

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Stati Uniti - Inflazione, recessione e tassi: il picco si avvicina, ma non è ancora qui.** Nonostante alcuni segnali incoraggianti dall'inflazione, la Fed non è ancora al punto di "pivot" e proseguirà con ulteriori rialzi, a ritmi gradualmente più contenuti, fino a un picco che prevediamo a 5% entro marzo 2023. La comunicazione rimarrà omogeneamente coerente con la volontà di non permettere un allentamento prematuro delle condizioni finanziarie generato da mercati esuberanti. Il braccio di ferro con il mercato dovrebbe proseguire nei prossimi mesi con un messaggio: non è (ancora) il momento di combattere la Fed.

### I market mover della settimana

In **area euro** la tornata di indagini di fiducia di novembre potrebbe mostrare una sostanziale stabilizzazione su livelli ancora ampiamente recessivi del morale di consumatori e imprese. In calendario anche la seconda stima del PIL tedesco con la pubblicazione dello spaccato delle componenti. Il Governo italiano è atteso approvare la Legge di Bilancio 2023, con impatto espansivo sull'indebitamento netto da 21 miliardi di euro (l'1,1% del PIL).

Negli **Stati Uniti**, la settimana è accorciata dalla festività del Thanksgiving e i dati in uscita sono pochi. Il focus sarà sulla pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di novembre, che dovrebbero riconciliare il messaggio molto *hawkish* della conferenza stampa di Powell con i segnali più *dovish* del comunicato, segnalando che la Fed ha ancora lavoro da fare e che la riduzione attesa del ritmo dei rialzi è necessaria per valutare gli effetti della restrizione già attuata ma non implica che il punto di arrivo sia già raggiunto. In termini di dati, gli indici PMI Markit flash di novembre dovrebbero confermare il sentiero di rallentamento sia nei servizi sia nel manifatturiero, con indicazioni di scivolamento verso la recessione. Per ottobre, le vendite di nuove case dovrebbero proseguire sul trend verso il basso, mentre gli ordini di beni durevoli dovrebbero essere in modesto rialzo.

18 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

**Stati Uniti - Inflazione, recessione e tassi: il picco si avvicina, ma non è ancora qui.** Nonostante alcuni segnali incoraggianti dall'inflazione, la Fed non è ancora al punto di "pivot" e proseguirà con ulteriori rialzi, a ritmi gradualmente più contenuti, fino a un picco che prevediamo a 5% entro marzo 2023. La comunicazione rimarrà omogeneamente coerente con la volontà di non permettere un allentamento prematuro delle condizioni finanziarie generato da mercati esuberanti. Il braccio di ferro con il mercato dovrebbe proseguire nei prossimi mesi con un messaggio: non è (ancora) il momento di combattere la Fed.

■ I dati di crescita e prezzi stanno confermando lo scenario di **avvicinamento all'inizio della recessione e al picco dell'inflazione**, mentre il mercato del lavoro, come sempre nelle fasi di svolta, è ancora sotto pressione senza segnali di allentamento. Facciamo un breve aggiornamento con le informazioni principali raccolte nelle ultime settimane e con le implicazioni per il sentiero dei tassi. La conclusione è che 1) l'inflazione è vicina alla svolta, guidata inizialmente dal calo dei prezzi dei beni core, a cui seguirà il rallentamento della dinamica nei servizi, con rischi di disinflazione molto rapida nella parte centrale del 2023; 2) la crescita è ancora sostenuta dai consumi e dal mercato del lavoro, e l'entrata in recessione dovrebbe avvenire verso la fine del 1° trimestre; 3) il mercato del lavoro rimane in fase di eccesso di domanda e la svolta della dinamica salariale richiederà ancora alcuni trimestri. Di conseguenza, il punto di pivot si sta avvicinando, ma non è ancora qui e la Fed non dovrebbe permettere allentamenti prematuri delle condizioni finanziarie.

■ **Inflazione: buone notizie, ma non ancora definitive.** Sul fronte dei prezzi, il CPI di ottobre ha segnato uno spartiacque importante, che però richiede conferme, anche perché la mediana e la media troncata hanno ancora variazioni ampie e superiori a quella del CPI core (v. figura). La questione centrale è valutare se il rallentamento del mese scorso sarà replicato nei prossimi mesi. Un elemento incoraggiante è che a ottobre circa il 30% del CPI ha registrato **contrazioni mensili**. Tuttavia, occorre separare le voci che sono su un trend credibilmente già in calo o stabile da quelle che appaiono ancora in crescita sostenuta. La variazione del CPI core di 0,3% m/m a ottobre è stata guidata da una **flessione di -0,4% m/m per i beni core e da un rallentamento della dinamica nei servizi ex-energia a 0,5% m/m**. Come ha notato recentemente Bostic (Atlanta Fed), "dopo aver accelerato in tutti i mesi tranne uno per 19 mesi, il ritmo di aumento dei prezzi dei beni è rallentato in luglio, agosto e settembre, gli ultimi tre mesi per i quali sono disponibili i dati" del deflatore dei consumi. Invece, per i servizi non ci sono indicazioni chiare di rallentamento degli aumenti mensili, anzi. Nel deflatore, la dinamica mensile dei servizi è accelerata ancora in tre su quattro degli ultimi mesi.

**Inflazione: si sta preparando la discesa rapida prevista per il 2023, ma i tempi non sono ancora maturi**

Nel comparto dei **beni core**, si rileva ormai una svolta che appare di natura fondamentale e duratura, segnalata anche dalle indicazioni delle imprese manifatturiere e collegata a diversi fattori: apprezzamento del cambio, riduzione delle strozzature all'offerta con conseguente accumulo di scorte, indebolimento della domanda di beni, sia domestica sia globale (v. figure). L'anomalia del periodo pandemico, caratterizzato da un'inflazione dei beni core senza precedenti, sta volgendo al termine e lascia il campo dell'inflazione in mano ai servizi.

**Beni core: la svolta è già qui, e sarà duratura**

Nei **servizi ex-energia** ci sono alcuni elementi positivi, ma il quadro non è definito e giustificherà, a nostro avviso, una persistente cautela, con orientamento moderatamente *hawkish* da parte della Fed ancora per diversi mesi. Il trend mensile del CPI resta guidato dalla componente **abitazione** (peso sul CPI: 32,622%), che ha registrato un aumento di 0,8% m/m a ottobre, la variazione più ampia da agosto 1990, con rialzi di 0,7% m/m e 0,6% m/m per affitti e affitti figurativi, rispettivamente. I prezzi delle case sono degli efficienti indicatori anticipatori della componente abitazione e segnalano una svolta ormai quasi certa di affitti e affitti figurativi dalla primavera in poi ma, fino ad allora, l'abitazione frenerà il calo dell'inflazione. Le preoccupazioni però si estendono anche agli **altri servizi** (peso sul CPI: 24,488%), che sono ad alto contenuto di lavoro e i cui prezzi riflettono l'eccesso di domanda sul mercato del lavoro e l'elevata dinamica salariale (ricreazione, trasporti, ristorazione, alberghi, altri servizi personali). Oltre a riflettere le spinte salariali, i prezzi dei servizi sono

**Servizi ex-energia: la svolta dipenderà dall'abitazione, ma ci vuole ancora qualche mese**

modificati con minore frequenza e richiedono più tempo per rispondere a correzioni della domanda e a condizioni finanziarie più restrittive. Gli indici dei **prezzi rigidi e di quelli flessibili** mostrano trend divergenti (analoghi a quelli di beni e servizi), con i primi in rapido rallentamento e i secondi ancora in accelerazione. In conclusione, per garantire che non si instauri una spirale prezzi/salari, occorrerà un rallentamento significativo dei prezzi dei servizi e della dinamica salariale. A nostro avviso, **dal 2° trimestre 2023** in poi, quando saranno radicate le correzioni sia dei beni sia dei servizi, **il calo dell'inflazione sarà molto rapido** e potrebbe generare timori di eccessiva disinflazione e riduzioni dei tassi già entro fine anno.

Il **mercato del lavoro** è sempre al centro del processo di aggiustamento dell'inflazione, anche se reagisce con ritardo alla restrizione monetaria. L'eccesso di domanda persiste, anche se alcuni indicatori anticipatori puntano a una svolta della dinamica salariale attesa fra alcuni trimestri (v. dimissioni e salari). Per ottenere un riequilibrio sul mercato del lavoro, occorre ancora una riduzione della domanda, che per ora non si è manifestata in misura adeguata, ma che è in cantiere, sulla scia della *stance* restrittiva della politica monetaria. Le indagini presso le imprese segnalano il passaggio a una fase di contrazione dell'attività nei prossimi trimestri e indicano che la **recessione nella parte centrale del 2023 è praticamente inevitabile**.

- **Politica monetaria: spostamento verso l'alto del punto di arrivo del grafico a punti a dicembre.** I verbali della riunione di novembre in uscita la prossima settimana e i discorsi recenti dovrebbero mantenere toni *hawkish*, per evitare che il mercato annulli la restrizione delle condizioni finanziarie generata dai rialzi dei tassi e dalla riduzione del bilancio (v. figura). Il picco dei tassi non è lontano, ma il FOMC ritiene essenziale che il mercato non sconti ancora il "pivot". I discorsi recenti hanno indicato che la Fed ha ancora lavoro da fare e che non è appropriato credere a una svolta dell'inflazione in base a un solo dato favorevole. Inoltre, **il rallentamento del ritmo dei rialzi**, giustificato dal continuo aumento del livello dei tassi e dai segnali moderatamente favorevoli dei dati, **non implica di per sé che i tassi siano al picco**.

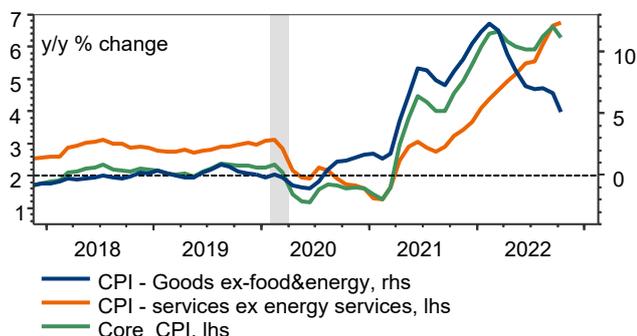
Il comunicato di novembre afferma che "continui aumenti dell'intervallo obiettivo saranno appropriati in modo da raggiungere una *stance* della politica monetaria sufficientemente restrittiva da riportare l'inflazione al 2% nel tempo". Bullard (St Louis Fed) ha "concettualizzato" l'idea di un tasso di policy "sufficientemente restrittivo" stimando due versioni di una regola di Taylor, una "generosa" e una "meno generosa" (v. figura), che prescriverebbero Fed Funds compresi fra 5% e 7%. A suo avviso, i tassi correnti non sono in linea neppure con la versione più generosa della regola di Taylor e devono quindi ancora salire. Va notato che i tassi effettivi di policy probabilmente sottostimano il grado di restrizione della politica monetaria. Secondo stime della San Francisco Fed (v. figura), includendo gli effetti della *forward guidance* e della riduzione del bilancio, il "proxy funds rate" è già marginalmente oltre il 5% e si trova quindi sul pavimento del corridoio identificato da Bullard.

