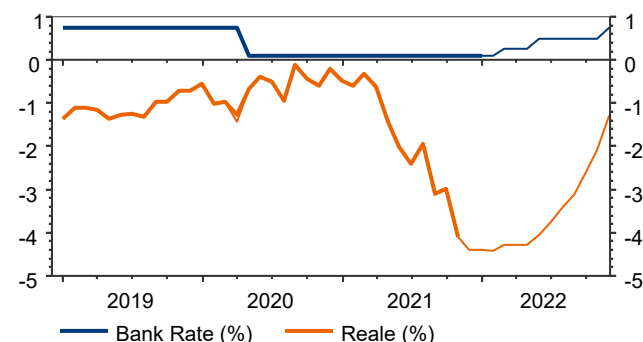


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	2/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.50	0.50
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	0.11	0.20	0.40	0.60	0.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	3/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.22	1.22	1.19	1.16	1.1290	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	109	104	110	110	114	113.33	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.30	1.35	1.41	1.39	1.37	1.3275	1.33	1.37	1.41	1.46	1.50
EUR/CHF	1.09	1.08	1.10	1.09	1.06	1.0397	1.05	1.07	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	120	126	134	131	132	127.95	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.85	0.90	0.86	0.86	0.85	0.8501	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
---------------	-------	---------------------------------