

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro – Indagini di fiducia migliori delle attese a novembre ma le prospettive restano deboli.

Le stime flash degli indici PMI e la prima lettura della fiducia dei consumatori della Commissione Europea, nonché le indagini nazionali in Germania e Italia, hanno sorpreso al rialzo suggerendo minori rischi al ribasso sull'attività economica nel breve termine. Continuiamo a ritenere probabile una contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023, che però potrebbe rivelarsi meno accentuata di quanto previsto fino a qualche settimana fa. I rischi potrebbero però essere rimandati a una possibile recrudescenza della crisi energetica nella parte centrale del 2023, in relazione alla necessità di ricostituzione delle scorte di gas dopo il periodo invernale.

Stati Uniti – 2023: i tempi sono maturi per guardare al prossimo ciclo dei tassi. I verbali della riunione del FOMC di novembre hanno confermato il probabile passaggio a una fase di rialzi dei tassi modulati non solo in base ai dati correnti ma, soprattutto, in base agli effetti attesi della restrizione in atto. La vera incertezza ora riguarda i contorni della recessione e i tempi dell'inizio del ciclo di riduzione dei tassi: tutte le svolte economiche (ciclo, inflazione, salari) dovrebbero avvenire nel 2023, forse anche quella dei tassi.

I market mover della settimana

In **area euro** il focus della settimana sarà sulle stime flash dei prezzi al consumo di novembre. Ci aspettiamo un contenuto rallentamento dell'inflazione in Italia e nel complesso dell'Eurozona, a fronte di un aumento in Germania e Francia. I dati sul mercato del lavoro dovrebbero registrare una stabilità del tasso di disoccupazione in area euro (a ottobre) e in Germania (a novembre), e una salita in Italia (a ottobre). Gli indici di fiducia della Commissione Europea e le stime finali dei PMI manifatturieri concluderanno la tornata di indagini congiunturali di novembre confermando il trend di generalizzato recupero di morale. In Francia ci aspettiamo che i consumi di beni siano tornati a flettere in ottobre.

Questa settimana negli **Stati Uniti** verranno pubblicati i principali dati del mercato del lavoro e ci sarà un discorso di Powell su scenario economico e mercato del lavoro. Gli occupati non agricoli a novembre dovrebbero essere ancora in aumento solido, se pure a un ritmo in via di rallentamento, e il tasso di disoccupazione è previsto stabile a 3,7%, sulla scia di una ripresa della forza lavoro in linea con quella dell'occupazione. Anche la Jobs Openings and Labor Turnover Survey di ottobre sarà sotto i riflettori, per aggiornare i trend di domanda e offerta. A ottobre, la spesa personale è prevista in rialzo sostenuto, spinta sia dai beni sia dai servizi, a fronte di una crescita più contenuta del reddito personale, con un conseguente ulteriore calo del tasso di risparmio. Il deflatore core è previsto in rialzo di 0,3% m/m, ma a novembre la dinamica mensile dovrebbe riaccelerare. Fra i dati relativi a novembre, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in ulteriore calo e l'ISM manifatturiero dovrebbe entrare in territorio marginalmente recessivo, con segnali di rallentamento della domanda, aumento delle scorte e allentamento delle strozzature all'offerta. Infine, la seconda stima del PIL del 3° trimestre è prevista in rialzo a 2,8% t/t ann.

25 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

Il punto

Area euro – Indagini di fiducia migliori delle attese a novembre ma le prospettive restano deboli.

Le stime flash degli indici PMI e la prima lettura della fiducia dei consumatori della Commissione Europea, nonché le indagini nazionali in Germania e Italia, hanno sorpreso al rialzo suggerendo minori rischi al ribasso sull'attività economica nel breve termine. Continuiamo a ritenere probabile una contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023, che però potrebbe rivelarsi meno accentuata di quanto previsto fino a qualche settimana fa. I rischi potrebbero però essere rimandati a una possibile recrudescenza della crisi energetica nella parte centrale del 2023, in relazione alla necessità di ricostituzione delle scorte di gas dopo il periodo invernale.

- **Nell'Eurozona le indagini congiunturali di novembre hanno registrato un miglioramento della fiducia di famiglie e imprese**, dopo le pesanti flessioni registrate nei mesi precedenti; i livelli dei principali indicatori restano peraltro in territorio recessivo. Il recupero appare dovuto all'evoluzione più favorevole del previsto dei prezzi del gas naturale, ai minori rischi di razionamento forzato dei consumi di energia nonché alle ingenti misure di stimolo fiscale varate dai governi nazionali (circa il 4,5% del PIL europeo), che hanno contribuito ad alleviare l'effetto dello shock soprattutto sulle famiglie meno abbienti e sulle imprese a più alta intensità di energia.
- Nonostante i recenti sviluppi migliori delle attese, **il contesto congiunturale resta complessivamente fragile**: le imprese continuano a riportare un calo della domanda e della produzione - sia nell'industria, sia nei servizi - mentre le rilevazioni tra i nuclei famigliari non puntano verso un'evoluzione positiva della spesa per consumi. In sintesi, **le indagini restano coerenti con un calo del PIL tra l'autunno e l'inverno ma suggeriscono che, almeno per quanto riguarda il 4° trimestre 2022, la contrazione possa risultare meno severa rispetto a quanto fosse lecito attendersi**. Al momento prevediamo una flessione di -0,3% t/t nei tre mesi finali dell'anno, con rischi che appaiono ora verso l'alto. **Vediamo però maggiori rischi al ribasso sul 2023, sia per quanto riguarda il 1° trimestre che il resto dell'anno**, quando il rallentamento globale, la restrizione monetaria e gli effetti persistenti della crisi energetica continueranno a frenare la ripresa.
- **Durante l'estate l'industria è riuscita a fronteggiare meglio del previsto i rincari delle materie prime** anche perché la presenza di commesse arretrate ha permesso alle imprese di sostenere la produzione nonostante il calo degli ordini. Infine, il progressivo attenuamento delle strozzature all'offerta ha favorito il rimbalzo della produzione nel comparto automobilistico (+6% t/t nel 3° trimestre), compensando la frenata dei settori più energivori. **Le componenti più anticipatorie delle indagini suggeriscono però che il peggio debba ancora venire**, con un punto di minimo che potrebbe essere toccato proprio nella prima metà del 2023: a novembre l'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi è rimasto su livelli coerenti con una contrazione per il settimo mese, mentre continuano a crescere le scorte di merce invenduta e a calare le commesse inevase. Se l'attenuazione delle "strozzature all'offerta" sta favorendo la ricostituzione dei magazzini, la debolezza della domanda finale dovrebbe diventare via via più rilevante nel frenare l'attività industriale. **Anche servizi e costruzioni sono ormai in contrazione**: soprattutto l'edilizia, cruciale per le prospettive del ciclo in paesi come la Germania e l'Italia, risentirà, oltre che dell'aumento dei costi di produzione, della restrizione delle condizioni finanziarie (che potrebbe manifestarsi con maggiore evidenza nei prossimi trimestri).
- In sintesi, **il culmine dell'impatto dello shock energetico potrebbe essere posticipato al 2023, con un'uscita dalla recessione che potrebbe risultare fiacca** e non tale da riportare nel breve termine l'economia sul trend di crescita precedente. Il rallentamento dell'economia globale frenerà le esportazioni europee mentre l'impatto ritardato dell'inasprimento della politica monetaria e un'inflazione in calo ma ancora elevata peseranno sulla domanda interna. Infine, la necessità di ricostituire le scorte di gas naturale dopo l'inverno e di diversificare le fonti energetiche a prezzi probabilmente superiori al passato suggeriscono che la fase di emergenza energetica difficilmente possa considerarsi esaurita dopo il 1° trimestre 2023.

Stati Uniti - 2023: i tempi sono maturi per guardare al prossimo ciclo dei tassi. I verbali della riunione del FOMC di novembre hanno confermato il probabile passaggio a una fase di rialzi dei tassi modulati non solo in base ai dati correnti ma, soprattutto, in base agli effetti attesi della restrizione in atto. La vera incertezza ora riguarda i contorni della recessione e i tempi dell'inizio del ciclo di riduzione dei tassi: tutte le svolte economiche (ciclo, inflazione, salari) dovrebbero avvenire nel 2023, forse anche quella dei tassi.

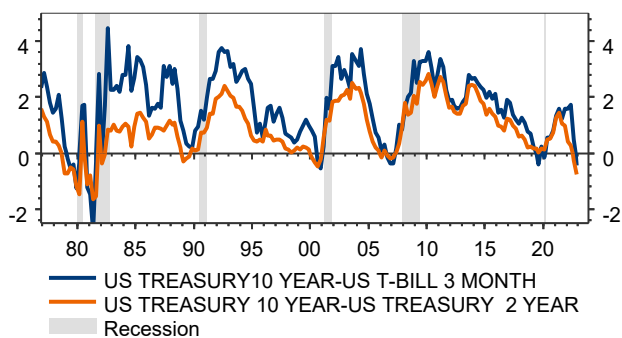
- I **verbali della riunione del FOMC** di novembre hanno confermato le indicazioni emerse dalla conferenza stampa di Powell e sono coerenti con un sentiero di rialzi che dovrebbe raggiungere un picco intorno a 5-5,25% nel 1° trimestre 2023. Un elemento "dovish" dei verbali non è nel testo, ma è legato al fatto che il punto di arrivo dei tassi è ormai relativamente vicino, anche se per la svolta occorrerà aspettare diversi trimestri. I verbali danno informazioni relative al ciclo dei tassi attuale, e la vera incertezza ora riguarda la durata della pausa prima dell'inizio di un nuovo ciclo ribassista dei tassi. Su questo fronte, i tempi saranno scanditi dai dati e, soprattutto, dalle caratteristiche della recessione del 2023.
- Per quanto riguarda la **parte finale di questo ciclo rialzista dei tassi insolitamente rapido**, i verbali danno tre messaggi.
 - Con i tassi in territorio restrittivo, appare appropriato rallentare il ritmo dei rialzi => **probabile intervento da 50pb a dicembre**. La riduzione attesa del ritmo dei rialzi da dicembre in poi, in linea con la conferenza stampa di Powell e con i discorsi dell'ultimo mese, è confermata dall'affermazione secondo cui "una maggioranza sostanziale dei partecipanti riteneva che un rallentamento del ritmo di aumento (dei tassi) sarebbe stato probabilmente appropriato in tempi brevi. Un ritmo più lento in queste circostanze consentirebbe al Comitato di valutare meglio i progressi compiuti verso gli obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi."
 - Per "vari partecipanti", le proiezioni dei tassi sono più elevate rispetto a quelle di settembre => **probabile spostamento verso l'alto del grafico a punti a dicembre**. I verbali sottolineano l'elevata incertezza dello scenario e l'importanza dei dati in arrivo ma, anche alla luce della persistenza dell'inflazione dei servizi, "vari partecipanti hanno osservato che, dato che l'inflazione non mostra ancora segni di diminuzione e che persistono gli squilibri di domanda e offerta nell'economia, la loro valutazione del livello finale del tasso dei fed funds che sarebbe necessaria per raggiungere gli obiettivi del Comitato è un po' più alta di quanto avessero previsto in precedenza." I verbali usano l'aggettivo "various", inusuale nel lessico abituale che in genere divide i gruppi di opinioni in "pochi" (few), "alcuni" (some), "molti" (many), "i partecipanti" (participants) per indicare gradi diversi di diffusione del consenso. Il termine "various" è probabilmente compreso fra "some" e "many", ma dovrebbe indicare uno **spostamento di opinioni sufficientemente diffuso da determinare un movimento verso l'alto del grafico a punti**.
 - Nel contesto di elevata incertezza dello scenario, la discussione è ancora aperta sul punto di arrivo dei tassi e sulla durata della pausa successiva al picco, ma aumenta la preoccupazione per un eccesso di restrizione => **il consenso sul punto di arrivo (e forse sulla durata della pausa) è meno concentrato**. La discussione sul sentiero dell'inflazione rivela due aspetti. Da un lato, i rischi per l'inflazione restano verso l'alto: "molti partecipanti" hanno sottolineato l'aumento delle pressioni, tipicamente persistenti, nei servizi e "alcuni" hanno notato che la combinazione di dinamica salariale elevata e bassa crescita della produttività non è coerente con l'obiettivo di inflazione al 2%. Dall'altro lato, con i tassi su livelli restrittivi, la valutazione dei ritardi "lungi e incerti" con cui agisce la politica monetaria diventa cruciale e "molti" partecipanti ritengono che gli effetti della restrizione già attuata non si siano ancora manifestati. In sostanza, **si sta diffondendo la preoccupazione di un eccesso di restrizione**.
- In conclusione, i verbali confermano l'aspettativa di un rialzo di 50pb a dicembre, e danno supporto alla previsione di un grafico a punti più elevato rispetto a settembre, con un punto di arrivo per il 2023 fra il 5 e il 5,25%. A nostro avviso, nel 1° trimestre 2023 dovrebbero esserci

due rialzi da 25pb per arrivare al 5%, ma successivamente l'indebolimento dei dati, con la probabile entrata in recessione e una svolta relativamente rapida e convincente di salari e inflazione, dovrebbe fermare la Fed e **preparare la svolta dei tassi fra fine 2023 e inizio 2024**.