La nostra previsione è che il prossimo rialzo dei Fed Funds, a dicembre, sia di 50pb (a 4,5%) e sia seguito da due aumenti di 25pb, con un **picco dei tassi al 5%** a fine marzo. Successivamente, sulla scia della probabile recessione e della veloce riduzione attesa dell'inflazione, prevediamo un **primo taglio di 25pb nel 4° trimestre 2023**.

**Mercato del lavoro: l'ultimo (ma indispensabile) anello della catena**

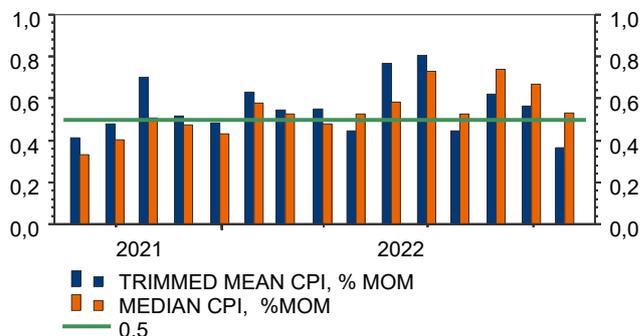
**La politica monetaria ha ancora un po' di strada da fare e la Fed ostacolerà attivamente allentamenti delle condizioni finanziarie generate dal mercato**

**Inflazione core: i beni sono su un trend verso il basso convincente, i servizi restano indietro**



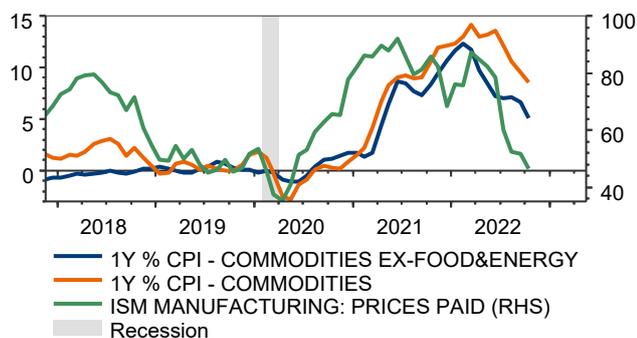
Fonte: BLS

**La mediana e la media troncata restano su un sentiero che richiede ulteriore restrizione**



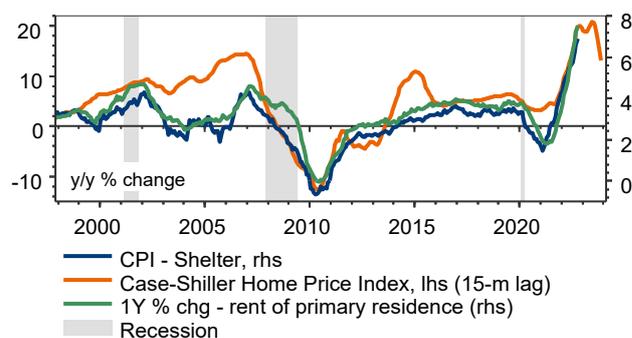
Fonte: Atlanta Fed

**La dinamica dei prezzi dei beni core è in chiaro rallentamento, sulla scia di minori strozzature all'offerta e indebolimento della domanda**



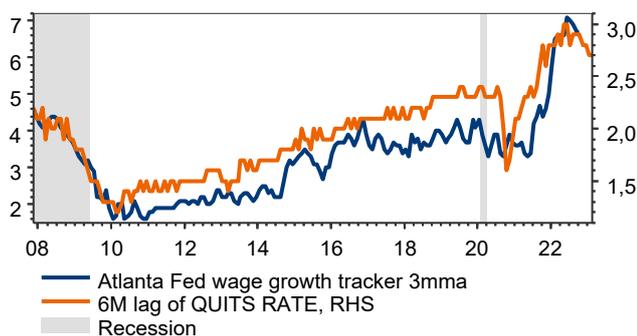
Fonte: BLS, ISM

**La componente abitazione del CPI seguirà con ritardo l'andamento dei prezzi delle case: svolta attesa verso metà 2023**



Fonte: BLS, Refinitiv-Datastream

**La svolta dei salari è iniziata, ma ha ancora molta strada da fare**



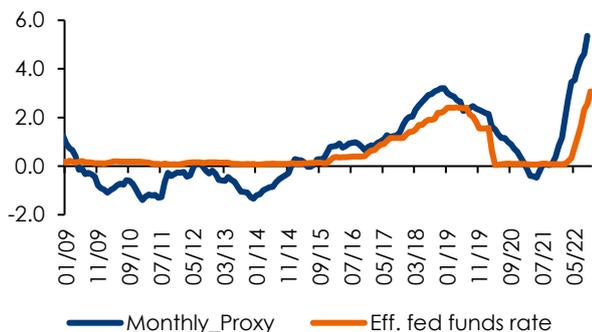
Fonte: BLS, Atlanta Fed

**La domanda di lavoro è ancora troppo forte: a settembre, 1,8 posizioni aperte per ogni disoccupato**



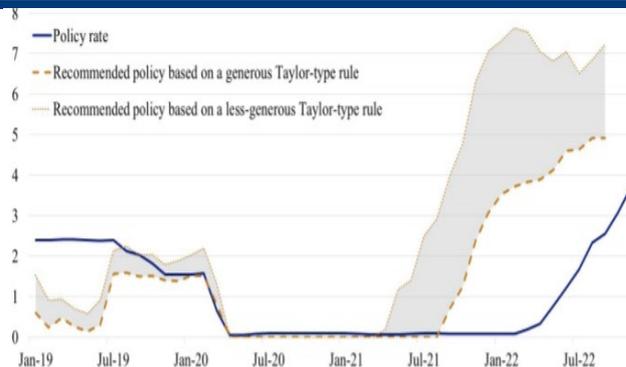
Fonte: BLS

**Il livello dei Fed Funds sottostima la restrizione monetaria, che è rafforzata dalla forward guidance e dalla riduzione del bilancio...**



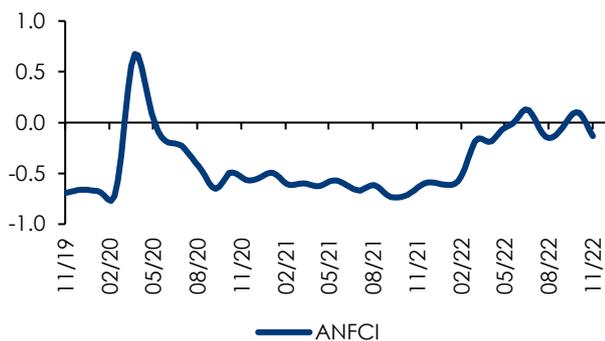
Nota: il proxy funds rate, basato sul lavoro di Doh-Choi del 2016, stima la stance più generale della politica monetaria includendo anche gli effetti della forward guidance e della dimensione del bilancio. Fonte: A. Foerster, FRBSF

**...ma i tassi prescritti da diverse versioni delle regole di policy sono superiori a quelli correnti**



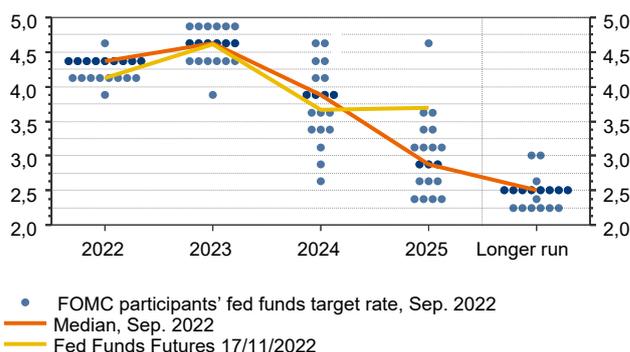
Nota: tassi di policy stimati con diverse ipotesi per i parametri della Taylor Rule. Ipotesi "generosa": tasso reale neutrale=-0,5; risposta della Fed allo scostamento dell'inflazione dall'obiettivo=1,25; inflazione effettiva=media troncata stimata dalla Dallas Fed. Ipotesi "meno generosa": tasso reale neutrale=0,5; risposta della Fed allo scostamento dell'inflazione=1,5; inflazione effettiva: deflatore consumi core. Fonte: J. Bullard, St Louis Fed

**Le condizioni finanziarie oscillano, mentre prosegue il braccio di ferro fra banca centrale e mercati: per ora, "don't fight the Fed!"**



Nota: Adjusted National Financial Conditions Index, dati settimanali. Fonte: Chicago Fed

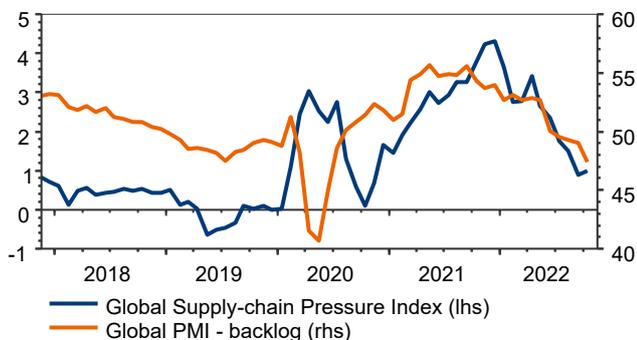
**Il grafico a punti dovrebbe spostarsi verso l'alto a dicembre, con un punto di arrivo più elevato, ma il focus sarà sulla correzione prevista per il 2024**



Fonte: Federal reserve Board, Refinitiv-Datastream

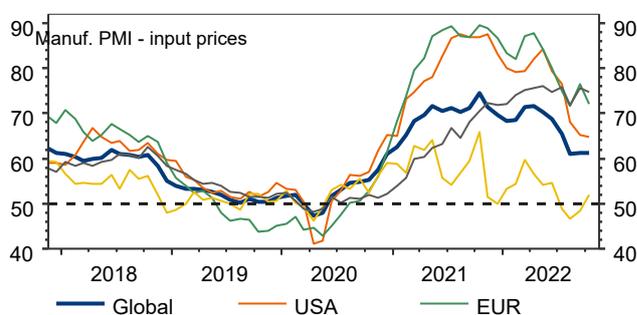
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



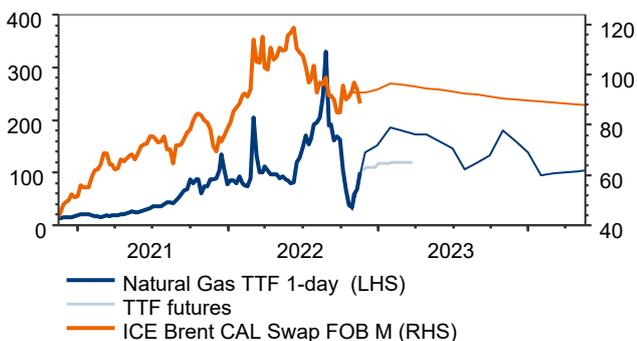
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



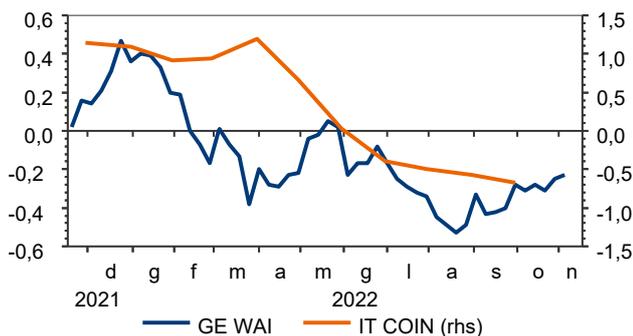
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



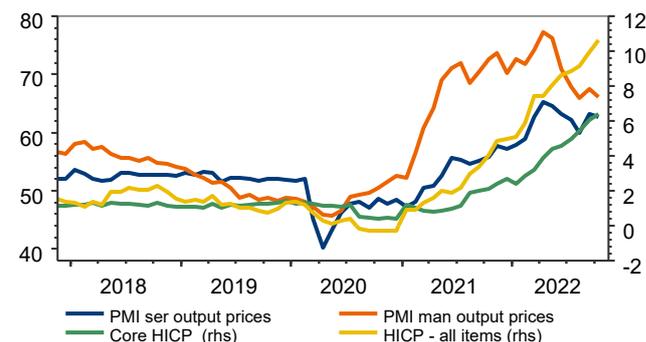
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

### 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 tornata di indagini di fiducia di novembre potrebbe mostrare una sostanziale stabilizzazione su livelli ancora ampiamente recessivi del morale di consumatori e imprese. In calendario anche la seconda stima del PIL tedesco con la pubblicazione dello spaccato delle componenti. Il Governo italiano è atteso approvare la Legge di Bilancio 2023, con impatto espansivo sull'indebitamento netto da 21 miliardi di euro (l'1,1% del PIL).

