INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

Il punto

Fed: i tempi sono maturi per il *tapering*. La **riunione del FOMC** del 21-22 settembre sarà uno spartiacque per la politica monetaria della Fed. Il Comitato dovrebbe aprire ufficialmente la discussione sulla riduzione degli acquisti di titoli, senza però dare indicazioni operative su modi e tempi del *tapering*. La svolta per il programma di acquisti dovrebbe, a nostro avviso, essere annunciata nei dettagli a novembre, con un inizio previsto per dicembre. La conferenza stampa di Powell dovrebbe sottolineare la netta differenza fra le condizioni per il *tapering* e quelle per la svolta sui tassi: per quest'ultima, i tempi sono ancora molto lunghi e non collegati direttamente al programma di acquisti.

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** sarà incentrata sulla tornata di indagini di fiducia di settembre (saranno diffusi l'Ifo tedesco, l'Insee francese, gli indici Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona e la fiducia dei consumatori della Commissione Europea), che dovrebbero mostrare una correzione generalizzata del morale di famiglie e imprese. Le indagini segnalano una decelerazione della crescita, soprattutto nel manifatturiero, colpito dai colli di bottiglia dal lato dell'offerta. La seconda lettura dei dai sul PIL spagnolo e olandese per il 2° trimestre dovrebbe confermare le stime preliminari.

La settimana negli **Stati Uniti** sarà dominata dalla riunione del FOMC, che dovrebbe aprire la discussione sul *tapering* e aggiornare le proiezioni economiche, estendendole al 2024. La previsione è che il Comitato prepari un avvio della riduzione degli acquisti entro fine anno. Fra i dati in uscita, il focus sarà sugli indici PMI di settembre, che dovrebbero registrare segnali sempre espansivi, ma anche freni legati all'impatto degli uragani, dei vincoli di offerta nel manifatturiero e della variante Delta nei servizi. I sussidi di disoccupazione saranno anche da monitorare, per valutare l'effetto della fine dei programmi federali. Fra i dati di agosto, le informazioni riguarderanno il settore immobiliare residenziale con le vendite di case nuove ed esistenti, che dovrebbero mantenersi all'interno degli intervalli recenti ed essere sempre frenate da scarsità di offerta. I nuovi cantieri dovrebbero essere in modesto rialzo.

17 settembre 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Il punto

Fed: i tempi sono maturi per il *tapering*. La **riunione del FOMC** del 21-22 settembre sarà uno spartiacque per la politica monetaria della Fed. Il Comitato dovrebbe aprire ufficialmente la discussione sulla riduzione degli acquisti di titoli, senza però dare indicazioni operative su modi e tempi del *tapering*. La svolta per il programma di acquisti dovrebbe, a nostro avviso, essere annunciata nei dettagli a novembre, con un inizio previsto per dicembre. La conferenza stampa di Powell dovrebbe sottolineare la netta differenza fra le condizioni per il *tapering* e quelle per la svolta sui tassi: per quest'ultima, i tempi sono ancora molto lontani e non collegati direttamente al programma di acquisti.