- Con l'avvicinarsi del picco dei tassi, le caratteristiche della svolta del ciclo economico attesa per l'anno prossimo diventano fondamentali per i tempi di un nuovo ciclo della politica monetaria. L'economia USA procede sul sentiero che, a nostro avviso, porterà a **una recessione nel 2023**. Le **informazioni dell'ultimo mese** danno supporto alla previsione di **crescita ancora positiva almeno fino a fine 2022**, grazie alla tenuta dei consumi (se pure in rallentamento) e degli investimenti non residenziali, sostenuti anche dalla fine delle strozzature all'offerta. L'entrata nel 2023 avrà un'inerzia positiva generata dall'espansione del 4° trimestre, ma la domanda domestica dovrebbe capitolare entro la fine del 1° trimestre. Il mercato del lavoro ancora solido e il risparmio in eccesso accumulato durante la pandemia daranno supporto alla spesa delle famiglie ancora per qualche trimestre, ma sono in via di esaurimento. Il risparmio in eccesso si sta rapidamente erodendo (v. figure) e il mercato del lavoro si raffredderà con la trasmissione della restrizione monetaria. Dal 2° trimestre 2023, prevediamo una **contrazione del PIL causata da flessioni di consumi e investimenti**.

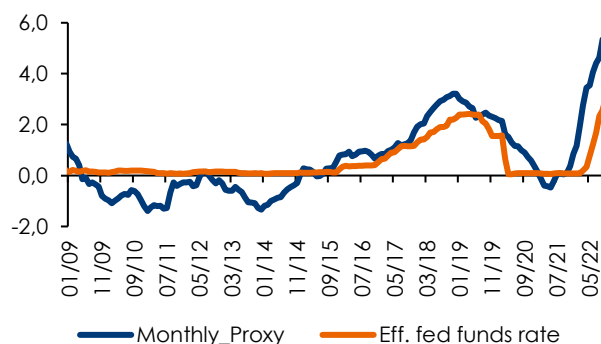
- **Il mercato del lavoro**, ultimo anello della catena di trasmissione della politica monetaria, **determinerà i tempi per la svolta di tassi**. Il picco dell'inflazione core è vicino, ma la fase disinflazionistica, con una discesa rapida attesa per metà 2023, dipende in misura crescente dal mercato del lavoro. La dinamica dei prezzi è ora su due binari, già in rallentamento per i beni, ma ancora forte per i servizi. I prezzi dei beni hanno già svoltato e quelli dei servizi abitativi saranno guidati verso il basso dalla relazione con i prezzi delle case. Una **discesa duratura e convincente dell'inflazione dipenderà dai servizi ex-abitazione, dominati dalla dinamica del costo del lavoro**. Nello scenario centrale, a nostro avviso, la restrizione monetaria dovrebbe determinare una riduzione della domanda di lavoro associata a un rialzo del tasso di disoccupazione verso il 4,8-5% e a un rallentamento della dinamica salariale compatibile con la stabilità dei prezzi nel 2024. Tuttavia, ci sono scenari alternativi di aggiustamento del mercato del lavoro più costosi: qui si giocano le previsioni per il 2023-24.

Aspettando la recessione del 2023



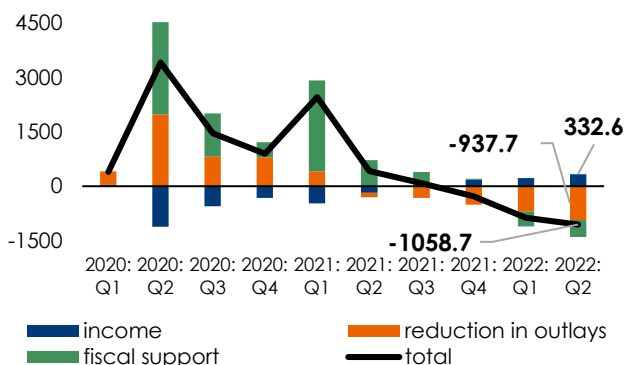
Fonte: Refinitiv Datastream

I tassi dei fed funds sottostimano la restrizione monetaria perché non includono gli effetti della forward guidance e della riduzione del bilancio



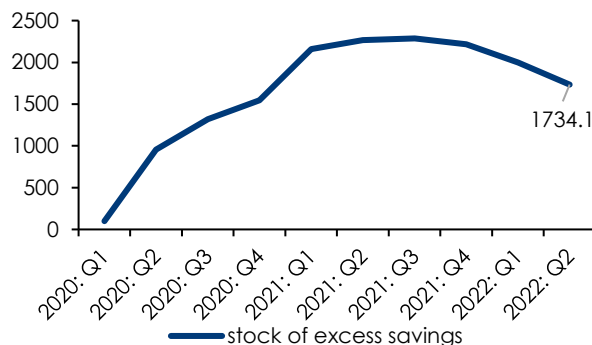
Fonte: Federal Reserve Board, San Francisco Fed

Risparmio in eccesso: l'algebra di consumi e reddito prosciuga l'ammortizzatore accumulato durante la pandemia



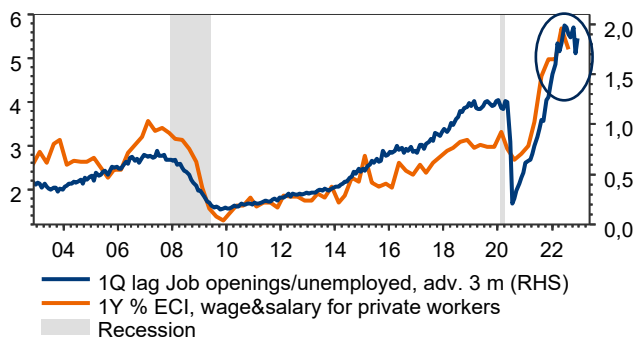
Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Federal Reserve Board

Ai ritmi del 1° semestre, lo stock di risparmio in eccesso dovrebbe esaurirsi entro inizio 2023



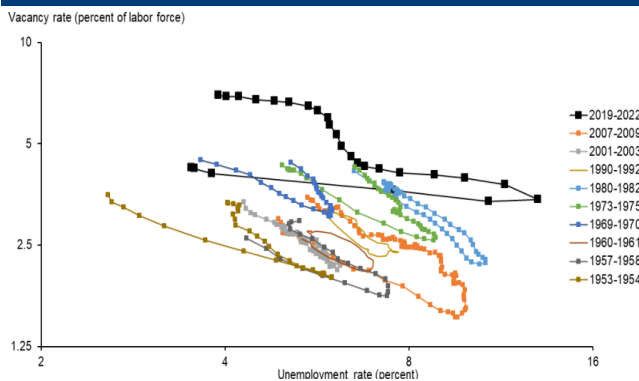
Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Federal Reserve Board.

Costo del lavoro e domanda: qui si gioca il 2023



Fonte: BLS

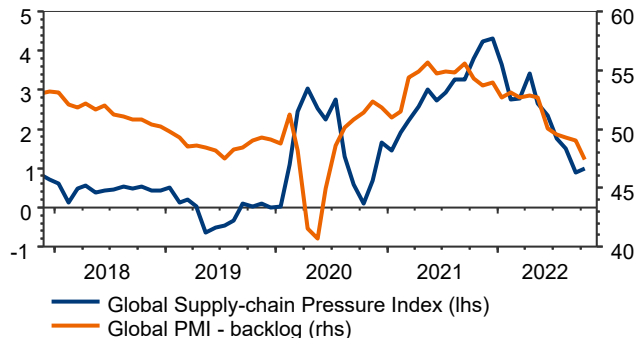
Quale curva di Beveridge nel 2023?



Fonte: Dallas Fed

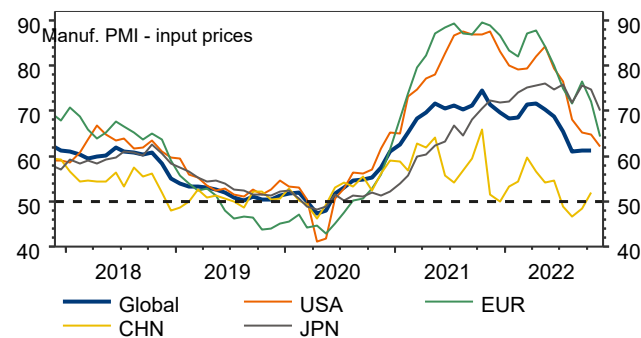
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



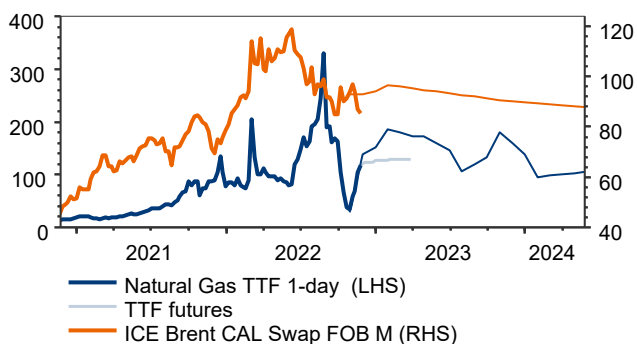
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



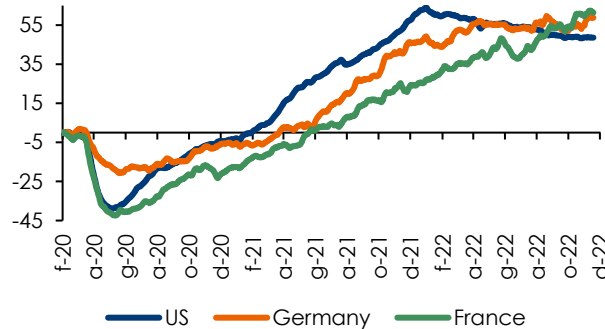
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



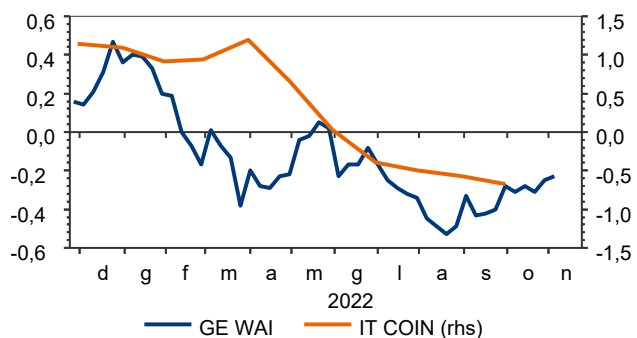
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % rispetto a febbraio 2020)



