

Weekly Economic Monitor

Il punto

La BCE ha alzato i tre tassi ufficiali di 75pb, come atteso, segnalando che **seguiranno altri rialzi**. Tuttavia, il giudizio sulle prospettive dell'economia reale è diventato ora univocamente negativo, il che rende più probabile un rallentamento dei rialzi già a dicembre, e un fermo entro marzo 2023. **Confermate anche le anticipazioni di un intervento sul programma TLTRO**. Dal 23/11, le banche pagheranno il DFR o il refi vigente, a seconda che abbiano centrato o no il benchmark: la riduzione del bilancio sarà così anticipata. Inattesa, ma irrilevante per la politica monetaria, la riduzione del tasso applicato alla riserva obbligatoria, ora agganciata al DFR invece che al tasso sulle MRO.

FOMC: in arrivo un altro rialzo di 75pb e una nuova fase, meno automatica, del ritmo della restrizione monetaria. La riunione del FOMC di inizio novembre dovrebbe concludersi con fed funds in rialzo di 75pb a 3,75-4%. L'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo resterà centrale, ma la conferenza stampa dovrebbe preparare a una nuova fase del ciclo monetario, che dovrà calibrare i rialzi valutando gli effetti degli interventi già attuati e i rischi ormai più bilanciati fra restrizione insufficiente ed eccessiva. Il FOMC dovrebbe lasciare aperto l'esito della riunione di dicembre, con la possibilità di tassi in rialzo di 50 o 75pb.

Italia: il discorso programmatico del nuovo Presidente del Consiglio Giorgia Meloni ha segnato una moderata discontinuità rispetto al precedente esecutivo, utilizzando toni "moderati" in tema di confronto con la UE, modifiche al PNRR, politiche fiscali espansive.

I market mover della settimana

In **area euro** i dati sul PIL nel 3° trimestre dovrebbero registrare un rallentamento della crescita su ritmi modesti in Italia e nel complesso dell'Eurozona. Il dato preliminare di ottobre dovrebbe vedere una accelerazione dell'inflazione in area euro, al 10,9%. In calendario anche i dati occupazionali di settembre nell'Eurozona e di ottobre in Germania, e le rilevazioni di settembre sulla produzione industriale francese e gli ordini all'industria tedeschi.

L'agenda della settimana negli **Stati Uniti** è fitta di dati ed eventi cruciali per il quadro economico. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con il quarto rialzo consecutivo di 75pb e fed funds al 4%. Il focus sarà sulla conferenza stampa di Powell che dovrebbe aprire a una fase di "calibrazione" dei rialzi, preparando un futuro rallentamento del ritmo di restrizione senza modificare l'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo. Sul fronte dei dati, l'employment report dovrebbe mostrare occupati in aumento, ma a un passo più contenuto rispetto ai mesi precedenti. Il tasso di disoccupazione dovrebbe risalire marginalmente a 3,6%. Gli indici ISM di ottobre dovrebbero correggere, segnalando indebolimento della crescita ma restando ancora in territorio espansivo.

28 ottobre 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

La BCE ha alzato i tre tassi ufficiali di 75pb, come atteso, segnalando che **seguiranno altri rialzi**. Tuttavia, il giudizio sulle prospettive dell'economia reale è diventato ora univocamente negativo, il che rende più probabile un rallentamento dei rialzi già a dicembre, e un fermo entro marzo 2023.

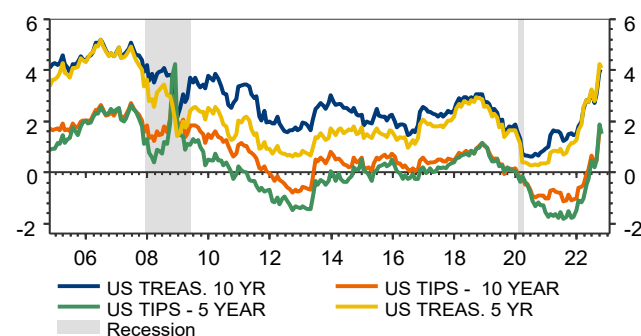
Confermate anche le anticipazioni di un intervento sul programma TLTRO. Dal 23/11, le banche pagheranno il DFR o il refi vigente, a seconda che abbiano centrato o no il benchmark: la riduzione del bilancio sarà così anticipata. Inattesa, ma irrilevante per la politica monetaria, la riduzione del tasso applicato alla riserva obbligatoria, ora agganciata al DFR invece che al tasso sulle MRO.

- La BCE ha portato il tasso sui depositi (DFR), il tasso sulle MRO (refi) e il tasso MLR rispettivamente a 1,50%, 2,00% e 2,25%. La mossa, accuratamente preparata, è stata dunque di 75pb, come già scontavano i mercati.
- Riguardo al futuro, il comunicato ripete l'avviso che **i tassi saranno alzati ancora** alle prossime riunioni e che la dimensione della mossa dipenderà dall'evoluzione del quadro macroeconomico. Lagarde non si è sbilanciata sull'estensione futura dei rialzi, legandola al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione; alcuni commentatori hanno creduto di leggere nel comunicato indicazioni che i rialzi si fermeranno a dicembre, ma tale interpretazione non è affatto suffragata dalle dichiarazioni di Lagarde. L'analisi economica presentata da Lagarde, però, mostra ora un **quadro prospettico inequivocabilmente negativo**, caratterizzato da indebolimento dell'attività economica fino al primo trimestre 2023 e aumento della disoccupazione, seppure partendo da livelli molto bassi. Per l'inflazione, i rischi sono ancora giudicati al rialzo. Rispetto alle previsioni di settembre, Lagarde ha detto che la situazione si sta evolvendo un po' peggio dello scenario di base, ma molto meglio rispetto allo scenario negativo. **A nostro giudizio, il concretizzarsi delle ipotesi di rallentamento della domanda implica che la BCE dovrà presto rallentare il ritmo dei rialzi dei tassi.**
- Ugualmente attesa, dopo le indiscrezioni mirate fatte circolare nelle scorse settimane, anche la **manovra sulle condizioni TLTRO**, finalizzata a rimuovere ogni "deterrente ai rimborsi volontari". Dal 23/11, le banche pagheranno il tasso di riferimento vigente, cioè il DFR se il benchmark è stato centrato o il tasso MRO se è stato mancato, e non più la media dei tassi lungo tutta la vita dell'operazione. Per rendere possibile una riduzione più graduale, saranno introdotte 3 opzioni aggiuntive di rimborso anticipato, di cui la prima già il 23 novembre. La mossa è stata giustificata con la necessità di facilitare la trasmissione della restrizione di politica monetaria e di aumentare la disponibilità di collaterale.
- In aggiunta, la BCE ha anche annunciato che la remunerazione della riserva obbligatoria, precedentemente pari al tasso MRO, sarà ora fissata al DFR. La riduzione è giustificata come un riallineamento ai tassi di mercato monetario.
- La presidente Lagarde ha avvisato che si sta anche avvicinando il momento di annunci sui **reinvestimenti APP**. **I principi chiave** del piano di riduzione dei reinvestimenti **saranno discussi il 15 dicembre**, ma non c'è alcun impegno a comunicare un programma di riduzione per tale data.
- **Prospettive:** ci aspettiamo un nuovo rialzo dei tassi di 50pb il 15 dicembre, e quindi ulteriori ritocchi a inizio 2023 per portare il tasso sui depositi a 2,25-2,50% (dipenderà dall'intensità della contrazione che interesserà l'economia dell'Eurozona e dall'andamento dell'inflazione). Il mercato degli OIS ha ridimensionato le proprie aspettative: il tasso terminale è sceso a 2,50-2,75%, e su dicembre viene scontato un rialzo di 50pb. In merito all'APP, riteniamo che la riduzione del portafoglio potrebbe iniziare a metà 2023, ma anche questa parte della normalizzazione dipenderà dalla gravità della recessione dei prossimi mesi.

FOMC: in arrivo un altro rialzo di 75pb e una nuova fase, meno automatica, del ritmo della restrizione monetaria. La riunione del FOMC di inizio novembre dovrebbe concludersi con fed funds in rialzo di 75pb a 3,75-4%. L'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo resterà centrale, ma la conferenza stampa dovrebbe preparare a **una nuova fase del ciclo monetario**, che dovrà calibrare i rialzi valutando gli effetti degli interventi già attuati e i rischi ormai più bilanciati fra restrizione insufficiente ed eccessiva. Il FOMC dovrebbe lasciare aperto l'esito della riunione di dicembre, con la possibilità di tassi in rialzo di 50 o 75pb.

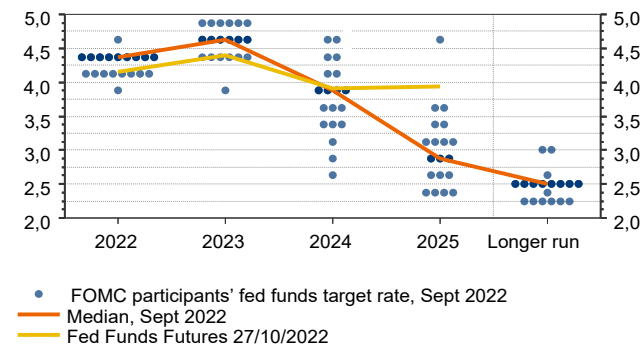
- Dopo la rivoluzione delle proiezioni emersa a settembre, la riunione del FOMC di novembre dovrebbe essere di assestamento, in attesa di nuove informazioni su domanda, prezzi e mercato del lavoro. L'esito in termini di tassi è ormai scontato, con una **variazione attesa di 75pb per la quarta riunione consecutiva**, in linea sia con le indicazioni del grafico a punti sia con i commenti dei partecipanti al FOMC. Il comunicato stampa potrebbe rilevare un deterioramento della crescita attesa, ma giudicare ancora il mercato del lavoro sotto pressione e l'inflazione elevata e diffusa, ritenendo appropriati ulteriori rialzi dei tassi.
- In assenza di revisioni alle proiezioni macro e dei tassi, la comunicazione sarà affidata alla **conferenza stampa di Powell**, che dovrebbe confermare la determinazione del Comitato a portare i tassi in territorio restrittivo e a mantenerli su tali livelli "per un certo tempo", per garantire il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%. A nostro avviso, il messaggio, sempre hawkish in termini di rialzi dei tassi, non sarà più assoluto, ma verrà qualificato dalla necessità di **calibrare il ritmo dei nuovi interventi** alla luce della restrizione monetaria già attuata. Il FOMC dovrebbe avere aperto a questa riunione una discussione approfondita sulla valutazione degli effetti della restrizione già attuata, tenendo conto dei ritardi "lungi e variabili" con cui si trasmettono alla domanda, ai prezzi e al mercato del lavoro. Maggiori dettagli emergeranno dai verbali, ma Powell dovrebbe preparare la strada alla **nuova centralità di "rischi bidirezionali"**, parte integrante delle fasi avanzate dei cicli di rialzo dei tassi. La comunicazione diventerà più difficile, con l'inflazione ancora elevata e il mercato del lavoro sempre sotto pressione, ma dovrebbe sottolineare che la dimensione dei rialzi non potrà più essere ancorata soltanto alle variazioni mensili dell'inflazione corrente.
- A nostro avviso, il FOMC ridurrà in misura considerevole la *forward guidance* di medio termine e determinerà i tassi "riunione per riunione". A novembre, dopo il rialzo di 75pb, il Comitato cercherà di rendere meno deterministico il sentiero dei tassi e l'esito delle riunioni di dicembre e gennaio non dovrebbe essere indicato adesso. Per dicembre, il rialzo atteso sarà in un range fra 50 e 75pb, ma la Fed cercherà di non pregiudicare la prossima riunione, segnalando però che sarà possibile **ridurre la dimensione dei rialzi senza per questo abbassare la guardia in termini di lotta all'inflazione**. La nostra previsione per ora rimane di 50pb a dicembre, se pure con rischi verso l'alto, alla luce dei diversi segnali di svolta osservati e previsti sulle variabili economiche rilevanti (domanda, prezzi dei beni e domanda di lavoro).
- **Il 2022 si dovrebbe chiudere con fed funds a 4,5%** o, in caso di Fed ancora aggressiva, a 4,75%. Per quanto riguarda **il 2023, il punto di arrivo dei tassi dovrebbe essere a 4,75%**, con rischi per un picco a 5%. Il sentiero per gran parte dell'anno sarà piatto ma, con l'arrivo della recessione e segnali di riduzione relativamente veloce dell'inflazione, nella parte centrale del 2023 il focus sarà sui tempi della nuova svolta della politica monetaria.

La rapida marcia dei tassi reali...



Fonte: Refinitiv Datastream

...dovrebbe permettere un rallentamento del ritmo dei rialzi



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

Italia: il discorso programmatico del nuovo Presidente del Consiglio Giorgia Meloni ha segnato una moderata discontinuità rispetto al precedente esecutivo, utilizzando toni "moderati" in tema di confronto con la UE, modifiche al PNRR, politiche fiscali espansive.