Negli **Stati Uniti**, la settimana è accorciata dalla festività del Thanksgiving e i dati in uscita sono pochi. Il focus sarà sulla pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di novembre, che dovrebbero riconciliare il messaggio molto hawkish della conferenza stampa di Powell con i segnali più dovish del comunicato, segnalando che la Fed ha ancora lavoro da fare e che la riduzione attesa del ritmo dei rialzi è necessaria per valutare gli effetti della restrizione già attuata ma non implica che il punto di arrivo sia già raggiunto. In termini di dati, gli indici PMI Markit flash di novembre dovrebbero confermare il sentiero di rallentamento sia nei servizi sia nel manifatturiero, con indicazioni di scivolamento verso la recessione. Per ottobre, le vendite di nuove case dovrebbero proseguire sul trend verso il basso, mentre gli ordini di beni durevoli dovrebbero essere in modesto rialzo.

### Lunedì 21 novembre

■ **Italia.** Il Consiglio dei Ministri è atteso approvare la **Legge di Bilancio 2023**. La manovra lorda dovrebbe valere tra i 30 e i 35 miliardi, con impatto sull'indebitamento netto da 21 miliardi (l'1,1% del PIL), che saranno tutti dedicati al rinnovo delle misure contro il caro-energia, ma solo fino al primo trimestre 2023. Ogni altro intervento (dovrebbero trovare spazio almeno l'allargamento del regime forfettario per le partite IVA e "quota 41", ma abbinata a 61 o 62 anni di età) dovrà trovare adeguata copertura (dalla rimodulazione del Reddito di Cittadinanza e dei bonus edilizi, nonché dalla "tregua fiscale" che dovrebbe consistere in una riedizione della rottamazione delle cartelle esattoriali e in una qualche forma di "voluntary disclosure" sul rimpatrio dei capitali).

### Martedì 22 novembre

#### Area euro

■ **Area euro.** Dopo aver toccato un minimo storico ad agosto, l'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea potrebbe essere salito leggermente anche a novembre, grazie soprattutto alla correzione dei prezzi energetici. Le pressioni inflattive rimangono comunque severe, e peseranno a lungo sul potere d'acquisto delle famiglie. L'indice dovrebbe quindi restare su livelli ancora coerenti con una contrazione dei consumi a fine 2022, stimiamo a -26,8 da -27,6 di ottobre.

### Mercoledì 23 novembre

#### Area euro

■ **Area euro.** Le stime flash degli indici **PMI** di novembre dovrebbero confermare il quadro di contrazione per l'attività economica. Le prime indicazioni relative a novembre (lo ZEW tedesco e la componente aspettative dell'indagine settoriale della Banque de France) hanno offerto qualche modesto segnale di miglioramento, pur in un contesto che rimane di debolezza. La recente evoluzione dei prezzi energetici è risultata più favorevole del previsto, ma le componenti più anticipatorie delle indagini dei mesi precedenti non sono coerenti con un'inversione di tendenza del ciclo. Vediamo un **PMI manifatturiero** circa stabile a 46,5 da 46,4, mentre il morale nei **servizi** è visto correggere a 48,3 da 48,6. Il **PMI composito** dovrebbe quindi attestarsi a 47 da 47,3 di ottobre.

## Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** (prel.) a ottobre sono previsti in aumento di 0,4% m/m, come a settembre, con una variazione di 0,3% m/m per l'aggregato al netto dei trasporti. Gli ordini dell'aeronautica civile dovrebbero contribuire positivamente alla variazione mensile. Per i beni capitali al netto di aeronautica e difesa il trend di ordini e consegne dovrebbe essere in rallentamento, anche se ancora coerente con una variazione positiva degli investimenti non residenziali nella parte finale del 2022.
- Il **PMI Markit manifatturiero flash** a novembre dovrebbe proseguire sul trend in calo, scendendo a 49,5 da 50,4, con segnali esplicitamente recessivi per la prima volta da giugno 2020. Gli ordini dovrebbero mantenersi vicini al livello di ottobre (47,6), e occupazione e produzione dovrebbero scivolare ulteriormente verso la soglia di 50. L'indice dei prezzi è previsto in ulteriore rallentamento, mentre le scorte potrebbero segnalare un accumulo guidato dall'indebolimento della domanda a fronte di un miglioramento delle strozzature all'offerta. Per quanto riguarda i **servizi**, l'indice composito dovrebbe mantenersi sotto 50, a 48,5, con segnali di debolezza persistente.
- Le **vendite di nuove case** a ottobre sono previste in calo a 560 mila, da 602 mila di settembre. Le domande di nuovi mutui per l'acquisto di una casa a ottobre hanno subito una nuova, ampia correzione, sui minimi dal 2015, sulla scia del ripido rialzo dei tassi sui mutui, ora a 7,14% (massimo da dicembre 2001). Il mercato immobiliare residenziale dovrà ancora contrarsi, alla luce della restrizione delle condizioni finanziarie che genera una minore accessibilità all'acquisto di un'abitazione, nonostante la recente stabilizzazione della corsa dei prezzi delle case.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a novembre dovrebbe essere poco variata e persistentemente debole, a 55.
- I **verbali della riunione del FOMC** di novembre sono l'evento principale della settimana e saranno importanti per le previsioni del sentiero dei Fed Funds, alla luce dei segnali moderatamente *dovish* del comunicato, in contrasto con quelli notevolmente *hawkish* della conferenza stampa di Powell. I verbali dovrebbero consolidare l'aspettativa di un rialzo di 50pb a dicembre, ma anche confermare lo spostamento verso l'alto delle proiezioni dei tassi, in linea con un sentiero meno ripido rispetto a quello dell'estate, ma con punto di arrivo probabilmente più elevato di quello previsto a settembre. Il messaggio dovrebbe mantenersi cauto sul futuro dei tassi, indicando che il nuovo ritmo dei rialzi è ora richiesto dalla necessità di valutare gli effetti della restrizione già attuata, pur continuando a comunicare che la Fed ha ancora lavoro da fare.

## Giovedì 24 novembre

### Area euro

- **Germania.** L'indice **IFO** potrebbe tornare a salire a novembre, stimiamo a 85,2 da 84,3, dopo essersi stabilizzato ai minimi dal primo lockdown a ottobre. Nelle ultime settimane si è ridotto il rischio di uno scenario di razionamento forzato delle forniture di gas, perciò i progressi dovrebbero riguardare soprattutto le aspettative (76,7 da 75,6), ma anche la situazione corrente potrebbe offrire modesti segnali di miglioramento (94,6 da 94,1). In ogni caso, il livello medio dell'IFO nel trimestre autunnale (88,5) sarebbe in calo rispetto ai mesi estivi, e coerente con una contrazione del PIL oltre il -0,5% t/t.
- **Francia.** L'**indice di fiducia delle imprese INSEE** nel settore manifatturiero dovrebbe risultare stabile a 103 a novembre. Lo spaccato dell'indagine è atteso confermare una divergenza tra settori energivori e comparti a minore intensità di energia. L'indice composito potrebbe mostrare una marginale flessione a 101 dal 102 di ottobre, frenato da servizi e costruzioni.

### Stati Uniti

- Mercati chiusi per la festività di Thanksgiving.

**Venerdì 25 novembre****Area euro**

- **Germania.** La seconda lettura del **PIL** non dovrebbe riportare revisioni dopo che la stima preliminare aveva registrato un'inattesa crescita di 0,3% t/t (1,2% a/a). L'attenzione sarà sullo spaccato delle componenti. Dovrebbe essere stata la domanda interna (sia per consumi che per investimenti) ad aver sostenuto il PIL, mentre le esportazioni nette potrebbero aver fornito un apporto sostanzialmente nullo. Probabilmente negativo invece il contributo delle scorte. Nonostante un'estate migliore del previsto, ci aspettiamo una contrazione piuttosto marcata del PIL tedesco tra l'autunno e l'inverno: nel nostro scenario centrale, il PIL potrebbe registrare una contrazione di -0,6% in media d'anno nel 2023.
- **Francia.** A novembre, la **fiducia dei consumatori** è attesa riportare un marginale recupero, a 83 da 82 del mese precedente (79 a settembre), pur restando su livelli storicamente depressi. Il miglioramento di morale dovrebbe riflettere il parziale rientro delle attese di inflazione, ma si potrebbe registrare un moderato aumento dei timori di disoccupazione.
- **Italia.** La **fiducia dei consumatori** potrebbe mostrare un parziale recupero a novembre, stimiamo a 91 da 90,1 di ottobre, sulla scia di un rientro dell'inflazione attesa per i prossimi mesi. Viceversa, il morale delle aziende è visto ancora in calo, in misura limitata nel manifatturiero (a 100 da 100,4 precedente), e in maggior misura per quanto riguarda l'indice composito IESI, atteso a 103,5 da 104,5, che potrebbe essere frenato soprattutto da costruzioni e commercio al dettaglio.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (21 – 25 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 21/11	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	nov	4.3	%	
	02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	nov	3.7	%	
	08:00	GER	PPI a/a		ott	45.8	%	41.5
	08:00	GER	PPI m/m		ott	2.3	%	0.9
Mar 22/11	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	nov	-27.6		-25.8
Mer 23/11	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	nov	51.7		50.6
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	nov	47.2		46.9
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	nov	46.5		46.2
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	nov	45.1		45.0
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	nov	48.6		48.0
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	nov	47.3		47.0
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	nov	46.4		46.0
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	nov	48.8		48.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	nov	46.2		45.5
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	ott	0.4	%	0.3
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	ott	-0.5	%	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	222	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.507	Mln	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	nov	47.8		48.5
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	nov	50.4		49.5
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		nov	48.2			
16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	ott	0.603	Mln	0.578	
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		nov	prel 54.7		55.0	
Gio 24/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		nov	50.7		
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	nov	103		103
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		nov	94.1		93.6
	10:00	GER	IFO (attese)		nov	75.6		77.0
	10:00	GER	IFO	**	nov	84.3		85.0
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		nov	-15.5		
Ven 25/11	08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T3	1.2	%	1.2
	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T3	0.3	%	0.3
	08:00	GER	Fiducia consumatori		dic	-41.9		-39.6
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		nov	82		84
	09:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	nov	100.4		100.0
	09:00	ITA	Fiducia consumatori		nov	90.1		91.0
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		ott	-5.4	Mld €	