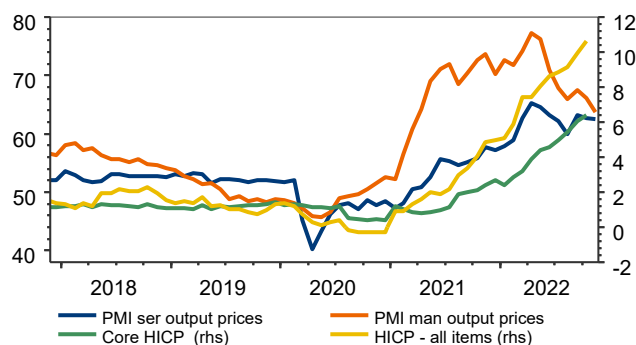
Fonte: Indeed

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

Nell'**area euro** il focus della settimana sarà sulle stime flash dei prezzi al consumo di novembre. Ci aspettiamo un contenuto rallentamento dell'inflazione in Italia e nel complesso dell'Eurozona, a fronte di un aumento in Germania e Francia. I dati sul mercato del lavoro dovrebbero registrare una stabilità del tasso di disoccupazione in area euro (a ottobre) e in Germania (a novembre), e una salita in Italia (a ottobre). Gli indici di fiducia della Commissione Europea e le stime finali dei PMI manifatturieri concluderanno la tornata di indagini congiunturali di novembre confermando il trend di generalizzato recupero di morale. In Francia ci aspettiamo che i consumi di beni siano tornati a flettere in ottobre.

Questa settimana negli **Stati Uniti** verranno pubblicati i principali dati del mercato del lavoro e ci sarà un discorso di Powell su scenario economico e mercato del lavoro. Gli occupati non agricoli a novembre dovrebbero essere ancora in aumento solido, se pure a un ritmo in via di rallentamento, e il tasso di disoccupazione è previsto stabile a 3,7%, sulla scia di una ripresa della forza lavoro in linea con quella dell'occupazione. Anche la Jobs Openings and Labor Turnover Survey di ottobre sarà sotto i riflettori, per aggiornare i trend di domanda e offerta. A ottobre, la spesa personale è prevista in rialzo sostenuto, spinta sia dai beni sia dai servizi, a fronte di una crescita più contenuta del reddito personale, con un conseguente ulteriore calo del tasso di risparmio. Il deflatore core è previsto in rialzo di 0,3% m/m, ma a novembre la dinamica mensile dovrebbe riaccelerare. Fra i dati relativi a novembre, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in ulteriore calo e l'ISM manifatturiero dovrebbe entrare in territorio marginalmente recessivo, con segnali di rallentamento della domanda, aumento delle scorte e allentamento delle strozzature all'offerta. Infine, la seconda stima del PIL del 3° trimestre è prevista in rialzo a 2,8% t/t ann.

Martedì 29 novembre

Area euro

- **Area euro.** Le indagini di fiducia della Commissione Europea di novembre potrebbero mostrare un recupero dell'indice composito **ESI** a 94 da un precedente 92,5, spiegato dal miglioramento del morale dei consumatori e, come suggerito dalle indagini nazionali, da un rimbalzo sia nell'industria (-0,2 da -1,2) che nei servizi (2,3 da 1,8). Le indagini dovrebbero comunque restare coerenti con una contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023.
- **Germania.** A novembre i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita di due decimi sull'indice nazionale e di un decimo sull'indice armonizzato UE. La tendenza annua è attesa salire al 10,8% da 10,4% precedente sulla misura nazionale, mentre effetti base sfavorevoli dovrebbero portare ad una flessione su quella armonizzata, all'11,4% dall'11,6% di ottobre. In media annua, l'inflazione armonizzata dovrebbe attestarsi intorno all'8,8% nel 2022 e intorno all'8% nel 2023, in un contesto di ampia incertezza.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a novembre è prevista a 99,5 da 102,5 di ottobre, alla luce delle informazioni delle altre indagini del mese. L'indice del Conference Board pesa maggiormente le condizioni del mercato del lavoro e darà segnali per le aspettative di occupazione delle famiglie.

Mercoledì 30 novembre

Area euro

- **Area euro.** L'**inflazione** è attesa calare a novembre, stimiamo a 10,3% dal 10,6% di ottobre; di contro, l'indice core dovrebbe crescere a 6,6% da 6,4% precedente. Nel mese, i prezzi sono visti aumentare solo dello 0,2%, comunque sopra l'usuale profilo stagionale. Una graduale moderazione della dinamica inflattiva è attesa, nel nostro scenario centrale, solo a partire

da febbraio 2023. In media annua l'inflazione rimarrà ancora elevata nel 2023: stimiamo a 7,7% dopo l'8,5% del 2022.

- **Germania.** A novembre, il tasso di **disoccupazione** dovrebbe mantenersi invariato al 5,5%. Le indagini PMI hanno mostrato un marginale miglioramento nelle intenzioni di assunzione sia nell'industria che nei servizi. In ogni caso, riteniamo che il peggioramento del ciclo possa causare un aumento moderato del tasso dei senza lavoro nei prossimi mesi.
- **Francia.** L'**inflazione** è attesa salire marginalmente in novembre, a 6,3% da 6,2% precedente sul CPI e a 7,2% a/a da 7,1% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero mostrare una crescita di 0,4% sull'indice domestico e di mezzo punto sull'IPCA. Il grado di incertezza è particolarmente elevato ma, in media annua, l'inflazione dovrebbe toccare il 6% (sull'indice armonizzato) nel 2022 e restare sopra il 5% nel 2023.
- **Italia.** L'**inflazione** potrebbe scendere a novembre, a 11% a/a da 11,8% sull'indice nazionale e a 11,7% da 12,6% sull'armonizzato. Nel mese i prezzi al consumo avrebbero registrato una contrazione di -0,2% m/m sul NIC e di un decimo sull'IPCA, per effetto del ritracciamento delle quotazioni del gas sulle bollette. Il picco, nel nostro scenario di base, potrebbe essere alle spalle, ma l'inflazione è attesa rimanere elevata in media d'anno anche nel 2023 (a 6,8% sul NIC e 7,5% sull'IPCA, nelle nostre stime).
- **Francia.** La **spesa per beni** delle famiglie, a ottobre, dovrebbe riportare un calo di -0,3% m/m, dopo l'ampio progresso del mese precedente (+1,2%), frenata da un'inflazione ancora elevata e dal contesto di ampia incertezza sullo scenario prospettico. Gli indicatori di fiducia, su livelli storicamente molto bassi, appaiono coerenti con una tendenza negativa dei consumi reali delle famiglie.
- **Francia.** La lettura finale del **PIL** dovrebbe confermare il moderato progresso di 0,2% t/t riportato dall'economia transalpina nel terzo trimestre. Ci attendiamo un'economia sostanzialmente stagnante nei due trimestri a cavallo d'anno, dunque relativamente più resiliente rispetto alla media dell'Eurozona.
- **Italia.** La **seconda lettura dei dati di contabilità nazionale** relativi al 3° trimestre dovrebbe confermare la lettura preliminare ovvero un rallentamento del PIL a 0,5% t/t e 2,6% a/a. Lo spaccato dovrebbe evidenziare che sono stati i consumi (soprattutto di servizi) ad aver trainato la domanda, in un contesto meno favorevole per gli investimenti (in particolare in costruzioni) e un apporto negativo della domanda estera.

Stati Uniti

- La seconda stima del **PIL del 3° trimestre** dovrebbe mostrare una revisione verso l'alto di due decimi, con una variazione di 2,8% t/t ann.
- La **Job Openings and Labor Turnover Survey** di ottobre sarà rilevante per valutare domanda e offerta di lavoro. I dati di settembre avevano mostrato una ripresa delle posizioni aperte dopo il calo di agosto, e stabilità delle dimissioni volontarie. Entrambe le variabili sono fra i migliori predictor della dinamica salariale, centrale in questa fase per la determinazione della politica monetaria. A settembre, il rapporto posizioni aperte/disoccupati è tornato a 1,8, ancora molto lontano dai livelli pre-pandemici vicini a 1,2.

Giovedì 1° dicembre

Area euro

- **Area euro.** Le **stime finali degli indici PMI manifatturieri** di novembre dovrebbero confermare il rimbalzo a 47,3 da 46,4 registrato dalle letture flash (su livelli comunque ancora recessivi). Il morale è tornato a salire sia in Germania che in Francia ed è possibile che anche nelle economie periferiche si sia registrata una attenuazione del tasso di contrazione dell'attività. In **Italia**, dove anche le indagini Istat hanno registrato un miglioramento del morale migliore delle attese, prevediamo un rialzo del PMI manifatturiero a 47,5 da 46,5 di ottobre.

- **Area euro.** Ad ottobre il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere rimasto invariato al 6,6%. Ci aspettiamo un moderato aumento nei prossimi mesi, ma per il momento il mercato del lavoro ha dimostrato una buona tenuta. La crescita delle assunzioni sta rallentando ma le indagini di fiducia non sono ancora coerenti con un calo degli occupati, mentre le posizioni vacanti si stanno stabilizzando su livelli elevati. In **Italia**, il tasso dei senza lavoro nello stesso mese è atteso in aumento di un decimo all'8%.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a novembre dovrebbe essere aumentata di 0,7% m/m, con incrementi solidi, anche in termini reali, sia per i beni sia per i servizi. Le vendite al dettaglio indicano una probabile variazione della spesa per beni pari a circa 1,2% m/m, e i servizi dovrebbero proseguire sul sentiero positivo. Il **reddito personale** è previsto in rialzo di 0,4% m/m, con segnali di ulteriore riduzione del **tasso di risparmio**, variabile cruciale in questa fase per valutare la resilienza dei consumi. Il risparmio, a 3,1% a ottobre, è tornato sui livelli del 2007 e il calo previsto a 2,8% a novembre lo riporterebbe sui minimi dal 2005. Il **deflatore dei consumi** core è atteso in aumento di 0,3% m/m, come il CPI, ancora frenato dai servizi finanziari, ma con indicazioni di spinte sottostanti ancora forti da sanità, abitazione e altri servizi. Le previsioni per novembre sono di riaccelerazione della dinamica mensile dell'indice core a 0,4% m/m per il deflatore e 0,5% m/m per il CPI.
- L'**ISM manifatturiero** di novembre dovrebbe correggere ancora scendendo a 49,5 da 50,2 di ottobre e confermando il trend in calo della domanda di beni, con ordini sempre in territorio recessivo, a fronte del continuo allentamento dei vincoli all'offerta e di un graduale accumulo di scorte.

