

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**FOMC: rialzi più graduali, punto di arrivo più elevato, "pivot" ancora lontano.** La riunione del FOMC si è conclusa con il quarto rialzo consecutivo di 75pb e tassi a 3,75-4% e ha aperto la strada a una nuova fase del ciclo restrittivo che, secondo Powell, dovrebbe essere caratterizzata da rialzi meno aggressivi, ma con un punto di arrivo più elevato. La comunicazione si fa complessa e, come sempre, la Fed non brilla per chiarezza. Per ora il messaggio centrale è che il passaggio da rialzi extra-large a rialzi medio-piccoli non deve essere interpretato come un "pivot" né come l'entrata in una fase dovish. A nostro avviso questo è il motivo per cui la conferenza stampa super-hawkish ha seguito un comunicato potenzialmente neutrale o dovish. Lo scenario dei tassi si fa più difficile da prevedere nei prossimi due trimestri. Sulla scia della comunicazione dopo la riunione di novembre, sembra probabile un nuovo spostamento verso l'alto del grafico a punti a dicembre. Aggiungiamo 25pb al sentiero previsto, con un punto di arrivo a 5% nel 1° trimestre.

**Elezioni midterm: fine del governo unificato, ulteriore aumento della polarizzazione.** Le elezioni midterm dell'8 novembre dovrebbero riportare in vigore un regime di governo diviso, con Presidente e Congresso appartenenti a partiti diversi. Le previsioni sono per un ritorno della Camera in mano ai Repubblicani. Per il Senato, l'esito è incerto, con indicazioni di un testa a testa fra i due partiti fino all'ultimo. Non si possono escludere tensioni post-elettorali per la certificazione del voto per seggi contestati o con margini di vantaggio ridotti. In termini di politica economica, l'attività legislativa nel prossimo biennio sarà limitata al minimo indispensabile (rinnovo leggi di spesa, limite del debito) anche perché probabilmente ci sarà un ulteriore ampliamento della polarizzazione.

### I market mover della settimana

In **area euro** la prossima settimana si prospetta povera di indicatori congiunturali. In Germania la produzione industriale è attesa calare per il terzo mese a settembre, mentre in Italia l'output dovrebbe tornare a flettere in misura piuttosto marcata dopo gli inattesi progressi registrati tra luglio e agosto. Nell'Eurozona ci attendiamo un contenuto rimbalzo delle vendite al dettaglio a settembre, ma la tendenza sottostante per i consumi dovrebbe rimanere debole. In calendario anche la stima finale dell'inflazione di ottobre in Germania.

L'agenda degli **Stati Uniti** questa settimana ha pochi appuntamenti, ma di grande rilievo. Sul fronte dei dati, il focus sarà sul CPI di ottobre. In termini di eventi, le elezioni midterm dovrebbero riportare in vigore un regime di governo diviso, con la fine della maggioranza democratica in Congresso. Le previsioni sono di Camera repubblicana, con un margine ampio, mentre per il Senato l'esito è incerto, con i democratici favoriti solo marginalmente. Il CPI core di ottobre dovrebbe registrare un aumento di 0,5% m/m (con rischi verso il basso), sempre spinto dalla dinamica dei servizi ex-energia.

4 novembre 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

**FOMC: rialzi più gradualisti, punto di arrivo più elevato, "pivot" ancora lontano.** La riunione del FOMC si è conclusa con il quarto rialzo consecutivo di 75pb e tassi a 3,75-4% e ha aperto la strada a una nuova fase del ciclo restrittivo che, secondo Powell, dovrebbe essere caratterizzata da rialzi meno aggressivi, ma con un punto di arrivo più elevato. La comunicazione si fa complessa e, come sempre, la Fed non brilla per chiarezza. Per ora il messaggio centrale è che il passaggio da rialzi extra-large a rialzi medio-piccoli non deve essere interpretato come un "pivot" né come l'entrata in una fase dovish. A nostro avviso questo è il motivo per cui la conferenza stampa super-hawkish ha seguito un comunicato potenzialmente neutrale o dovish. Lo scenario dei tassi si fa più difficile da prevedere nei prossimi due trimestri. Sulla scia della comunicazione dopo la riunione di novembre, sembra probabile un nuovo spostamento verso l'alto del grafico a punti a dicembre. Aggiungiamo 25pb al sentiero previsto, con un punto di arrivo a 5% nel 1° trimestre.

*"La questione di quando moderare il ritmo dei rialzi è ora molto meno importante della questione di quanto in alto portare i tassi e per quanto tempo mantenere la politica monetaria restrittiva".*  
(J. Powell, 2.11.2022)

- La **riunione del FOMC** si è conclusa in linea con le attese, con un voto unanime per un rialzo dei tassi di 75pb, che ha portato l'obiettivo dei fed funds a 3,75-4%. Il focus del messaggio della Fed si è spostato, come previsto, dalla corsa univoca dei tassi verso l'alto, alla calibrazione degli interventi futuri, da attuare valutando gli **effetti ritardati della restrizione monetaria cumulata**. La conferenza stampa ha però dato una **connotazione decisamente hawkish** al messaggio apparentemente neutrale del comunicato, segnalando una preferenza per un sentiero meno ripido, ma con un punto di arrivo potenzialmente più elevato rispetto a quanto segnalato a settembre.
- Nel **comunicato**, il paragrafo di **valutazione del quadro macro** è identico a quello della riunione di settembre, e rileva "crescita modesta di spesa e produzione", con una dinamica occupazionale "robusta" nei mesi recenti e tasso di disoccupazione sempre "basso". Sul fronte dei prezzi, l'inflazione è giudicata ancora "elevata", con pressioni diffuse sui prezzi.
- Le modifiche al testo compaiono nella **sezione dedicata alla politica monetaria** e introducono la nuova fase della strategia della Fed. Dopo l'annuncio di un altro rialzo dei tassi di 75pb, il comunicato afferma, come in passato, che secondo il Comitato saranno appropriati "continui" interventi ma precisa che "l'obiettivo è quello di raggiungere una stance di politica monetaria abbastanza restrittiva da riportare l'inflazione al 2% nel tempo". Inoltre, si specifica che "nel determinare il ritmo degli aumenti futuri dell'intervallo obiettivo, il Comitato prenderà in considerazione la restrizione cumulata della politica monetaria, i ritardi con cui la politica monetaria influenza l'attività economica e l'inflazione, e gli sviluppi economici e finanziari". In questa qualifica dell'azione restrittiva, si evidenzia che le decisioni future non saranno più "continui" aumenti incondizionati, ma azioni calibrate in base a valutazioni relative alla trasmissione della politica monetaria e al livello di restrizione raggiunto.
- La **conferenza stampa** è stata una doccia fredda dopo la pubblicazione di un comunicato stampa generalmente "neutrale", che sembrava comunicare la volontà di determinare i rialzi dei tassi in base a stime degli effetti futuri della restrizione in atto, sempre in un contesto di restrizione. Powell ha iniziato la conferenza stampa con toni relativamente neutri, notando che l'inflazione è ancora "molto alta", ma le aspettative di inflazione di lungo termine sono sempre "ben ancorate". Riguardo al mercato del lavoro, Powell ha rilevato che la crescita salariale elevata riflette l'eccesso di domanda di lavoro ed è incompatibile con la stabilità dei prezzi, richiedendo una riduzione della domanda attraverso un periodo duraturo di crescita sotto il trend. Secondo Powell, la restrizione monetaria dovrà ridurre la domanda in misura significativa, senza però per questo portare necessariamente a un ampio rialzo del tasso di disoccupazione. A suo avviso, con il livello ancora straordinariamente elevato del rapporto posizioni vacanti/disoccupati, tornato a 1,8 a settembre, un ridimensionamento delle posizioni aperte potrebbe ridurre la pressione sui salari senza richiedere per questo un aumento significativo del tasso di disoccupazione. Questa valutazione può essere descritta in termini di curva di Beveridge. Il FOMC sembra ritenere che il futuro aggiustamento del

**Comunicato: quadro macro invariato...**

**...politica monetaria in una nuova fase, con rialzi meno ampi e automatici, basati ora sugli effetti della restrizione cumulata**

**Conferenza stampa aggressivamente hawkish**

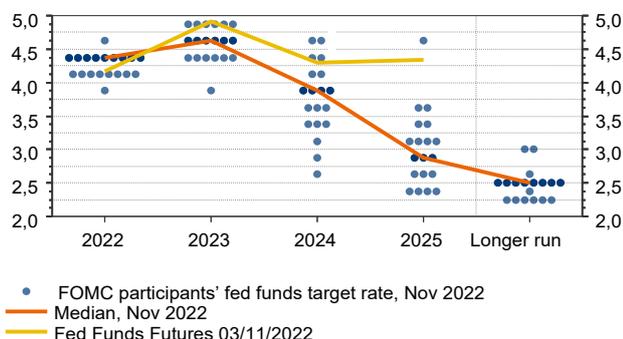
mercato del lavoro implicherà **uno spostamento verso il basso della curva di Beveridge**, verso una posizione in linea con le condizioni prevalenti prima della pandemia, e **non un movimento lungo la curva attuale**. In questo scenario, l'aumento del tasso di disoccupazione, dal livello corrente sui minimi degli ultimi 40 anni, potrebbe essere moderato e non generare una recessione pesante.

- Nella discussione riguardo alle condizioni che determineranno riduzioni del ritmo dei rialzi, Powell ha **ridotto l'importanza delle variazioni mensili dell'inflazione** come unica guida del sentiero dei tassi, contraddicendo in modo quasi spudorato le posizioni precedenti sue e dei suoi colleghi e affermando di non avere mai pensato che diversi mesi di inflazione in rallentamento fossero "il test appropriato per ridurre il ritmo degli aumenti" dei tassi. In ogni caso, il **CPI di ottobre**, in uscita il 10 novembre, dovrebbe dare supporto alla fine dei maxi-rialzi dei fed funds. Infatti, si dovrebbe vedere una variazione meno elevata (fra 0,4% e 0,5% m/m) dell'indice core, con effettive correzioni dei prezzi in diversi comparti (auto nuove, auto usate, assicurazioni sanitarie, beni durevoli) e rallentamento della dinamica degli affitti. Proprio la componente abitazione dell'inflazione richiederà la valutazione degli effetti ritardati della restrizione già attuata. Con i tassi sui mutui ora oltre il 7%, i prezzi delle case in calo su base mensile e affitti in caduta libera, è solo questione di tempo prima che la voce abitazione generi effetti disinflazionistici almeno tanto potenti e forse anche più rapidi rispetto a quelli di segno opposto visti da fine 2021.
- In generale, con l'inflazione prevista in via di rientro, il mercato del lavoro appare il problema che preoccupa maggiormente la Fed ora, non solo perché è ancora sotto pressione, ma anche perché risponde con i ritardi più prolungati alla restrizione monetaria; la banca centrale si trova infatti in difficoltà a comunicare un nuovo sentiero senza indurre i mercati a determinare un allentamento delle condizioni finanziarie. Questo è il costo della forward guidance e la Fed non sembra al momento in grado di gestire la transizione in modo lineare.
- Nei commenti più specifici sul **sentiero e sul punto di arrivo dei tassi**, Powell ha quindi spostato il messaggio in direzione sempre più hawkish, soprattutto in risposta alle domande riguardo alla stance della politica monetaria, affermando che "c'è ancora da fare", e che la Fed "manterrà la rotta fino a quando il lavoro non sarà concluso". In sostanza, Powell ha voluto frenare qualsiasi interpretazione dovish del nuovo approccio, e allontanare qualsiasi previsione di "pivot", affermando che "è molto prematuro pensare a una pausa" e che "abbiamo ancora strada da fare". A suo avviso, alla prossima riunione il ritmo di aumento dei tassi potrebbe essere ridotto, ma **nel 2023 il punto di arrivo potrebbe essere più elevato** di quanto previsto a settembre, segnalando un probabile nuovo spostamento verso l'alto del grafico a punti a dicembre. Powell ha anche precisato che, a suo avviso, è ancora preferibile sbagliare con eccessiva restrizione piuttosto che con interventi insufficienti.
- Nelle prossime settimane, i discorsi dei partecipanti e successivamente, i verbali, chiariranno il messaggio della conferenza stampa. Per ora riteniamo che **la prossima mossa sia di 50pb a dicembre, ma vediamo anche rischi elevati di un altro rialzo di 50pb a febbraio**, rispetto ai 25pb previsti dal grafico a punti di settembre e dal nostro scenario. Pertanto, **alziamo il punto di arrivo dei fed funds a 5% nel 1° trimestre 2023**.