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 (21 – 25 novembre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Lun	21/11	12:30	EUR	Discorso di Vasle (BCE)
		13:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		15:15	EUR	Discorso di Holzmann, Šimkus (BCE)
		17:30	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
Mar	22/11	10:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		11:00	-	L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
		11:15	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		17:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
		20:15	USA	Discorso di George (Fed)
		20:45	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Mer	23/11	09:30	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	24/11	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di novembre
		14:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		17:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
			USA	Mercati chiusi per festività (Thanksgiving)
Ven	25/11	08:30	EUR	Discorso di Muller (BCE)
		18:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ott	0.2 (0.3)	%	0.3	0.0
PPI m/m	ott	0.2 (0.4)	%	0.4	0.2
Indice Empire Manufacturing	nov	-9.1		-6.5	4.5
Prezzi all'import m/m	ott	-1.1 (-1.2)	%	-0.4	-0.2
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ott	0.1	%	0.4	1.3
Vendite al dettaglio m/m	ott	0.0	%	1.0	1.3
Produzione industriale m/m	ott	0.1 (0.4)	%	0.2	-0.1
Impiego capacità produttiva	ott	80.1 (80.3)	%	80.4	79.9
Scorte delle imprese m/m	set	0.9 (0.8)	%	0.5	0.4
Indice Mercato Immobiliare NAHB	nov	38		36	33
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	set	198.3 (+97.9)	Mld \$		118.0
Richieste di sussidio	settim	226 (225)	x1000	225	222
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.494 (+493)	Mln	1.500	1.507
Licenze edilizie	ott	1.564	Mln	1.512	1.526
Nuovi cantieri residenziali	ott	1.488 (+439)	Mln	1.410	1.425
Indice Philadelphia Fed	nov	-8.7		-6.2	-19.4
Vendite di case esistenti (mln ann.)	ott	4.71	Mln	4.38	
Indice anticipatore m/m	ott	-0.4	%	-0.4	

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

L'indice **Empire della NY Fed** a novembre ha registrato un incremento di 14 punti a 4,5, primo dato positivo da luglio, con un'indicazione di attività circa stabile, ordini in calo (a -3,3) e marginale incremento delle consegne. L'indagine mostra un segnale positivo per l'occupazione, in rialzo a 12,2, rafforzato anche da un aumento della settimana lavorativa. Sul fronte dei prezzi, la riduzione delle pressioni inflazionistiche si è interrotta sia per i prezzi pagati sia per quelli ricevuti. Gli indici a 6 mesi sono negativi, con le condizioni generali in ulteriore calo a -6,1, accompagnate da ordini e consegne in territorio recessivo.

Il **PPI** di ottobre ha mostrato un aumento di 0,2% m/m, con l'indice core invariato su base mensile. I prezzi dei beni core sono in calo di -0,1% m/m (prima correzione da maggio 2020), mentre i servizi registrano un aumento di 0,2% m/m. Nel comparto dei beni core si conferma il trend verso il basso che si sta trasferendo anche sui prezzi al consumo. Per quanto riguarda i servizi, nonostante il risultato favorevole di ottobre, per valutare il trend sottostante occorre escludere il contributo dei servizi finanziari che riflettono la correzione dei mercati degli ultimi mesi. Considerando le altre voci rilevanti per i prezzi al consumo, nel PPI sono in rialzo solido le tariffe aeree e, soprattutto, i servizi sanitari, che hanno un peso maggiore nel deflatore che nel CPI. Pertanto, occorre non sovrastimare il rallentamento del PPI e i segnali di riduzione del deflatore di ottobre.

La **Consumer Expectations Survey della NY Fed** di ottobre ha mostrato un nuovo incremento delle aspettative di inflazione, a 5,9% (+0,5pp), a 3,1% (+0,2pp) e 2,4% (+0,2pp) sugli orizzonti a 1, 3 e 5 anni, rispettivamente, con un ulteriore incremento della dispersione. Il rialzo delle aspettative di inflazione è accompagnato da previsioni di aumento dei prezzi della benzina, degli alimentari e degli affitti. Sul fronte del mercato del lavoro, la dinamica salariale attesa, a 3%, rimane all'interno dell'intervallo compreso fra 2,8 e 3% visto da ottobre 2021, mentre la probabilità di aumento del tasso di disoccupazione fra 1 anno è salita a 42,9%, il massimo da aprile 2020. Le previsioni di crescita di reddito e spesa fra 1 anno segnalano aumenti ancora solidi.

I **cantieri residenziali** di ottobre hanno mostrato un'ulteriore contrazione, a 1,425 mln (-4,2% m/m), lievemente più contenuta rispetto alle aspettative di consenso, ma mantenendosi sul trend negativo associato al contesto attuale di vendite in continua flessione. Le **licenze** sono calate a 1,526 mln (-12,4% m/m), con segnali di correzione futura per il comparto più volatile, ma recentemente meno negativo, delle unità multifamiliari. L'attività di costruzione nel settore residenziale rimarrà in contrazione ancora per qualche trimestre.

Le richieste di **sussidi di disoccupazione** al 12 novembre sono calate modestamente a 222 mila, da 225 mila della settimana precedente, con segnali persistentemente solidi e senza indicazioni (per ora) di svolta sul mercato del lavoro.

L'indice della **Philadelphia Fed** a novembre ha registrato un nuovo peggioramento del settore manifatturiero, calando a -19,4 da -8,7 di ottobre, il terzo dato consecutivo in area recessiva. Gli ordini restano in contrazione (-16,2) e le consegne rallentano. Sul fronte dell'occupazione si riporta un modesto aumento (7,1) in netto indebolimento rispetto a ottobre. Anche gli indici a 6 mesi segnalano contrazione dell'attività.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T3	1.1	(0.9)	%	0.3	-0.3
PIL t/t, ann. prelim	T3	4.6	(3.5)	%	1.1	-1.2
Produzione industriale m/m finale	set	-1.6		%		-1.7
Ordinativi di macchinari m/m	set	-5.8		%	0.7	-4.6
Bilancia commerciale	ott	-2094.3	(-2094.0)	Mld ¥ JP	-1610.0	-2162.3
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	ott	3.0		%	3.5	3.6
CPI (naz.) a/a	ott	3.0		%		3.7

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

Il **PIL del 3° trimestre** ha deluso le aspettative, con una variazione di -0,3% t/t, prima contrazione dall'estate 2021. Il calo della crescita è dovuto a una sorpresa negativa dal canale estero, che registra una contrazione delle esportazioni nette dovuta a un aumento, probabilmente temporaneo, delle importazioni, collegato a fattori una tantum. Il contributo delle esportazioni nette al PIL è di -0,7pp. Sul fronte della domanda domestica, le informazioni restano moderatamente positive, con incrementi di consumi (0,3% t/t) e investimenti privati (1,5% t/t). La crescita dovrebbe tornare in territorio positivo in autunno.

Gli **ordini di macchinari** a settembre hanno sorpreso verso il basso con un calo di -4,6% m/m, contro attese di consenso per un incremento di 0,7% m/m, dopo una contrazione di -5,6% m/m ad agosto. La variazione trimestrale segna una battuta d'arresto, con una flessione di -1,6% t/t, dopo 8,1% t/t della primavera. La previsione delle imprese è di ripresa, con +3,6% t/t nel 4° trimestre (2,9% nel manifatturiero e 4,6% nel non manifatturiero). I dati effettivi dovrebbero essere meno solidi nel manifatturiero e, al contrario, più forti nel non manifatturiero alla luce del tasso di realizzazione delle previsioni. Nel complesso, comunque, le indicazioni sono di ripresa della dinamica degli investimenti nel 4° trimestre.

L'**inflazione al netto degli alimentari freschi**, a ottobre, ha registrato un balzo a 3,6% a/a, da 3% a/a di settembre, toccando il massimo da inizio 1982. I prezzi sono in aumento di 0,6% m/m, dopo 0,3% m/m di settembre, e segnano la variazione mensile più ampia da aprile 2014. I prezzi dei beni sono spinti dal deprezzamento dello yen (beni durevoli: 11,8% a/a), mentre per alcuni servizi si riscontrano incrementi sostenuti, probabilmente collegati all'accelerazione dei salari. Il trend verso l'alto dell'inflazione dovrebbe proseguire almeno fino a dicembre.

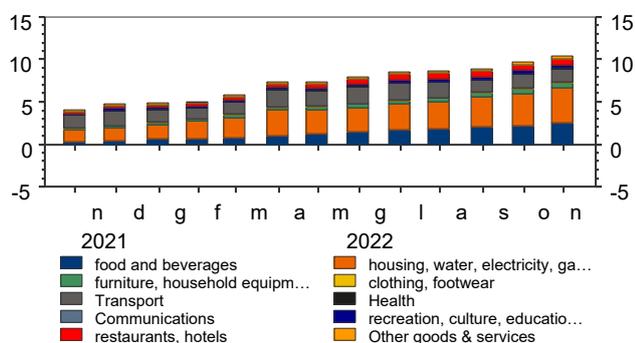
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	set	2.0 (1.5)	%	0.3	0.9
EUR	PIL a/a 2a stima	T3	2.1	%	2.1	2.1
EUR	PIL t/t 2a stima	T3	0.2	%	0.2	0.2
EUR	CPI a/a finale	ott	10.7	%	10.7	10.6
EUR	CPI m/m finale	ott	1.2	%	1.5	1.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ott	6.4	%	6.4	6.4
FRA	Tasso di disoccupazione	T3	7.4	%	7.3	7.3
FRA	IPCA m/m finale	ott	1.3	%	1.3	1.2
FRA	IPCA a/a finale	ott	7.1	%	7.1	7.1
FRA	CPI m/m Ex Tob	ott	-0.6	%		1.0
GER	ZEW (Sit. corrente)	nov	-72.2		-68.4	-64.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	nov	-59.2		-50.0	-36.7
ITA	IPCA a/a finale	ott	12.8	%	12.8	12.6
ITA	IPCA m/m finale	ott	4.0	%	4.0	3.8
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ott	3.5	%	3.5	3.4
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ott	11.9	%	11.9	11.8
ITA	Bilancia commerciale (totale)	set	-9.508 (-9.569)	Mld €		-6.454
ITA	Bilancia commerciale (EU)	set	-1.746 (-1.807)	Mld €		-1.023
SPA	IPCA a/a finale	ott	7.3	%	7.3	7.3

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

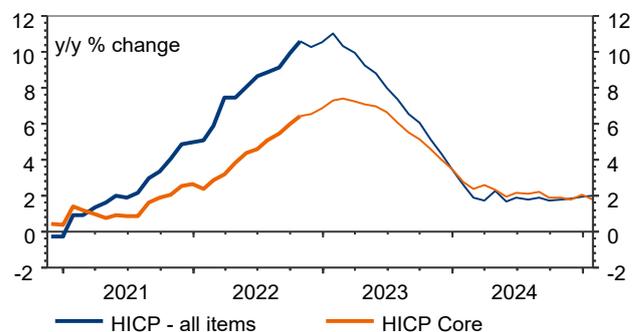
**Area euro. L'inflazione** di ottobre è stata rivista al ribasso di un decimo rispetto alla stima flash, al 10,6% a/a, comunque in salita rispetto al 9,9% di settembre. Al forte aumento congiunturale (1,5% m/m) ha contribuito ancora in modo decisivo l'energia (6,2% m/m), spinta dai rincari delle bollette. Nel 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% (confermando la stima preliminare) 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 stabile al 4,3%: il settore rimane il meno impattato dai rincari energetici. Il recente rientro delle quotazioni all'ingrosso del gas naturale anticipa possibili diminuzioni dei prezzi finali dell'energia già da novembre. Viceversa, 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 7,4%. L'indice core è atteso al 4,8% nel 2022 e in accelerazione al 5,9% nel 2023, con un picco nel 1° trimestre.