Venerdì 2 dicembre

Area euro

- **Area euro.** I **prezzi alla produzione** potrebbero essere calati ad ottobre, stimiamo di -2,5% m/m da un precedente 1,6% m/m. La flessione dovrebbe essere imputabile prevalentemente alla diminuzione dei prezzi energetici a fronte di un'accelerazione per la componente alimentare e aumenti più contenuti per gli altri comparti. Rispetto ad ottobre 2021 la crescita del PPI dovrebbe decelerare intorno al 31,3% dal 41,9% registrato a settembre. Al netto delle volatili componenti alimentari ed energia, le pressioni sui prezzi a monte delle filiere industriali potrebbero aver già toccato un picco e anticipare, congiuntamente alla frenata della domanda, un rallentamento dell'inflazione dei beni core a partire dal 2023.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a novembre sono previsti in aumento di 190 mila, dopo 260 mila di ottobre. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere stabile a 3,7%, nell'ipotesi di una ripresa dell'occupazione misurata dall'indagine presso le famiglie e della forza lavoro, con la partecipazione in rialzo di 1 decimo a 62,3%. I rischi, a nostro avviso, sono di occupazione e forza lavoro più deboli con effetti incerti sui tassi di partecipazione e di disoccupazione. I **salari orari** sono previsti in rialzo di 0,3% m/m, confermando il ruolo centrale del costo del lavoro nella trasmissione dei rialzi di prezzi e per la determinazione della politica monetaria. I dati dovrebbero confermare che le variabili del mercato del lavoro sono le ultime a reagire alla restrizione monetaria e continueranno a rappresentare rischi concreti di spirale salari/prezzi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (28 novembre – 2 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	28/11	EUR	M3 dest. a/a	*	ott	6.3	%	6.2	6.1
Mar	29/11	GIA	Tasso di disoccupazione		ott	2.6	%	2.5	
		GIA	Job to applicant ratio		ott	1.3		1.4	
		GIA	Vendite al dettaglio a/a		ott	4.8 (4.5)	%	5.0	
		SPA	IPCA a/a prelim		nov	7.3	%		
		ITA	Fatturato industriale m/m		set	3.6	%		
		ITA	Fatturato industriale a/a		set	23.1	%		
		GB	Credito al consumo		ott	0.745	Mld £		
		EUR	Fiducia servizi		nov	1.8		1.4	2.3
		EUR	Indice di fiducia economica	**	nov	92.5		93.5	94
		EUR	Fiducia consumatori finale		nov	prel -23.9		-23.9	-23.9
		EUR	Fiducia industria		nov	-1.2		-0.5	-0.2
		GER	IPCA a/a prelim	*	nov	11.6	%	11.2	11.4
		GER	IPCA m/m prelim	**	nov	1.2	%	0.1	0.1
		GER	CPI (Lander) a/a prelim.	*	nov	10.4	%	10.3	10.8
		GER	CPI (Lander) m/m prelim.	**	nov	0.9	%	-0.3	0.2
		USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		set	13.1	%		
		USA	Indice dei prezzi delle case m/m		set	-0.7	%		
		USA	Fiducia consumatori (CB)	*	nov	102.5		100.3	99.5
Mer	30/11	ITA	PPI m/m		ott	2.8	%		
		ITA	PPI a/a		ott	41.8	%		
		GIA	Produzione industriale m/m prelim		ott	-1.7	%	-1.5	
		CN	PMI manifatturiero - NBS	*	nov	49.2			
		CN	PMI composito - Caixin		nov	49.0			
		CN	PMI non manifatturiero - NBS		nov	48.7			
		GER	Prezzi import a/a		ott	29.8	%	22.7	
		FRA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.2	%	0.2	0.2
		FRA	Spese per consumi m/m	**	ott	1.2	%		-0.3
		FRA	IPCA a/a prelim	*	nov	7.1	%	7.1	7.2
		GER	Tasso di disoccupazione		nov	5.5	%	5.5	5.5
		GER	Variazione n° disoccupati	*	nov	8	x1000	15	
		ITA	PIL a/a finale		T3	prel 2.6	%	2.6	2.6
		ITA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.5	%	0.5	0.5
		BEL	PIL t/t finale		T3	prel -0.1	%		-0.1
		ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	**	nov	3.4	%		-0.2
		ITA	IPCA a/a prelim	*	nov	12.6	%	11.9	11.7
		ITA	IPCA m/m prelim	**	nov	3.8	%		-0.1
		ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	*	nov	11.8	%		11.0
		EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	nov	6.4	%	6.3	6.6
		EUR	CPI a/a stima flash	**	nov	10.6	%	10.4	10.3
		USA	Nuovi occupati: stima ADP		nov	239	x1000	203	
		USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T3	prel 4.1	%		4.1
		USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T3	prel 4.5	%		4.5
		USA	PIL t/t ann. prelim		T3	2.6	%	2.8	2.8
		USA	Bilancia commerciale dei beni prelim.		ott	-92.2	Mld \$		
		USA	PMI (Chicago)	*	nov	45.2		47.3	

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

Calendario dei dati macroeconomici (28 novembre – 2 dicembre) – continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Gio	1/12	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 49.4			
		02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	nov	49.2			
	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		nov	29.9				
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	0.9	%	-0.6		
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		ott	-0.9	%			
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	nov	46.5		47.5		
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 49.1		49.1		
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 46.7		46.7		
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 47.3		47.3		
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	ott	7.9	%		8.0	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	nov	46.2				
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	ott	6.6	%	6.6	6.6	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	ott	5.1	%			
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	ott	6.2	%			
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	ott	0.5	%	0.3	0.3	
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	ott	0.6	%	0.7	0.7	
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		ott	0.4	%	0.4	0.4	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	240	x1000			
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.551	Mln			
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		nov	47.6				
16:00	USA	Spesa in costruzioni		ott	0.2	%	-0.2			
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	nov	50.2		50.0	49.5		
Ven	2/12	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ott	3.7	Mld €	5.5	
		11:00	EUR	PPI a/a		ott	41.9	%	31.2	31.3
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	nov	261	x1000	200	190
		14:30	USA	Salari orari m/m		nov	0.4	%	0.3	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	nov	3.7	%	3.8	3.7

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

Calendario degli eventi (28 novembre – 2 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	28/11	09:00	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		15:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Mar	29/11	09:10	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		13:35	GB	Discorso di Mann (BoE)
Mer	30/11	09:30	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		14:50	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		18:35	USA	Discorso di Cook (Fed)
		19:30	USA	** Discorso di Powell (Fed) su scenario economico e mercato del lavoro
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	1/12	15:25	USA	Discorso di Logan (Fed)
		15:30	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		17:45	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		21:00	USA	Discorso di Barr (Fed)
Ven	2/12	03:40	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		13:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		16:15	USA	Discorso di Evans (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Evans (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	223 (222)	x1000	225	240
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.503 (1.507)	Mln	1.517	1.551
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ott	0.3 (0.4)	%	0.4	1.0
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ott	-0.9 (-0.5)	%	0.0	0.5
Markit PMI Composito prelim.	nov	48.2			46.3
Markit PMI Manif. prelim.	nov	50.4		50.0	47.6
Markit PMI Servizi prelim.	nov	47.8		47.9	46.1
Vendite di nuove case (mln ann.)	ott	0.588 (0.603)	Mln	0.570	0.632
Fiducia famiglie (Michigan) finale	nov	54.7		55.0	56.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordini di beni durevoli** di ottobre hanno sorpreso verso l'alto, con una variazione di 1% m/m, sostenuti dal comparto trasporti. Al netto dei trasporti, gli ordini sono aumentati di 0,5% m/m. Gli ordini e le consegne di beni capitali, al netto di difesa e aerei, sono solidi (+0,7% m/m e 1,3% m/m, rispettivamente), con indicazioni ancora positive per la dinamica degli investimenti non residenziali nel 4° trimestre. In questa fase, ordini e investimenti rispondono a due forze contrastanti: da un lato l'offerta si sta liberando, con la risoluzione delle strozzature all'offerta e l'incremento delle scorte, dall'altro la domanda sta rallentando come evidente dalle indagini presso le imprese (v. sotto). A nostro avviso, **il sostegno alla spesa per investimenti derivante dall'allentamento dei vincoli all'offerta è temporaneo**: con la trasmissione degli effetti della restrizione monetaria, il lato della domanda dovrebbe diventare determinante e indebolire significativamente il sentiero della crescita.

I **PMI flash di novembre** sono stati omogeneamente deboli e danno supporto alle considerazioni fatte per gli ordini: la domanda sta vacillando. Il **PMI manifatturiero** è sceso a 47,6 da 50,4, sotto 50 per la prima volta da giugno 2020. Si rileva un miglioramento delle condizioni di offerta, ma la domanda è in netto peggioramento e gli aumenti dei prezzi stanno rallentando, mentre permane la difficoltà a reperire manodopera. Nei servizi le condizioni sono deboli, con un calo del **PMI servizi** a 46,1 da 47,8, con freni da ordini e attività. Le imprese, tuttavia, restano generalmente ottimiste per le prospettive del 2023.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 19 novembre sono aumentate a 240 mila, confermando il modesto trend in rialzo, da monitorare attentamente per aggiornare i tempi della svolta del mercato del lavoro.

La **fiducia dei consumatori**, rilevata dall'Univ. of Michigan a novembre (finale), è risalita marginalmente rispetto alla lettura preliminare, ma si mantiene in calo rispetto ai mesi precedenti e segnala debolezza delle aspettative. Le aspettative di inflazione hanno corretto a 4,9% da 5% di ottobre sull'orizzonte a 1 anno, ma sono risalite a 3% su quello a 5 anni (da 2,9% di ottobre).

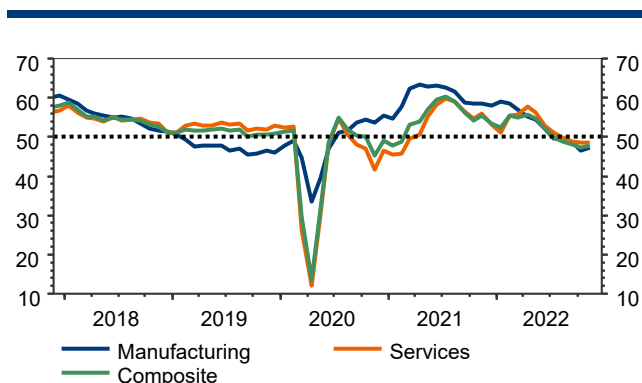
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	nov	-15.5		-16.6
EUR	Fiducia consumatori flash	nov	-27.5 (-27.6)	-26.0	-23.9
FRA	Fiducia consumatori	nov	82	83	83
GER	PPI m/m	ott	2.3	% 0.9	-4.2
GER	PPI a/a	ott	45.8	% 41.5	34.5
GER	IFO	nov	84.5 (84.3)	85.0	86.3
GER	IFO (sit. corrente)	nov	94.2 (94.1)	93.8	93.1
GER	IFO (attese)	nov	75.9 (75.6)	77.0	80.0
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T3	1.2	% 1.2	1.3
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T3	0.3	% 0.3	0.4
GER	Fiducia consumatori	dic	-41.9	-39.6	-40.2
ITA	Fiducia consumatori	nov	90.1	91.0	98.1
ITA	Indice di fiducia delle imprese	nov	100.7 (100.4)	99.6	102.5
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	ott	-5.44	Mld €	-2.04

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

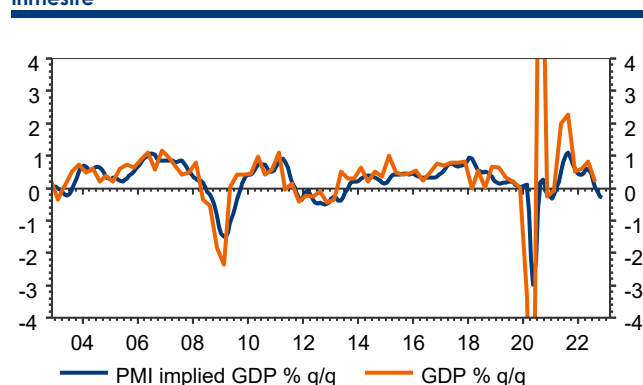
Area euro. Le stime flash degli indici **PMI** di novembre registrano un rimbalzo del morale manifatturiero (47,3 da 46,4) e una stabilizzazione nei servizi (48,6) che permettono all'indicatore composito di tornare a crescere per la prima volta in sei mesi (47,8 da 47,3). Le indagini restano comunque su livelli recessivi e coerenti con una contrazione del PIL intorno al -0,3% t/t nel 4° trimestre.