**La comunicazione della Fed non è chiara, e oscillerà fra segnali hawkish e indicazioni più dovish, in risposta non solo ai dati ma anche alle reazioni dei mercati**

**Punto di arrivo più alto, probabilità di recessione "dolorosa" più elevata**

**Powell ha preparato un nuovo spostamento verso l'alto del grafico a punti, atteso per dicembre...**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**... anche se stanno emergendo segnali di svolta sia per il mercato del lavoro, sia per l'inflazione**



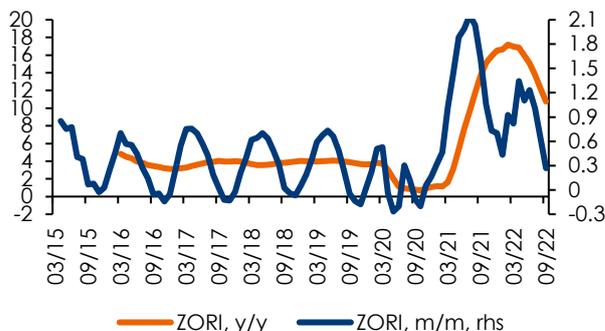
Fonte: BLS, Atlanta Fed

**Prezzi delle case in caduta libera...**



Fonte: Zillow

**... si trasferiscono sugli affitti e preludono a una netta svolta del contributo dell'abitazione all'inflazione nel 2023**



Fonte: Zillow

**Elezioni midterm: fine del governo unificato, ulteriore aumento della polarizzazione.** Le elezioni midterm dell'8 novembre dovrebbero riportare in vigore un regime di governo diviso, con Presidente e Congresso appartenenti a partiti diversi. Le previsioni sono per un ritorno della Camera in mano ai Repubblicani. Per il Senato, l'esito è incerto, con indicazioni di un testa a testa fra i due partiti fino all'ultimo. Non si possono escludere tensioni post-elettorali per la certificazione del voto per seggi contestati o con margini di vantaggio ridotti. In termini di politica economica, l'attività legislativa nel prossimo biennio sarà limitata al minimo indispensabile (rinnovo leggi di spesa, limite del debito) anche perché probabilmente ci sarà un ulteriore ampliamento della polarizzazione.

■ L'8 novembre i cittadini degli Stati Uniti saranno chiamati all'appuntamento quadriennale delle **Elezioni Midterm** (EM), per il rinnovo dei 435 rappresentanti della Camera e di circa un terzo (35) dei 100 senatori. Le elezioni midterm sono tipicamente dolorose per il partito del Presidente. Nelle 22 elezioni fra il 1934 e il 2018, il partito del Presidente ha perso in media 29 rappresentanti alla Camera e 4 senatori. Il Congresso in scadenza a fine 2022 ha una maggioranza democratica di 9 seggi, con 4 seggi vacanti, mentre in Senato Repubblicani e Democratici hanno 50 seggi ciascuno, con il vice-presidente che garantisce una maggioranza democratica. La **previsione al momento è di maggioranza repubblicana alla Camera** con probabilità molto elevata, e di **testa a testa al Senato**, con incertezza significativa.

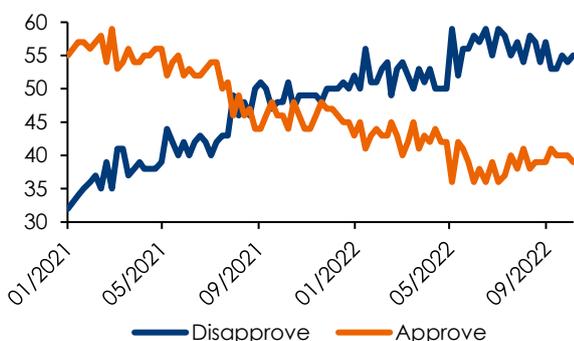
■ I risultati delle EM sono influenzati da due elementi principali, la popolarità del Presidente e il numero di seggi del partito del Presidente da rinnovare in ciascun ramo del Congresso. Un terzo elemento, l'economia, ha scarso potere previsivo per l'esito delle EM.

- **Popolarità del Presidente.** I sondaggi su Biden (Fig. pagina successiva) sono scesi in un intervallo fra 40 e 45% a inizio 2022, sulla scia dell'aumento dell'inflazione. La correzione è proseguita fino a luglio, verso minimi intorno a 36%, ma il trend si è invertito in estate, in seguito a un insieme di fattori favorevoli (almeno temporaneamente) a Biden: calo del prezzo della benzina, decisione della Corte Suprema contro la costituzionalità dell'aborto, vittorie legislative in Congresso, con due leggi bipartisan (infrastrutture e semiconduttori) e una legge focalizzata su cambiamento climatico e assistenza sanitaria (Inflation Reduction Act). Il ritorno dei sondaggi poco sopra il 40% a fine settembre si è però nuovamente invertito a metà ottobre, riportando la popolarità di Biden al di sotto di tale livello. I sondaggi "generici" riguardo alle preferenze fra Repubblicani e Democratici hanno riportato i primi in testa nelle ultime settimane (Fig. pagina successiva). Tra il 1934 e il 2018, i 6 presidenti con sondaggi compresi fra 40 e 45% hanno perso fra -13 e -63 seggi alla Camera, con una media di -36 seggi, mentre al Senato il risultato è stato compreso fra una perdita di -9 e un guadagno di 2 seggi, con una media di -4 seggi.
- **Numero dei seggi del partito del Presidente da rinnovare.** Nelle elezioni midterm fra il 1938 e il 2018, i seggi del partito del Presidente da rinnovare sono stati in media 237 alla Camera e 17 al Senato. Nei casi con numeri simili a quelli attuali, i risultati sono inconcludenti, con -8 e +18, e -3 e +14 alla Camera e al Senato, rispettivamente.
- **Inflazione e dinamica occupazionale.** La correlazione fra le principali variabili economiche e il risultato delle EM è modesta, con l'inflazione marginalmente significativa per la Camera, ma indifferente per il Senato (J. Woolley, 2022). L'occupazione non sembra influenzare l'esito elettorale.
- I risultati dipenderanno anche dall'affluenza alle urne, mediamente pari al 40% per le EM, contro circa 60% per le presidenziali, influenzata anche da temi speciali, come per esempio l'aborto, su cui in alcuni stati ci sono anche referendum ad hoc e potrebbe esserci una maggiore partecipazione femminile bipartisan. Al momento, le previsioni sono di affluenza superiore alla media, con una percentuale relativamente elevata di voti per posta o anticipati. Tutti gli stati offrono la possibilità di votare per posta o online, con procedure e tempi determinati a livello statale. **L'economia quest'anno giocherà a sfavore** dei Democratici, con un ruolo più rilevante rispetto al passato, nonostante un tasso di disoccupazione straordinariamente basso per via del livello storicamente elevato dell'inflazione. Inoltre, la recente ripresa del trend verso l'alto dei prezzi della benzina dopo più di tre mesi di correzioni, anche se non omogenea fra stati, sarà un ulteriore elemento sfavorevole per il partito di Biden alle urne.
- I sondaggi, attualmente, sono concordi nel prevedere una **vittoria repubblicana alla Camera** (v. tabella), se pure meno schiacciante rispetto alla perdita media di seggi associata alla popolarità corrente di Biden. La probabilità di una Camera repubblicana è stimata da Fivethirtyeight a 81%. Per il **Senato il quadro è incerto**, con il vantaggio che i Democratici avevano guadagnato in estate quasi evaporato. Fivethirtyeight stima la probabilità di un Senato democratico a 51%, in calo da ben oltre il 60% a metà settembre. Con l'avvicinarsi della scadenza elettorale (in molti stati le urne sono già aperte da diverse settimane), fattori locali in molti distretti (aumento della spesa per spot televisivi, risultati dei dibattiti fra candidati) hanno reso più incerto l'esito del voto.
- Pertanto, le EM dovrebbero portare alla **fine della fase di governo unificato** in vigore da inizio 2021 e aprire un nuovo periodo di governo diviso, che potrà assumere una fra due diverse versioni, Presidente e Senato democratici, con la Camera repubblicana, oppure Presidente democratico e Congresso tutto repubblicano. In termini di **politica economica**, in entrambi i casi l'implicazione è uno **stallo di due anni**, in cui le azioni di politica fiscale si limiteranno al rinnovo delle leggi in scadenza, in particolare le leggi di spesa o l'estensione di misure fiscali "a tempo" (in genere con effetti neutrali o modestamente espansivi) e a interventi indilazionabili. In particolare, a febbraio si dovrebbe riproporre il problema del raggiungimento del limite del debito, che però potrà essere dilazionato probabilmente fino a ottobre con le ormai consuete misure "straordinarie" del Tesoro. L'arrivo di una recessione nel 2023, ormai praticamente inevitabile a nostro avviso, lascerà la politica monetaria sola nel fronteggiarla, con contributi

dalla politica fiscale limitati agli "ammortizzatori automatici". Gli interventi del Presidente si dovranno per necessità limitare a ordini esecutivi sui temi permessi dalla Costituzione (in particolare, politica estera, commercio internazionale e, con dei limiti, immigrazione). Nel caso di mantenimento del Senato in mani democratiche, l'amministrazione potrebbe procedere con nomine di giudici, tema rilevante in termini strettamente politici.