***'It could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year.'* (J. Powell, 27.08.2021)**

- La Fed è stata la prima Banca centrale ad avviare un massiccio programma di acquisto di titoli per contrastare gli effetti economici della pandemia, ma sarà fra le ultime ad annunciare una svolta del QE-2020. Infatti, la BoE, la BoC, la RBA e la BCE hanno già annunciato e/o iniziato il *tapering*. La riunione del FOMC di settembre dovrebbe aprire ufficialmente la discussione riguardo alla svolta sugli acquisti, senza però dare luogo ad annunci precisi. A nostro avviso, i verbali in uscita a metà ottobre dovrebbero dare indicazioni sulle linee guida delle modifiche al programma di acquisti (attualmente 120 mld al mese), in attesa di **un annuncio formale con i dettagli alla riunione di novembre e una probabile attuazione a partire da dicembre**.
- I tempi della prima svolta della politica monetaria sono maturi, con la ripresa saldamente sostenuta da una **solida crescita della domanda** di beni e servizi e di lavoro. La volatilità dei dati (*in primis,* quelli del mercato del lavoro) non deve distogliere lo sguardo dai trend in atto da inizio anno. **Due fattori di rischio per il ritmo dell'espansione**, eccesso di domanda e variante Delta, **non dovrebbero ostacolare** questi trend e quindi neppure **l'avvio del *tapering***.
- Il primo fattore di possibile rallentamento della crescita, più fondamentale, riguarda la **scarsità di offerta** di beni e di lavoro e ha riflessi anche sull'inflazione. La crescita, con l'output gap ormai chiuso, è frenata da strozzature all'offerta, che per ora non danno segni di significativo miglioramento. Anche i timori di **frenata del mercato del lavoro,** seguiti al rallentamento della dinamica occupazionale di agosto, vanno ascritti nel capitolo della carenza di offerta e solo in parte all'impatto della variante Delta. Il fatto che la dinamica del PIL e dell'occupazione sia rallentata da un eccesso di domanda è, anzi, un elemento a favore del *tapering*. Lo stimolo monetario, quando funziona, mira a spingere la domanda e attualmente sarebbe controproducente provare a portare la crescita ulteriormente al di sopra del potenziale.
- I possibili effetti restrittivi della **variante Delta** a nostro avviso non dovrebbero essere tali da scalfire in modo significativo l'andamento della ripresa. L'aumento dei contagi è concentrato negli Stati con percentuali particolarmente basse di popolazione vaccinata e/o con divieti di imposizione di utilizzo di DPI (in particolare nel Sud e in alcune aree del Midwest). Per ora gli indicatori di mobilità, di utilizzo di servizi ricreativi e della ristorazione non segnalano una riduzione significativa dei livelli di attività. Le dimensioni su cui le autorità possono agire per contrastare la pandemia sono la reintroduzione di obbligo di mascherine e di distanziamento. La diffusione degli obblighi di vaccinazione dovrebbero inoltre contribuire a riportare i contagi sotto controllo. Tutti gli esponenti del FOMC hanno citato gli sviluppi della pandemia come un possibile rischio per la crescita, ma con impatto ridotto rispetto alla fase precedente la diffusione dei vaccini.
- Sul fronte dell'**inflazione**, come detto da Powell e da diversi partecipanti al FOMC, il test di "significativo ulteriore progresso" è già stato ampiamente raggiunto. Pertanto, l'apertura del *tapering* è un'azione che può confermare l'impegno della Fed a non abbassare la guardia sul controllo dei prezzi, con costi limitati, visto che in questo ciclo il temuto *taper tantrum* non si è ripetuto. Nella conferenza stampa, **Powell dovrebbe ribadire che**, come emerso dagli ultimi due dati del CPI, **gli eccessi dei mesi scorsi sono per lo più di natura transitoria e sottolineare che le pressioni inflazionistiche derivanti da strozzature all'offerta** ed eccesso di

domanda ancora presenti in molti comparti (soprattutto dei beni) **dovrebbero gradualmente rientrare** con il riequilibrio fra domanda e offerta previsto nei prossimi trimestri.

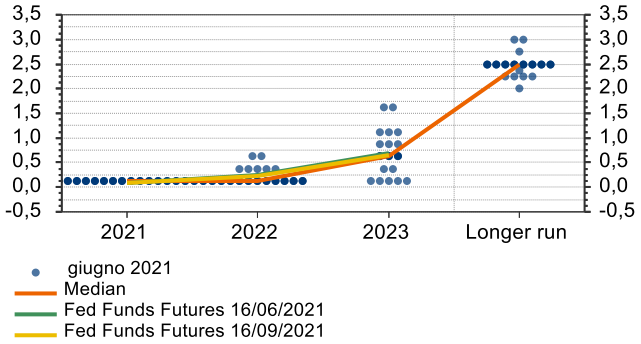
- Manteniamo la nostra previsione di apertura ufficiale della discussione sul *tapering* alla riunione del 21-22 settembre, annuncio del programma alla riunione del 2-3 novembre e inizio effettivo del *tapering* a partire dalla riunione del 14-15 dicembre. I primi dettagli operativi dovrebbero emergere con i verbali della riunione di settembre, in uscita a metà ottobre, con conferme definitive probabilmente a novembre. Il sentiero mensile per il *tapering* potrebbe prevedere riduzioni di -10 mld di Treasury e -5 mld di MBS, con una fine prevista nel 3° trimestre 2022.