Il nuovo Governo guidato da Giorgia Meloni ha ottenuto la fiducia il 25 ottobre alla Camera con 235 voti favorevoli, 154 voti contrari e 5 astenuti (contro una maggioranza richiesta di 195, e una maggioranza teorica dei componenti dell'aula di 201) e il 26 ottobre al Senato, con 115 voti favorevoli, 79 contrari e 5 astenuti (contro una soglia richiesta di 98, e una maggioranza teorica assoluta dei senatori a 104). Tra le priorità dell'azione di governo indicate dal nuovo Presidente del Consiglio nel suo discorso programmatico in Parlamento segnaliamo:

- una piena continuità con l'esecutivo precedente in tema di **politica estera**;
- toni "morbidi" **verso la UE**, che il nuovo Governo intende contribuire a indirizzare verso una "maggiore efficacia in risposta alle crisi";
- in tema di **PNRR**, l'obiettivo non sarà ridisegnare le priorità del piano, ma concordare con la Commissione europea gli aggiustamenti necessari per tenere conto della crisi energetica;
- **interventi per sostenere** il reddito disponibile delle famiglie, tra i quali: la riduzione delle imposte sui premi di produttività; l'innalzamento ulteriore della soglia di esenzione dei cosiddetti *fringe benefit* e il potenziamento del welfare aziendale; l'allargamento della platea di beni primari che godono dell'IVA ridotta al 5%;
- **nuovo "patto fiscale"** articolato in tre punti principali:
 - **riduzione della pressione fiscale** su imprese e famiglie attraverso la riforma dell'Irpef con una progressiva introduzione del quoziente familiare, l'estensione della "flat tax" per le partite Iva dagli attuali 65 mila a 100 mila euro di fatturato; l'introduzione della "tassa piatta" sull'incremento di reddito rispetto al massimo raggiunto nel triennio precedente; la riduzione di 5 punti del cuneo fiscale e contributivo; un meccanismo fiscale per incentivare le assunzioni (che premi le attività ad alta densità di lavoro);
 - **"tregua fiscale"** per "consentire a cittadini e imprese (in particolare PMI) in difficoltà di regolarizzare la propria posizione con il fisco";
 - **lotta all'evasione** che parta da "evasori totali, grandi imprese e grandi frodi sull'Iva", accompagnata da una modifica dei criteri di valutazione dei risultati dell'Agenzia delle Entrate, da ancorare "agli importi effettivamente incassati" (accanto a ciò, è stato annunciato un **innalzamento del tetto all'uso del contante**);
- in tema di **pensioni**, l'obiettivo è facilitare la flessibilità in uscita ma "con meccanismi compatibili con la tenuta del sistema previdenziale", partendo, già dalla prossima legge di bilancio, dal rinnovo delle misure in scadenza a fine anno;
- toni molto critici verso il **Reddito di Cittadinanza** (non è chiaro se in vista di una sua modifica o completa eliminazione);
- in tema di **famiglia** (oltre al quoziente familiare): aumento dell'assegno unico universale, incentivi all'occupazione femminile, asili nido gratuiti e con orari di apertura più estesi;
- sostegno a una riforma costituzionale in senso **presidenziale** (partendo dal modello semi-presidenzialista alla francese).

Nei prossimi giorni, sarà completata la squadra di governo con la nomina di vice-ministri e sottosegretari, e saranno costituite in parlamento le commissioni permanenti che dovranno eleggere i rispettivi presidenti; **i lavori parlamentari inizieranno verosimilmente l'8 novembre** con l'esame del Decreto Aiuti-Ter (da approvare entro il 22 novembre).

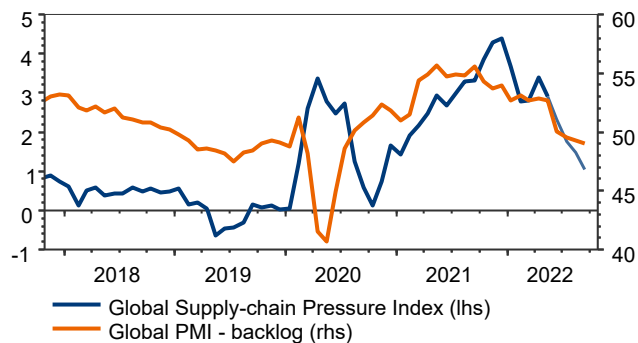
La prima urgenza che dovrà essere affrontata dal nuovo esecutivo è quella della crisi energetica, visto l'incombere di scadenze per gli aiuti a famiglie e imprese nelle prossime settimane: la prima

è quella del 18 novembre per lo sconto sulle accise di benzina e diesel; a fine novembre inoltre scadranno le misure attivate contro il caro bollette (credito di imposta fino al 40% per le imprese, bonus per le famiglie con redditi medio/bassi). Si stima che **il solo rinnovo delle misure esistenti sino a fine anno costi 4,7 miliardi (14-15 miliardi sino al primo trimestre del 2023)**, il che evidentemente riduce gli spazi per provvedimenti di diversa natura. La scelta sarà se varare un nuovo provvedimento oppure inserire le nuove misure nel "Decreto Aiuti-ter" all'esame del Parlamento. In ogni caso, ai 66 miliardi già stanziati dal Governo Draghi a partire da settembre 2021 dovrebbe aggiungersi un **nuovo intervento da almeno 10 miliardi, che dovrebbe essere anch'esso finanziato dall'extra-gettito** fiscale maturato per effetto dell'aumento dei prezzi.

Il secondo appuntamento sarà la predisposizione della **Legge di Bilancio per il 2023**, dopo che il Governo avrà integrato NADEF e DPB con il nuovo quadro programmatico (i precedenti documenti, predisposti dall'esecutivo uscente, contenevano il solo quadro tendenziale). In merito alla manovra 2023, recenti dichiarazioni da parte di importanti esponenti di Fratelli d'Italia (ad esempio, Maurizio Leo, consigliere economico di Giorgia Meloni, e Guido Crosetto) menzionano esplicitamente l'**intenzione di muoversi all'interno degli obiettivi di bilancio tracciati dal precedente Governo**. A tal proposito, la NADEF, rivedendo al ribasso di mezzo punto i livelli attesi di deficit nello scenario a legislazione vigente per il biennio in corso, crea uno **spazio fiscale "teorico" da 10 miliardi** per eventuali nuove misure espansive, nel caso in cui il nuovo esecutivo opti per un nuovo quadro programmatico in linea con quello predisposto dal Governo Draghi nel DEF di sei mesi fa (deficit al 3,9% nel 2023, contro il 3,4% attualmente previsto a legislazione vigente). **Tale obiettivo appare compatibile con l'introduzione in manovra solo di una parte delle misure promesse in campagna elettorale** (estensione della flat tax sulle partite Iva, proroga delle misure esistenti sulle pensioni, forse l'assegno unico universale), mentre molti altri interventi (flat tax "incrementale", taglio del cuneo, quoziente familiare) difficilmente troveranno spazio in manovra, e nella migliore delle ipotesi saranno rimandati. D'altronde, lo stesso Presidente del Consiglio ha ammesso che la crisi energetica costringerà il Governo a rimandare alcune delle misure che erano incluse nel programma elettorale di centro-destra. Nel complesso, sembra di poter dire che le prime mosse del nuovo esecutivo siano improntate a una **maggior "moderazione" rispetto agli orientamenti passati di alcune forze di maggioranza**.

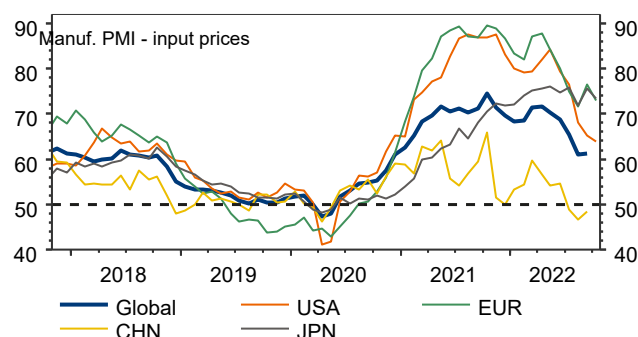
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



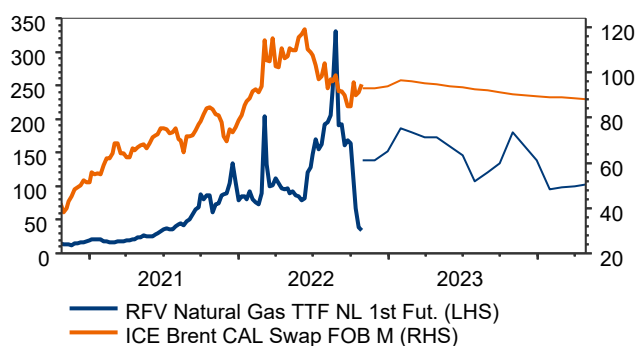
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



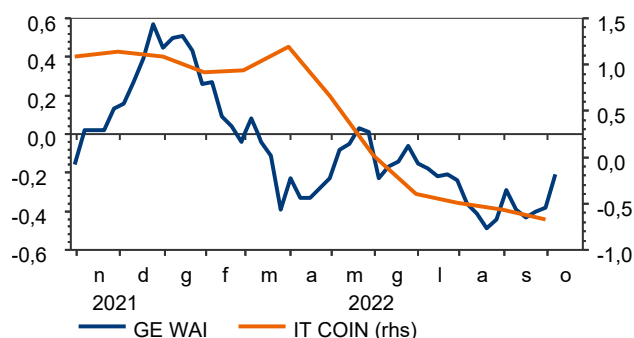
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



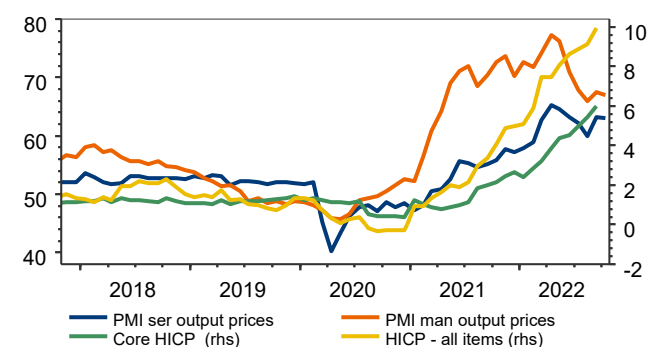
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Indici coincidenti di attività in Germania e Italia



Nota: l'indice tedesco WAI misura il tasso di crescita del PIL nelle ultime 13 settimane rispetto alle 13 settimane precedenti, l'indicatore italiano ITA-coin fornisce una stima mensile della crescita tendenziale dell'attività economica sottostante. Fonte: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia

Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

I market mover della settimana

In **area euro** i dati sul PIL nel 3° trimestre dovrebbero registrare un rallentamento della crescita su ritmi modesti in Italia e nel complesso dell'Eurozona. Il dato preliminare di ottobre dovrebbe vedere una accelerazione dell'inflazione in area euro, al 10,9%. In calendario anche i dati occupazionali di settembre nell'Eurozona e di ottobre in Germania, e le rilevazioni di settembre sulla produzione industriale francese e gli ordini all'industria tedeschi.

L'agenda della settimana negli **Stati Uniti** è fitta di dati ed eventi cruciali per il quadro economico. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con il quarto rialzo consecutivo di 75pb e fed funds al 4%. Il focus sarà sulla conferenza stampa di Powell che dovrebbe aprire a una fase di "calibrazione" dei rialzi, preparando un futuro rallentamento del ritmo di restrizione senza modificare l'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo. Sul fronte dei dati, l'employment report dovrebbe mostrare occupati in aumento, ma a un passo più contenuto rispetto ai mesi precedenti. Il tasso di disoccupazione dovrebbe risalire marginalmente a 3,6%. Gli indici ISM di ottobre dovrebbero correggere, segnalando indebolimento della crescita ma restando ancora in territorio espansivo.