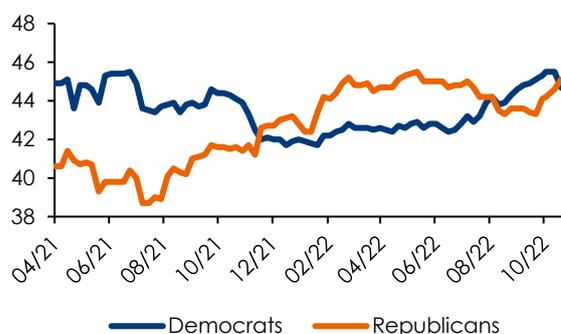
■ È probabile che con il nuovo Congresso aumenti ancora la **polarizzazione** che ha caratterizzato il quadro politico americano in misura crescente da metà degli anni Settanta (Fig. sotto). Il ritiro di molti rappresentanti e senatori moderati, soprattutto tra i Repubblicani, dovrebbe rafforzare il trend di allontanamento dal centro, soprattutto nel partito repubblicano, e ridurre ulteriormente la possibilità di trovare accordi bipartisan su riforme relative a temi strutturali. Per esempio, una riforma dell'immigrazione sarà ancora una volta vittima della polarizzazione, soprattutto con la campagna presidenziale in apertura, con effetti negativi per il quadro economico che ha disperatamente bisogno di un aumento di offerta di lavoro. In conclusione, i risultati elettorali dell'8 novembre saranno più rilevanti per la visibilità dei due partiti nella fase di preparazione della campagna per il voto presidenziale, che per i temi economici di breve termine. **Arrivederci al 2024!**

**Biden: il miglioramento dei sondaggi si è fermato a settembre**



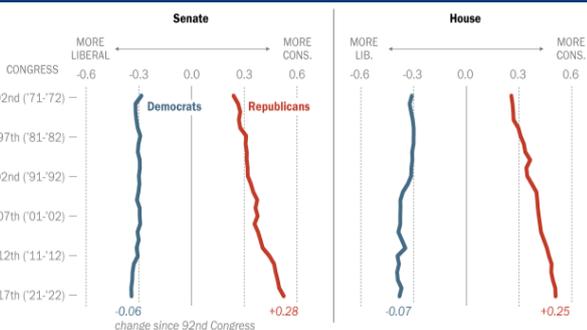
Fonte: Reuters

**Qual è il partito che gli elettori vorrebbero in Congresso?**



Fonte: Fivethirtyeight

**La polarizzazione continuerà ad aumentare, allontanando dal centro i rappresentanti alla Camera e al Senato**



Nota: ideologia media dei membri del Congresso, per legislatura, misurata dai voti sulle leggi in discussione. Fonte: Pew Research Center

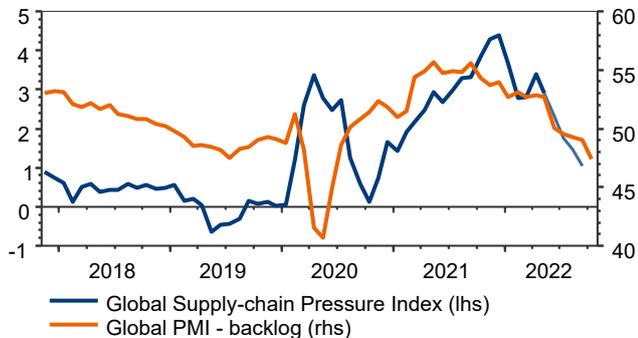
**Previsioni per il nuovo Congresso: Camera repubblicana e testa a testa in Senato**

	Fivethirtyeight	Politico	Realclear politics
<b>House</b>			
Republicans	219	213	225
Democrats	205	195	173
Toss Ups	11	27	37
<b>Total</b>	<b>435</b>	<b>435</b>	<b>435</b>
<b>Senate</b>			
Republicans	49	48	48
Democrats	48	47	46
Toss Ups	3	5	6
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Politico, Fivethirtyeight, Realclearpolitics

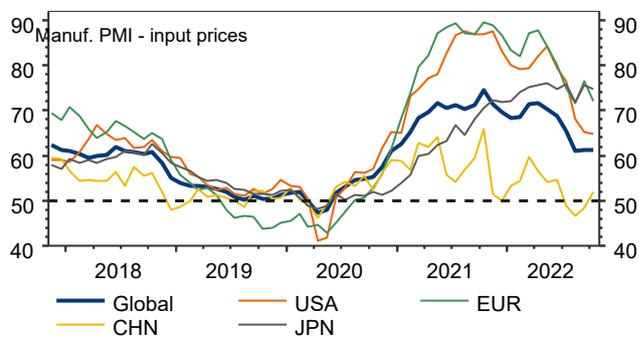
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



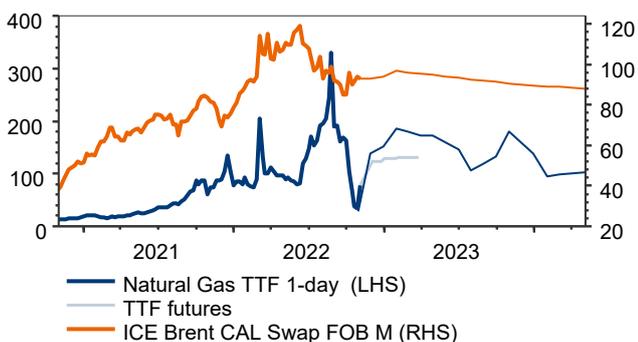
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



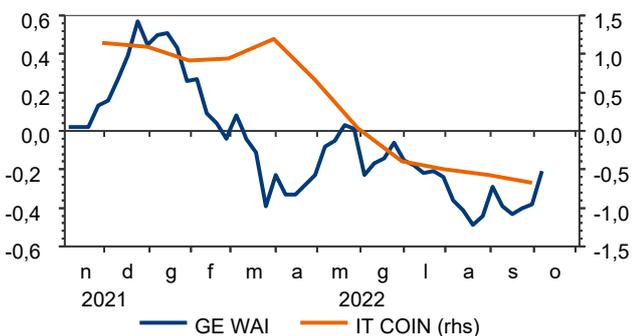
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



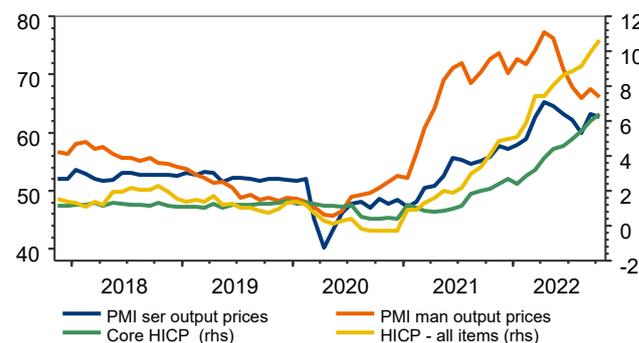
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

### 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** la prossima settimana si prospetta povera di indicatori congiunturali. In Germania la produzione industriale è attesa calare per il terzo mese a settembre, mentre in Italia l'output dovrebbe tornare a flettere in misura piuttosto marcata dopo gli inattesi progressi registrati tra luglio e agosto. Nell'Eurozona ci attendiamo un contenuto rimbalzo delle vendite al dettaglio a settembre, ma la tendenza sottostante per i consumi dovrebbe rimanere debole. In calendario anche la stima finale dell'inflazione di ottobre in Germania.

L'agenda degli **Stati Uniti** questa settimana ha pochi appuntamenti, ma di grande rilievo. Sul fronte dei dati, il focus sarà sul CPI di ottobre. In termini di eventi, le elezioni midterm dovrebbero riportare in vigore un regime di governo diviso, con la fine della maggioranza democratica in Congresso. Le previsioni sono di Camera repubblicana, con un margine ampio, mentre per il Senato l'esito è incerto, con i democratici favoriti solo marginalmente. Il CPI core di ottobre dovrebbe registrare un aumento di 0,5% m/m (con rischi verso il basso), sempre spinto dalla dinamica dei servizi ex-energia.

### Lunedì 7 novembre

#### Area euro

■ **Germania.** La **produzione industriale** è attesa calare nuovamente in settembre, stimiamo di -0,6% m/m, dopo il -0,8% m/m registrato ad agosto. La debolezza è dovuta principalmente al manifatturiero, ma si moltiplicano i segnali di un rallentamento anche nell'edilizia. Se confermato, il dato lascerebbe la produzione poco variata nel 3° trimestre; ci aspettiamo una contrazione nei due trimestri a cavallo d'anno.

### Martedì 8 novembre

#### Area euro

■ **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere tornate a crescere a settembre dopo tre mesi di calo. Sulla base dei dati nazionali già pubblicati prevediamo un rimbalzo di 0,5% m/m (-1,3% a/a), che non sarebbe comunque sufficiente a recuperare il terreno perduto tra giugno e agosto. I consumi sono attesi rimanere deboli nei prossimi mesi, frenati dal pesante rincaro dei prezzi.

#### Stati Uniti

■ Le **elezioni midterm** inaugureranno probabilmente un'altra fase di governo diviso, dopo due anni di controllo democratico sia del Congresso che della Presidenza. Attualmente, lo scenario centrale prevede una maggioranza repubblicana alla Camera e un minimo margine democratico al Senato, aprendo un periodo di stallo politico di due anni. L'incertezza del risultato al Senato è aumentata nelle ultime settimane, con un miglioramento dei repubblicani nei sondaggi. È probabile che nel prossimo biennio l'Amministrazione ricorra a ordini esecutivi nei settori della politica estera, del commercio internazionale e, forse, dell'immigrazione, per ottenere qualche risultato politico visibile prima delle prossime elezioni. La mancanza di spazio di manovra legislativo potrebbe essere una sfida nel 2023, quando è probabile l'arrivo di una recessione, sulla scia della politica monetaria restrittiva volta a contenere l'inflazione. Nel 2023-24, l'azione di politica economica sarà nelle mani della Fed, con una politica fiscale per lo più congelata.

### Giovedì 10 novembre

#### Area euro

■ **Italia.** La **produzione industriale** è vista correggere a settembre, stimiamo di almeno -1,5% m/m, dopo il balzo di agosto (2,3% m/m), che potrebbe essere stato viziato da anomalie nei procedimenti di stagionalizzazione. Sia le indagini di fiducia che i dati ad alta frequenza segnalano che l'attività produttiva va indebolendosi sulla scia sia dei rincari delle materie

prime che di attese meno ottimistiche sulla domanda finale. L'industria in senso stretto, dopo aver dato un contributo sostanzialmente nullo al PIL nei mesi estivi, dovrebbe frenare il valore aggiunto nei trimestri autunnale e invernale.

### Stati Uniti

- Il **CPI** a ottobre è previsto in aumento di 0,7% m/m (8,1% a/a), dopo 0,4% m/m di settembre, con una nuova spinta verso l'alto dall'energia, che però dovrebbe essere di breve durata. L'indice core dovrebbe essere in rialzo di 0,5% m/m (6,6% a/a), con rischi verso il basso per 0,4% m/m, dopo 0,6% m/m di agosto e settembre. Per quanto riguarda i **prezzi dei beni core**, il trend di rallentamento della dinamica mensile dovrebbe proseguire, sulla scia del rafforzamento del dollaro, del miglioramento delle strozzature all'offerta e della compressione dei margini delle imprese. A ottobre la correzione dei prezzi delle auto usate dovrebbe proseguire con un altro ampio calo, alla luce delle indicazioni del Manheim Used Vehicle Index che riporta una contrazione sul mercato all'ingrosso. Anche i prezzi delle auto nuove sembrano avere svoltato, aprendo una fase in flessione grazie al miglioramento delle scorte. JD Power stima a ottobre un calo di -1,2% dal picco di luglio (non destag.), grazie anche al ritorno di promozioni dei produttori. Per i **servizi ex-energia**, l'abitazione continuerà a trainare l'indice verso l'alto, ma la variazione prevista per gli affitti e gli affitti figurativi potrebbe ritracciare a 0,7% m/m da 0,8% m/m di settembre. Il trend degli affitti rilevati dallo Zillow Observed Rent Index ha registrato un netto rallentamento a settembre, confermando il trend in calo in atto dall'estate, che dovrebbe trasferirsi con qualche mese di ritardo sulla componente affitti del CPI. Pressioni verso il basso sulla componente abitazione verranno nei prossimi mesi anche dal calo dei prezzi delle case, iniziato a luglio. Per la sanità, i premi delle assicurazioni sanitarie dovrebbero svoltare e iniziare un periodo prolungato di correzioni, in contrasto con il trend dell'ultimo anno (28,2% a/a a settembre), con contributi negativi attesi per circa 0,4pp sull'inflazione tendenziale a ottobre 2023, per via della metodologia di definizione dei premi nel CPI. Le tariffe aeree in autunno sono previste in calo dopo aumenti di circa il 40% fino all'estate. In conclusione, con un moderato ripiegamento della crescita dei prezzi dei beni core e una stabilizzazione delle variazioni per i servizi ex-energia, l'inflazione core potrebbe iniziare a stabilizzarsi con incrementi di 0,5% m/m.