## Energia ed alimentari rappresentano da soli il 69% dell'inflazione



Fonte: Intesa Sanpaolo

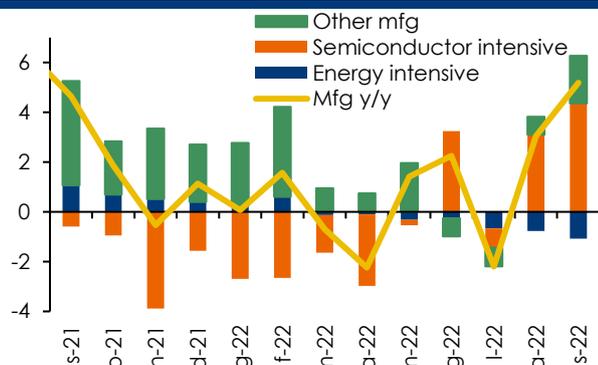
## Previsioni Intesa Sanpaolo su HICP e HICP core



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

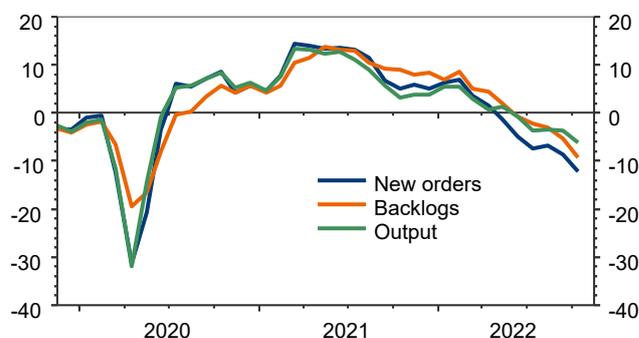
**Area euro.** La **produzione industriale** è cresciuta di 0,9% m/m (4,9% a/a) a settembre, in salita per il secondo mese, dopo il 2% m/m di agosto (rivisto da 1,5% m/m della prima lettura). Come già ad agosto, nonostante il progresso registrato nel complesso dell'industria, la produzione nei comparti più energivori (chimica, metallurgia, lavorazione dei minerali non metalliferi, raffinazione, carta e stampa) è calata per il quinto mese consecutivo. Il maggior dinamismo è stato invece registrato nei settori a maggiore intensità di semiconduttori (come l'elettronica e l'auto), sull'onda dell'attenuamento delle strozzature all'offerta. L'aggregato dei settori energivori ha registrato un calo di circa -1% m/m, quello dei settori ad alto utilizzo di semiconduttori una crescita di quasi il 3% m/m; nel resto della manifattura l'output è salito di poco più dell'1,5%. Nel 3° trimestre l'industria è cresciuta di 0,5% t/t (il contributo al PIL dovrebbe essere stato di circa un decimo), e i solidi aumenti di agosto e settembre (entrambi influenzati dai volatili dati irlandesi) lasciano un'eredità statistica favorevole sul 4° trimestre. Riteniamo tuttavia che tra l'autunno e l'inverno l'industria possa frenare la crescita del valore aggiunto, come suggeriscono oramai unanimemente le indagini di fiducia.

#### I progressi sono guidati soprattutto dai settori semiconduttore intensivo, che beneficiano dell'attenuamento delle strozzature



Nota: contributi alla variazione % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

#### Le indagini di fiducia offrono indicazioni univoche di contrazione della produzione industriale nei prossimi mesi

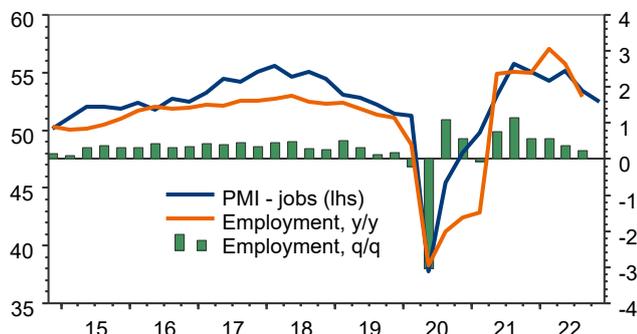


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Area euro.** La seconda stima ha confermato che nel 3° trimestre la crescita del **PIL** ha decelerato allo 0,2% t/t (2,1% a/a) da un precedente 0,8% t/t (4,3% a/a). Non è ancora disponibile lo spaccato delle componenti ma i dati nazionali già pubblicati suggeriscono che sia stata la domanda interna, sia per consumi che per investimenti, ad aver trainato la crescita, mentre esportazioni nette e scorte dovrebbero aver contribuito negativamente. Dal lato dell'offerta, manifattura e servizi dovrebbero aver offerto un apporto positivo a fronte di un calo del valore aggiunto per costruzioni e settore primario. Dopo sei trimestri di espansione, ci aspettiamo però che l'economia dell'Eurozona possa contrarsi già a partire dal trimestre in corso, come suggerito dalle indagini di fiducia. Stimiamo una crescita del PIL in media annua in deciso rallentamento a 0,2% nel 2023, dopo un 3,2% atteso per l'anno in corso.

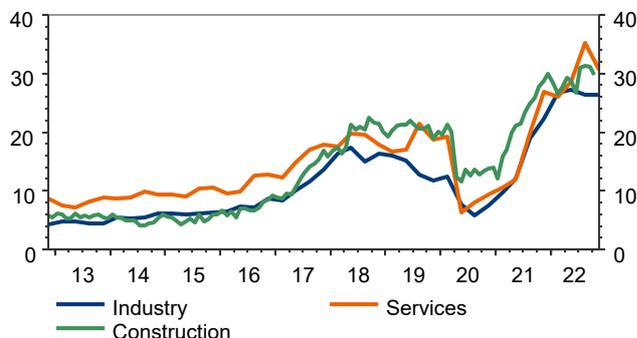
**Area euro.** Nel 3° trimestre l'**occupazione** è cresciuta dello 0,2% t/t, in rallentamento da un precedente 0,4% t/t. Anche la tendenza annua è in decelerazione (1,7% da 2,7%), dopo il rapido recupero dei livelli occupazionali perduti durante la pandemia (il numero complessivo degli occupati è ora superiore dell'1,9% rispetto a fine 2019). Almeno per il momento, le indagini congiunturali sembrano suggerire una tenuta del mercato del lavoro pur in un contesto di indebolimento del ciclo. Nei prossimi mesi una frenata delle assunzioni appare in ogni caso probabile, anche se riteniamo che l'impatto sul tasso di disoccupazione possa risultare complessivamente moderato. Le posizioni vacanti rimangono a livelli record: in alcuni settori, in una situazione di eccesso di domanda, l'aggiustamento potrebbe avvenire prevalentemente lungo il margine intensivo (le ore lavorate) e la riduzione delle posizioni aperte, con impatto relativamente contenuto sul numero di occupati.

**La crescita degli occupati sta decelerando...**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

**...ma le imprese continuano a lamentare scarsità di manodopera (soprattutto in alcuni settori)**

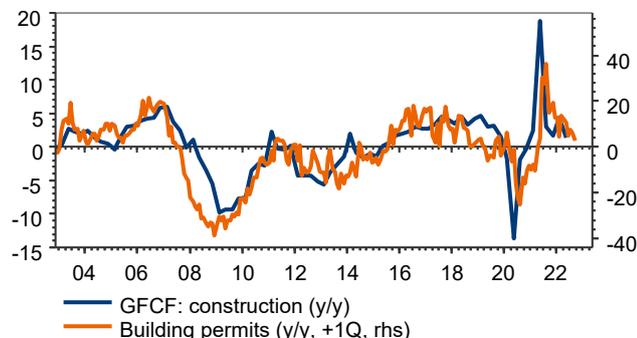


Nota: % di imprese che riportano la scarsità di lavoro come limite all'attività.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

**Area euro.** A settembre le esportazioni sono cresciute dell'1,6% m/m da un precedente 3,4% mentre le importazioni sono calate, per la prima volta dopo 19 mesi, di -2% m/m (dopo il 5,5% m/m di agosto). Il calo dell'import è spiegato soprattutto dalla correzione dei prezzi energetici dopo il picco di agosto. Il **saldo commerciale** (destagionalizzato) è rimasto in deficit, sia pur in moderato restringimento, a -37,7 miliardi di euro da -47,6 di agosto (un anno prima registrava un surplus di 4,1 miliardi). Nei prossimi mesi saranno verosimilmente ancora le dinamiche dei prezzi energetici a guidare l'evoluzione del saldo commerciale (non a caso i Paesi verso cui l'Eurozona registra il più ampio allargamento del disavanzo rispetto ad un anno prima sono Russia e Norvegia). Alla luce del rallentamento del ciclo globale atteso nel 2023, non ci aspettiamo invece una riaccelerazione significativa delle esportazioni nei prossimi trimestri.

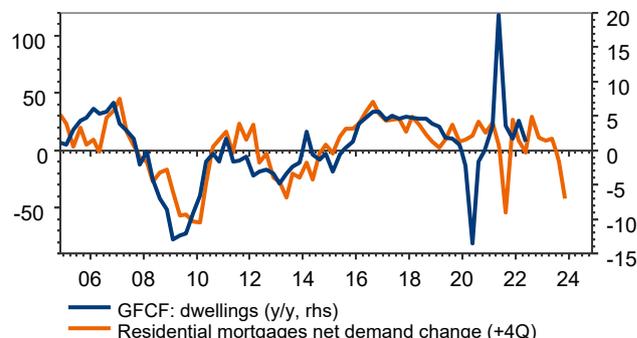
**Area euro.** A settembre la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di un modesto 0,1% m/m (1% a/a) mentre il calo di agosto è stato rivisto a -1% m/m (2% a/a) da un precedente -0,6% m/m (2,3% a/a). L'output è risultato sostanzialmente stagnante nell'edilizia (0,1% m/m da -1% precedente) mentre è tornato a crescere, dopo tre flessioni consecutive, nell'ingegneria civile (0,6% m/m da -1,1%). Durante l'estate la produzione nelle costruzioni è calata per il secondo trimestre consecutivo (-0,8% t/t da -1,4%). Ci aspettiamo che l'attività rimanga debole anche tra l'autunno e l'inverno: i dati sui permessi di costruzione hanno già iniziato a mostrare segnali di frenata della domanda, su cui peserà anche l'aumento dei tassi sui mutui.