Lunedì 31 ottobre

Area euro

- **Area euro.** I dati di contabilità nazionale già pubblicati sono coerenti con una crescita del PIL nel 3° trimestre allo 0,2% t/t, in rallentamento dallo 0,8% registrato in primavera. In termini tendenziali la crescita è attesa decelerare al 2,1% da un precedente 4,3%. Secondo le indicazioni più recenti, l'economia è già entrata in una fase di contrazione nel trimestre corrente, che potrebbe estendersi anche alla prima parte del 2023.
- **Area euro.** L'**inflazione** è attesa salire vertiginosamente ad ottobre, stimiamo a 10,9% dal 9,9% di settembre; l'indice core dovrebbe crescere a 6,4% da 6% precedente. Nel mese, i prezzi sono visti aumentare dell'1,8%, soprattutto sulla scia dei rincari delle tariffe su elettricità e gas in Italia. Una graduale moderazione della dinamica inflattiva è attesa solo, nel nostro scenario centrale, a partire da marzo 2023. In media annua l'inflazione rimarrà ancora elevata nel 2023: stimiamo a 7,7% dopo l'8,7% del 2022.
- **Italia.** Il **PIL** è visto poco variato nel 3° trimestre (stimiamo a 0,1% t/t), dopo il balzo di 1,1% t/t visto nei mesi primaverili. Il contributo positivo della domanda interna dovrebbe essere quasi interamente compensato dall'apporto negativo degli scambi con l'estero. Dal lato dell'offerta, i servizi dovrebbero avere ancora spinto il valore aggiunto (sia pure in minor misura che nel trimestre precedente), mentre un contributo negativo dovrebbe essere venuto dall'industria (spiegato interamente dalle costruzioni più che dall'industria in senso stretto). Dopo la sostanziale stagnazione estiva, ci aspettiamo una contrazione su base congiunturale del PIL nei due trimestri a cavallo d'anno.

Martedì 1° novembre

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a ottobre è previsto a 50,1 da 50,9 di settembre. Alla luce delle indicazioni omogeneamente deboli di tutte le indagini di ottobre, non solo regionali ma anche PMI, prevediamo una nuova correzione dell'ISM, con ulteriore indebolimento degli ordini, già in territorio recessivo, dell'occupazione e dei prezzi. Il miglioramento delle strozzature all'offerta, la debolezza della domanda estera e il rafforzamento del dollaro mettono pressioni verso il basso sull'attività nel manifatturiero. I dati del traffico merci nei porti americani hanno registrato un crollo dall'estate, segnalando significativa riduzione della domanda domestica.
- La **spesa in costruzioni** di settembre dovrebbe segnare una nuova contrazione, con un calo di -0,4% m/m dopo -0,7% m/m di agosto, sulla scia della persistente debolezza dell'attività nel settore immobiliare residenziale.

Mercoledì 2 novembre**Area euro**

- **Area euro.** Le stime finali dovrebbero confermare l'ampio calo del **PMI manifatturiero** in ottobre, a 46,6 da un precedente 48,4. Sulla lettura aggregata ha pesato il crollo dell'indice tedesco (a 45,7 da 47,8), ma si è vista una accelerazione del ritmo di contrazione anche in Francia (a 47,4 da 47,7); è probabile che le stime italiana e spagnola registrino anch'esse un peggioramento dell'attività rispetto al mese precedente. In **Italia** vediamo un calo del PMI manifatturiero a 47,5 da un precedente 48,3.
- **Germania.** Ad ottobre, il tasso di **disoccupazione** dovrebbe mantenersi invariato al 5,5%. Le indagini PMI hanno mostrato un lieve miglioramento nelle intenzioni di assunzione nell'industria e un calo nei servizi. Pensiamo che il peggioramento del ciclo possa causare un aumento moderato del tasso dei senza lavoro nei prossimi mesi, in quanto l'aggiustamento del mercato del lavoro passerà più per una riduzione delle ore lavorate, tramite gli accordi negoziati a livello di singola impresa, che attraverso una massiccia espulsione di occupati.

Stati Uniti

- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con un rialzo di 75pb e tassi sui fed funds a 3,75-4%, e segnalare che entro un paio di riunioni la Fed dovrebbe essere pronta a fermarsi per valutare gli effetti della restrizione attuata. L'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo resterà centrale, ma emergeranno anche i temi della calibrazione dei rialzi, della valutazione degli effetti della restrizione già implementata e dei rischi più bilanciati fra rialzi insufficienti ed eccessivi. Il messaggio dovrebbe restare hawkish, ma meno che nelle ultime riunioni. La comunicazione, affidata alla conferenza stampa di Powell, dovrebbe sottolineare che, pur mantenendo invariata la determinazione a riportare l'inflazione sotto controllo, i tassi si stanno avvicinando a un livello in grado di imprimere spinte durature verso il basso sui prezzi. Powell dovrebbe anche indicare che, con l'emergere di rischi bidirezionali, la forward guidance avrà un ruolo più limitato, e la determinazione dei tassi avverrà "riunione per riunione". In questo quadro, la previsione per dicembre dovrebbe restare aperta, con la possibilità di un rialzo di 50 o 75pb, a seconda dell'evoluzione delle prospettive di prezzi, attività e mercato del lavoro.

Giovedì 3 novembre**Area euro**

- **Area euro.** A settembre il **tasso di disoccupazione** potrebbe essere rimasto stabile al 6,6%. I dati Indeed riportano una diminuzione delle posizioni aperte, ma le indagini di fiducia non puntano ancora verso un significativo deterioramento del mercato del lavoro. Nei prossimi mesi una minore domanda di lavoro sull'onda del rallentamento ciclico appare inevitabile; tuttavia, è possibile che l'aggiustamento avvenga attraverso una riduzione delle posizioni vacanti a fronte di un impatto più contenuto sul numero di occupati.

Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a ottobre dovrebbe correggere a 55,1 da 56,7, mantenendo ampio il differenziale con il PMI dei servizi, in territorio recessivo da diversi mesi. L'indagine dovrebbe mostrare ulteriore indebolimento sia dell'occupazione che dell'attività, con indicazioni di rallentamento della domanda, collegato ai prezzi elevati, e di compressione dei margini.

Venerdì 4 novembre**Area euro**

- **Francia.** A settembre, la **produzione industriale** è attesa in calo di -0,5% m/m, dopo il balzo registrato nel mese precedente (2,4% m/m). L'output chiuderebbe il trimestre estivo con una crescita di 0,8% t/t. Pensiamo che la tendenza di calo sia destinata a proseguire nei prossimi mesi.

- **Area euro.** A settembre la crescita del **PPI** è attesa decelerare all'1,8% m/m dopo il 5% m/m registrato ad agosto. Come ad agosto, dovrebbe essere stata ancora la componente energetica (e, in misura minore, i beni di consumo non durevoli) a guidare i rincari. Per i beni intermedi e strumentali le pressioni dovrebbero aver già superato il picco: è possibile che si sia registrata una crescita solo marginale a ottobre. Su base tendenziale è attesa dunque una lieve frenata a 42,1% a/a dopo il record storico di 43,3% a/a toccato ad agosto.
- **Area euro.** La seconda lettura dei **PMI servizi e composito** di ottobre è attesa ribadire il quadro di contrazione dell'attività economica diffuso a tutti i macrosettori. Tra le principali economie, solo la Francia registra un livello degli indicatori coerente con una stagnazione dell'economia, grazie alla maggiore resilienza dei servizi. In **Italia** stimiamo un calo del PMI servizi a 48,5 da 48,8 di ottobre; l'indice composito potrebbe portarsi a 47,2 da un precedente 47,6 (che, se si escludono i mesi di lockdown del 2020, rappresenterebbe un minimo dal 2013).
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi ancora in calo a settembre, stimiamo di -1% m/m dopo il -2,4% m/m di agosto. Le indagini segnalano un possibile peggioramento in ottobre, che anticiperebbe una marcata contrazione della produzione industriale nei mesi autunnali e invernali.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a ottobre sono attesi in aumento di 190 mila, dopo 263 mila di settembre. Il rallentamento della domanda e le indicazioni delle indagini puntano a un proseguimento del trend verso il basso della dinamica occupazionale, sempre positiva ma gradualmente meno sostenuta. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe risalire a 3,6%, da 3,5% di settembre, con un modesto aumento della partecipazione dopo il calo di settembre. I **salari orari** dovrebbero mantenersi sul trend recente di aumenti mensili di 0,3% m/m.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (31 ottobre – 4 novembre)... continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 31/10	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		set	4.1	%	4.1	
	00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		set	3.4	%	-1.0	
	02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	ott	50.1		50.0	
	02:30	CN	PMI composito - Caixin		ott	50.9			
	02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		ott	50.6			
	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		ott	30.8			
	08:00	GER	Prezzi import a/a		set	32.7	%		
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	set	-1.3	%	0.0	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		set	-4.3	%		
	10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T3	1.1	%	0.0	0.1
	10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T3	4.7	%		2.1
	10:30	GB	Credito al consumo		set	1.077	Mld £		
	11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T3	4.3	%	2.1	2.1
	11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.8	%	0.0	0.2
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	ott	9.9	%	9.7	10.9
11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	ott	6.0	%	6.0	6.4	
14:45	USA	PMI (Chicago)	*	ott	45.7				
Mar 1/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 50.7			
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	ott	48.1		49.0	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	ott	45.8		45.8	
	14:45	USA	Markit PMI Manif. finale		ott	49.9			
	15:00	USA	Spesa in costruzioni		set	-0.7	%	-0.4	
	15:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ott	50.9		50.4	50.1
Mer 2/11	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		set	1.2	Mld €		
	08:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	ott	14	x1000	13	
	08:55	GER	Tasso di disoccupazione		ott	5.5	%	5.6	5.5
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	ott	48.3		47.0	47.5
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 47.4		47.4	47.4
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 45.7		45.7	45.7
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 46.6		46.6	46.6
	13:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ott	208	x1000		
Gio 3/11	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	ott	49.3			
	09:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	set	7.8	%		
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	ott	47.5		47.8	
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	set	6.6	%	6.6	6.6
	13:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T3	10.2	%		
	13:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T3	-4.1	%		
	13:30	USA	Bilancia commerciale		set	-67.4	Mld \$		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	217	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.438	Mln		
	14:45	USA	Markit PMI Composito finale		ott	47.3			
	14:45	USA	Markit PMI Servizi finale		ott	46.6			
	15:00	USA	Ordinativi industriali m/m		set	0.0	%		
	15:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	set	prel 0.4	%		
	15:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	set	prel -0.5	%		
	15:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ott	56.7		56.0	55.1

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 (31 ottobre – 4 novembre)

Ven	4/11	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	set	-2.4	%	-1.0	-1.0
		08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T3	0.5	%		
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	set	2.4	%	-0.9	-0.5
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		set	5.5	%		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	ott	48.8		48.5	48.3
		09:50	FRA	PMI servizi finale		ott	prel 51.3		51.3	51.3
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	ott	prel 44.9		44.9	44.9
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	ott	prel 47.1		47.1	47.1
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ott	prel 48.2		48.2	48.2
		11:00	EUR	PPI a/a		set	43.3	%		42.1
		13:30	USA	Salari orari m/m		ott	0.3	%	0.3	0.3
		13:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	ott	3.5	%	3.6	3.6
		13:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	ott	263	x1000	200	190

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (31 ottobre – 4 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	31/10	10:30	ITA Discorso di Visco (Banca d'Italia)
		16:00	EUR Discorso di Lane (BCE)
Mer	2/11	00:50	GIA * BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di settembre
		10:00	EUR Discorso di Makhoulouf (BCE)
		15:00	EUR Discorso di Villeroy (BCE)
		19:00	USA ** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds +75pb a 3,75% - 4,00%)
		19:00	EUR Discorso di Nagel (BCE)
		19:30	USA ** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	3/11	08:50	EUR * Discorso di Lagarde (BCE)
		09:00	EUR Discorso di Panetta (BCE)
		09:00	EUR Discorso di Nagel (BCE)
		10:50	EUR Discorso di Elderson (BCE) e Villeroy (BCE)
		12:00	ITA Discorso di Visco (Banca d'Italia)
		13:00	GB ** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +75pb a 3,00%)
		13:30	GB * Conferenza stampa di Bailey (BoE)
		14:15	EUR Discorso di Makhoulouf (BCE)
		21:30	GB Discorso di Mann (BoE)
Ven	4/11	09:45	EUR Discorso di De Guindos (BCE)
		10:30	EUR * Discorso di Lagarde (BCE)
		13:15	GB Discorso di Huw Pill (BoE)
		15:00	USA Discorso di Collins (Fed)

Note: (**) molto importante; (*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito prelim.	ott	49.5		49.3	47.3
Markit PMI Manif. prelim.	ott	52.0		51.0	49.9
Markit PMI Servizi prelim.	ott	49.3		49.2	46.6
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	ago	16.0	(+16.1) %	14.4	13.1
Indice dei prezzi delle case m/m	ago	-0.6	%		-0.7
Fiducia consumatori (CB)	ott	107.8	(+108.0)	106.5	102.5
Bilancia commerciale prelim	set	-87.28	Mld \$		-92.22
Vendite di nuove case (mln ann.)	set	0.677	(+0.685) Mln	0.585	0.603
Richieste di sussidio	settim	214	x1000	220	217
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.383	(+1.385) Mln	1.388	1.438
PIL t/t ann. advance	T3	-0.6	%	2.4	2.6
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	set	0.2	(-0.2) %	0.6	0.4
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	set	0.0	(0.3) %	0.2	-0.5
Costo del lavoro	T3	1.3	%	1.2	
Deflatore consumi (core) a/a	set	4.9	%	5.2	
Deflatore consumi a/a	set	6.2	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	set	0.4	%	0.4	
Redditi delle famiglie m/m	set	0.3	%	0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	set	0.6	%	0.5	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	ott	59.8		59.8	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima advance del **PIL del 3° trimestre** ha mostrato un rimbalzo della crescita dopo due contrazioni consecutive, con una variazione di 2,6% t/t ann. Ancora una volta i contributi di scorte e canale estero sono ampi e contrastanti, pari a -0,7pp e +2,8pp, rispettivamente. I consumi rallentano (1,4% t/t ann. da 2% t/t ann.), con un'espansione dei servizi e una contrazione dei beni. Gli investimenti fissi non residenziali riaccelerano con un aumento di 3,7% t/t ann., dopo la stagnazione della primavera, mentre prosegue la caduta libera nel comparto residenziale, con una flessione di -26,4% t/t ann. La spesa pubblica torna a crescere, dopo cinque trimestri negativi, con un incremento di 2,4% t/t ann. I dati mostrano che la domanda domestica finale privata si è praticamente fermata (0,1% t/t ann.). La previsione è di ulteriore indebolimento di consumi e investimenti fissi nei prossimi trimestri, con l'aspettativa di contrazione a partire dal 2° trimestre 2023.