## Venerdì 11 novembre

### Area euro

- **Germania.** La **stima finale** dovrebbe confermare che ad ottobre **l'inflazione** è cresciuta al 10,4% dal 10% precedente sulla misura nazionale (record dagli anni '50) e all'11,6% dal 10,9% di settembre su quella armonizzata. La variazione congiunturale risulterebbe pari a 0,9% m/m sull'indice domestico e 1,1% sulla misura armonizzata. L'inflazione dovrebbe toccare un picco nei primi mesi del prossimo anno. L'incertezza è maggiore sulla componente core, che potrebbe accelerare per via dell'impatto dell'aumento del salario minimo. In media annua, l'inflazione armonizzata dovrebbe attestarsi intorno all'8,8% nel 2022 e restare sopra l'8% nel 2023.

### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a novembre (prel.) è prevista a 59,8, circa stabile rispetto al dato finale di ottobre, con le condizioni correnti su livelli superiori rispetto a quelli estivi grazie alla ripresa dei mercati, ma aspettative in calo. Le aspettative di inflazione dovrebbero essere poco variate, alla luce della relativa stabilità del prezzo della benzina nell'ultimo mese, a 5% e 2,9% sugli orizzonti a 1 e 5 anni, rispettivamente.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (7 – 11 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 7/11	04:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	ott	84.7	Mld \$	96.0	
	04:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	ott	5.7	%	4.3	
	04:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	ott	0.3	%	0.1	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	set	-0.8	%	-0.2	-0.6
Mar 8/11	00:00	CN	Riserve in valuta estera		ott	3.029	1000Mld \$	3.018	
	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	set	5.1	%	2.7	
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T3	0.5	%		
	09:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		set	4.3	%		
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		set	-0.3	%	0.3	0.5
Mer 9/11	02:30	CN	CPI a/a	*	ott	2.8	%	2.5	
	02:30	CN	PPI a/a	*	ott	0.9	%	-1.4	
	02:30	CN	CPI m/m		ott	0.3	%	0.4	
Gio 10/11	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	set	2.3	%	-1.5	-1.5
	13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	217	x1000		
	13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.485	Mln		
	14:30	USA	CPI m/m	*	ott	0.4	%	0.7	0.7
	14:30	USA	CPI a/a		ott	8.2	%		8.1
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ott	0.6	%	0.5	0.5
Ven 11/11	00:00	CN	M2 a/a	*	ott	12.1	%	12.0	
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	ott	3530	Mld ¥ CN	1600	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	ott	2470	Mld ¥ CN	800	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		set	-19.3	Mld £		
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ott	prel 1.1	%	1.1	1.1
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	ott	prel 0.9	%	0.9	0.9
	08:00	GER	CPI a/a finale		ott	prel 10.4	%	10.4	10.4
	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T3	0.2	%		
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	set	-1.8	%		
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		set	-11.1	Mld £		
	08:00	GER	IPCA a/a finale		ott	prel 11.6	%	11.6	11.6
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		nov	59.9		60.0	59.8

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Calendario degli eventi (7 – 11 novembre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Lun	7/11	09:40	EUR * Discorso di Lagarde (BCE)
		10:30	EUR Discorso di Panetta (BCE)
		21:40	USA Discorsi di Collins e Mester (Fed)
Mar	8/11	00:00	USA Discorso di Barkin (Fed)
		00:50	GIA * BoJ: Summary of Opinions della riunione di ottobre
		10:00	GB Discorso di Huw Pill (BoE)
		18:30	EUR Discorso di Wunsch (BCE)
		USA * Elezioni di metà mandato	
Mer	9/11	09:00	USA Discorso di Williams (Fed)
		11:00	EUR Discorso di Elderson (BCE)
		14:00	GB Discorso di Haskel (BoE)
		17:00	USA Discorso di Barkin (Fed)
Gio	10/11	08:00	USA Discorso di Waller (Fed)
		10:00	EUR * La BCE pubblica i verbali della riunione di ottobre
		14:00	EUR Discorso di Schnabel Kazimir e Vasle (BCE)
		14:00	GB Discorso di Ramsden (BoE)
		15:35	USA Discorso di Logan (Fed)
		18:30	USA Discorso di Mester (Fed)
		USA Discorso di George (Fed)	
Ven	11/11	10:00	EUR Discorso di Holzmann (BCE)
		13:00	EUR Discorso di Panetta (BCE)
		13:00	EUR Discorso di Guindos (BCE)
		14:10	GB Discorso di Tenreiro (BoE)
		17:00	EUR Discorso di Lane (BCE)
		17:00	EUR Discorsi di De Cos e Centeno (BCE)

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI (Chicago)	ott	45.7		47.0	45.2
Markit PMI Manif. finale	ott	49.9			50.4
Spesa in costruzioni	set	-0.6 (-0.7)	%	-0.5	0.2
Indice ISM manifatturiero	ott	50.9		50.0	50.2
Nuovi occupati: stima ADP	ott	192 (208)	x1000	195	239
Richieste di sussidio	settim	218 (217)	x1000	220	217
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.438	Mln	1.450	1.485
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T3	8.9 (+0.2)	%	4.1	3.5
Produttività (ex Agric.) t/t ann. prelim	T3	-4.1	%	0.6	0.3
Bilancia commerciale	set	-65.68 (-67.4)	Mld \$	-72.2	-73.28
Markit PMI Composito finale	ott	47.3			48.2
Markit PMI Servizi finale	ott	46.6			47.8
Ordinativi industriali m/m	set	0.2 (0.0)	%	0.3	0.3
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	set	0.4	%		0.4
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	set	-0.5	%		-0.5
Indice ISM non manifatturiero composito	ott	56.7		55.5	54.4
Tasso di disoccupazione	ott	3.5	%	3.6	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ott	263	x1000	200	
Salari orari m/m	ott	0.3	%	0.3	

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

L'**ISM manifatturiero** a ottobre è calato a 50,2 da 50,9 di settembre, segnalando attività circa invariata nel settore e toccando il minimo da maggio 2020. Nonostante un aumento dell'indice della produzione a 52,3 da 50,6, le indicazioni dal lato della domanda sono omogeneamente deboli, con ordini a 49,2 (ma in rialzo da 47,1 di settembre), ordini inevasi a 45,3 da 50,9, ordini all'export a 46,5 (minimo da maggio 2020), tempi di consegna a 46,8 e occupazione a 50. L'indice dei prezzi è calato a 46,6, da 51,7, entrando finalmente in territorio di correzione per la prima volta da maggio 2020, con indicazioni favorevoli a una riduzione significativa delle pressioni inflazionistiche. In conclusione, il ritmo di espansione del settore è sui minimi dall'inizio della pandemia e le imprese iniziano a segnalare rallentamento della domanda per via di timori di recessione e per la contrazione in alcuni comparti, con effetti positivi per lo scenario dei prezzi.

La **Job Openings and Labor Turnover Survey** di settembre ha registrato una modesta ripresa delle posizioni aperte, a 10,7 mln, una correzione delle assunzioni, e dimissioni volontarie poco variate. Il job openings rate (misurato dal rapporto fra le posizioni aperte e la somma di occupati e posizioni aperte), a 6,5%, è in calo di -0,8% rispetto al picco di marzo. I dati confermano il quadro di trend di riduzione dell'eccesso di domanda di lavoro, anche se il mercato per ora resta sotto pressione.

La **spesa in costruzioni** a settembre ha registrato un incremento di 0,2% m/m, con la componente residenziale privata stabile su base mensile, con indicazioni di una contrazione più contenuta in autunno rispetto alla variazione della primavera, e quella non residenziale in rialzo di 1% m/m.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** a ottobre ha rilevato un aumento di 239 mila posti, spinti dai servizi (in particolare, ricreazione e tempo libero) a fronte di correzioni nelle costruzioni e nel manifatturiero.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 29 ottobre sono circa stabili a 218 mila, mentre i sussidi esistenti al 22 ottobre sono aumentati a 1,485 mln (+47 mila). I dati restano in linea con un mercato del lavoro sempre caratterizzato da eccesso di domanda.

L'**ISM dei servizi** a ottobre è calato a 54,4 da 56,7 di settembre, sulla scia di un indebolimento della crescita per i principali sotto-indici (attività a 55,7 da 59,1, ordini a 56,5 da 60,6). L'entrata dell'occupazione in territorio recessivo, a 49,1 da 53, apre la strada a un probabile netto

rallentamento della dinamica occupazionale nei comparti che hanno sostenuto la domanda di lavoro nella fase post-pandemica. Sul fronte dei prezzi, invece, in controtendenza rispetto ai segnali disinflazionistici dell'indagine nel manifatturiero, l'indice ha registrato un modesto rialzo a 70,7.

L'indagine presso le **piccole imprese condotta dalla National Federation of Independent Business** a settembre è salita a 92,1 (+0,3pb), mantenendosi per il nono mese consecutivo sotto la media storica di 98. Le imprese riportano che le principali preoccupazioni sono l'inflazione e la scarsità di manodopera e rimangono pessimiste riguardo alle prospettive per l'attività nei prossimi 6 mesi. La percentuale netta di imprese che hanno alzato i prezzi di vendita è scesa a 51%, mentre il 31% prevede ulteriori aumenti nei prossimi 6 mesi. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, il 23% netto prevede di coprire posizioni aperte, con il 45% di imprese che ha aumentato i salari e il 23% che prevede ulteriori incrementi retributivi. Nel complesso, l'indagine conferma la presenza di eccesso di domanda sul mercato del lavoro, anche se le pressioni sono su un trend modestamente verso il basso.