PMI di novembre ancora al di sotto della soglia d'invarianza



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

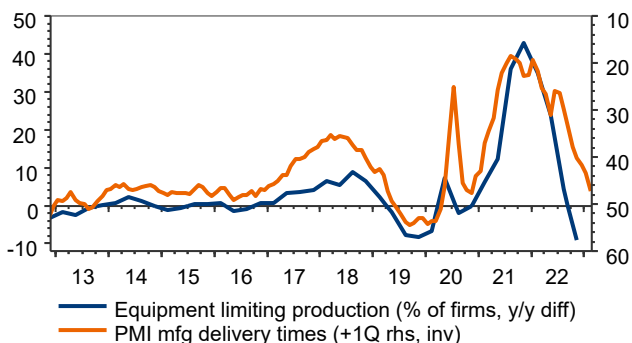
Il PMI composito è coerente con un calo del PIL di -0,3% t/t nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

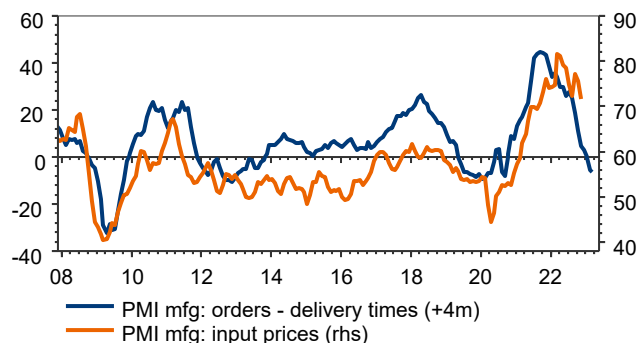
Il rimbalzo del **PMI manifatturiero**, seppur migliore delle attese, non è particolarmente incoraggiante in quanto conferma comunque un quadro di marcata contrazione dell'attività nel settore. Tutte le componenti dell'indagine rimangono al di sotto della soglia d'invarianza in un contesto di riduzione degli ordini e calo della produzione. La frenata della domanda si riflette anche in un attenuamento delle strozzature all'offerta: prosegue la normalizzazione dei tempi di consegna (l'indice relativo è tornato al di sopra della media di lungo periodo) mentre rallenta la crescita dei prezzi pagati (al ritmo più "lento" da dicembre 2020) e ricevuti.

Il calo della domanda si riflette in un attenuamento delle strozzature all'offerta...



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global, EU Commission DG Ecofin

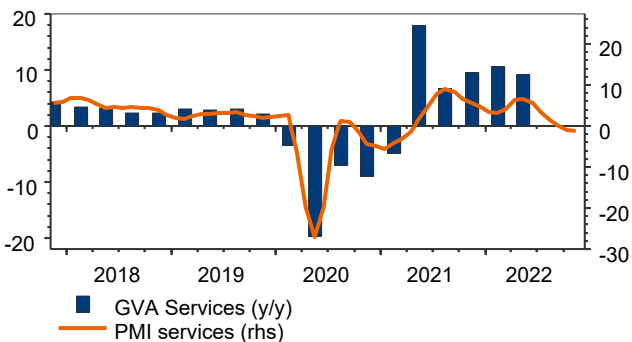
...e in un rallentamento dei prezzi degli input



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

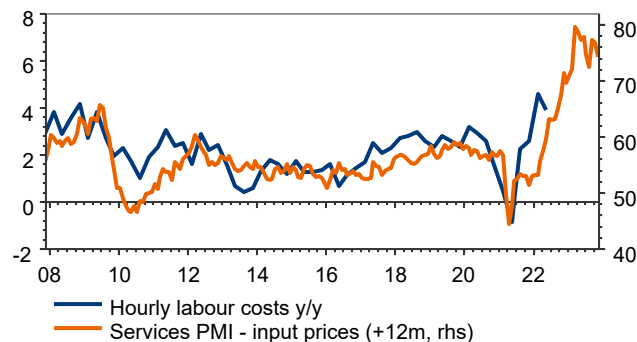
La stabilizzazione dell'indice relativo ai **servizi** è spiegata da un miglioramento dell'attività nell'economie periferiche e verosimilmente imputabile al completamento di ordini arretrati che erano tornati a crescere marginalmente nel mese precedente. Il flusso di nuove commesse continua invece a contrarsi e non sorprende che i settori che evidenziano la maggiore debolezza siano immobiliare, turismo, trasporti e attività ricreative. Anche nei servizi rallenta la crescita dei prezzi pagati che rimane però su ritmi storicamente elevati e superiori a quelli registrati nella manifattura, possibile segnale di rafforzamento delle pressioni salariali. Le indicazioni sui prezzi, pagati e ricevuti, sia nell'industria che nei servizi, sembrano suggerire che un picco per l'inflazione potrebbe essere toccato nei prossimi mesi.

Dopo aver trainato la ripresa nei trimestri precedenti anche i servizi freneranno la crescita del PIL tra l'autunno e l'inverno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

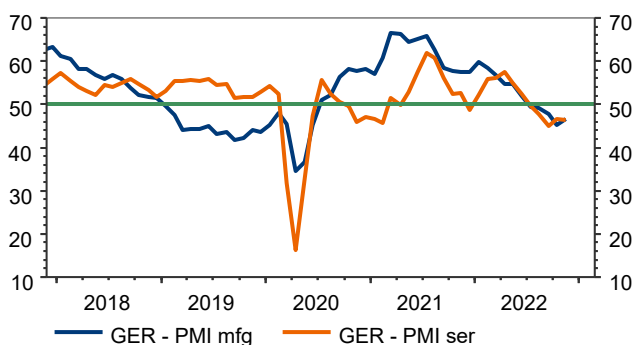
L'indice relativo ai prezzi pagati nei servizi è coerente con un irrobustimento delle pressioni salariali



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB, S&P Global

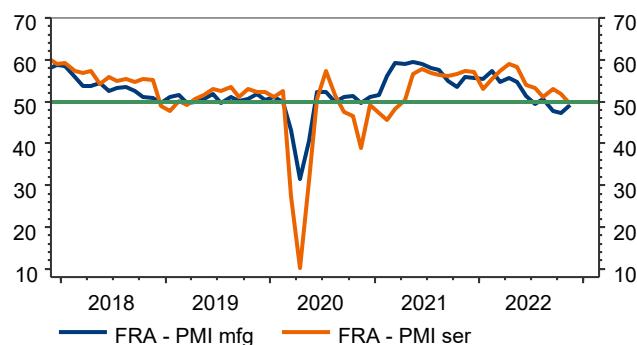
In Francia il PMI composito è tornato al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da febbraio 2021 (48,8 da 50,2 di ottobre) mentre in Germania è tornato a salire dopo due flessioni consecutive, rimanendo comunque su livelli ampiamente recessivi (46,4 da 45,1). In entrambi i paesi si registra un rimbalzo degli indici manifatturieri su livelli che restano però storicamente depressi mentre nei servizi si stabilizza il morale tedesco e scende in territorio di contrazione quello francese. In sintesi, le letture di novembre non alterano il quadro di debolezza per l'economia tedesca mentre segnalano che anche la Francia, che negli ultimi mesi aveva mostrato una maggiore tenuta, non è immune dalla frenata del ciclo attesa tra l'autunno e l'inverno.

Germania: torna a salire il PMI manifatturiero e si stabilizza nei servizi ma entrambi gli indici restano su livelli recessivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

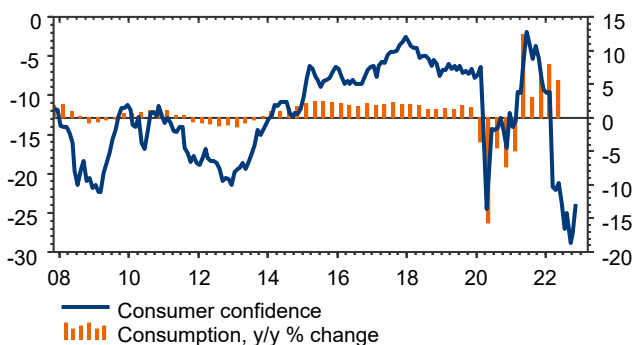
Francia: rimbalza il PMI manifatturiero, PMI servizi in calo più del previsto



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

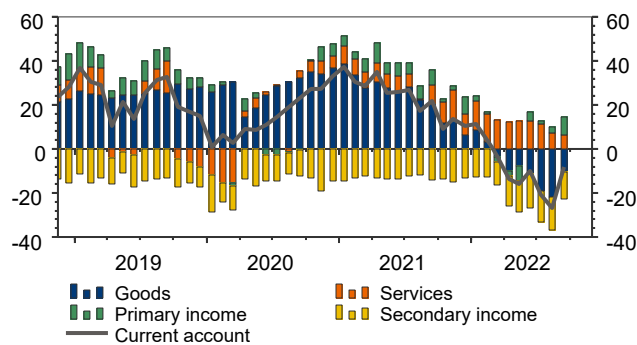
Area euro. L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di novembre è salito più del previsto a -23,9 da un precedente -27,5 riportandosi sui livelli dello scorso giugno. Il morale potrebbe aver beneficiato sia del calo dei prezzi energetici e del ridimensionamento del rischio di un razionamento forzato dei consumi di gas. Tuttavia, l'indice rimane ben al di sotto della media di lungo periodo e ancora coerente con una contrazione dei consumi privati a fine 2022.

In risalita più del previsto la fiducia dei consumatori a novembre ma su livelli ancora coerenti con una contrazione dei consumi



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, Eurostat

Il restringimento del deficit di partite correnti di settembre è spiegato prevalentemente dal dimezzamento del deficit di beni



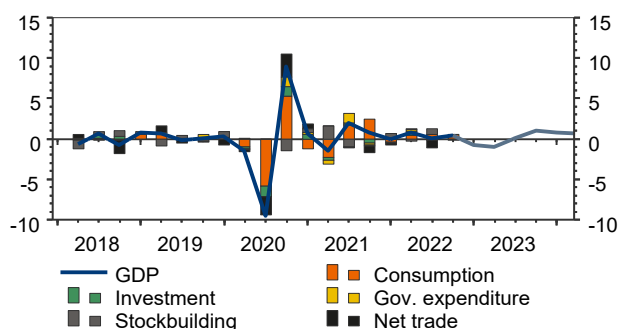
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Area euro. A settembre il disavanzo di **partite correnti** ha registrato un moderato restringimento a -8 miliardi di euro da -27 miliardi di agosto, spiegato prevalentemente dal dimezzamento del deficit nell'interscambio di beni (-11 miliardi da -22 miliardi). Circa stabile, invece, il surplus nei servizi (6 miliardi da 7 agosto). Dal lato finanziario si registra un leggero ampliamento dell'avanzo nei redditi primari (a 9 miliardi da 3 miliardi) e una contenuta restrizione del disavanzo per i redditi secondari (a -12 miliardi da -15 miliardi).