**I dati sui permessi di costruzione anticipano un rallentamento degli investimenti fissi nel settore**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

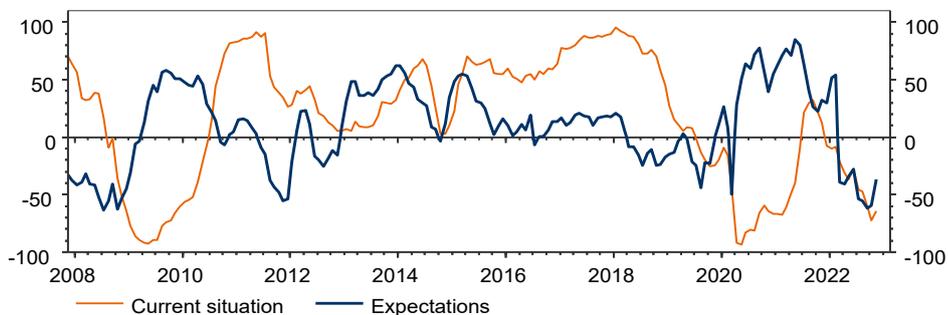
**L'aumento dei tassi sui mutui sta già pesando in misura piuttosto marcata sulla domanda**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

**Germania.** L'indagine **ZEW**, che rileva le aspettative a 6 mesi di investitori e analisti finanziari sull'economia tedesca, ha registrato un rialzo superiore alle attese a novembre, a -36,7 da un precedente -59,2, ai massimi da giugno. Anche le valutazioni sulla situazione corrente sono migliorate, sia pur in misura più ridotta, a -64,5 da -72,2 (comunque su livelli ancora inferiori a quelli di settembre). Il miglioramento del morale è spiegato dal calo dei prezzi energetici e dal recupero dei mercati azionari. Le valutazioni degli analisti sui principali settori mostrano come il miglioramento riguardi banche/assicurazioni, utilities e IT/comunicazioni, mentre i settori più ciclici e la maggior parte dei comparti industriali mantiene un saldo ampiamente negativo; le costruzioni sono il comparto sul quale si registrano le indicazioni più pessimistiche. Le indagini IFO e PMI della prossima settimana (condotte presso le imprese) offriranno maggiori spunti sull'effettiva evoluzione dell'attività economica. Il recupero dell'indice ZEW, molto volatile e condizionato dai mercati finanziari, non modifica le nostre previsioni di contrazione del PIL tedesco tra l'autunno e l'inverno.

**ZEW: migliorano le aspettative a novembre**



Fonte: ZEW

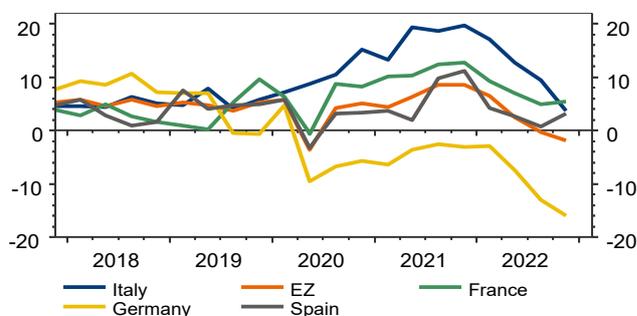
**Italia.** La **produzione nelle costruzioni** è cresciuta per il secondo mese a settembre: dello 0,2% m/m da un precedente 2,5% m/m. La crescita tendenziale corretta per gli effetti di calendario rallenta al 7,7% da 9,5% di agosto. I progressi registrati a fine estate non sono sufficienti a compensare le pesanti flessioni dei mesi precedenti: nel 3° trimestre la produzione si è contratta di -2,2% t/t dopo il modesto incremento di 0,3% t/t visto in primavera. Dopo un 2021 e un inizio di 2022 particolarmente solidi, l'attività nel settore sembra essere entrata in una fase di rallentamento. L'aumento dei tassi frenerà la domanda di mutui; anche la rimodulazione degli incentivi fiscali non potrà non avere impatto, come già segnalato dalle indagini di fiducia dei consumatori relative alle intenzioni di ristrutturazione delle abitazioni.

**Ad ottobre il totale degli investimenti ammessi a detrazione per superbonus 110% ha raggiunto i 55 miliardi di euro**



Fonte: Intesa Sanpaolo, ENEA, Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica

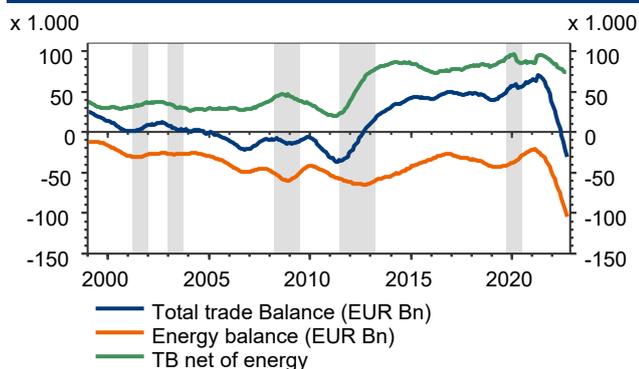
**Le indagini di fiducia dei consumatori segnalano che le ristrutturazioni immobiliari si ridurranno drasticamente**



Nota: intenzioni di ristrutturazione delle abitazioni. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

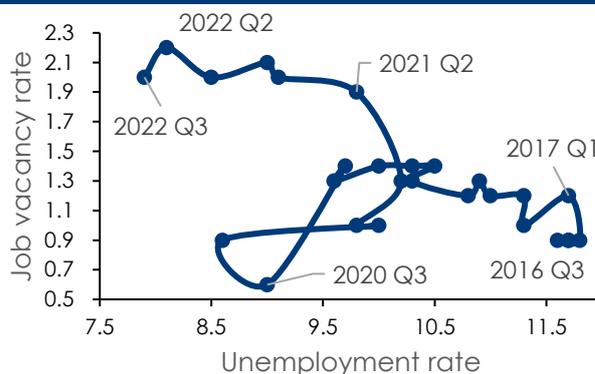
**Italia.** Nel 3° trimestre il **tasso di posizioni vacanti** si è attestato al 2%, sia nell'industria che nei servizi, in calo di due decimi rispetto ai tre mesi precedenti. La correzione rispetto alla primavera ha riguardato soprattutto i servizi (-0,3pp) ma anche l'industria è interessata (-0,1pp). Tra le imprese con almeno 10 dipendenti, il tasso di posizioni vacanti si è invece stabilizzato, su livelli record, all'1,8%, sintesi di un aumento nell'industria (+0,1pp) e di un calo nei servizi (-0,1pp). Le posizioni aperte restano su livelli storicamente elevati, tuttavia iniziano ad emergere i primi segnali di rallentamento della domanda di lavoro. La dinamica delle assunzioni non potrà non risentire del deterioramento ciclico; tuttavia, riteniamo che nei prossimi trimestri la minore domanda possa riflettersi soprattutto in una chiusura delle posizioni vacanti, a fronte di un aumento solo moderato dei disoccupati.

#### Il deficit nella bilancia energetica affossa il saldo commerciale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### La relazione tra tasso di disoccupazione e di posizioni vacanti è coerente con un eccesso di domanda nel mercato del lavoro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Italia.** I dati sul **commercio internazionale** di settembre hanno registrato un rimbalzo delle esportazioni di 1,6% m/m da un precedente -3,2% mentre le importazioni sono calate di -1,7% m/m da +4,2% di agosto, interrompendo una serie di 20 mesi di crescita consecutiva. L'incremento dell'export è dovuto interamente alle vendite verso i paesi extra-UE (+6% m/m) mentre sono calate quelle verso il resto dell'Unione Europea (-2,2% m/m). Tra i principali raggruppamenti d'industria, i progressi sono diffusi a tutte le componenti ad eccezione dell'energia (-10,1% m/m), mentre sono stati i beni di consumo durevoli (4,8% m/m) e strumentali (4,3% m/m) a risultare trainanti. In termini tendenziali l'export è in salita del 21,6% (da un precedente 24,4%) e sono i settori della farmaceutica (36,2%), dei macchinari (13,9%) e dei metalli (15,5%) quelli che registrano il maggior dinamismo. Su base geografica sono particolarmente vivaci le vendite verso gli Stati Uniti (48,6%), Francia (18,8%) e Germania (14,8%). In calo rispetto ad un anno prima invece l'export nei confronti del Belgio (-5,7%), per via soprattutto di minori scambi di prodotti farmaceutici e chimici, e della Russia (-34,6%), su cui pesa l'effetto delle sanzioni.

Dal lato dell'import la flessione congiunturale riguarda tutte le componenti ad eccezione dell'energia (+4,2%) con la contrazione più ampia che è stata registrata dagli acquisti di beni intermedi (-6,3%); al netto dell'energia le importazioni risulterebbero infatti in diminuzione del -3,5%. La tendenza annua dell'import ha quindi decelerato al 40,4% da un precedente 54,8%. L'ampia crescita delle importazioni rispetto ad un anno prima continua ad essere spiegata dalle materie prime energetiche come gas naturale (253,3%) e petrolio (55,8%), gonfiate dall'effetto dei maggiori prezzi. Se si considerano i dati in volume (al netto dell'effetto dei prezzi) le importazioni risulterebbero in calo di -0,5% a/a mentre l'export in aumento di 2,1% a/a.

A settembre il saldo commerciale è risultato pari a -6,5 miliardi di euro (decimo mese consecutivo in deficit). Nei primi nove mesi dell'anno il disavanzo è pari a -31,4 miliardi. Non solo si registra un deficit energetico senza precedenti (-85,2 miliardi da inizio anno), ma si amplia anche il saldo negativo per quanto riguarda i beni intermedi (-18,9 miliardi nei primi 9 mesi del 2022), un possibile

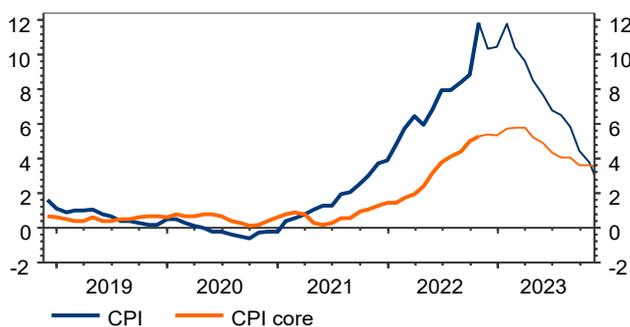
segnale di sostituzione di produzione interna con importazioni. Al netto dell'energia, i primi 9 mesi dell'anno registrano un surplus di 53,8 miliardi, in diminuzione dai 67 miliardi dell'anno scorso.

**Italia.** La stima finale dei **prezzi al consumo** di ottobre ha rivisto ribasso la crescita congiunturale sia sull'indice NIC, al 3,4% m/m da 3,5% della stima flash, che sull'armonizzato, al 3,8% m/m da 4%. La revisione riguarda la componente energia (a 26,8% m/m da 28,3% m/m della stima preliminare), ed è imputabile al nuovo metodo introdotto dall'ARERA per l'aggiornamento delle tariffe del gas. I rincari sono spiegati dai prezzi dell'energia elettrica, sia sul mercato tutelato (+51,9% m/m) che sul mercato libero (+62,7% m/m), e del gas sul mercato libero (+63,5% m/m), mentre il prezzo del gas per gli utenti sul mercato tutelato è calato di -18,3% m/m (era stato stimato come stabile nella prima lettura). I prezzi alimentari sono cresciuti 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).