La **bilancia commerciale** di settembre ha registrato un ampliamento del deficit a 73,3 mld, da 65,7 mld di agosto. I dati riportano correzioni delle esportazioni (-1,1% m/m), a fronte di una ripresa dell'import (1,5% m/m), dopo diversi mesi di flessioni. I dati segnalano che il contributo del canale estero nel 3° trimestre potrebbe essere ridimensionato rispetto alla stima advance di 2,8pp. In termini prospettici, il dato di settembre fornisce la base per un contributo delle esportazioni nette minore nel 4° trimestre.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	set	4.1	%	4.1	4.5
Produzione industriale m/m prelim	set	3.4	%	-1.0	-1.6
Fiducia delle famiglie	ott	30.8			29.9
PMI manifatturiero finale	ott	50.7			50.7

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

## Area euro

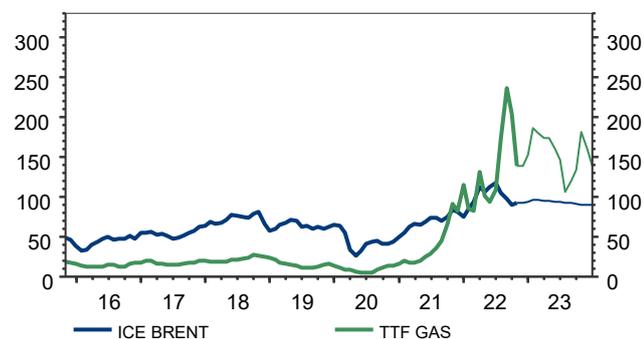
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PIL t/t 1a stima	T3	0.8	%	0.2	0.2
EUR	PIL a/a 1a stima	T3	4.1	%	2.1	2.1
EUR	CPI a/a stima flash	ott	9.9	%	10.2	10.7
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ott	6.0	%	6.0	6.4
EUR	PMI manifatturiero finale	ott	46.6		46.6	46.4
EUR	Tasso di disoccupazione	set	6.7	(6.6) %	6.6	6.6
EUR	PMI servizi finale	ott	48.2		48.2	48.6
EUR	PMI composito finale	ott	47.1		47.1	47.3
EUR	PPI a/a	set	43.4	(43.3) %	42.0	41.9
FRA	PMI manifatturiero finale	ott	47.4		47.4	47.2
FRA	Produzione industriale m/m	set	2.7	(2.4) %	-1.0	-0.8
FRA	PMI servizi finale	ott	51.3		51.3	51.7
GER	Vendite al dettaglio a/a	set	-1.5	(-4.3) %	-4.9	-0.9
GER	Vendite al dettaglio m/m	set	-1.4	(-1.3) %	-0.3	0.9
GER	Prezzi import a/a	set	32.7		31.0	29.8
GER	Bilancia commerciale destag.	set	1.2	Mld €	0.7	3.7
GER	Tasso di disoccupazione	ott	5.5	%	5.5	5.5
GER	Variazione n° disoccupati	ott	13	(14) x1000	15	8
GER	PMI manifatturiero finale	ott	45.7		45.7	45.1
GER	Ordini all'industria m/m	set	-2.0	(-2.4) %	-0.5	-4.0
GER	PMI servizi finale	ott	44.9		44.9	46.5
ITA	PIL a/a prelim	T3	5.0	(4.7) %	2.0	2.6
ITA	PIL t/t prelim	T3	1.1	%	0.0	0.5
ITA	PMI manifatturiero	ott	48.3		46.9	46.5
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	set	7.9	%	7.8	7.9
ITA	PMI servizi	ott	48.8		48.5	46.4
SPA	Produzione industriale a/a	set	5.2	(5.5) %	3.7	3.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro. L'inflazione nell'Eurozona è salita di nuovo più del previsto a ottobre, al 10,7% a/a dal 9,9% di settembre, toccando così un nuovo massimo dal 1998** (ovvero da quando esistono dati comparabili). Al forte aumento congiunturale (1,6% m/m) ha contribuito ancora in modo decisivo l'energia (6,5% m/m), spinta dai rincari delle bollette. Sul mese crescono anche alimentari (1,5%) e beni manufatti (1,2%), che risentono della trasmissione dei rincari energetici. Lo spaccato evidenzia aumenti diffusi a tutte le componenti. **L'inflazione core, salita al 6,4% (in linea con le nostre previsioni) dal 6% precedente**, è ancora una volta spinta principalmente dai beni e in misura meno rilevante dai servizi. I beni manufatti ex-energia sono passati al 6% dal 5,5% di settembre, e segnalano pressioni alimentate da costi di produzione ancora elevati; per i servizi la variazione è stata di 4,4% da 4,3% precedente; il settore rimane il meno impattato dai rincari energetici ed è poco probabile che i prezzi dei servizi accelerino bruscamente visto il rallentamento della domanda segnalato dalle indagini congiunturali. Il recente calo delle quotazioni del gas (il TTF a 1 giorno è ai minimi da oltre un anno) anticipa possibili diminuzioni dei listini energetici verosimilmente già da novembre, anche se i rischi sulla dinamica sottostante restano al rialzo. Il 2022 dovrebbe chiudersi con un'inflazione media all'8,5%; il picco potrebbe essere raggiunto nei primi mesi del prossimo anno (stimiamo una media 2023 al 7,5%). L'indice core è atteso al 4,8% nel 2022 e in accelerazione al 5,7% nel 2023, con un picco nel 1° trimestre. Le nostre attuali stime sia sull'indice headline che sul core sono significativamente più alte rispetto alle proiezioni di base pubblicate dallo staff BCE l'8 settembre.

**Il prezzo del gas resterà elevato nei prossimi mesi...**



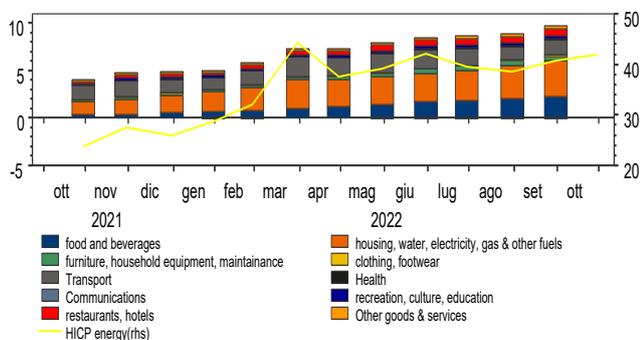
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

**... mentre i colli di bottiglia si stanno allentando**



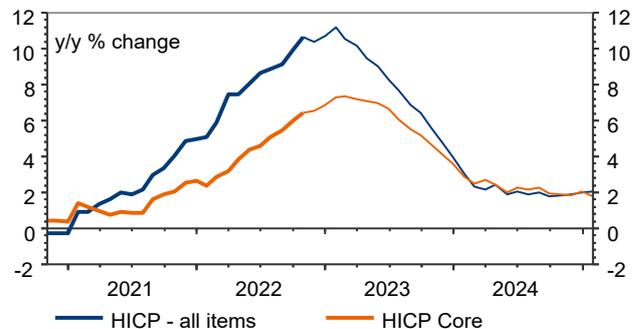
Nota: % degli intervistati che indicano la carenza di attrezzature/materiali come fattore limitante per la produzione. Fonte: Commissione UE, Haver Analytics

**Rincari diffusi su tutte le componenti**



Fonte: Intesa Sanpaolo

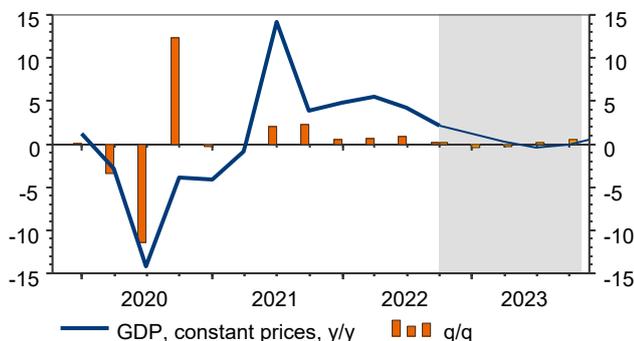
**Dinamica dei prezzi**



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

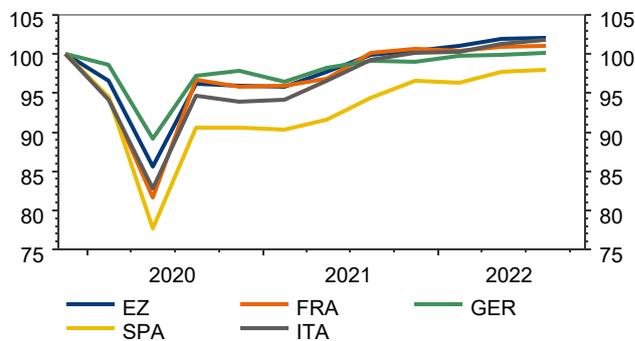
**Area euro.** Nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,2% t/t, in rallentamento da un precedente 0,8% t/t. In termini tendenziali il PIL è in espansione del 2,1% da 4,1% precedente, e si trova ora il 2,1% al di sopra dei livelli pre-Covid. Oltre alle sorprese al rialzo registrate in Italia e Germania, l'economia è cresciuta anche in Francia, Spagna e Portogallo. Il PIL è invece calato in Belgio e Austria. Non è ancora disponibile lo spaccato delle componenti ma alla luce dei dati nazionali già pubblicati dovrebbe essere stata la domanda interna a sostenere l'espansione, a fronte di un contributo negativo delle esportazioni nette. L'apporto delle scorte potrebbe essere risultato sostanzialmente nullo. Dal lato dell'offerta il valore aggiunto dovrebbe essere cresciuto nei servizi e calato nell'industria. Dopo sei trimestri consecutivi di crescita, l'area euro potrebbe essere entrata in una fase di contrazione già nel trimestre in corso, che potrebbe estendersi alla prima parte del 2023. Il 2022 potrebbe quindi chiudersi con una crescita media al 3,2%; nel 2023 ci aspettiamo un deciso rallentamento a 0,2%.

**Dopo sei trimestri di espansione l'Eurozona potrebbe tornare a contrarsi tra l'autunno e l'inverno**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

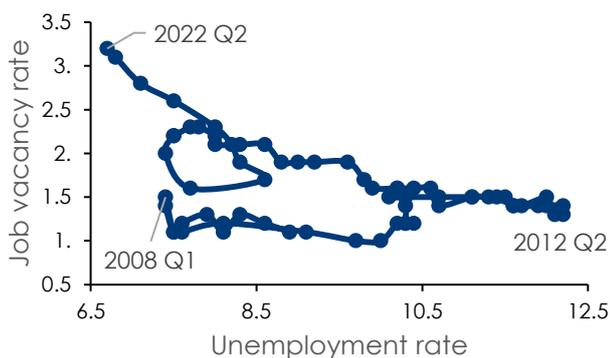
**Tra le principali economie, solo la Spagna non ha ancora recuperato i livelli pre-pandemici**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

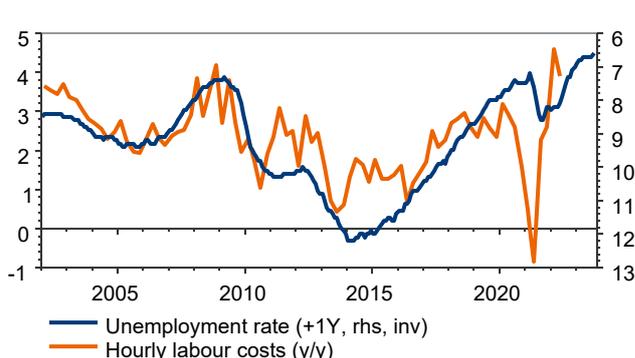
**Area euro.** A settembre il **tasso di disoccupazione** si è attestato al 6,6%, dopo che i dati di luglio e agosto sono stati rivisti al rialzo di un decimo al 6,7%. La disoccupazione è tornata a crescere tra i più giovani (14,6% da un precedente 14,4%). Rispetto al mese precedente le persone in cerca di occupazione sono calate di 66 mila unità. Tra le principali economie, il tasso di disoccupazione è rimasto invariato in Germania (3%), Italia (7,9%) e Spagna (12,7%), mentre è calato di due decimi in Francia (7,1%). Le indagini congiunturali suggeriscono che il tasso dei senza lavoro potrebbe essere rimasto invariato a ottobre ma i dati *Indeed* sulle posizioni vacanti sono coerenti con un rallentamento della domanda di lavoro in Germania (rimangono invece favorevoli le indicazioni in Francia). Ci aspettiamo che nei prossimi mesi la domanda di lavoro risenta del rallentamento ciclico; vediamo un aumento tutto sommato moderato del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi. Riteniamo infatti che nel contesto corrente, caratterizzato da un elevato grado di asimmetria tra la domanda e l'offerta, il deterioramento congiunturale si possa trasferire sul mercato del lavoro tramite un calo delle posizioni vacanti a fronte di un impatto più contenuto sul numero di occupati. Lo scenario prospettato non è quindi coerente con un significativo raffreddamento delle pressioni salariali, che riteniamo destinate ad irrobustirsi nei prossimi mesi in virtù del tentativo di recupero di potere d'acquisto.