Germania. La seconda stima ha rivisto al rialzo di un decimo la variazione congiunturale del **PII** del 3° trimestre, a 0,4% t/t e 1,3% a/a (destagionalizzato). Dal lato della **domanda finale**, i consumi privati hanno registrato una marcata crescita di +1% t/t a fronte di una stagnazione dei consumi pubblici; gli investimenti privati sono poco variati (+0,4% t/t), per effetto di un calo della spesa in costruzioni (-1,4% t/t per il secondo trimestre di fila) e di un aumento degli investimenti in macchinari e attrezzature (+2,7% t/t). Sia l'export (+2% t/t) che l'import (+2,4% t/t) hanno registrato una crescita nel trimestre. Lo spaccato mostra un contributo positivo della domanda interna (+0,6%), cui si contrappone un contributo negativo di -0,1% sia del commercio estero che delle scorte. Dal lato della **produzione**, il valore aggiunto è salito di 1,4% t/t: l'aumento nei servizi

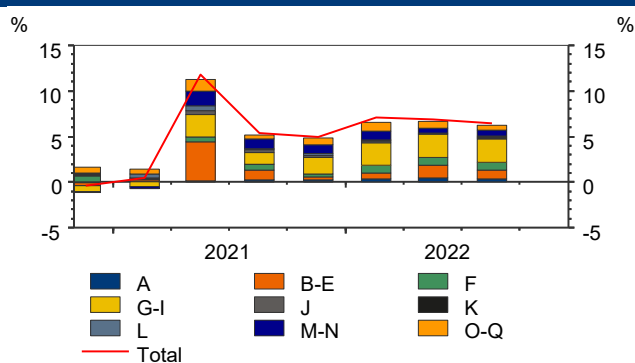
e nell'industria (+0,6% t/t) ha più che compensato il calo nelle costruzioni (-4,2% t/t). DeStatis segnala, inoltre, che le **ore lavorate** sono in aumento del 2,2% rispetto allo stesso periodo del 2021, mentre l'occupazione è più alta dell'1,1% a/a, pari a 490 mila unità. Il **reddito disponibile e i consumi delle famiglie** (a prezzi correnti) sono più alti di 8,6% a/a e 9,4% a/a rispettivamente; la diversa velocità tra reddito e consumi si riflette in un calo della propensione media al risparmio. Inoltre, le retribuzioni medie lorde hanno registrato un aumento del 3,7% su base annua (stima preliminare). 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 -0,5% in media d'anno nel 2023.

Germania: PIL e contributi dal lato della domanda



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati DeStatis

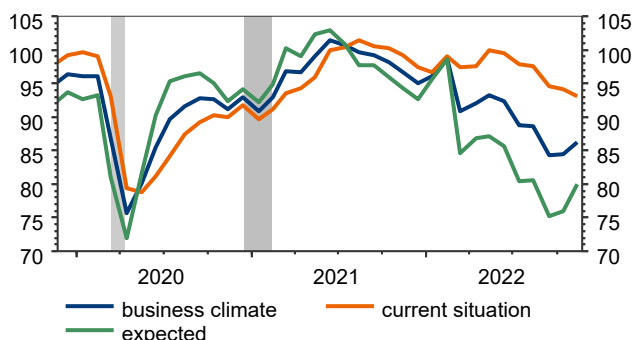
Germania: andamento del valore aggiunto per settore (var. % a/a)



Nota: A=primario, B-E: industria, F: costruzioni, G-I: commercio, logistica, ristorazione e alloggio; J: informazione e comunicazione; K: servizi finanziari; L: servizi immobiliari; M-N: servizi professionali, amministrativi e di supporto; O-Q: servizi pubblici, istruzione, sanità. Fonte: DeStatis

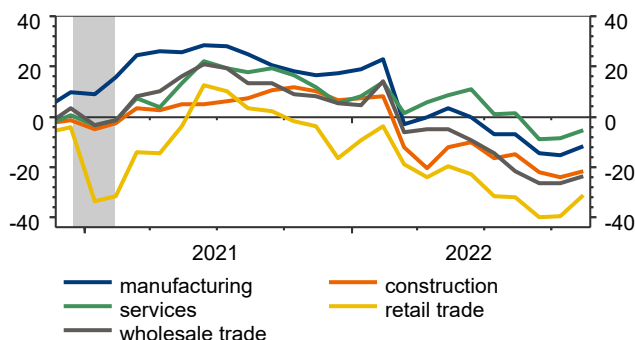
Germania. L'indice IFO è salito a 86,3 a novembre da un precedente 84,5 superando le stime di consenso (85,0). L'aumento è spiegato da aspettative meno negative per i prossimi sei mesi (+4,1 punti, a 80). Tuttavia, continua a peggiorare il giudizio sulla situazione corrente che, assestandosi su di un livello (93,1) più basso di ottobre (94,2), tocca nuovi minimi dal febbraio 2021. Il rimbalzo di questo mese pare imputabile a un ritracciamento del prezzo del gas. In ogni caso, sia l'indice sintetico che gli indicatori su situazione corrente e attese sono ben al di sotto della media di lungo termine e continuano a segnalare una recessione dell'economia tedesca più profonda che nel resto dell'Eurozona. La fiducia nel manifatturiero è salita a -11,7 da un precedente -15,4, ma rimane ancora su livelli storicamente depressi; d'altro canto, continua il calo dei nuovi ordinativi e cresce ancora l'incertezza nei settori energivori. È migliorato il morale nel commercio all'ingrosso (-23,5 da -26,4) e nel commercio al dettaglio (-31,4 da -39,7), ma un'azienda su due è ancora pessimista riguardo ai prossimi sei mesi. Il clima è più disteso anche nei servizi (a -5,4 da -8,5), nonostante il calo sulla situazione corrente. Nelle costruzioni il morale è migliore rispetto a un mese fa (-21,6 da -24) e decisamente più depresso che a febbraio (8,2). In sintesi, l'indice IFO rimane ben al di sotto della media degli ultimi 6 mesi e continua a segnalare una fase di ampia debolezza dell'economia tedesca. Ci attendiamo una contrazione del PIL di -0,8% nel 4° trimestre e un calo pressoché simile nei mesi invernali, sia pur con rischi verso il basso in diminuzione rispetto al mese scorso. Per ora, **stimiamo una crescita del PIL all'1,7% in media annua nel 2022 e una contrazione intorno al -0,5% nel 2023.** Ad ogni modo, il nostro scenario per il 2023 rimane più ottimistico delle attese di consenso, che vedono una contrazione del PIL vicina a -1% il prossimo anno.

L'IFO cresce in novembre grazie al miglioramento delle aspettative



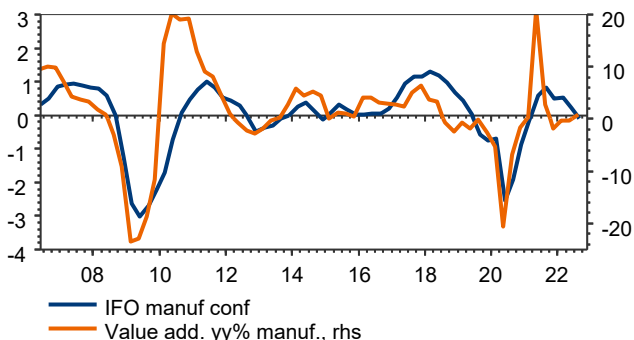
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

Il recupero del morale è diffuso a tutti i settori



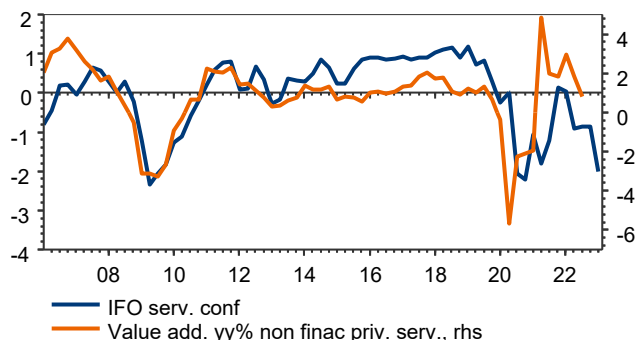
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

La debolezza manifatturiera non si invertirà a breve



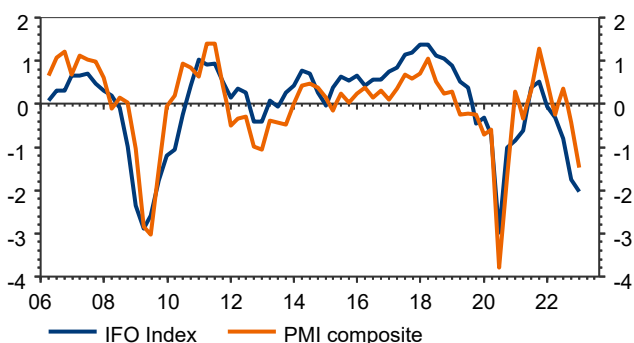
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

Nei servizi la fiducia è al di sotto della media di lungo periodo



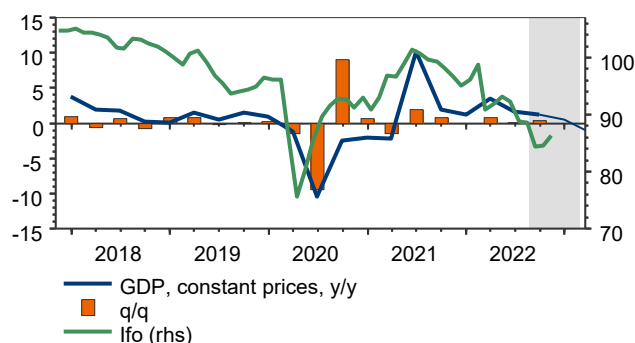
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

IFO e PMI continuano a segnalare rischi al ribasso per la crescita nel 4° trimestre



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

Le indagini anticipano un ciclo ancora molto debole nei prossimi trimestri

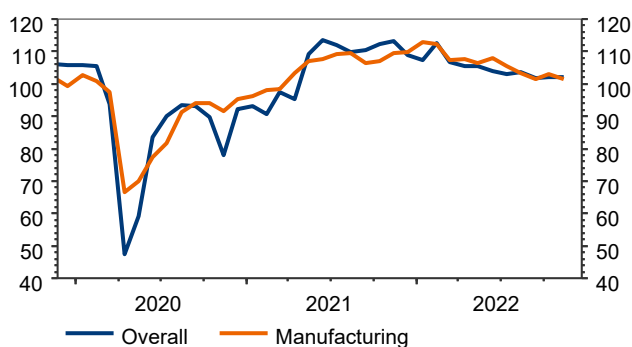


Fonte: IFO Institute, Destatis, previsioni Intesa Sanpaolo

Francia. L'indice INSEE di **fiducia delle imprese manifatturiere** è tornato a calare a novembre, a 101 da 103 di ottobre, circa in linea con la media di lungo periodo. Il dato riflette, in particolare, le indicazioni negative delle imprese circa la produzione passata (da 6 a 1, sotto la media di lungo termine) e il portafoglio ordini, sia dall'estero (da -8 a -10) che totali (a -15 da -12). Il saldo relativo alle scorte sale a 28 da 20, sui livelli più elevati dal 2008. Il grado di incertezza economica riferito dalle imprese è rimasto stabile (su livelli storicamente molto elevati). Il calo della fiducia

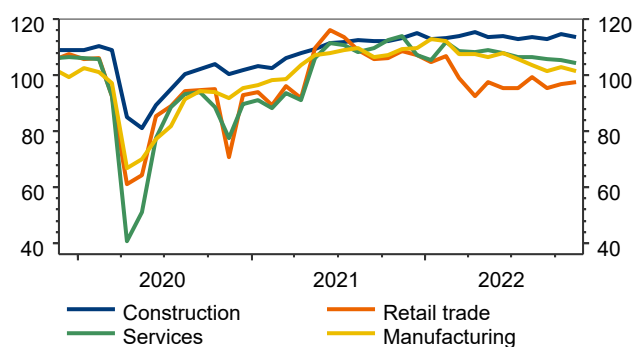
ha interessato trasversalmente pressoché tutti i settori produttivi (non solo quelli maggiormente energivori): macchinari (da 113 a 110), elettronica (da 119 a 108) e mezzi di trasporto (da 105 a 104). L'indice composito di fiducia delle imprese è risultato stabile per il terzo mese consecutivo a 102. In sintesi, l'indagine INSEE di novembre conferma come lo shock energetico non cessi di avere impatto sul settore industriale. Anche i servizi e le costruzioni mostrano però un rallentamento, che potrebbe accentuarsi nei prossimi mesi. Nei due trimestri a cavallo d'anno ci attendiamo una contrazione del PIL francese, sia pur di entità verosimilmente inferiore a quella della media dell'Eurozona (-0,1% t/t e -0,2% t/t rispettivamente); una ripresa moderata è attesa nella seconda parte dell'anno.