- La **dilatazione dei tempi fra la discussione e l'attuazione soddisfa due condizioni**. Da un lato, come promesso, **dà informazioni con anticipo** rispetto al momento della riduzione effettiva degli acquisti. Dall'altro, sposta l'inizio del *tapering* oltre il mese di novembre, **superando un periodo di ostacoli fiscali potenzialmente rischiosi.** Infatti, entro fine settembre il Congresso deve rinnovare le **leggi di spesa** in scadenza per evitare una chiusura parziale degli uffici governativi ed entro ottobre deve agire per alzare o sospendere nuovamente il **limite del debito**.

- La riunione di settembre vedrà anche l'aggiornamento delle **proiezioni economiche, con l'estensione dell'orizzonte previsivo al 2024.** Rispetto allo scenario macroeconomico pubblicato a giugno, potrebbero esserci diverse modifiche: per il 2021, revisione verso il basso della crescita, verso l'alto di disoccupazione e inflazione; per il 2022, maggiore crescita e inflazione. Nel complesso, tuttavia, la valutazione dovrebbe rimanere favorevole, con una convergenza di crescita, inflazione e disoccupazione verso i trend di più lungo termine dal 2023 in poi. Per i tassi, ci sono rischi di rialzo della mediana sia per il 2022 sia per il 2023, da tassi fermi e due rialzi, rispettivamente, indicati a giugno. Al momento, la nostra previsione è che la mediana per il 2022 resti in linea con tassi invariati, con maggiori rischi per il passaggio a tre rialzi nel 2023 e indicazioni di almeno due rialzi nel 2024.

- La comunicazione nella conferenza stampa di Powell dovrebbe concentrarsi su due fronti: da un lato, il progresso dello scenario macro nel giro di un paio di mesi dovrebbe essere sufficiente a iniziare il *tapering*; dall'altro, la svolta sugli acquisti non ha implicazioni dirette per il sentiero dei tassi, che sarà guidato da condizioni molto più stringenti e non dovrebbe includere rialzi ancora per un periodo relativamente prolungato. In sostanza, **il *tapering* non è, di per sé, una svolta *hawkish* per i tassi, pur essendo una condizione necessaria (anche se non sufficiente) per aprire la strada a un nuovo ciclo di politica monetaria.**

A settembre si aggiungerà il 2024 al grafico a punti: incertezza sulle mediane del 2023-24



Fonte: Refinitiv-Datastream

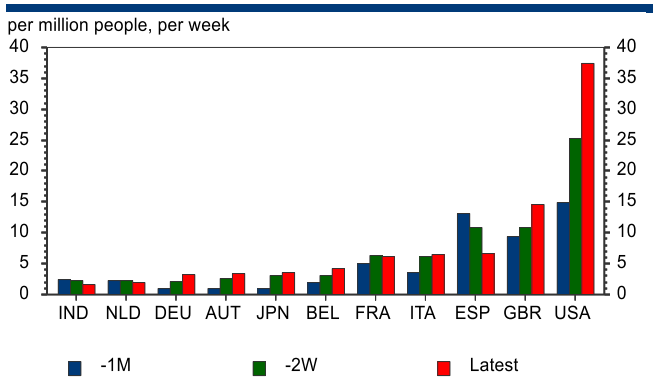
Proiezioni economiche dei presidenti delle Fed regionali e dei membri del Board – giugno 2021