**La curva di Beveridge segnala un ampio mismatch tra domanda e offerta di lavoro**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Le condizioni occupazionali sono coerenti con un'ulteriore crescita dei salari**

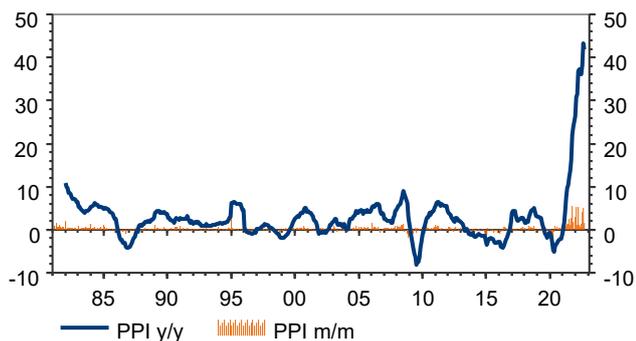


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Area euro.** A settembre l'indice dei **prezzi alla produzione** è cresciuto di 1,6% m/m, in rallentamento dal 5% di agosto. Come nei tre mesi precedenti, il rincaro è diffuso a tutte le componenti ma è guidato dall'energia (3,3% m/m da 11,8%) e, in misura minore, dai beni di consumo non durevoli (0,9% m/m da 0,8%). Al netto dell'energia la crescita del PPI si è stabilizzata allo 0,4% m/m (14,5% a/a), grazie a pressioni sui beni intermedi e strumentali che potrebbero aver

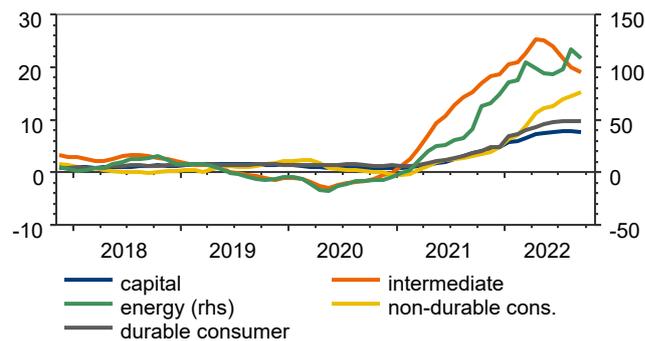
superato il picco. La variazione tendenziale è decelerata al 41,9% dal record storico di 43,4% toccato in agosto (14,5% da 14,6% al netto dell'energia). Ci aspettiamo che ad ottobre l'inflazione dei prezzi alla produzione possa rallentare ancora; tuttavia, i rialzi attesi per la componente energetica nei mesi a cavallo d'anno potrebbero generare nuove spinte sui costi delle imprese in un contesto in cui, visto il rapido deterioramento della domanda, la capacità di trasferimento ai consumatori potrebbe divenire via via più limitata.

#### Dopo il record di agosto, rallenta lievemente l'inflazione dei prezzi alla produzione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

#### Sono energia e beni di consumo non durevoli a trainare i prezzi, i beni intermedi sembrano aver superato il picco



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Germania.** Gli **ordini all'industria** di settembre hanno subito un crollo di -4% m/m (ottavo mese consecutivo di flessione), dopo il -2% m/m di agosto (rivisto da -2,4%). Il calo è dovuto soprattutto agli ordinativi esteri (-7% m/m). Le aziende hanno registrato una contrazione ampia per i beni capitali (-6% m/m) e meno marcata per i beni intermedi (-3,4% m/m); di contro, i beni di consumo sono cresciuti di +7,2% m/m. Il fatturato è salito di appena 0,2% m/m.

**Germania.** Il **tasso di disoccupazione** ad ottobre è rimasto invariato al 5,5%. Le indagini congiunturali segnalano un (contenuto) rallentamento delle intenzioni di assunzione nei prossimi mesi. Come nel 2020-21, ci aspettiamo che l'aggiustamento passi più per una riduzione delle ore lavorate che attraverso una massiccia espulsione di occupati. Prevediamo, quindi, una crescita del tasso dei senza lavoro al 5,5% il prossimo anno (da 5,3% del 2022); il punto di svolta per la dinamica occupazionale dovrebbe vedersi solo verso la fine dell'estate 2023, dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo.

**Germania.** I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di settembre hanno evidenziato una contrazione sia delle esportazioni (-0,5% m/m) che, in maggior misura, delle importazioni (-2,3% m/m). L'**avanzo commerciale** è risultato pari a 3,7 mld (in termini destagionalizzati) in settembre, da 1,2 mld di agosto; i prossimi mesi potrebbero vedere anche un approdo in territorio negativo (era accaduto solo per un breve periodo nel 1991).

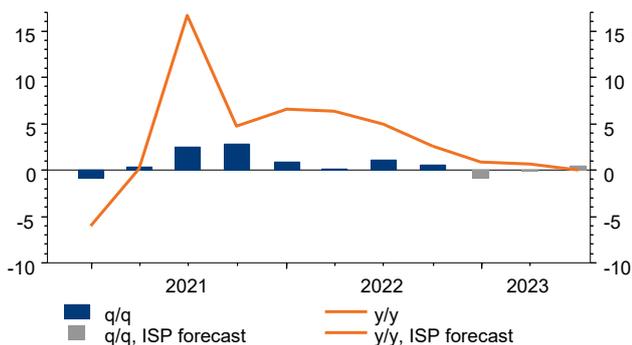
**Italia.** Nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto più del previsto, di 0,5% t/t, in rallentamento rispetto all'1,1% t/t registrato in primavera ma in espansione per il settimo trimestre consecutivo. In termini tendenziali il PIL è in rialzo del 2,6% da un precedente 4,7%. L'economia italiana si trova ora al di sopra dei livelli pre-Covid dell'1,8% (il progresso è pari all'1,1% in Francia e allo 0,2% in Germania, mentre la Spagna si trova su livelli inferiori del 2% rispetto a quelli toccati a fine 2019). Il comunicato stampa rilasciato dall'Istat indica che la crescita congiunturale è stata guidata dalla domanda interna (pensiamo soprattutto dai consumi) mentre le esportazioni nette hanno fornito un apporto negativo. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è cresciuto nei servizi mentre è calato nell'industria e nel settore primario. Lo spaccato di contabilità nazionale sarà rilasciato

solo alla fine di novembre, ma alla luce dei dati mensili disponibili riteniamo che nel 3° trimestre l'attività manifatturiera sia risultata sostanzialmente stagnante mentre la produzione dovrebbe essere calata nel settore delle costruzioni. Il buon andamento della stagione turistica sembra aver invece sostenuto i servizi, la cui corsa appare comunque meno vigorosa che in primavera. Infine, la siccità, che ha caratterizzato l'estate, dovrebbe aver penalizzato l'output agricolo.

I dati sono risultati complessivamente migliori del previsto, ma non modificano la nostra attesa di contrazione del PIL nei prossimi trimestri. Le indagini di fiducia suggeriscono che l'attività economica, sia nei servizi che nell'industria, era già in contrazione a fine estate, e questa tendenza difficilmente si invertirà nel breve termine. Lo shock energetico non ha ancora completamente dispiegato i propri effetti recessivi sull'industria; la restrizione monetaria contribuirà a frenare l'attività mentre il rallentamento globale peserà sulle esportazioni. Inoltre, la forte crescita dei prezzi al consumo e alla produzione sta frenando la domanda, e continuerà ad erodere i redditi disponibili dei consumatori e i margini delle imprese nei prossimi mesi.

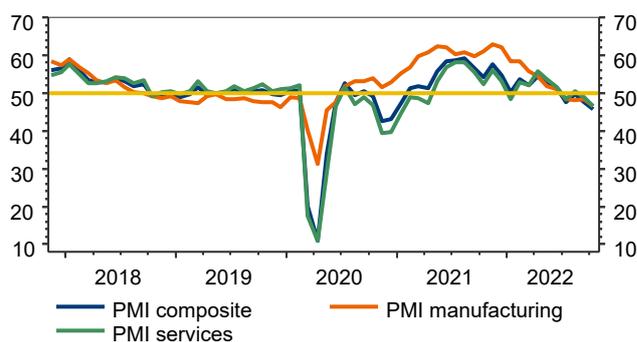
In sintesi, vediamo una contrazione del PIL su base congiunturale sia nel 4° trimestre del 2022 che nel 1° trimestre del 2023. Lo stimolo fiscale potrebbe offrire qualche sostegno e, nel caso in cui non si dovesse materializzare uno scenario di razionamento forzato dell'energia, l'economia potrebbe tornare a crescere già a partire dalla prossima primavera, anche se i rischi restano rivolti verso il basso.

#### Prevediamo una contrazione del PIL nei due trimestri a cavallo d'anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le più recenti indagini PMI suggeriscono che l'economia era già in contrazione a fine estate

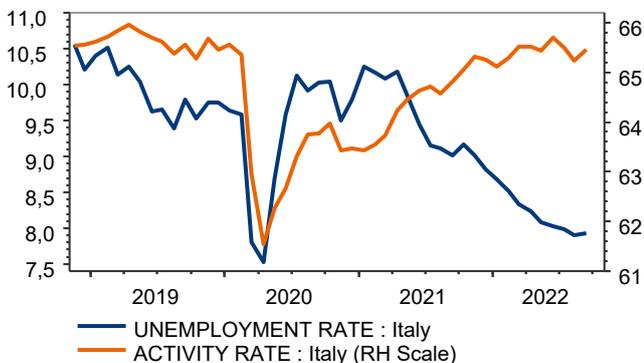


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Italia.** A settembre il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile al 7,9% (il dato di agosto è stato rivisto al rialzo di un decimo). Dopo le flessioni registrate nei due mesi precedenti, la forza lavoro è tornata a crescere di 55 mila unità (+0,2% m/m), il che si è tradotto soprattutto in un aumento degli occupati (+46 mila, +0,2% m/m), e solo in minor misura delle persone in cerca di occupazione (+8 mila, 0,4% m/m). Tornano a crescere i dipendenti permanenti (+82 mila) dopo due mesi di calo, mentre diminuiscono sia quelli a contratto temporaneo (-20 mila, in flessione per il secondo mese) che gli indipendenti (-16 mila). Le perdite occupazionali sono concentrate tra i più giovani (il tasso di disoccupazione giovanile si è riavvicinato ai livelli di luglio salendo al 23,7% da un precedente 22,1%) e gli over-50. Nonostante il rimbalzo delle assunzioni registrato a settembre, la dinamica occupazionale dovrebbe rallentare nei prossimi mesi (le indagini di fiducia sono ormai su livelli coerenti con una sostanziale stagnazione degli occupati). Nei prossimi mesi il peso del deterioramento ciclico dovrebbe manifestarsi soprattutto sui lavoratori precari (il calo dei dipendenti temporanei registrato tra agosto e settembre è il più ampio dal primo lockdown); nel complesso, è possibile che l'aumento del tasso di disoccupazione tra l'autunno e l'inverno possa risultare complessivamente moderato. Le indagini condotte tra le imprese continuano a segnalare una certa difficoltà nel reperire manodopera ed è quindi possibile che

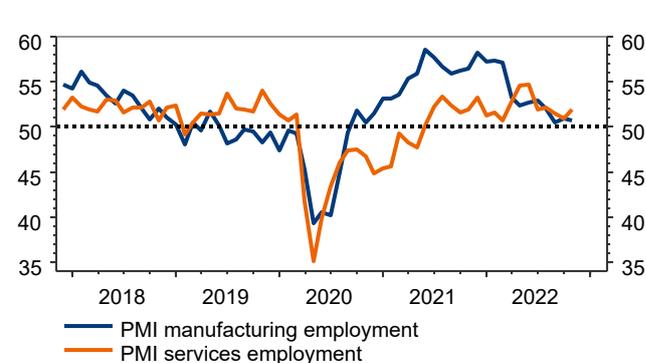
la minor domanda di lavoro si rifletta soprattutto in un calo delle posizioni vacanti e delle ore lavorate, a fronte di effetti più limitati sull'occupazione.