Gli **ordini di beni durevoli** a settembre hanno registrato un incremento di 0,4% m/m, con un forte rialzo dell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, gli ordini sono calati di -0,5% m/m con segnali di debolezza della domanda. L'aggregato relativo ai beni capitali al netto di difesa e aerei, in flessione di -0,7% m/m, indica rischi verso il basso per gli investimenti in autunno e rinforza il segnale negativo delle consegne di beni capitali, in calo di -0,5% m/m.

L'indice di **fiducia dei consumatori** rilevato dal Conference Board a ottobre è calato a 102,5 da 107,8 di settembre, sulla scia di un'ampia correzione dell'indice delle condizioni correnti (a 138,9 da 150,2) e di una contrazione più moderata delle aspettative, che rimane al di sotto della soglia tipicamente associata con una recessione. Le famiglie sono di nuovo preoccupate per l'inflazione e potrebbero ridimensionare i consumi nei prossimi mesi. Anche la valutazione del mercato del lavoro si è deteriorata, con indicazioni di un futuro rialzo del tasso di disoccupazione.

La **Survey of Consumer Expectations** della NY Fed a ottobre ha registrato un nuovo calo delle aspettative di inflazione a breve termine, a fronte di un modesto incremento sugli orizzonti a medio e lungo termine (a 2,9% e 2,2%, rispettivamente). Le aspettative di spesa delle famiglie hanno corretto pesantemente, con il più ampio calo mensile dal 2013 (inizio della serie).

I **prezzi delle case** rilevati dall'indice S&P/Case-Shiller hanno registrato la seconda contrazione mensile consecutiva, calando di -0,7% m/m ad agosto e portando la variazione annua a 14,4%. L'indice per le grandi aree metropolitane è calato di -1,1% m/m, la più ampia contrazione dal 2011. I dati confermano la rapida svolta del mercato immobiliare residenziale avvenuta a metà

anno sulla scia dell'ampio rialzo dei tassi sui mutui, ora al 7%. Le previsioni per i prezzi delle case sono di ulteriore rallentamento, con spinte verso il basso su affitti e affitti figurativi che, con ritardo di qualche trimestre, seguono il trend dei prezzi. Un futuro rallentamento della componente abitazione di CPI e deflatore dovrebbe contribuire al rallentamento dell'inflazione nel 2023.

Le **vendite di case nuove** di settembre hanno mostrato un calo a 603 mila, da 677 mila di agosto. Le scorte di case equivalgono ora a 9,2 mesi di vendite, con segnali di ampio ritracciamento per l'attività di costruzione nel settore immobiliare residenziale.

I **PMI Markit flash** di ottobre hanno sorpreso ampiamente verso il basso, con indicazioni di significativo indebolimento della domanda. L'indice **manifatturiero** è calato a 49,9 da 52 di settembre, con l'output a 50,7, poco variato, ma una pesante correzione degli ordini, in flessione a 46,7 da 51,1. La debolezza della domanda in parte riflette il trend di risoluzione delle strozzature all'offerta, in parte il rafforzamento del dollaro e le difficoltà del ciclo globale. L'indice dei prezzi conferma la tendenza al ribasso, pur segnalando ancora pressioni verso l'alto. Nei **servizi**, l'indice composito è calato ancora, scendendo a 46,6 da 49,3, con gli indici di attività e occupazione in territorio recessivo a 49,5 e 49,4, rispettivamente. Le indicazioni dei PMI flash sono molto più negative di quelle degli indici ISM e dei dati effettivi (per esempio, produzione industriale), pertanto vanno prese con cautela. Tuttavia, tutte le indagini regionali sono su trend pesantemente in calo, sia per gli indici correnti sia per le aspettative e danno indicazioni omogeneamente pessimistiche riguardo all'evoluzione dell'attività nei prossimi mesi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	ott	50.8		50.7
Job to applicant ratio	set	1.32	1.33	1.34
Tasso di disoccupazione	set	2.5	% 2.5	2.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro

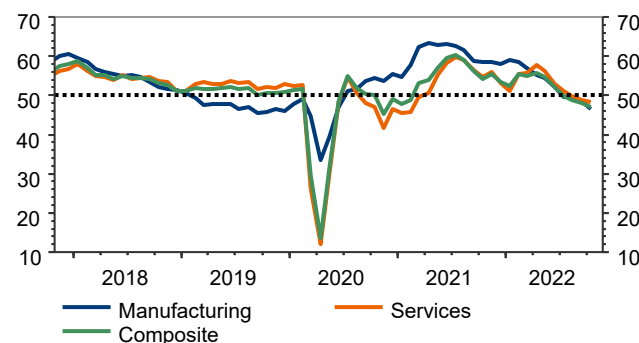
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	ott	-11.8		-15.5
BEL	PIL t/t prelim.	T3	0.2	%	0.0
EUR	PMI servizi prelim.	ott	48.8	48.2	48.2
EUR	PMI manifatturiero prelim.	ott	48.4	47.8	46.6
EUR	PMI composito prelim.	ott	48.1	47.5	47.1
EUR	M3 dest. a/a	set	6.1	%	6.1
EUR	Fiducia consumatori finale	ott	-28.8	(-27.6)	-27.6
EUR	Fiducia servizi	ott	4.4	(4.9)	1.8
EUR	Indice di fiducia economica	ott	93.6	(93.7)	92.5
EUR	Fiducia industria	ott	-0.3	(-0.4)	-1.2
FRA	PMI servizi prelim.	ott	52.9	51.5	51.3
FRA	PMI manifatturiero prelim.	ott	47.7	47.1	47.4
FRA	Fiducia consumatori	ott	79	77	82
FRA	Spese per consumi m/m	set	0.1	(0.0)	1.2
FRA	PIL t/t prelim.	T3	0.5	%	0.2
FRA	IPCA a/a prelim.	ott	6.2	%	6.4
GER	PMI servizi prelim.	ott	45.0	44.7	44.9
GER	PMI manifatturiero prelim.	ott	47.8	47.0	45.7
GER	IFO	ott	84.4	(84.3)	84.3
GER	IFO (sit. corrente)	ott	94.5	92.4	94.1
GER	IFO (attese)	ott	75.3	(75.2)	75.6
GER	Fiducia consumatori	nov	-42.8	(-42.5)	-41.9
GER	PIL s.a. t/t prelim.	T3	0.1	%	-0.2
GER	PIL s.a. a/a prelim.	T3	1.6	(1.7)	1.2
GER	IPCA m/m prelim.	ott	2.2	%	0.5
GER	IPCA a/a prelim.	ott	10.9	%	10.9
GER	CPI (Lander) a/a prelim.	ott	10.0	%	10.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim.	ott	1.9	%	0.6
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	set	-5.79	Mld €	-5.44
ITA	Fiducia consumatori	ott	94.8	93.8	90.1
ITA	Indice di fiducia delle imprese	ott	101.2	(101.3)	100.4
ITA	Fatturato industriale a/a	ago	16.2	(16.3)	23.1
ITA	Fatturato industriale m/m	ago	-0.2	(-0.1)	3.6
ITA	IPCA m/m prelim.	ott	1.6	%	1.4
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	ott	8.9	%	9.6
ITA	IPCA a/a prelim.	ott	9.4	%	9.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	ott	0.3	%	1.2
ITA	PPI a/a	set	40.1	%	41.8
ITA	PPI m/m	set	2.8	%	2.8
SPA	PIL t/t prelim.	T3	1.5	%	0.3
SPA	IPCA a/a prelim.	ott	9.0	%	8.1

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

Area euro. I PMI flash di ottobre segnalano un'accelerazione nel ritmo di contrazione dell'attività economica in autunno, in un contesto di pressioni inflattive che restano elevate. L'indice PMI composito è calato di un punto a 47,1, al di sotto della soglia d'invarianza per il quarto mese (se si escludessero i mesi dove le restrizioni anti-Covid avevano distorto l'attività economica, sarebbe il livello più basso dal 2013). Il PMI manifatturiero è crollato a 46,6 da un precedente 48,4, mentre l'indice relativo ai servizi è sceso a 48,2 da un precedente 48,8. Nella manifattura si aggrava il calo di produzione e nuovi ordinativi ma, nonostante la frenata della domanda che contribuisce a ridimensionare le strozzature all'offerta, le pressioni inflattive restano elevate. Anche i servizi, dopo aver guidato la ripresa durante l'estate, sembrano ormai entrati in una fase di contrazione. L'unico elemento favorevole continua ad essere rappresentato dal mercato del lavoro: gli indici relativi all'occupazione si stabilizzano sui livelli espansivi dei mesi precedenti, il che lascia supporre un aumento solo moderato del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi. Il PMI composito è calato sia in Germania (a 44,1 da 45,7) che in Francia, dove però rimane su livelli più elevati (50

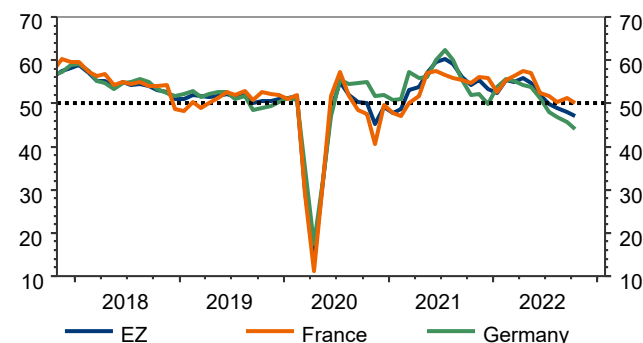
da 51,2 di settembre), confermando la maggior tenuta dell'economia transalpina rispetto al resto dell'Eurozona.

Sia la manifattura che i servizi sono in contrazione (indici PMI)



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

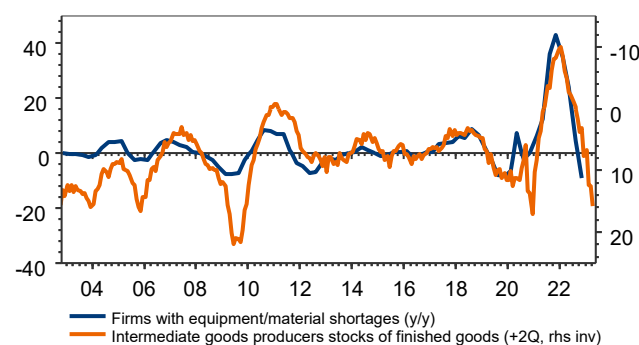
L'economia francese sembra mostrare una maggior tenuta rispetto al resto dell'Eurozona (indici PMI)



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

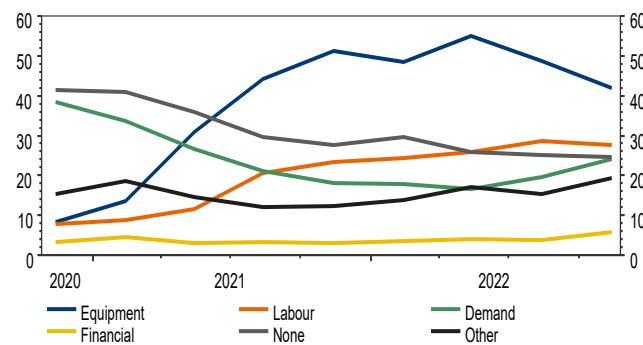
Area euro. Ad ottobre l'indice composito di fiducia economica **ESI** della Commissione Europea è calato, in linea con le attese, a 92,5 da un precedente 93,6, al di sotto della media storica per il quarto mese, con flessioni diffuse a industria (-1,2 da -0,3) e servizi (1,8 da 4,4). In contenuto miglioramento invece il morale nelle costruzioni (2,6 da 1,8) e nel commercio al dettaglio (-6,9 da -8,4), all'interno di una tendenza che resta però verso il basso. Nell'industria le imprese riportano un deciso rallentamento della produzione. Tornano invece leggermente a salire le aspettative sull'output (probabilmente in scia alla recente correzione dei prezzi del gas), pur restando su livelli inferiori alla media degli ultimi trimestri; le indicazioni su scorte e ordinativi puntano verso un peggioramento dell'attività manifatturiera nei prossimi mesi.