	Median			
Variable	**2021**	**2022**	**2023**	**Longer run**
Real GDP	**7.0**	**3.3**	**2.4**	**1.8**
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8
Unemployment rate	**4.5**	**3.8**	**3.5**	**4**
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE inflation	**3.4**	**2.1**	**2.2**	**2.0**
March projection	2.4	2	2.1	2.0
Core PCE inflation	**3.0**	**2.1**	**2.1**	
March projection	2.2	2	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	**0.1**	**0.1**	**0.6**	**2.5**
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5

Fonte: Federal Reserve Board

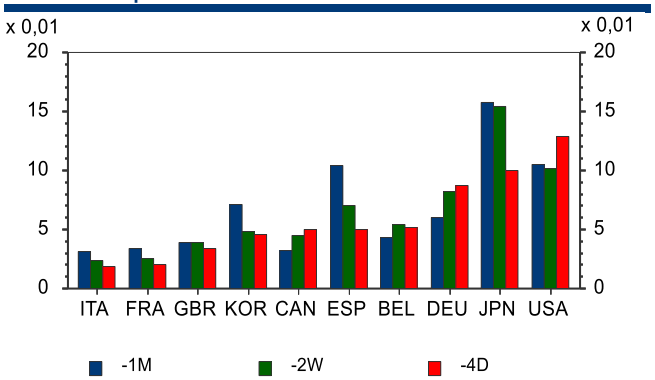
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



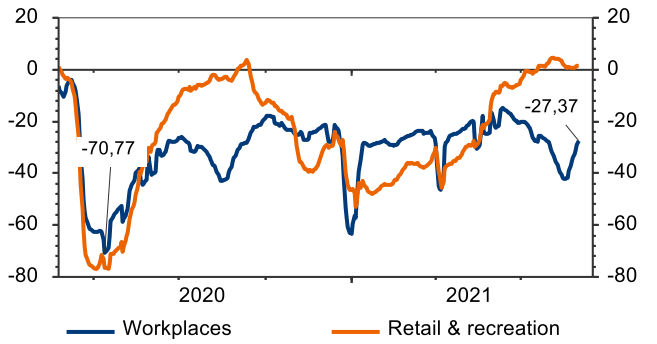
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



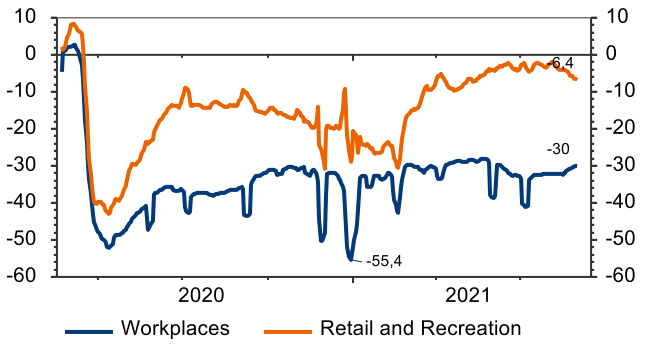
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



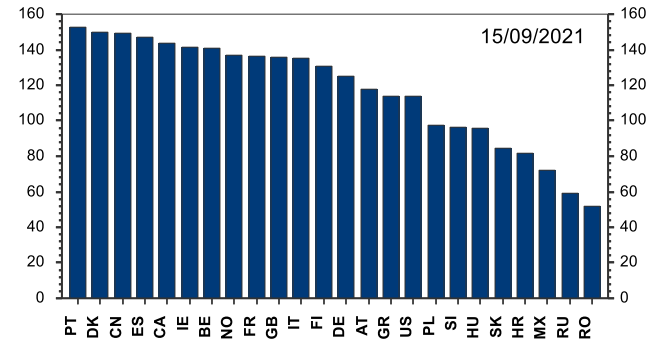
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