#### A settembre il tasso di disoccupazione è rimasto stabile, ma è tornata a crescere la partecipazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini di fiducia segnalano che la domanda di lavoro sta rallentando

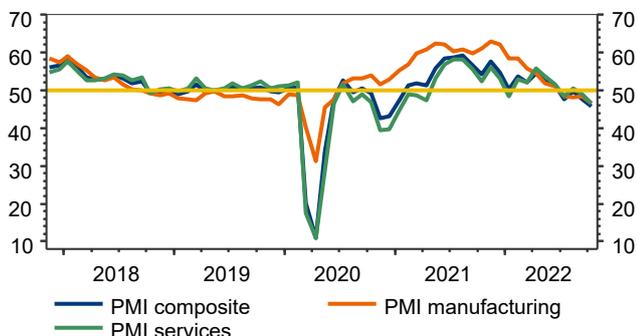


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Italia.** Ad ottobre il **PMI manifatturiero** è sceso a 46,5 da 48,3 di settembre (se si escludono i mesi di lockdown è un minimo dal 2012). Oltre ad indicazioni di calo della produzione per il quarto mese, si registra una decisa accelerazione al ribasso della tendenza di riduzione degli ordini, e anche il resto dell'indagine offre indicazioni univoche di deterioramento delle prospettive per l'industria. Prosegue infatti la diminuzione delle commesse inevase e degli acquisti di beni intermedi, mentre salgono ancora le scorte di merce invenduta, segnali non particolarmente favorevoli per la produzione nei prossimi mesi. In rallentamento la crescita dei prezzi, pagati e ricevuti, che rimangono comunque su livelli storicamente elevati; le intenzioni di assunzione sono coerenti con una sostanziale stagnazione dell'occupazione.

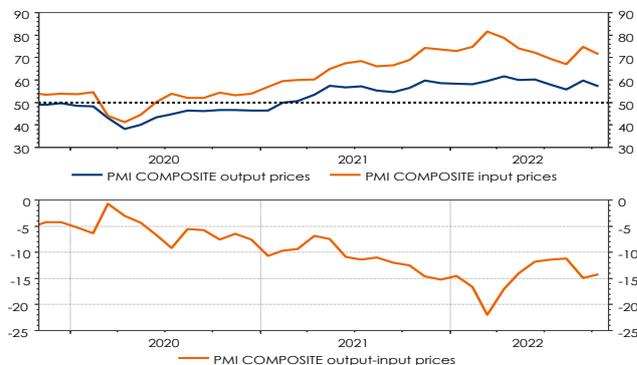
**Italia.** Il **PMI servizi** è calato ben oltre le attese ad ottobre, a 46,4 da 48,8 di settembre; al netto dei mesi in cui l'attività economica era condizionata dalle restrizioni pandemiche, è un minimo dal 2013. L'indagine riporta un deciso deterioramento della domanda, con brusco calo degli ordini, mentre le aspettative per i prossimi mesi restano al di sotto della media storica e si portano al livello più basso da fine 2020. In scia alla minore domanda e ai ribassi delle materie prime energetiche, torna a rallentare la crescita dei prezzi sia pagati che ricevuti (che restano però su tassi storicamente elevati), dopo la fiammata di settembre. Si registra infine un'inattesa, seppur modesta, riaccelerazione della crescita degli occupati (comunque su ritmi decisamente inferiori a quelli registrati nella prima metà dell'anno), che secondo il comunicato stampa potrebbe essere imputabile alla necessità in alcuni settori di smaltire le commesse inevase. In sintesi, le indagini confermano un quadro di contrazione dell'attività sia nell'industria che nei servizi, con l'indice composito che flette a 45,8 da 47,6 di settembre, su livelli coerenti con un calo del PIL nel 4° trimestre, mentre le indicazioni sui prezzi confermano un contesto di pressioni inflattive ancora robuste.

### I PMI segnalano un'attività economica in contrazione sia nella manifattura che nei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

### La crescita dei prezzi rallenta lievemente ma resta su ritmi storicamente elevati. Si conferma la limitata capacità delle imprese di trasferire a valle i maggiori costi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Francia.** A settembre, la **produzione industriale** ha riportato un calo di -0,8% m/m (+0,7% a/a), circa in linea con le attese, dopo il +2,7% m/m del mese precedente. Più contenuta la contrazione nel solo settore manifatturiero: -0,4% m/m (+2,6% a/a), dopo il +3% di agosto. Come era prevedibile, l'output è frenato dai settori più energivori (raffinazione -6,6%, chimica -1,5%, carta -0,9% m/m). Oltre all'ampia flessione registrata nel comparto energetico (-3,4% m/m), si sono registrati cali pressoché in tutti i macrosettori produttivi: beni durevoli -0,9%, semilavorati -1%, beni capitali -0,2%. Tornano a crescere invece le costruzioni (+1,8% m/m dopo -0,8%). Nel complesso, la produzione industriale è cresciuta dello 0,8% t/t nel trimestre estivo, ma è attesa correggere nei mesi autunnali e invernali.

### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ott	50,9		49,0
PMI manifatturiero - NBS	ott	50,1	50,0	49,2
PMI non manifatturiero - NBS	ott	50,6		48,7
PMI manifatturiero - Caixin	ott	48,1	49,0	49,2
PMI servizi - Caixin	ott	49,3		48,4

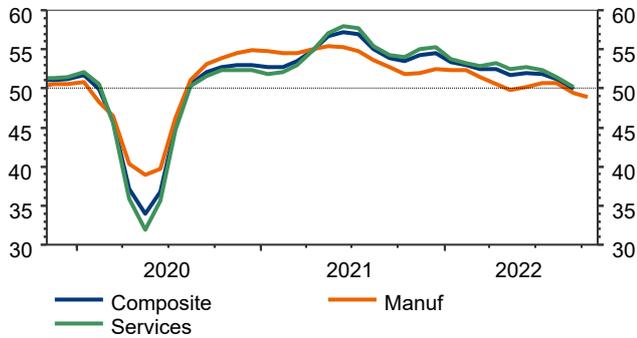
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **PMI manifatturiero** rilevato da **Caixin-Markit** è salito da 48,1 in settembre a 49,2 in ottobre (consenso Bloomberg: 48,5), rimanendo però sotto la soglia di 50. La dinamica delle componenti segnala ancora una contrazione sia della produzione sia dei nuovi ordini (entrambi in area 48), seppur ad un ritmo inferiore rispetto a settembre, nuovamente fiaccati dalle misure di contenimento del Covid-19. La componente degli ordini esteri è rimasta in territorio recessivo ma ha registrato un aumento di oltre 4 punti salendo da 45,5 in settembre a 49,6 in ottobre. Le scorte di prodotti finiti sono salite per la prima volta da dicembre 2021 e, dopo tre mesi di contrazione, sono salite anche le scorte di input. Gli ordini arretrati sono scesi mostrando ancora capacità produttiva inutilizzata. Le imprese hanno segnalato una riduzione dei prezzi di vendita nel tentativo di stimolare le vendite ma un contestuale aumento dei prezzi degli input, nonché una riduzione degli organici, seppur in misura minore rispetto a settembre.

L'indice **PMI dei servizi** rilevato da **Caixin Markit** è sceso da 49,3 in settembre a 48,4 in ottobre, segnalando che le misure di contenimento dei contagi hanno contribuito a un'ulteriore contrazione dell'attività nel settore. Tuttavia, le imprese sembrano essere più fiduciose nel futuro, e rilevano un'espansione dell'occupazione per la prima volta da dicembre 2021 e un aumento delle aspettative anche se su livelli contenuti. Gli ordini hanno continuato a contrarsi seppur ad un ritmo inferiore al mese di settembre; le componenti dei prezzi indicano un rallentamento dell'inflazione dei costi degli input e un marginale aumento dei listini di vendita. L'indice composito è sceso da 48,5 in settembre a 48,3 in ottobre.

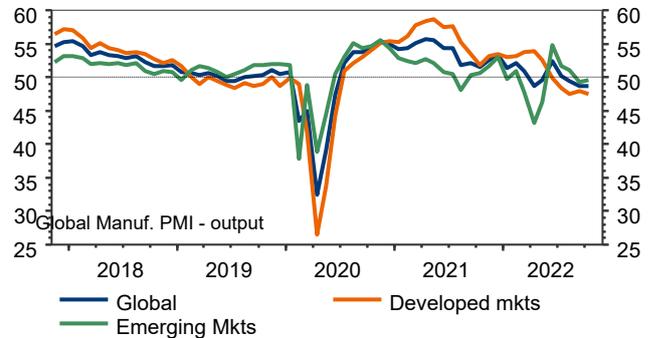
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



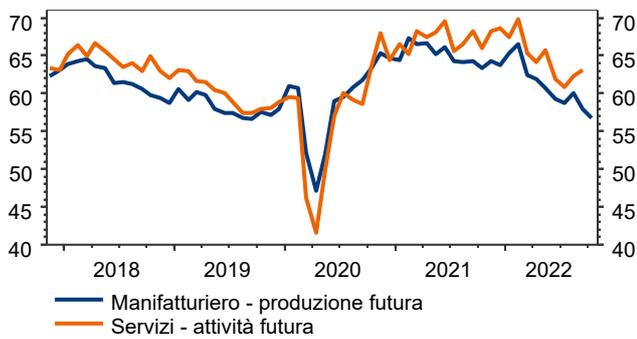
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



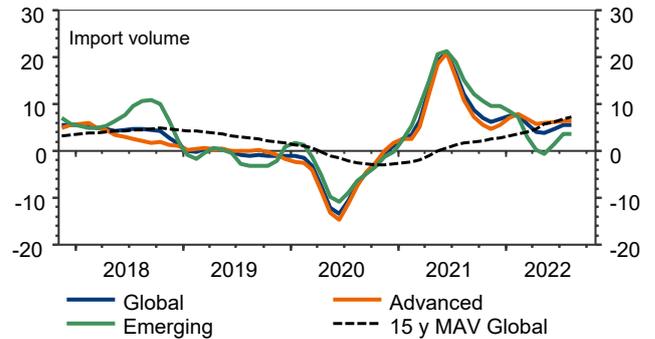
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



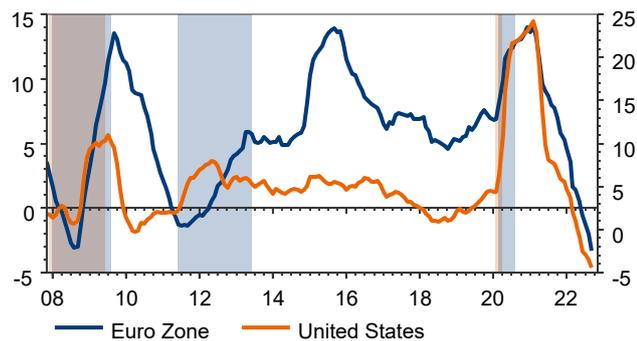
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