Le indagini trimestrali confermano l'attenuamento delle strozzature all'offerta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

Aumenta la percentuale di imprese che riporta problemi di domanda

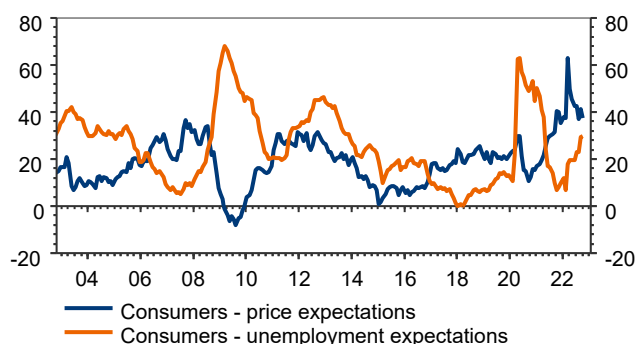


Nota: fattori che limitano l'attività (% di imprese) Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

I risultati dell'indagine trimestrale confermano il quadro di indebolimento della domanda che favorisce anche il progressivo attenuamento delle strozzature all'offerta. L'utilizzo di capacità produttiva nell'industria cala infatti all'81,4% da un precedente 82,3%, mentre la percentuale di imprese che riporta problemi legati alla scarsità di materiale e macchinari scende al 42%, su livelli ancora storicamente elevati, ma ai minimi dalla scorsa primavera. Quasi un quarto delle imprese segnala invece problemi di domanda (da meno del 20% nel trimestre precedente). L'indagine condotta nei servizi riporta indicazioni di brusco deterioramento sia dell'attività corrente che di quella attesa: il settore dovrebbe offrire un contributo nullo, se non negativo, alla crescita del

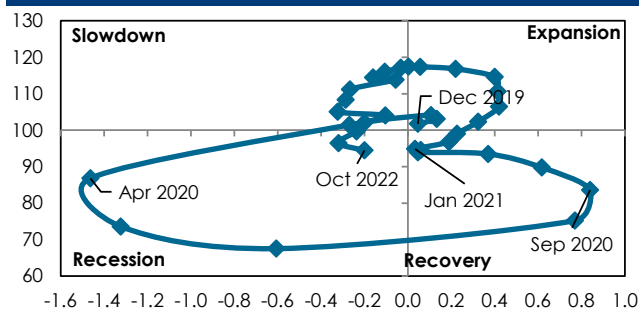
valore aggiunto tra l'autunno e l'inverno. La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori ha confermato il contenuto rimbalzo a -27,6, dal minimo storico di -28,8 a settembre. L'indicatore rimane comunque su livelli storicamente depressi: i consumatori continuano a riportare intenzioni di spesa vicine a minimi toccati nel 2013 e coerenti con una contrazione, anche piuttosto marcata, dei consumi privati nei prossimi mesi.

Le aspettative di inflazione dei consumatori potrebbero aver toccato un picco; aumentano i timori sulla disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin.

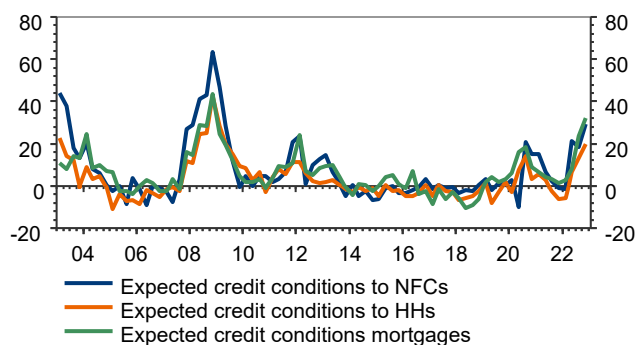
L'Eurozona è ormai entrata in una fase di contrazione destinata ad estendersi anche nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

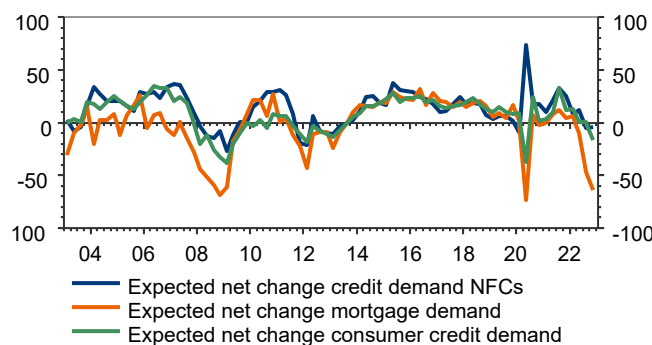
Area euro. La **Bank Lending Survey** della **BCE** ha registrato un significativo inasprimento delle condizioni creditizie per mutui, credito al consumo e alle imprese nel 3° trimestre; le aspettative sono coerenti con un'ulteriore restrizione a fine 2022. Le banche riportano inoltre attese di calo della domanda di credito nei prossimi mesi penalizzata dall'aumento dei tassi di riferimento e dal rallentamento ciclico. La domanda di credito legata agli investimenti, la domanda di mutui ipotecari e di credito al consumo è già segnalata in calo nel terzo trimestre; invece, è cresciuta la domanda legata al finanziamento del capitale circolante delle imprese che devono far fronte alle necessità di liquidità dovute ai maggiori costi di produzione e alla crescita delle scorte.

Le banche riportano attese per un ulteriore inasprimento delle condizioni creditizie...



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

... e di calo della domanda di prestiti



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Area euro. A settembre la crescita di **M3** ha mostrato una accelerazione a 6,3% da un precedente 6,1%. La rilevazione risente però di un fattore tecnico (un'ampia posizione temporanea dell'Eurosistema nei confronti di una clearing house), al netto del quale l'espansione dell'aggregato monetario avrebbe decelerato al 5,8%. I prestiti alle famiglie mostrano un rallentamento di un decimo al 4,4% a/a mentre il credito alle imprese non finanziarie è salito all'8,9% a/a da un precedente 8,7%. Come suggerito dalla Bank Lending Survey della BCE, il dato sui prestiti alle aziende potrebbe essere spiegato soprattutto da maggiori esigenze

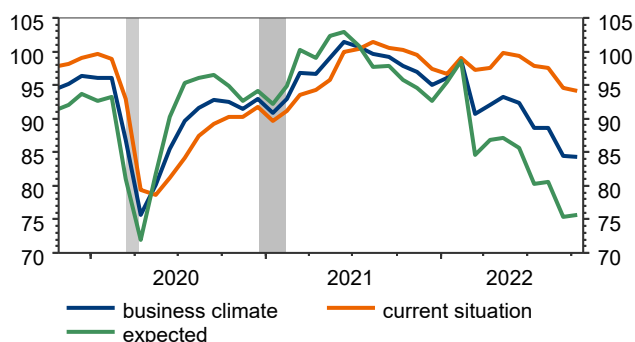
di liquidità per via dei maggiori costi e non da un incremento nelle intenzioni di investimento. Tale ipotesi sembrerebbe essere confermata anche dal fatto che l'accelerazione dei prestiti è concentrata sul credito a breve termine a fronte di un rallentamento per le scadenze a medio-lungo.

Germania. Il **PIL** è cresciuto di 0,3% t/t (1,2% a/a) nel 3° trimestre, contro attese per una contrazione (-0,2% t/t), dopo l'espansione di un decimo registrata nei tre mesi precedenti. Secondo Destatis, la crescita è dovuta alla domanda interna, sostenuta soprattutto dai consumi privati, mentre le esportazioni nette dovrebbero aver frenato il PIL. Le indagini di fiducia e i dati recenti su produzione e ordini nell'industria segnalano però un netto peggioramento dell'attività economica nei prossimi trimestri. Il PIL è visto contrarsi nei due trimestri a cavallo d'anno, ed è attesa una sostanziale stagnazione in media d'anno nel 2023; i rischi su questo profilo sono fortemente orientati al ribasso.

Germania. Ad ottobre, **l'inflazione è cresciuta ancora oltre le attese, portandosi all'11,6% a/a** dal 10,9% precedente sull'indice armonizzato UE (massimo dall'inizio delle rilevazioni nel 1997). **Su base nazionale l'inflazione è balzata al 10,4% a/a** dal 10% di settembre, record dagli anni '50. Lo spaccato parziale dell'indice nazionale suggerisce come siano ancora le componenti energia (43% a/a) e alimentari (a 20,3% da 18,7% precedente) a trainare l'inflazione, ma con un'accelerazione della crescita dei listini diffusa però anche ai servizi (4% a/a da 3,6%). Sale all'1,8% a/a dall'1,7% precedente l'inflazione degli affitti. La variazione congiunturale è stata di +1,1% m/m sulla misura armonizzata e di +0,9% su quella nazionale, al di sopra sia delle attese che dell'usuale profilo stagionale. L'inflazione dovrebbe toccare un picco nei primi mesi del prossimo anno, dopodiché, verso la fine del 1° trimestre, la crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe spostarsi su un trend di moderata discesa. L'incertezza è maggiore sulla componente core, dal momento che un wage *drift* positivo anche nel 2024 potrebbe innescare effetti di seconda battuta; la crescita dell'indice sottostante potrebbe accelerare già da novembre per mezzo dell'impatto dell'aumento del salario minimo. **Ci aspettiamo che l'inflazione armonizzata si attesti in media all'8,8% nel 2022 e oltre l'8% nel 2023.**

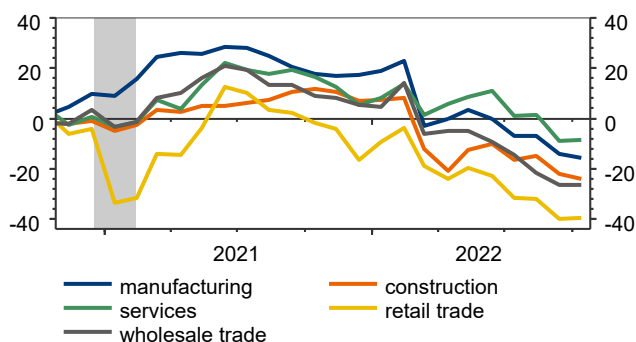
Germania. L'indice **IFO è rimasto pressoché fermo a 84,3 a ottobre**, sui minimi da maggio 2020. L'indicatore sulle aspettative è migliorato marginalmente a 75,6 da 75,3, mentre la situazione corrente è scivolata a 94,1 da 94,5. Sia l'indice sintetico che gli indicatori su situazione corrente e attese sono ben al di sotto della media di lungo termine e anticipano una recessione dell'economia tedesca più profonda che nel resto dell'Eurozona. In linea con il PMI, il sondaggio IFO suggerisce un deciso rallentamento dell'attività manifatturiera, con l'indice per il comparto in calo a -15,9 da -14,3, su livelli mai visti dalla crisi del 2009 (se si escludono i mesi del primo lockdown nel 2020); la frenata è particolarmente marcata nei comparti più energivori. La fiducia delle imprese è migliorata marginalmente nei servizi, a -8,6 da -8,9. Il morale nel commercio rimane su livelli bassi: l'indice sul commercio al dettaglio è circa stabile a -39,7, quello sul commercio all'ingrosso è fermo a -26,4. Prosegue, infine, il trend di calo nelle costruzioni, con l'indice in diminuzione a -24 da -21,9. Infine, il comunicato diffuso dall'istituto evidenzia che permangono forti pressioni sui prezzi: un'azienda su due prevede di ritoccare nuovamente al rialzo i listini nei prossimi tre mesi; inoltre, il 64% delle aziende segnala frizioni all'offerta.