Il morale tra le imprese si porta ai livelli più bassi da circa 20 mesi...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

...a fronte di un peggioramento del morale, in quasi tutti i settori produttivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

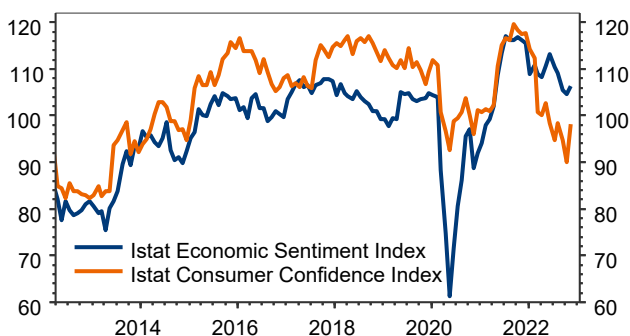
Francia. A novembre, la **fiducia dei consumatori** ha riportato il quarto progresso mensile consecutivo, a 83 (in linea con il consenso), da 82 di ottobre. L'indagine mostra un miglioramento circa situazione finanziaria personale, capacità di risparmio e attese di inflazione (ma accelera ancora l'inflazione corrente, ai massimi dal 2008). Crescono ancora i timori di disoccupazione, ai massimi da maggio 2021.

Italia. La **fiducia delle famiglie e delle imprese ha mostrato un recupero (più accentuato rispetto alle attese) a novembre. Il morale dei consumatori è salito più del previsto, a 98,1 da 90,1 di ottobre (che rappresentava un minimo da maggio 2013). La ripresa è guidata dal clima economico nazionale (più che dalla situazione personale degli intervistati) e dalle aspettative per il futuro (salite ai massimi dallo scoppio della guerra in Ucraina, cioè dallo scorso febbraio), che recuperano assai più delle valutazioni sulle condizioni correnti. La situazione finanziaria delle famiglie, sia attuale che attesa, è migliorata, così come le possibilità sia correnti che attese di risparmio. Inoltre, forse più sorprendentemente, i timori di disoccupazione sono diminuiti in modo significativo, passando da 81,2 a 51,1 (il valore più basso dallo scorso febbraio). L'inflazione corrente ha raggiunto un nuovo record storico (a 139,3 dal precedente 138,7), ma l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è crollata da 55,2 a 15,7, un nuovo minimo dall'agosto dello scorso anno.**

Anche l'indice composito Istat del clima di fiducia delle imprese ha fatto segnare un recupero a novembre (dopo essere calato in ciascuno dei quattro mesi precedenti), portandosi a 106,4 da un precedente 104,7 (rivisto da 104,5). Il rimbalzo è diffuso a tutti i principali macrosettori con la sola eccezione delle costruzioni, dove il morale è sceso per il secondo mese a 151,9 da 157,5 precedente, rimanendo assai elevato in prospettiva storica ma mostrando ormai una chiara tendenza al ribasso dopo il picco toccato a 164,4 lo scorso luglio. Il recupero nel settore dei servizi è guidato dalle aspettative sugli ordini, e nel commercio al dettaglio dalle attese sulle vendite.

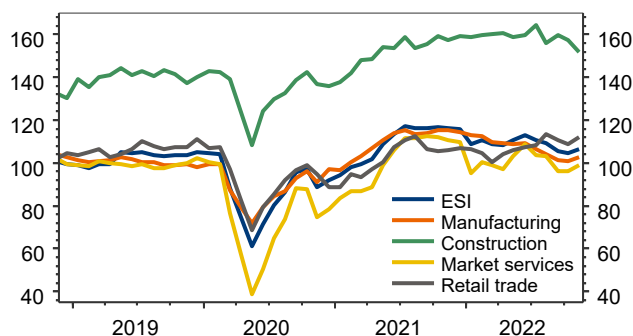
Anche nel settore manifatturiero la fiducia delle imprese ha mostrato un rimbalzo (superiore alle attese) dopo il calo dei quattro mesi precedenti, a 102,5 dopo il 100,7 (rivisto lievemente al rialzo) di ottobre. Il recupero è dovuto alle aspettative sugli ordini e sulla produzione (entrambi tornati a un saldo positivo dopo essere scesi in territorio negativo nei due mesi precedenti), mentre le valutazioni correnti su ordinativi e output sono entrambe peggiorate (ai minimi da un anno e mezzo). Le attese su economia e occupazione sono migliorate per il secondo mese di fila, dopo essere calate in misura significativa da luglio a settembre. Le aspettative sui prezzi di vendita sono diminuite moderatamente per il secondo mese, passando da 42,3 a 34,5 (il livello più basso dal settembre dello scorso anno). Le scorte di magazzino sono aumentate ulteriormente a 4,3, il valore più alto da agosto 2020.

La fiducia delle imprese e dei consumatori è in ripresa dai minimi a novembre



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il sentiment delle aziende è diminuito solo nel settore delle costruzioni (dove rimane molto alto in prospettiva storica)

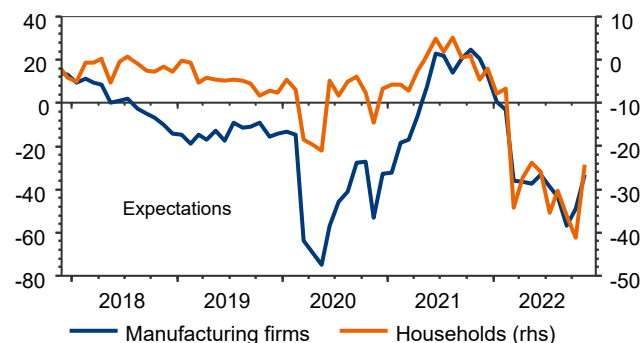


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In sintesi, le indagini di novembre, in Italia come in altri Paesi dell'Eurozona, hanno mostrato **aspettative meno pessimistiche sull'economia e sull'inflazione, sia dal lato delle famiglie che da quello delle imprese. Ciò è dovuto principalmente al calo dei prezzi del gas** registrato nelle ultime settimane rispetto ai picchi toccati lo scorso agosto, e ai minori rischi di razionamento "forzato" dei consumi energetici nei prossimi mesi. **Nel settore manifatturiero, il miglioramento è dovuto anche alle minori "strozzature" sulle catene del valore e sul sistema dei trasporti mondiale**, che stanno riducendo i problemi di approvvigionamento delle imprese e favorendo la ricostituzione delle scorte di magazzino. Questo effetto tuttavia potrebbe essere transitorio, in quanto la debolezza della domanda, sia domestica che dall'estero, potrebbe diventare più rilevante dei limiti all'offerta nel frenare l'attività industriale nei mesi a venire.

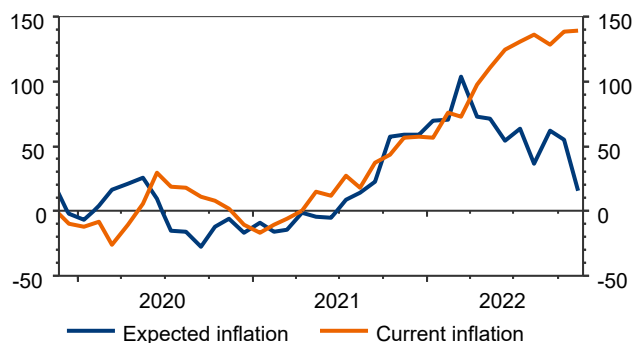
In prospettiva, **la recente evoluzione della crisi energetica e delle indagini di fiducia suggerisce minori rischi sull'attività economica nel breve termine (con orizzonte di 3-6 mesi)**: continuiamo a ritenere probabile una flessione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023, ma la contrazione potrebbe essere più lieve di quanto previsto in precedenza. Tuttavia, i rischi potrebbero essere rimandati all'anno prossimo, quando la crisi energetica potrebbe mostrare una recrudescenza in relazione alla necessità di ricostituire gli stoccaggi di gas nei mesi centrali dell'anno. In ogni caso, **vediamo ora meno rischi al ribasso sulla nostra previsione (già superiore al consenso) di crescita del PIL italiano dello 0,6% nel 2023.**

Le aspettative sull'economia stanno diventando meno pessimistiche sia per le famiglie che per le imprese



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indagine sui consumatori mostra che l'inflazione corrente rimane su livelli record, ma l'inflazione attesa sta rallentando in misura significativa



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

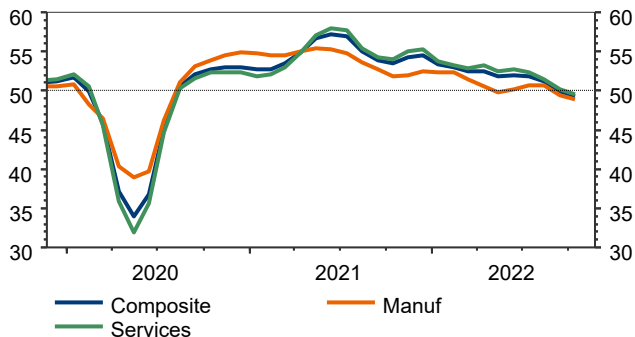
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	nov	3.65	%	3.65
Tasso prime rate a 5 anni	nov	4.30	%	4.30

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

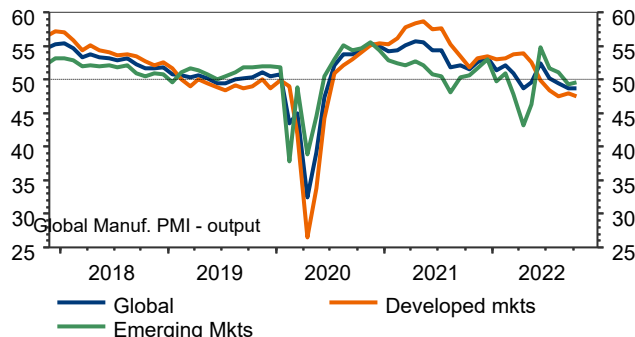
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



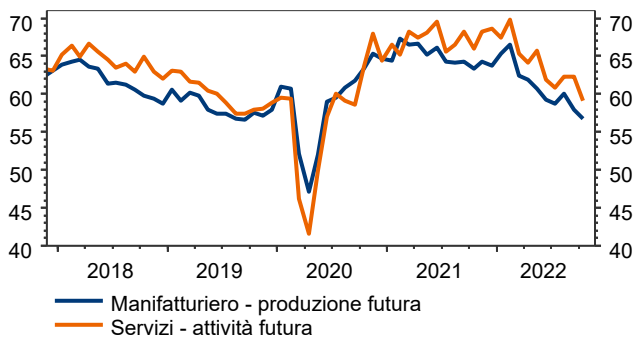
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



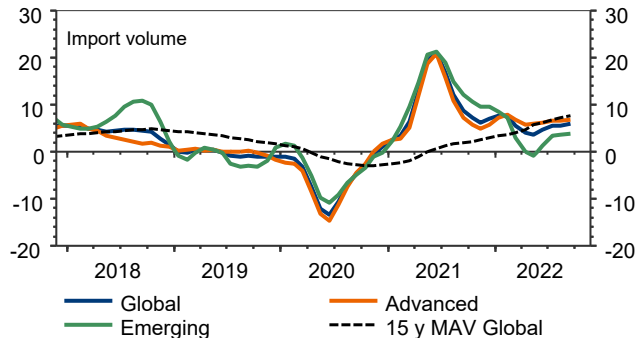
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