L'inflazione annua è stata rivista al ribasso di un decimo sull'indice nazionale, all'11,8% a/a, e di due decimi sull'IPCA, al 12,6% a/a, comunque in netto aumento rispetto ai dati di settembre (rispettivamente 8,9% e 9,4%). Sia l'inflazione complessiva che il "carrello della spesa" (12,6% a/a) sono sui massimi dalla prima metà degli anni Ottanta. Sulla variazione tendenziale, l'energia (in accelerazione da 44,5% a 71,1%), trainata dal forte aumento delle tariffe che ha più che spazzato la decelerazione dei carburanti, spiega circa il 60% dell'inflazione complessiva.

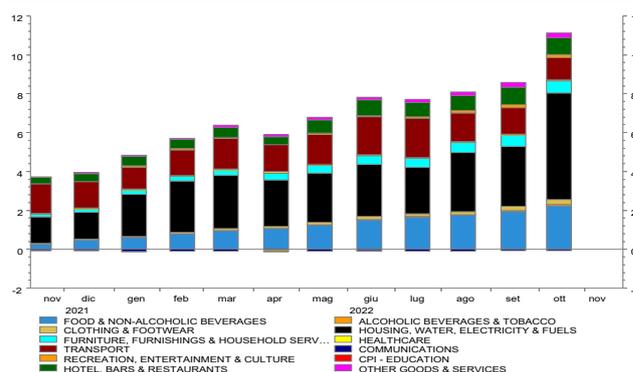
**L'inflazione di fondo è stata confermata al 5,3% a/a, dal 5% a/a di agosto;** ci aspettiamo ulteriori aumenti nei prossimi mesi. L'accelerazione di ottobre è dovuta ai beni (da 12,5% a 17,6% a/a), mentre rallentano di poco i servizi (3,8% da 3,9% precedente), per effetto del calo dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 5,7% a 5,1%); il differenziale inflazionistico tra servizi e beni rimane negativo (-13,8 punti percentuali) e si amplia rispetto a settembre (quando era -8,6). L'inflazione potrebbe mostrare un andamento altalenante nei prossimi mesi, prima di intraprendere un trend discendente verosimilmente a partire da febbraio; un riavvicinamento al 2% è atteso solo nel 2024. **La media d'anno dovrebbe attestarsi all'8,5% nel 2022 e intorno al 7,3% 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 delle quotazioni all'ingrosso del gas naturale anticipa possibili diminuzioni dei prezzi finali dell'energia, forse già a partire da novembre.

#### Il picco per l'inflazione italiana potrebbe essere toccato nei primi mesi del prossimo anno



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Il maggior contributo alla variazione tendenziale viene ancora dall'energia

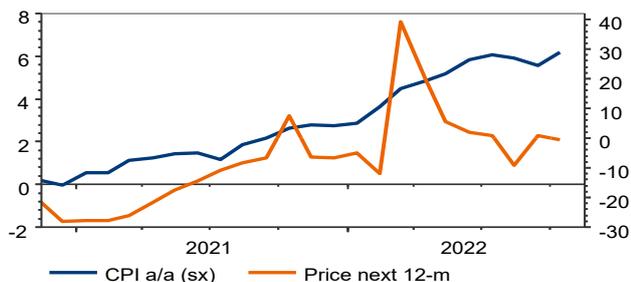


Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Francia.** La **stima finale** ha confermato 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. Nel mese, i prezzi hanno segnato un aumento dell'1% m/m sull'indice nazionale e di 1,2% (rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla stima preliminare) sull'IPCA. 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

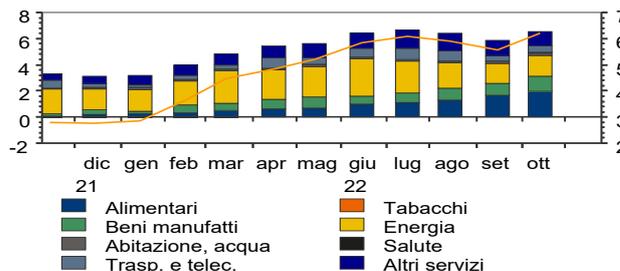
17,9% precedente, mentre i servizi sono stabili al 3,2% a/a. L'inflazione core è passata al 5% da 4,5% di settembre. L'inflazione è attesa crescere ancora nei prossimi mesi, prima di intraprendere un trend di lenta discesa da fine inverno/inizio primavera. In media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare solo lievemente al 5,8% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver sfiorato il 6% in media d'anno nel 2022.

**Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs. CPI**



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

**Si attenuano le pressioni inflazionistiche sull'energia, mentre crescono i listini alimentari**



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

**Francia.** Nel 3° trimestre, il **tasso di disoccupazione** ha registrato un calo di un decimo, al 7,3% dal 7,4% del periodo precedente. Migliora, seppure moderatamente, anche il tasso di attività, che si porta al 73,7% dal 73,5%, sui livelli più elevati dall'inizio delle rilevazioni nel 1975. Diminuiscono i disoccupati nelle coorti centrale e superiore (-0,1%), mentre aumenta il numero dei senza lavoro tra i più giovani (+0,3%). Aumentano i contratti a tempo indeterminato, la cui incidenza sul totale cresce di tre decimi al 57% (+1,1% a/a). Si registra però un calo nel numero di ore settimanali lavorate (-1,6%), da ascrivere principalmente a effetti di calendario. Il mercato del lavoro francese si conferma, dunque, robusto. L'anno prossimo però ci aspettiamo una risalita del tasso di disoccupazione, per effetto del rallentamento del ciclo nonché del venir meno degli incentivi per le assunzioni degli under 30 (che spiegano buona parte dei progressi occupazionali recenti).

**Paesi Bassi.** Nel 3° trimestre il **PIL** è calato di -0,2% t/t da un precedente 2,4% t/t (rivisto al ribasso di due decimi). In termini tendenziali la crescita è rallentata a 3,1% da 5,1% del 2° trimestre. I consumi privati sono risultati sostanzialmente stagnanti (0,1% t/t da 0,8% precedente) mentre la spesa pubblica (-0,1% t/t da 0,1%) e gli investimenti fissi (-1,7% t/t da 5%) sono tornati a calare dopo il rimbalzo registrato in primavera. Le importazioni sono cresciute ad un ritmo simile alle esportazioni (1% t/t contro 0,9%), con il canale estero netto che ha quindi fornito un apporto sostanzialmente nullo al PIL. Positivo invece il contributo delle scorte. Sulla base dei dati più recenti, vediamo una contrazione del PIL lievemente più marcata nei trimestri a cavallo d'anno. La crescita media annua è vista al 4,2% nel 2022 e in deciso rallentamento, a 0,5%, nel 2023. Lo scenario è soggetto a rischi verso il basso, che tuttavia paiono di entità meno ampia che altrove.

**Cina**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	ott	3.9	%	4.0
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ott	0.71	%	0.58
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ott	5.9	%	5.9
Produzione industriale a/a	ott	6.3	%	5.0
Vendite al dettaglio a/a	ott	2.5	%	-0.5

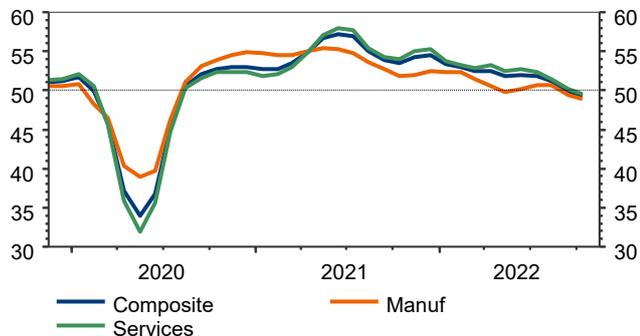
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

I dati relativi al mese di ottobre sono stati in generale inferiori alle attese di consenso e hanno registrato un ulteriore deterioramento dei consumi e una forte debolezza dei servizi, ancora fiaccati dalle misure di contenimento dei contagi, insieme ad un moderato rallentamento della

produzione industriale e degli investimenti. Le **vendite al dettaglio**, dopo quattro mesi di aumenti tendenziali, sono scese di -0,5% a/a in ottobre (Consenso Bloomberg: +0,7% a/a), registrando una flessione di -0,68% m/m: è il settimo calo mensile da inizio anno e il secondo più forte dopo quello di marzo (-2,17% m/m). Le condizioni sul mercato del lavoro restano deboli, con il **tasso di disoccupazione urbana** invariato a 5,5% in ottobre e quello relativo alle 31 maggiori città in aumento da 5,8% in settembre a 6% in ottobre. La **produzione industriale** è rallentata da 6,3% a/a in settembre a 5% a/a in ottobre (Consenso Bloomberg: 5,3% a/a), registrando un aumento dello 0,33% m/m destagionalizzato, rispetto allo 0,84% m/m in settembre. La decelerazione è stata diffusa a tutte le tipologie di imprese. Il rallentamento della **produzione dei servizi** è stato più forte (da 1,8% a/a in settembre a 0,1% a/a in ottobre), dato che il settore è più colpito dalle misure di contenimento dei contagi. Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 5,8% a/a nei primi dieci mesi dell'anno, con un rallentamento tendenziale da 6,5% a/a in settembre a 5% a/a in ottobre, guidato da una modesta decelerazione degli investimenti in infrastrutture e nel settore manifatturiero e da una ampia contrazione degli investimenti immobiliari (da -12,1% a/a in settembre a -16,1% a/a in ottobre).

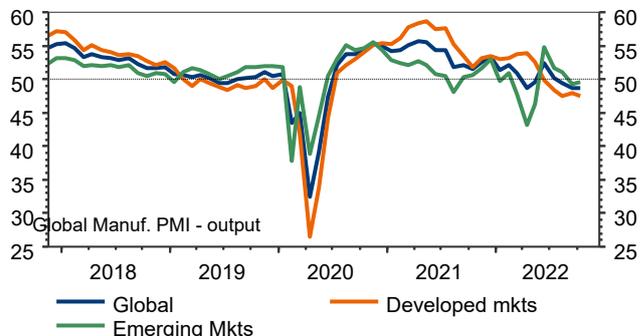
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



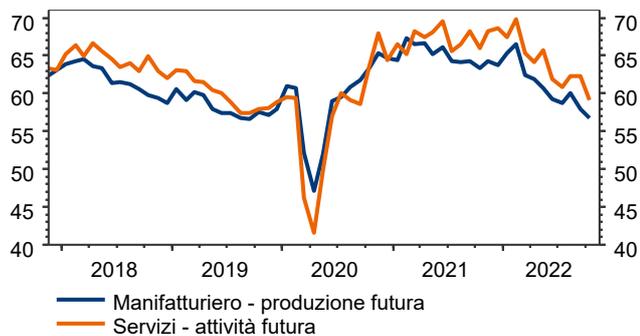
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