L'IFO risulta poco variato a ottobre, grazie al lieve miglioramento delle aspettative



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

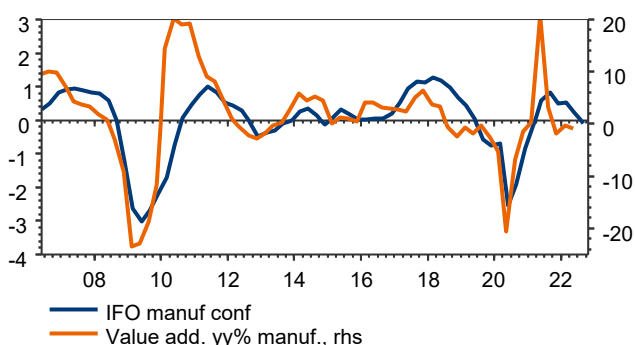
Tutti i principali settori attraversano una fase di debolezza



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

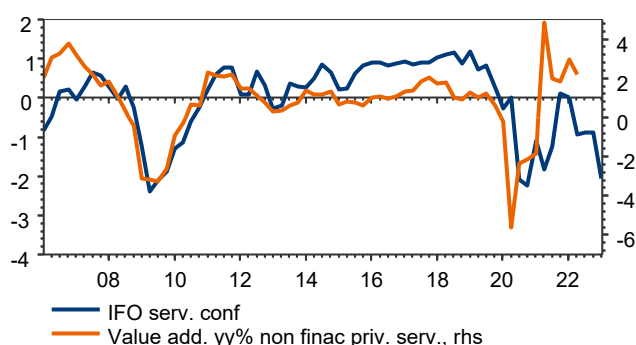
In sintesi, l'indagine IFO conferma la fase di debolezza dell'economia tedesca, aggravata dal rallentamento della domanda globale. Dopo la crescita a sorpresa registrata nel 3° trimestre (0,3% t/t), diventa più probabile una contrazione più marcata delle nostre attuali stime (-0,4% t/t) nei mesi autunnali. **Stimiamo ancora una crescita del PIL a 0,1% nel 2022, ma con ampi rischi al ribasso.**

La debolezza manifatturiera non si invertirà a breve



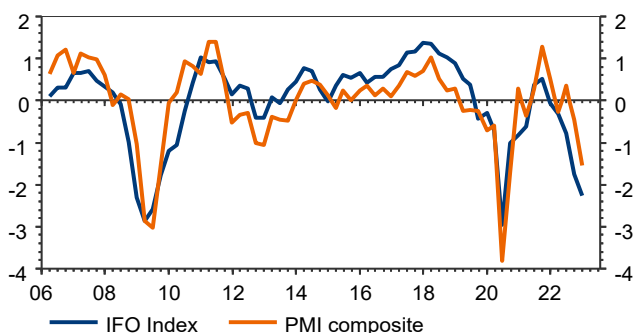
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

Nei servizi il morale rimane ancora al di sotto della media di lungo periodo, segnale di un rimbalzo post-pandemico incompleto ma che ha esaurito la spinta



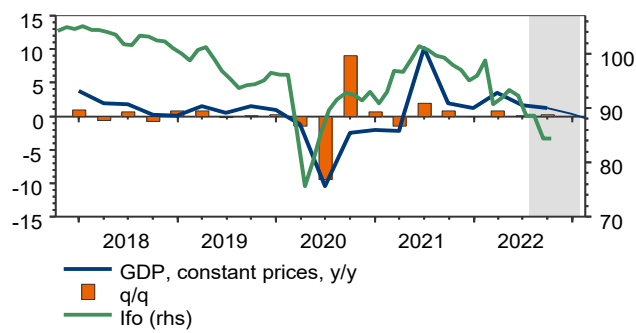
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

IFO e PMI segnalano entrambi rischi al ribasso per la crescita nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, S&P Global

Le indagini anticipano un peggioramento del ciclo nei prossimi trimestri

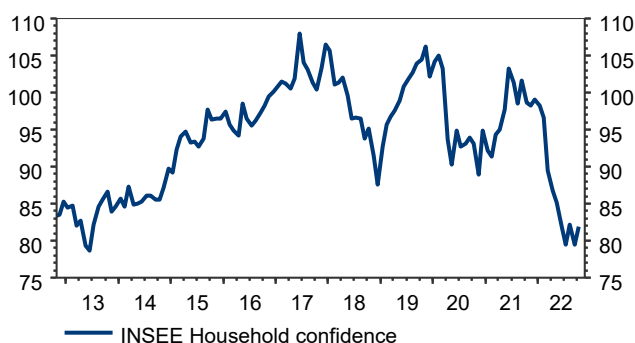


Fonte: IFO Institute, Destatis, previsioni Intesa Sanpaolo

Francia. La **stima flash** indica che a ottobre l'**inflazione** è salita dal 5,6% al 6,2% sull'indice nazionale e dal 6,2% al 7,1% sull'armonizzato. Il dato ha sorpreso al rialzo. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento dell'1% m/m sull'indice nazionale e di 1,3% sull'armonizzato. Sul rialzo tendenziale di ottobre pesa ancora la trasmissione dei rincari energetici, come segnalato dall'accelerazione dei beni manufatti (a 4,2% a/a da 3,6% precedente) e degli alimentari (11,8% da 9,9% precedente). L'energia accelera a 19,2% da 17,9% precedente, mentre i servizi sono stabili al 3,2% a/a. L'inflazione è attesa crescere ancora nei prossimi mesi, prima di intraprendere un trend di lenta discesa da inverno / inizio primavera. In media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare solo lievemente al 5,8% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver sfiorato il 6% in media d'anno nel 2022.

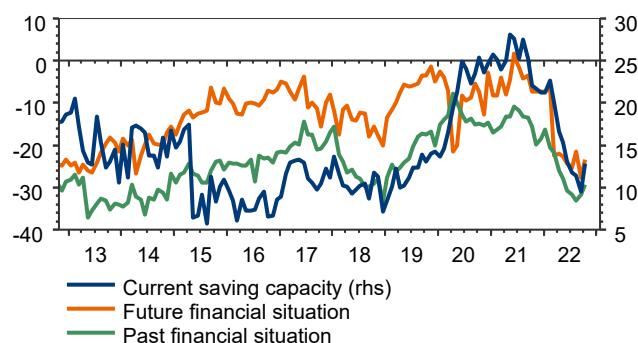
Francia. A ottobre, la **fiducia dei consumatori** ha sorpreso verso l'alto, salendo a 82 da 79 del mese precedente, pur rimanendo su livelli storicamente molto bassi (sotto i minimi segnati nelle prime due ondate pandemiche, a 90 e 89). Il miglioramento nel morale delle famiglie è spiegato dal saldo meno negativo di opinioni sulla situazione finanziaria sia passata (da -32 a -29) sia soprattutto futura (da -28 a -23); anche le possibilità di risparmio correnti rimbalzano (da 10 a 13), dopo 7 mesi consecutivi di calo; restano invece stabili le opportunità di risparmio futuro. Pensiamo che il morale delle famiglie possa tornare a deteriorarsi nei prossimi mesi, sull'onda delle tensioni sociali interne e dell'incertezza sul contesto geopolitico internazionale.

Francia: morale dei consumatori in marginale recupero...



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati INSEE

...grazie a indicazioni meno negative su risparmio e situazione finanziaria delle famiglie



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati INSEE

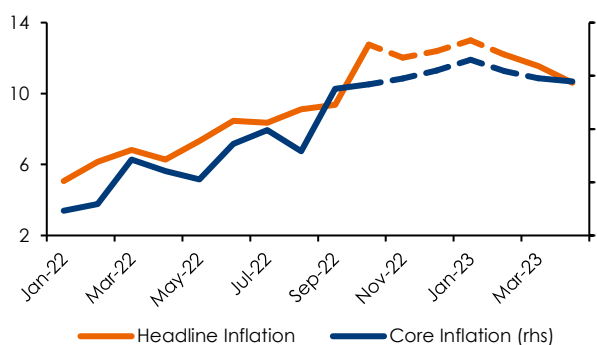
Francia. La lettura preliminare del **PIL** relativa al terzo trimestre ha mostrato un rallentamento in linea con le attese, a 0,2% t/t (1% a/a), dopo lo 0,5% dei tre mesi precedenti. La crescita è dovuta alla domanda finale interna (0,4% da 0,2% precedente), e in particolare è stata trainata dagli investimenti (in accelerazione a 1,3% t/t, grazie soprattutto ai mezzi di trasporto che fanno segnare un +12,4% t/t); i consumi privati sono risultati stagnanti (dopo lo 0,3% t/t del trimestre precedente): la spesa per servizi, pur rallentando, è rimasta positiva (0,2% t/t da 2,2% precedente), ma i consumi di alimentari si sono contratti per il terzo trimestre consecutivo (-1,6% t/t da -2,2% precedente). La spesa pubblica è cresciuta di 0,5% t/t. Dal canale estero, infine, è giunto un contributo negativo (-0,5%), dovuto al rallentamento dell'export (0,7% da 1,3%) a fronte di una accelerazione per l'import (2,2% da 1,2%). Ci attendiamo una stagnazione dell'economia transalpina nel trimestre corrente, e un marginale contrazione a inizio 2023; i rischi su queste stime sono verso il basso.

Francia. A settembre, la **spesa per consumi** ha riportato una decisa accelerazione (a 1,2% m/m dallo 0,1% di agosto). Il dato è trainato dai beni durevoli (2,2% da 1,5% precedente) e dalla spesa energetica (2,9% da -0,4% ad agosto), probabilmente favorita dalle misure governative. In calo per il quarto mese consecutivo gli alimentari (-0,7% da -1,2%).

Italia. Secondo la stima flash pubblicata dall'Istat, a ottobre l'**inflazione è salita vertiginosamente sia sulla misura nazionale, all'11,9% a/a da 8,9% di settembre, che su quella armonizzata al 12,8% a/a** da 9,4% precedente, superando di gran lunga le attese. Sia l'inflazione complessiva che il "carrello della spesa" sono sui massimi dalla prima metà degli anni '80. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 3,5% m/m sul NIC e di 4% m/m sull'IPCA. I principali contributi alla variazione mensile provengono dall'energia e dai prodotti alimentari. L'energia accelera vertiginosamente (28,3% m/m), trainata dai prezzi dell'energia elettrica, sia sul mercato tutelato (51,9% m/m) che sul mercato libero (62,7%), e dal gas di città e gas naturale mercato libero (+63,9%). La stabilità dei prezzi del gas sul mercato tutelato si deve, invece, al nuovo metodo introdotto dall'ARERA per l'aggiornamento delle tariffe. Gli alimenti sono in aumento dell'1,9% m/m (2,4% m/m gli alimenti non trasformati, trainati in particolare dai vegetali freschi o refrigerati diversi dalle patate: 8,2% m/m).

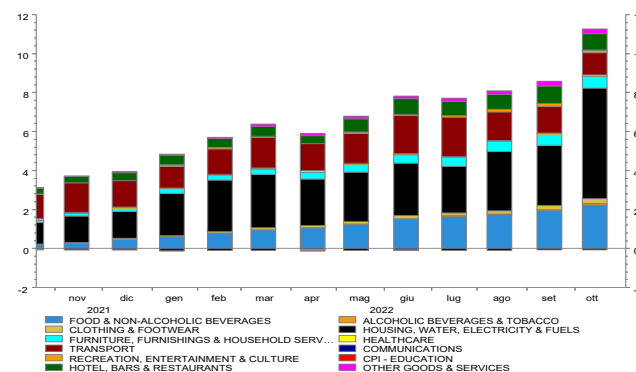
Sulla variazione tendenziale, l'energia (in accelerazione da 44,5% a 73,2%), trainata dal forte aumento delle tariffe che ha più che spazzato la decelerazione dei carburanti, spiega circa il 60% dell'inflazione complessiva. **L'inflazione di fondo è salita al 5,3% a/a dal precedente 5% a/a**, ma ci aspettiamo ulteriori aumenti nei prossimi mesi. L'aumento di marzo è dovuto ai prezzi dei beni (da 12,5% a 17,9% a/a), mentre rallentano di poco i servizi (3,7% da 3,8% precedente), per effetto del calo dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 5,7% a 5,1%); il differenziale inflazionistico tra servizi e beni rimane negativo (-14,2 punti percentuali) e si amplia rispetto a settembre (quando era -8,6). L'inflazione potrebbe toccare un picco in gennaio 2023 intorno al 13% (sull'indice armonizzato); un riavvicinamento al 2% è atteso solo nel 2024. **La media d'anno dovrebbe attestarsi all'8,7% nel 2022 e intorno all'8,3% nel 2023 (sull'indice armonizzato)**, in un contesto di incertezza ancora molto elevata: da un lato, i rischi sul profilo atteso dei prezzi core restano verso l'alto; dall'altro, il recente calo dei prezzi del gas anticipa possibili diminuzioni dei prezzi energetici verosimilmente già da novembre.