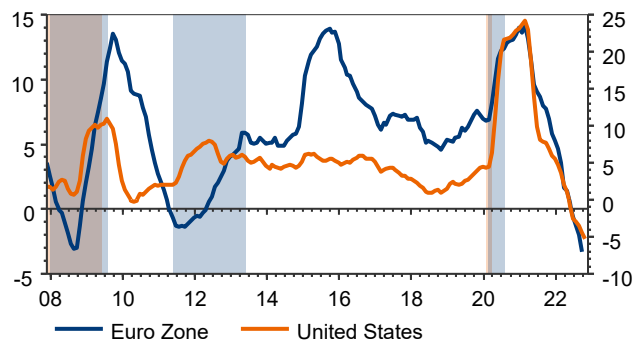
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



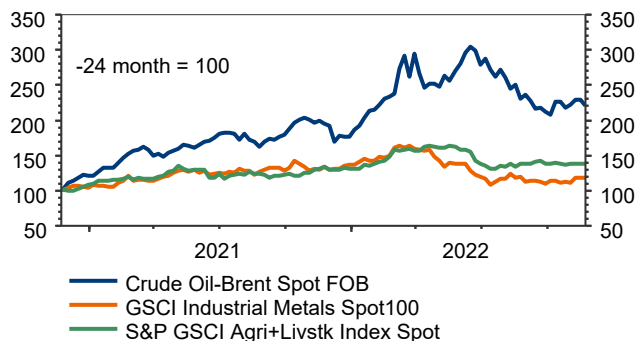
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

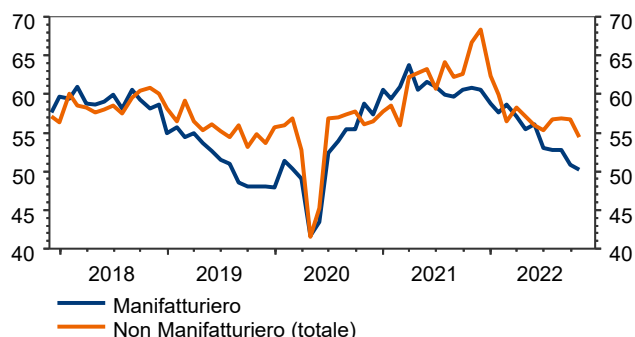
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

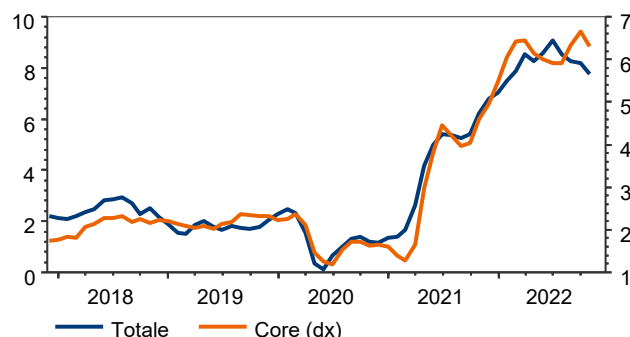
Stati Uniti

Indagini ISM



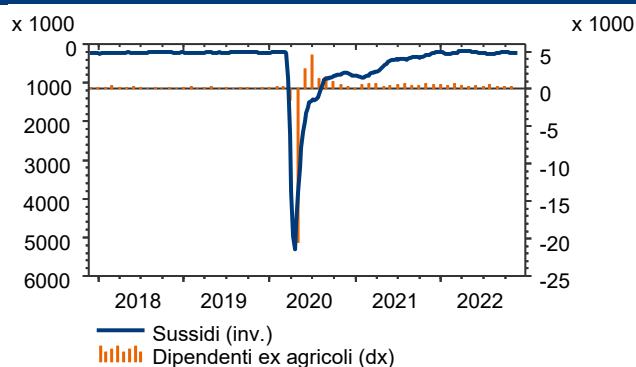
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



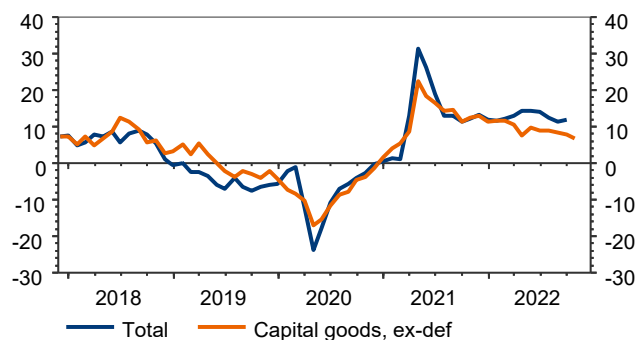
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

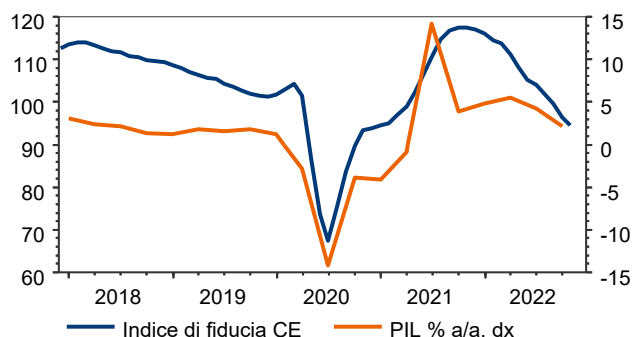
Previsioni

	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	4.5	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

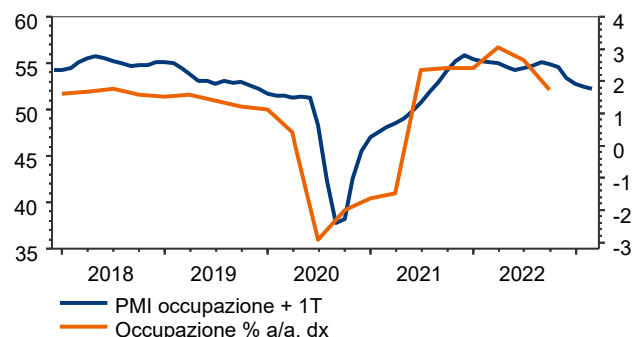
Area euro

PIL



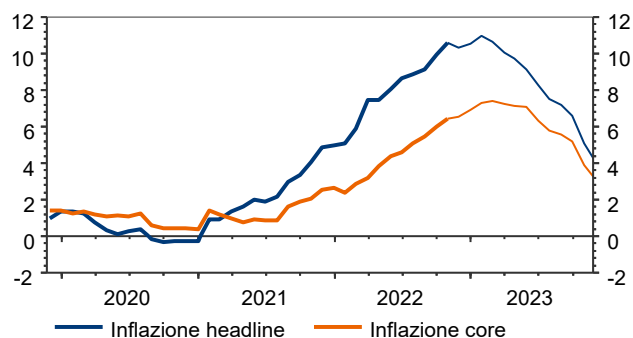
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	10.6
marzo	1.3	7.4	10.1
aprile	1.6	7.4	9.7
maggio	2.0	8.1	9.1
giugno	1.9	8.6	8.3
luglio	2.2	8.9	7.5
agosto	3.0	9.1	7.2
settembre	3.4	9.9	6.6
ottobre	4.1	10.6	5.1
novembre	4.9	10.3	4.1
dicembre	5.0	10.5	3.9

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.3	0.1	3.9	4.8	5.5
- t/t				2.3	0.5	0.6
Consumi privati	3.7	3.8	-0.3	4.7	-0.2	-0.1
Investimenti fissi	3.7	2.6	0.5	-0.7	3.4	-0.8
Consumi pubblici	4.3	1.9	1.3	-0.2	0.7	0.2
Esportazioni	10.5	7.1	1.0	2.2	2.6	1.5
Importazioni	8.3	7.5	2.7	2.3	4.7	-0.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.2	0.6	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	7.7	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.7	-0.6	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

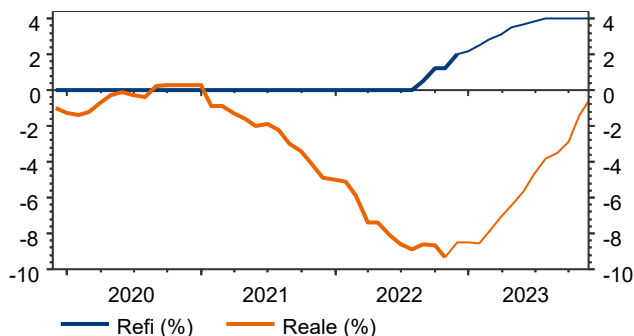
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	24/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	1.25	2.00	2.50	3.00	3.00	3.25
Euribor 1m	-0.53	-0.51	0.68	1.48	1.83	2.43	2.56	2.67
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	1.92	2.16	2.57	2.65	2.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

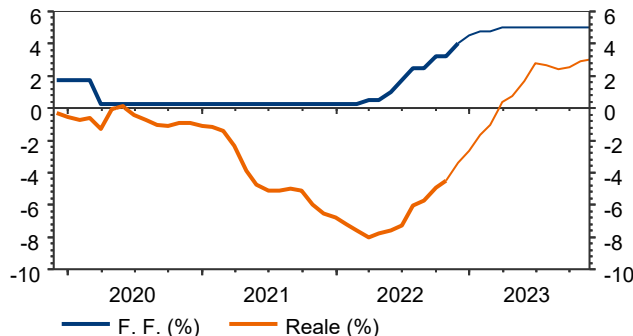


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	24/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	4.00	4.50	5.00	5.00	5.00
OIS 3m	0.72	2.18	3.66	4.41	4.84	5.41	5.46	5.47

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

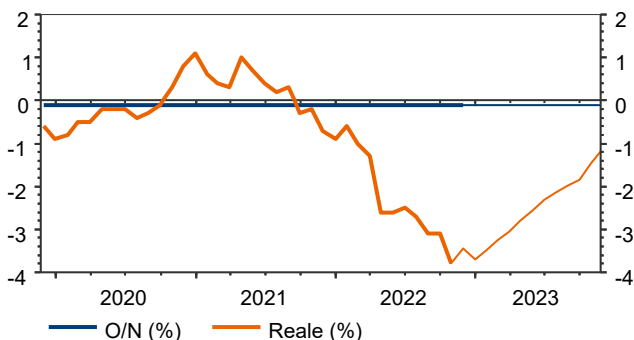


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	24/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	0.00	-0.03	-0.04	-0.05	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

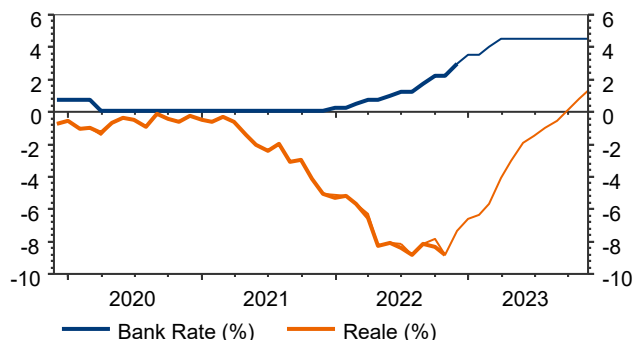


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	24/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	3.00	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	3.60	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	25/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.12	1.07	1.00	0.99	1.0416	0.95	0.97	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	104	115	127	137	148	139.24	150	145	140	134	128
GBP/USD	1.34	1.33	1.25	1.18	1.15	1.2111	1.10	1.12	1.14	1.20	1.24
EUR/CHF	1.08	1.05	1.03	0.96	0.99	0.9823	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	124	129	135	136	147	145.04	143	141	140	140	141
EUR/GBP	0.89	0.84	0.85	0.84	0.87	0.8598	0.87	0.87	0.88	0.88	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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Lorenzo Biagioli
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com