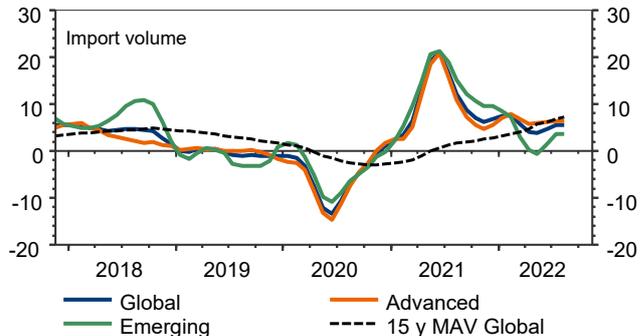
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



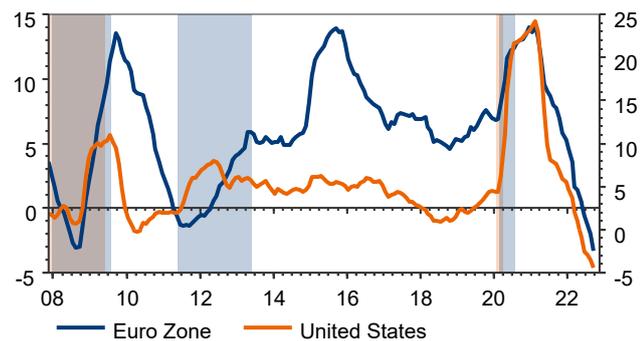
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



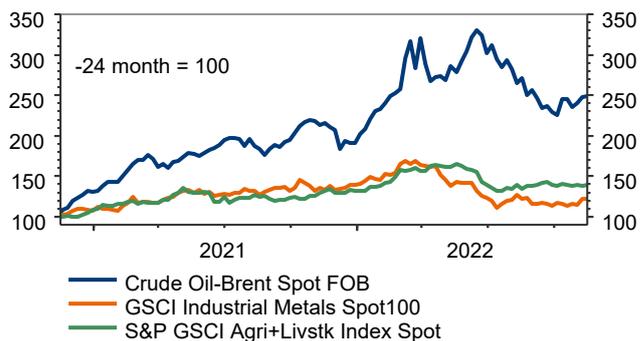
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

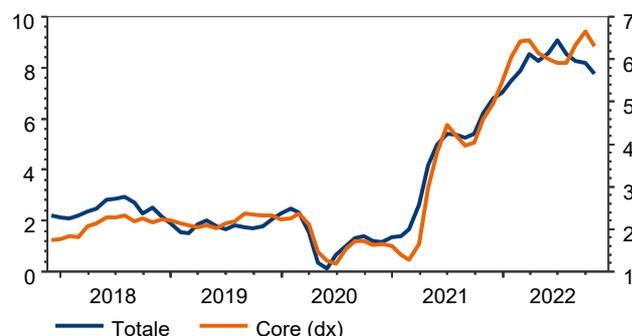
## Stati Uniti

### Indagini ISM



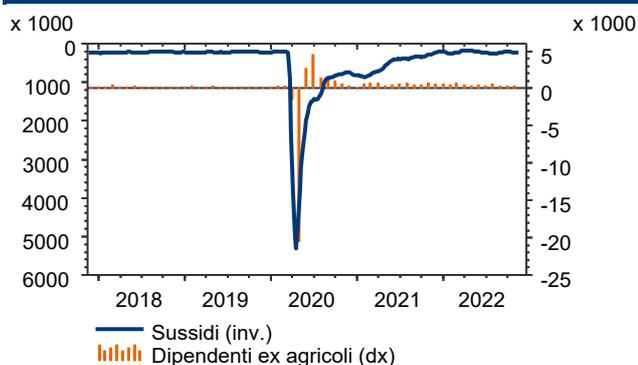
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

### CPI – Var. % a/a



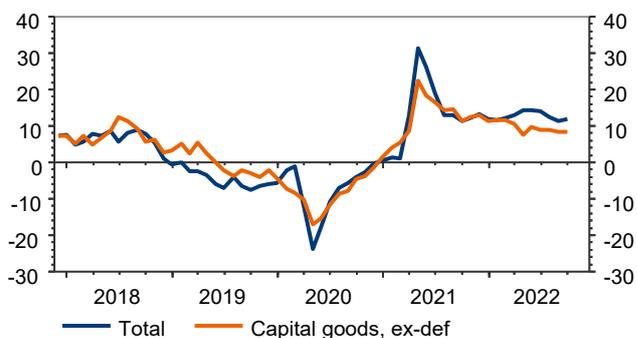
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

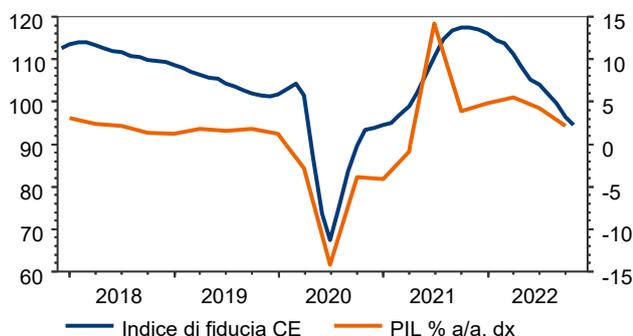
### Previsioni

	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	3.3	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.4	5.6	3.2
Produzione Industriale	4.9	4.1	-2.1	0.9	1.2	1.2	1.3	0.5	0.0	-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

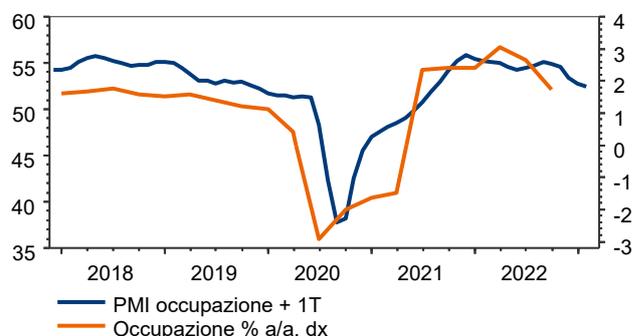
## Area euro

### PIL



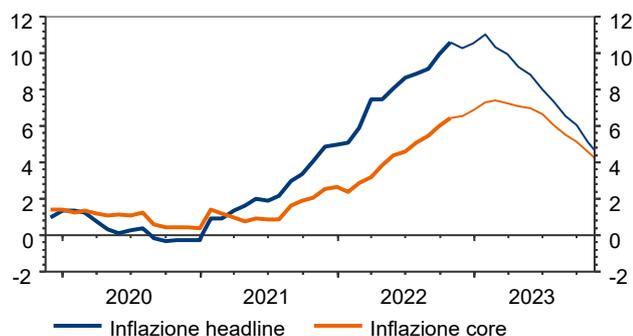
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	11.0
febbraio	0.9	5.9	10.3
marzo	1.3	7.4	9.9
aprile	1.6	7.4	9.2
maggio	2.0	8.1	8.8
giugno	1.9	8.6	8.0
luglio	2.2	8.9	7.4
agosto	3.0	9.1	6.5
settembre	3.4	9.9	6.0
ottobre	4.1	10.6	5.1
novembre	4.9	10.3	4.3
dicembre	5.0	10.5	3.5

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				T3	T4	T1
				T2	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
- t/t				2.3	0.5	0.6
Consumi privati	3.7	3.7	-0.4	4.7	-0.2	-0.1
Investimenti fissi	3.7	2.7	0.6	-0.7	3.4	-0.8
Consumi pubblici	4.3	2.1	1.5	-0.2	0.7	0.2
Esportazioni	10.5	6.7	0.6	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	0.1	0.7	0.0	0.6	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.4	0.2	1.3			
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	7.4	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.5	0.1	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	2.68	-0.55	-0.57	-0.53

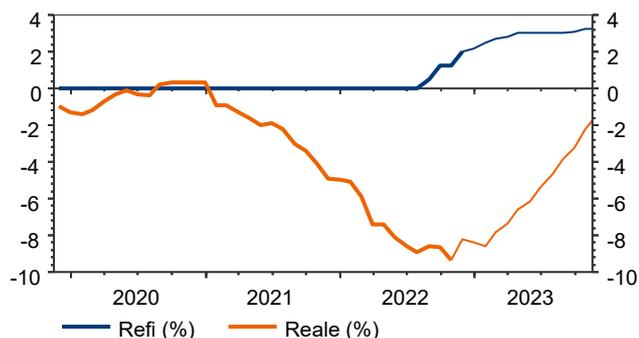
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	17/11	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>1.43</b>	1.83	2.43	2.56	2.67
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	<b>1.80</b>	2.16	2.57	2.65	2.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

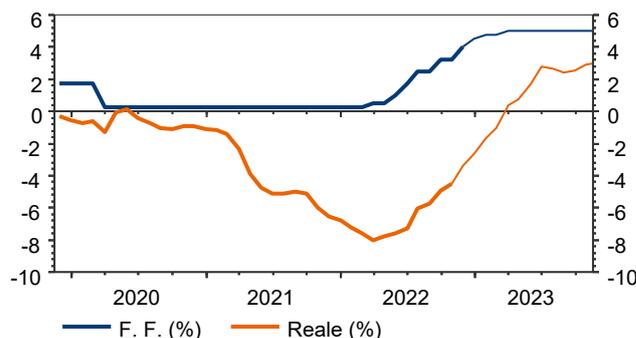


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	17/11	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>4.33</b>	4.84	5.41	5.46	5.47

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

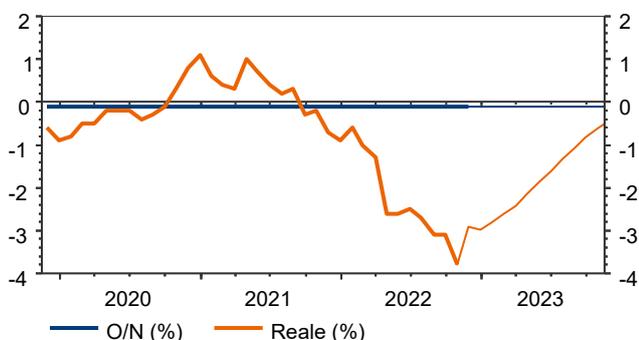


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	17/11	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>-0.04</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

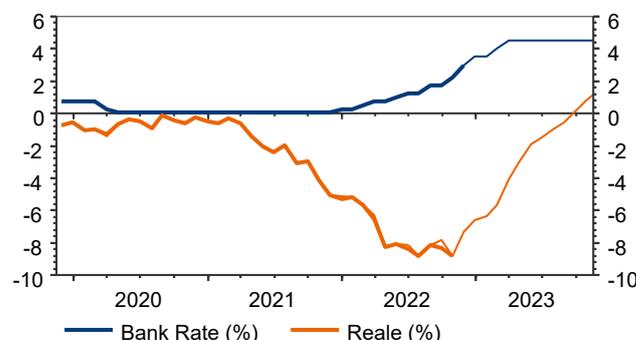


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	17/11	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>3.56</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	18/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.13	1.05	1.02	0.98	<b>1.0385</b>	0.95	0.97	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	104	114	128	135	149	<b>139.94</b>	150	145	140	134	128
GBP/USD	1.33	1.35	1.24	1.20	1.13	<b>1.1943</b>	1.08	1.10	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.08	1.05	1.05	0.97	0.98	<b>0.9873</b>	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	123	130	136	137	147	<b>145.37</b>	143	141	140	140	141
EUR/GBP	0.89	0.84	0.85	0.84	0.87	<b>0.8697</b>	0.88	0.88	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
---------------	-------	---------------------------------