L'inflazione italiana potrebbe toccare un picco nei primi mesi del 2023



Fonte: ISP, Istat. Nostre proiezioni da Novembre 2022. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Il maggior contributo alla variazione tendenziale viene ancora dall'energia

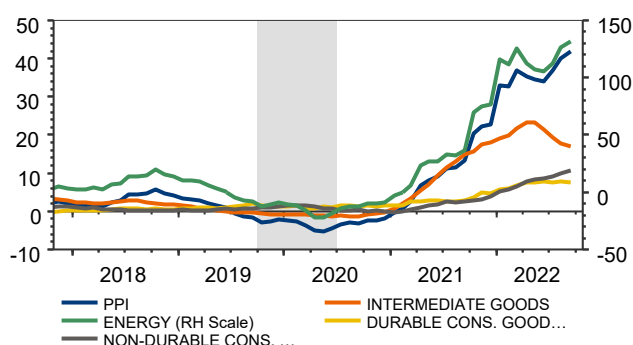


Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia. A settembre i **prezzi alla produzione** nell'industria sono cresciuti del 3,5% m/m sul mercato interno, lo stesso ritmo registrato ad agosto ed in aumento per il quinto mese. La variazione tendenziale ha toccato un nuovo record al 53% da un precedente 50,5%. Sul mese i rincari sono stati guidati dalla componente energetica, soprattutto per quanto riguarda elettricità e gas, a fronte di una dinamica più contenuta per gli altri comparti. Al netto dell'energia il PPI sarebbe in rialzo dello 0,8% m/m e del 12,6% a/a. Il dato conferma la presenza di robuste pressioni inflattive a monte delle filiere produttive: se per i beni intermedi il picco potrebbe essere stato superato, la volatile dinamica energetica continuerà a pesare in misura significativa sui costi di produzione delle imprese industriali nei prossimi mesi.

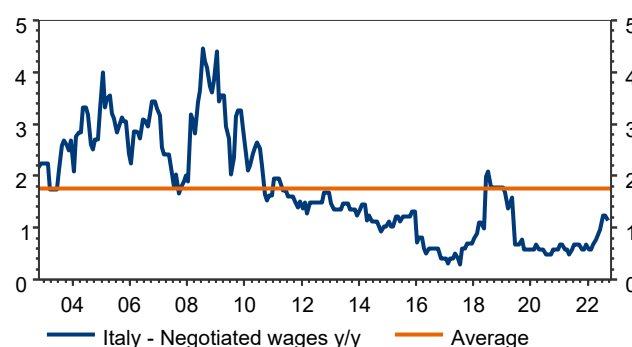
Italia. A settembre la crescita delle **retribuzioni contrattuali** ha rallentato di un decimo all'1,1% a/a mentre è rimasta stagnante rispetto ad agosto. Su base settoriale l'aumento dei salari ha frenato di un decimo nell'agricoltura (al 3,4% a/a) e nell'industria (all'1,5% a/a), è rimasto invariato nella pubblica amministrazione (1,5% a/a) ed è accelerato nei servizi privati (0,6% a/a da 0,5%). Nel 3° trimestre i salari hanno mostrato un'accelerazione rispetto alla primavera su ritmi complessivamente modesti, inferiori alle altre principali economie dell'Eurozona e all'inflazione (nei primi nove mesi del 2022 la differenza tra la dinamica dei prezzi al consumo e quella delle retribuzioni è risultata pari al 6,6%). Sulla base dei contratti in vigore alla fine di settembre (pari al 50% del monte retributivo complessivo), le retribuzioni contrattuali dovrebbero crescere intorno all'1,3% nel semestre ottobre 2022-marzo 2023 e dell'1,1% in media annua nel 2022.

L'energia continua a trainare i prezzi alla produzione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La dinamica salariale rimane fiacca



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. I dati di settembre sugli **scambi commerciali con i Paesi extra-UE** registrano un parziale rimbalzo per le esportazioni (5,9% m/m da -6,8% di agosto; 26,9% a/a) e una sostanziale stagnazione, dopo tre mesi di robusta crescita, per le importazioni (0,3% m/m da 1,7% precedente; 62,3% a/a). Il rimbalzo dell'export nel mese è diffuso a tutti i settori ad eccezione dell'energia (al netto della quale l'aumento nel mese sarebbe di 6,2% m/m). La stabilizzazione delle importazioni è invece sintesi di ampi cali per gli acquisti di beni di consumo, soprattutto non durevoli, e intermedi, mentre restano trainanti, anche in termini tendenziali, l'energia (per via dell'effetto-prezzi) e i beni strumentali. Al netto della componente energetica, l'import sarebbe in calo di -3% m/m. I dati sull'import potrebbero iniziare a segnalare un rallentamento della domanda interna; nei prossimi mesi, la frenata del ciclo globale non potrà non pesare sulle esportazioni. Ci aspettiamo che il canale estero continui a frenare la crescita del PIL nei prossimi trimestri.

Italia. Ad agosto il **fatturato industriale** è tornato a crescere dopo due mesi di sostanziale stagnazione, mettendo a segno un rimbalzo del 3,6% m/m da un precedente -0,2%, che porta l'indice destagionalizzato del fatturato ai massimi dall'inizio delle rilevazioni (ovvero almeno dal 2000). La crescita tendenziale è riaccelerata a 23,1% da 16,2% di luglio. Il progresso è diffuso sia al mercato interno (3,4% m/m) che a quello estero (3,8% m/m). Tra i principali raggruppamenti di industrie si registrano progressi per tutti i comparti a eccezione dell'energia (-4,2% m/m); trainanti i beni strumentali (6% m/m). Su base tendenziale tutti i settori sono in espansione ma quelli che mostrano la maggior vivacità sono la raffinazione (51,7%), l'estrazione (27,7%), il tessile (27,2%) e la farmaceutica (26,3%). La crescita congiunturale di agosto non è imputabile al solo effetto dei prezzi: il volume del fatturato manifatturiero è, infatti, cresciuto del 2,9% m/m da un precedente 0,7%, mettendo a segno il più ampio progresso mensile da agosto 2020. Le variazioni congiunturali di agosto sono però tipicamente volatili e altamente dipendenti dai processi di destagionalizzazione (di norma tra luglio e agosto il fatturato grezzo cala di oltre il 30%). Per quanto l'allentamento delle strozzature all'offerta possa aver sostenuto l'attività industriale nei

mesi estivi, non modifichiamo le nostre attese di progressivo rallentamento dell'industria nei prossimi mesi.

Spagna. Il **PIL** nel 3° trimestre è cresciuto di 0,2% t/t (3,8% a/a), in rallentamento dall'1,5% t/t del 2° trimestre. Un apporto positivo è giunto sia dai consumi privati, in crescita di 1,1% dopo l'1,2% t/t precedente, sia dagli investimenti, in accelerazione a 1,4% da 0,8%. L'export ha fatto registrare un rallentamento (1,3% da 4,9%) a fronte di una accelerazione per l'import (3,7% da 2,8%). Ci aspettiamo una stagnazione dell'attività economica nel trimestre corrente.

Cina

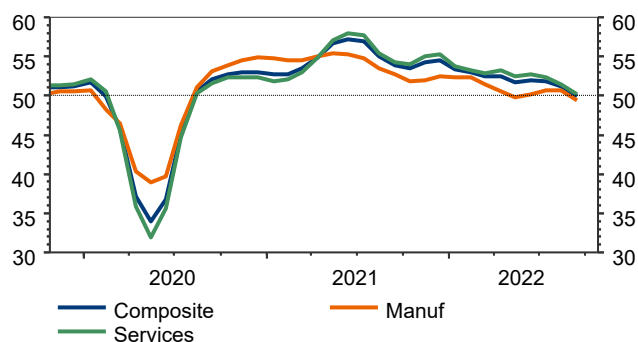
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T3	-2.7 (-2.6)	%	3.5
PIL cumulato a/a	T3	2.5	%	3.0
PIL a/a	T3	0.4	%	3.4

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

Dopo il calo del 2,6% t/t e una crescita tendenziale dello 0,4% a/a nel 2° trimestre, il **PIL** è salito del 3,9% t/t nel 3° trimestre, molto più delle nostre attese e di quelle del consenso (2,7% t/t e 2,8%t/t rispettivamente) e del 3,9% a/a (2,9% a/a nostre previsioni e 3,3% a/a per il consenso Bloomberg), portando la crescita cumulata dei primi tre trimestri dell'anno a 3,0%. A guidare la ripresa è stato il rimbalzo del settore industriale (da 0,4% a/a nel 2° trimestre 5,2% a/a nel 3° trimestre) spinto soprattutto dalle costruzioni (7,8% a/a), mentre la crescita dei servizi è stata più contenuta (a 3,2% a/a dopo il calo dello 0,4% a/a nel 2° trimestre) e quella del settore agricolo è rallentata (a 3,4% a/a da 4,4% a/a nel 2° trimestre). I dati mensili hanno registrato un netto recupero della **produzione industriale** (da 4,2% a/a in agosto a 6,3% a/a in settembre), supportato dall'accelerazione della produzione delle imprese private e a capitale straniero ma anche da un effetto base favorevole. La produzione ha beneficiato della dinamica ancora positiva, seppur in rallentamento, delle **esportazioni** (salite del 5,7% a/a, più delle attese di consenso a 4%) mentre quella delle **importazioni** è rimasta piatta (0,3% a/a in settembre, come in agosto). Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 5,9% a/a nei primi nove mesi dell'anno, con una crescita tendenziale implicita del 6,5% a/a, solo in moderata accelerazione dal 6,4% a/a in agosto, sempre trainati dagli investimenti delle imprese statali e dalle infrastrutture, mentre gli investimenti in edilizia hanno continuato a contrarsi seppure ad un ritmo inferiore rispetto al mese precedente (-12,9% a/a in settembre da -15,8% a/a in agosto). I **prezzi medi delle abitazioni di nuova costruzione** sono rimasti in calo per il 13° mese consecutivo (-0,28% m/m). Le **vendite al dettaglio** sono invece ulteriormente rallentate, da 5,4% a/a in agosto a 2,5% a/a in settembre, più delle attese (consenso Bloomberg 3% a/a), insieme alla produzione del settore dei servizi (da 1,8% a/a in agosto a 1,3% a/a), spinte al ribasso dalle misure di contenimento dell'ondata di contagi di settembre. Il **tasso di disoccupazione urbano** è salito da 5,3% in agosto a 5,5% in settembre indicando un peggioramento del mercato del lavoro.

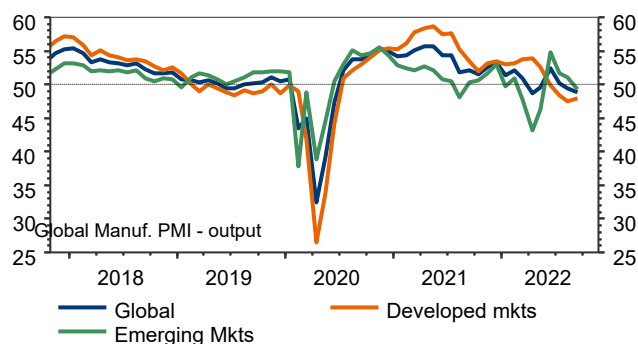
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



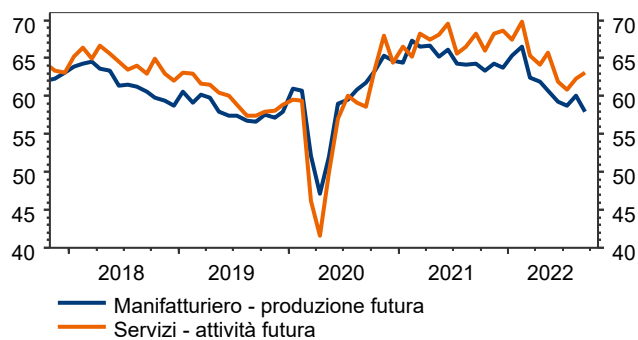
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



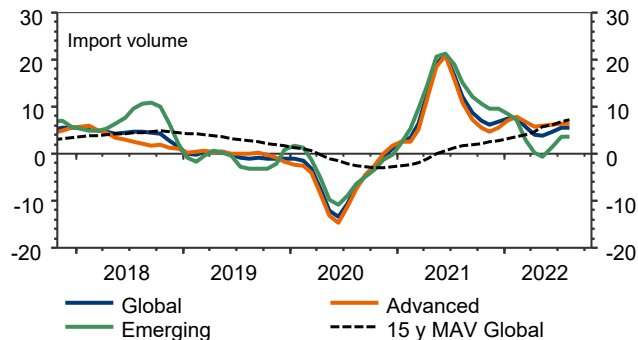
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



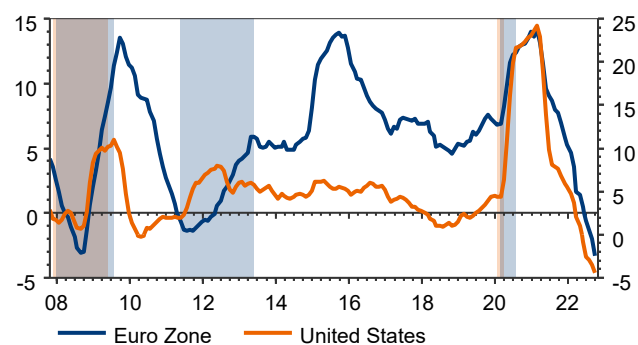
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