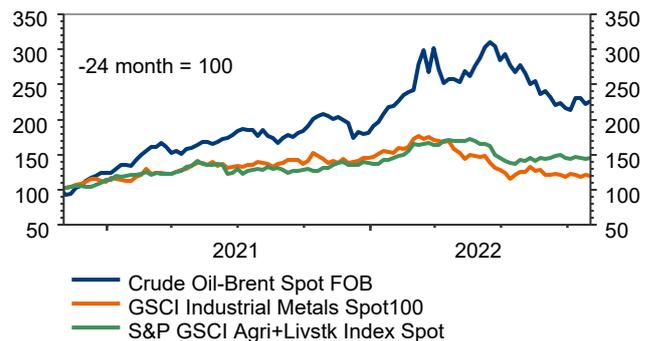
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

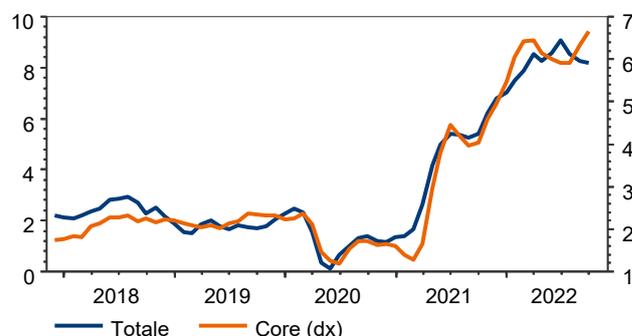
## Stati Uniti

## Indagini ISM



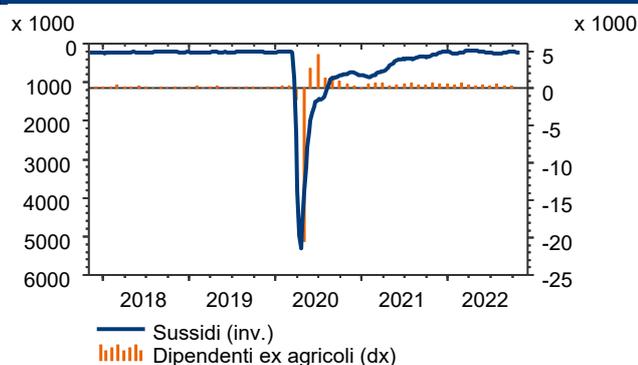
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



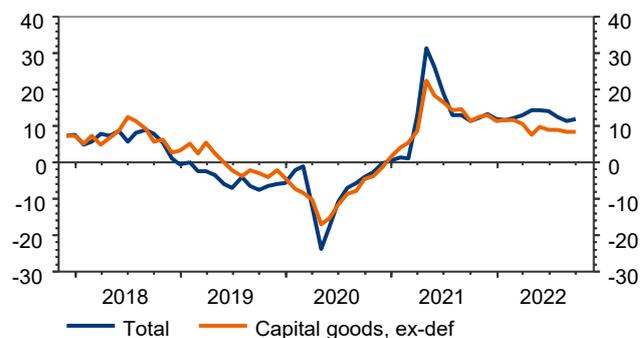
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

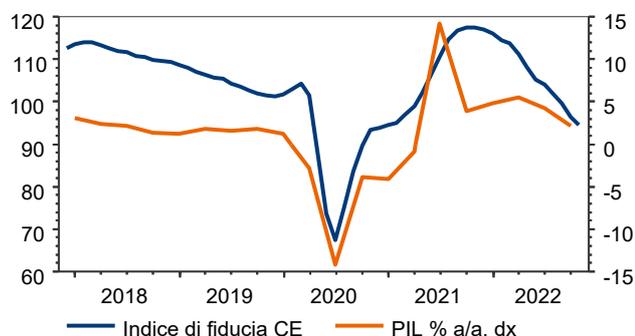
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	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
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.6	1.1	0.3	-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
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
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
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
Esportazioni	6.1	7.5	1.7	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.4	2.5	-4.5	-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
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
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
Produzione Industriale	4.9	4.0	-2.5	0.9	1.2	1.2	1.3	0.7	-1.1	-1.4	-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

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

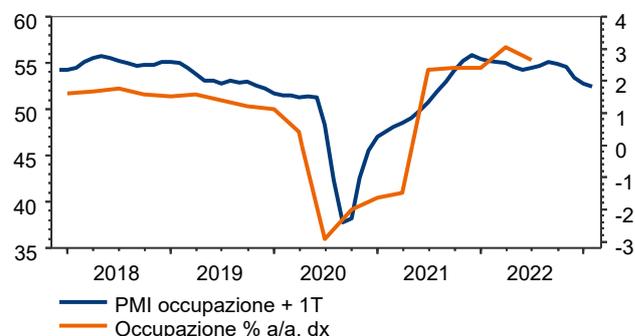
## Area euro

## PIL



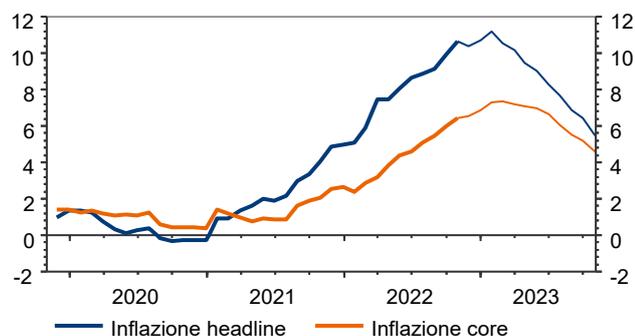
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	11.2
febbraio	0.9	5.9	10.5
marzo	1.3	7.4	10.1
aprile	1.6	7.4	9.5
maggio	2.0	8.1	9.0
giugno	1.9	8.6	8.3
luglio	2.2	8.9	7.7
agosto	3.0	9.1	6.9
settembre	3.4	9.9	6.4
ottobre	4.1	10.7	5.6
novembre	4.9	10.4	4.8
dicembre	5.0	10.7	4.0

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.2	0.2	3.9	4.8	5.5	4.3	2.1	1.2	0.3	-0.4
- t/t				2.3	0.5	0.6	0.8	0.2	-0.4	-0.3	0.1
Consumi privati	3.7	3.7	0.2	4.7	-0.2	-0.1	1.0	0.4	-0.7	-0.4	0.4
Investimenti fissi	3.7	2.7	0.9	-0.7	3.4	-0.8	0.7	0.6	0.1	-0.8	0.5
Consumi pubblici	4.3	2.1	1.5	-0.2	0.7	0.2	0.6	0.7	0.4	0.3	0.3
Esportazioni	10.5	6.6	0.7	2.2	2.6	1.5	1.7	0.4	-0.1	-0.1	0.0
Importazioni	8.3	6.9	2.1	2.3	4.7	-0.2	1.6	1.0	0.1	0.2	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	0.2	0.0	0.6	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0
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	8.5	7.8	2.8	4.6	6.1	8.0	9.3	10.6	10.6	8.9
Produzione industriale (a/a)	8.0	-0.6	-1.0	5.9	0.2	-0.3	0.4	0.0	-2.3	-4.2	-2.6
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.9	7.5	7.1	6.8	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9
Euribor 3 mesi	-0.55	0.32	2.67	-0.55	-0.57	-0.53	-0.36	0.48	1.70	2.42	2.63

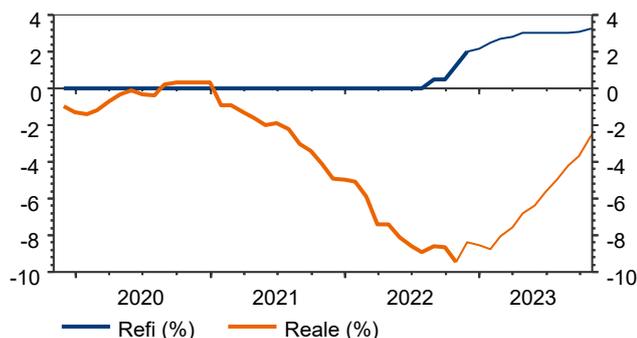
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	mar	giu	set	3/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	1.25	<b>2.00</b>	2.50	3.00	3.00	3.25
Euribor 1m	-0.53	-0.51	0.68	<b>1.40</b>	1.54	2.33	2.53	2.66
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	<b>1.73</b>	1.96	2.55	2.64	2.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

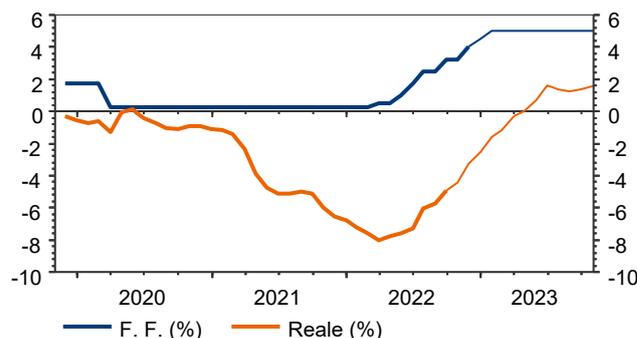


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	3/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	<b>4.00</b>	4.50	5.00	5.00	5.00
OIS 3m	0.72	2.18	3.66	<b>4.27</b>	4.51	4.98	4.89	4.91

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

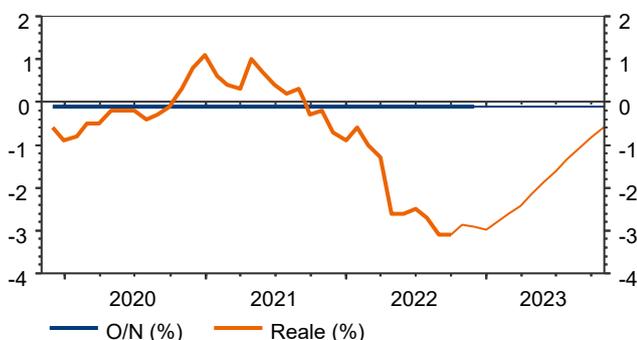


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	3/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	0.00	-0.03	-0.04	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

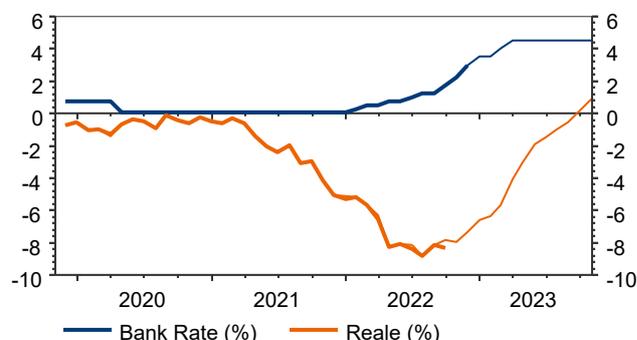


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	3/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	<b>3.00</b>	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	<b>3.36</b>	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	4/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.16	1.05	1.02	0.99	<b>0.9775</b>	0.92	0.93	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	104	114	130	133	144	<b>147.81</b>	152	148	140	134	128
GBP/USD	1.30	1.35	1.25	1.21	1.14	<b>1.1221</b>	1.06	1.08	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.07	1.06	1.03	0.98	0.98	<b>0.9864</b>	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	122	132	137	136	143	<b>144.51</b>	140	138	140	140	141
EUR/GBP	0.90	0.85	0.84	0.84	0.87	<b>0.8710</b>	0.87	0.87	0.89	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 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 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
---------------	-------	---------------------------------