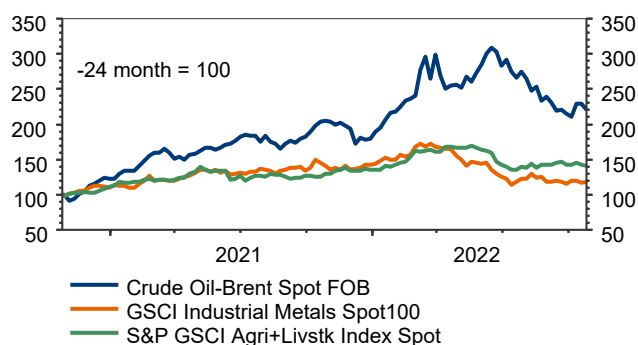
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

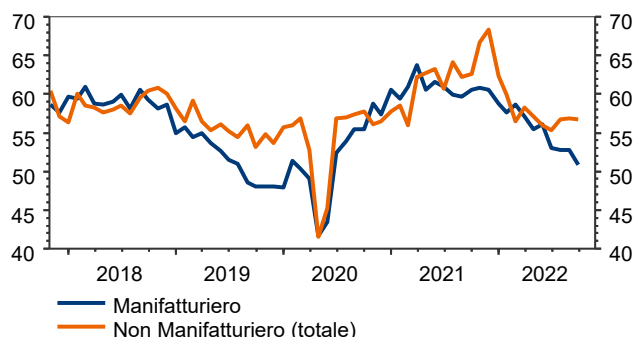
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

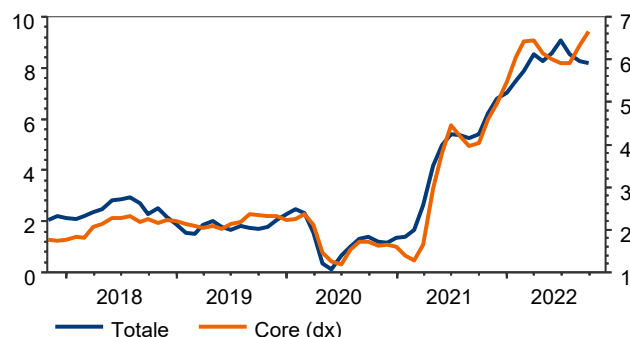
Stati Uniti

Indagini ISM



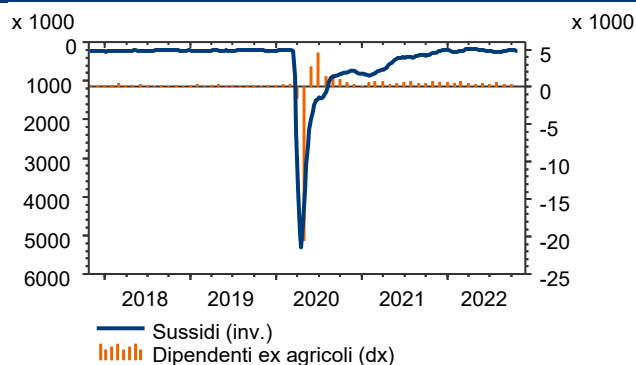
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



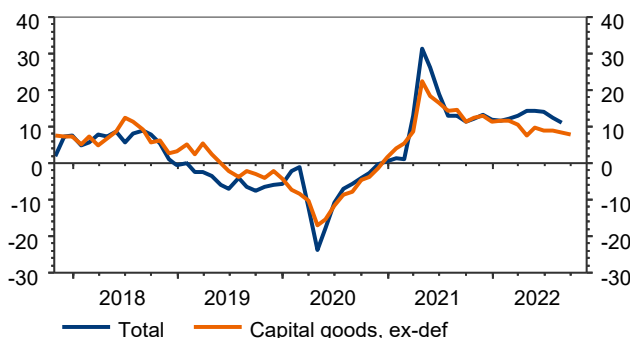
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

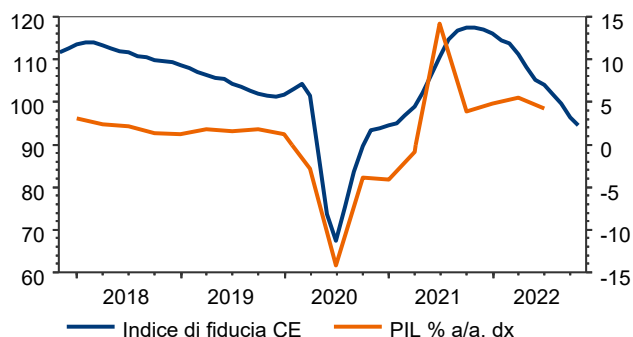
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	1.9	0.4	5.0	5.7	3.7	1.8	1.8	0.3	0.8	0.8	0.8
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.6	1.1	0.3	-0.8	-0.8
Consumi privati	8.3	2.6	0.3	3.0	3.1	1.3	2.0	1.4	0.7	0.0	-0.7	-0.7
IFL - privati non residenziali	6.4	3.4	0.6	0.6	1.1	7.9	0.1	3.7	2.0	-0.2	-1.2	-1.2
IFL - privati residenziali	10.7	-9.5	-10.6	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.4	-9.6	-7.2	-6.5	-6.5
Consumi e inv. pubblici	0.6	-0.9	1.2	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	2.4	0.9	1.5	1.1	1.1
Esportazioni	6.1	7.5	1.7	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.4	2.5	-4.5	-2.1	-2.1
Importazioni	14.1	8.4	-2.7	6.6	18.6	18.4	2.2	-6.9	-2.0	-5.6	-2.2	-2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.7	-0.3	1.9	5.0	0.3	-2.1	-1.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-4.2	-4.1									
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.7	-4.3	-5.8									
Debito pubblico (% PIL)	148.7	146.3	148.5									
CPI (a/a)	4.7	8.1	4.3	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.3	6.0	4.2	4.2
Produzione Industriale	4.9	4.0	-2.5	0.9	1.2	1.2	1.3	0.7	-1.1	-1.4	-1.3	-1.3
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.4	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.8	4.0	4.4	4.4

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

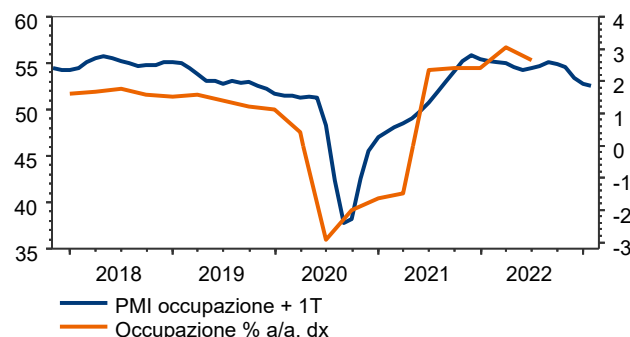
Area euro

PIL



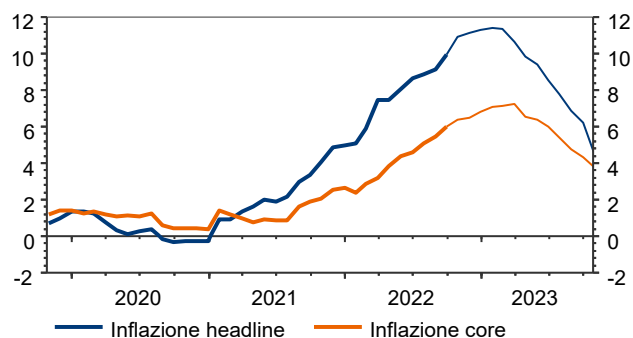
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	11.4
febbraio	0.9	5.9	11.3
marzo	1.3	7.4	10.7
aprile	1.6	7.4	9.8
maggio	2.0	8.1	9.4
giugno	1.9	8.6	8.5
luglio	2.2	8.9	7.8
agosto	3.0	9.1	6.9
settembre	3.4	9.9	6.2
ottobre	4.1	10.9	4.5
novembre	4.9	11.1	3.7
dicembre	5.0	11.3	2.9

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.2	0.6	3.9	4.8	5.5
- t/t	2.3	0.5	0.6	0.8	0.2	-0.4
Consumi privati	3.7	3.6	0.2	4.7	-0.2	1.0
Investimenti fissi	3.7	2.6	0.9	-0.7	3.4	-0.8
Consumi pubblici	4.3	2.0	1.4	-0.2	0.7	0.2
Esportazioni	10.5	6.6	0.9	2.2	2.6	1.5
Importazioni	8.3	7.0	2.2	2.3	4.7	-0.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.2	0.5	0.0	0.6	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.4	-0.8	-0.3			
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.5	-2.8			
Debito pubblico (% PIL)	95.4	96.3	95.2			
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	8.7	7.7	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	-0.6	-1.0	5.9	0.2	-0.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.9	7.5	7.1	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.37	2.75	-0.55	-0.57	-0.53

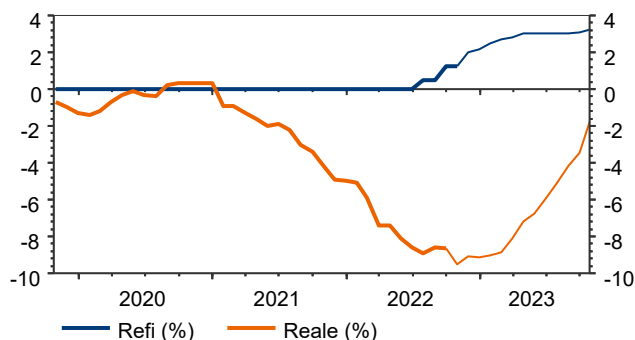
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	27/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	1.25	1.25	2.50	3.00	3.25	3.25
Euribor 1m	-0.53	-0.51	0.68	1.21	1.85	2.43	2.67	2.81
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	1.64	2.20	2.59	2.80	2.89

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

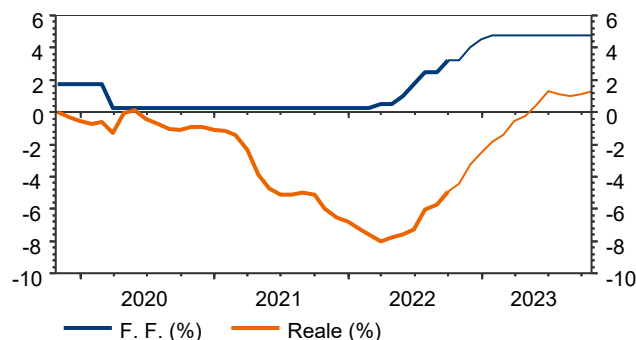


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	27/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	3.25	4.50	4.75	4.75	4.75
OIS 3m	0.72	2.18	3.66	4.11	4.59	4.84	4.79	4.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

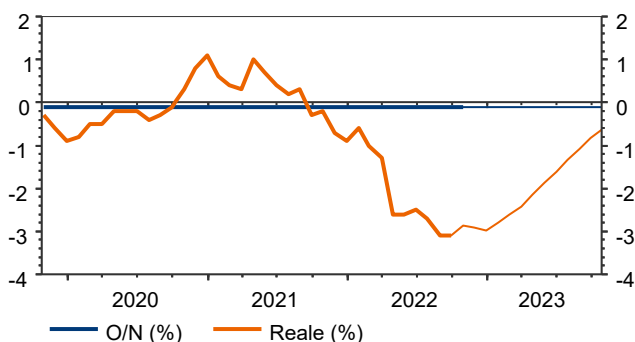


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	27/10	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	0.00	-0.03	-0.04	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

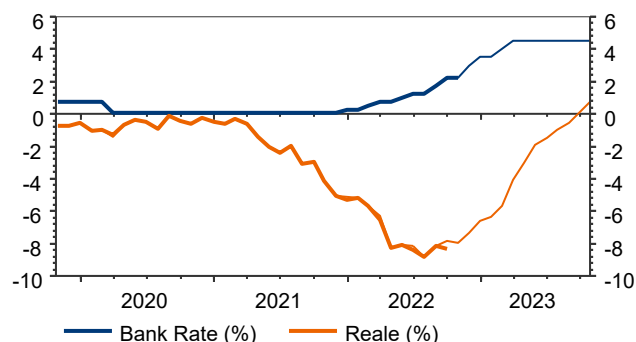


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	27/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	2.25	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	3.37	4.00	4.60	4.50	4.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	28/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.16	1.05	1.01	0.96	0.9954	0.92	0.93	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	104	113	131	135	145	147.59	152	148	140	134	128
GBP/USD	1.30	1.38	1.24	1.21	1.07	1.1533	1.05	1.03	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.07	1.07	1.02	0.97	0.94	0.9900	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	122	132	137	137	138	146.95	140	138	140	140	141
EUR/GBP	0.91	0.84	0.84	0.84	0.90	0.8630	0.88	0.90	0.90	0.89	0.89

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 S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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 S.p.A. 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 Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com