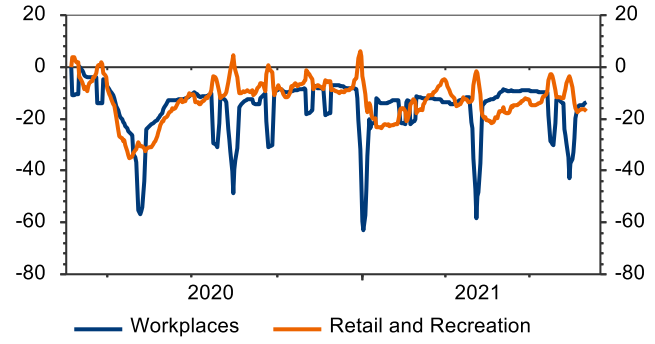
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** sarà incentrata sulla tornata di indagini di fiducia di settembre (saranno diffusi l'Ifo tedesco, l'Insee francese, gli indici Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona e la fiducia dei consumatori della Commissione Europea), che dovrebbero mostrare una correzione generalizzata del morale di famiglie e imprese. Le indagini segnalano una decelerazione della crescita, soprattutto nel manifatturiero, colpito dai colli di bottiglia dal lato dell'offerta. La seconda lettura dei dai sul PIL spagnolo e olandese per il 2° trimestre dovrebbe confermare le stime preliminari.

La settimana negli **Stati Uniti** sarà dominata dalla riunione del FOMC, che dovrebbe aprire la discussione sul *tapering* e aggiornare le proiezioni economiche, estendendole al 2024. La previsione è che il Comitato prepari un avvio della riduzione degli acquisti entro fine anno. Fra i dati in uscita, il focus sarà sugli indici PMI di settembre, che dovrebbero registrare segnali sempre espansivi, ma anche freni legati all'impatto degli uragani, dei vincoli di offerta nel manifatturiero e della variante Delta nei servizi. I sussidi di disoccupazione saranno anche monitorati, per valutare l'effetto della fine dei programmi federali. Fra i dati di agosto, le informazioni riguarderanno il settore immobiliare residenziale con le vendite di case nuove ed esistenti, che dovrebbero mantenersi all'interno degli intervalli recenti ed essere sempre frenate da scarsità di offerta. I nuovi cantieri dovrebbero essere in modesto rialzo.

Martedì 21 settembre

Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** ad agosto sono previsti in rialzo a 1,56 da 1,534 mln di luglio. Gli occupati nell'edilizia residenziale ad agosto sono rimasti invariati. Le licenze dovrebbero essere poco variate a 1,6 da 1,635 mln. In autunno, in seguito all'uragano Ida, ci sarà un rimbalzo di attività nel settore edilizio dovuto alla ricostruzione nelle aree più colpite.

Mercoledì 22 settembre

Area euro

- **Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di settembre dovrebbe correggere a -5,7 da -5,3 precedente. Oltre all'incertezza legata all'evoluzione del contesto sanitario, il morale delle famiglie potrebbe risentire anche del rincaro dei prezzi al consumo. Nel complesso l'indice dovrebbe comunque rimanere al di sopra della media di lungo periodo, su livelli ancora coerenti con una dinamica espansiva delle spese private.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** ad agosto sono attese a 5,85 da 5,99 mln di luglio, alla luce delle indicazioni dei contratti di compravendita, calati a luglio su livelli comunque superiori ai minimi recenti di aprile. Le vendite dovrebbero restare all'interno dell'intervallo compreso fra 5,78 mln e 6 mln visto da marzo in poi, e confermare l'interruzione del trend verso il basso iniziato a gennaio. Recentemente, le scorte di case hanno segnato un timido rimbalzo, mentre il ritmo di aumento dei prezzi è rallentato modestamente.

- La **riunione del FOMC** sarà uno spartiacque per la politica monetaria della Fed. Il Comitato dovrebbe aprire ufficialmente la discussione sulla riduzione degli acquisti di titoli, senza però dare indicazioni operative su modi e tempi del *tapering*. La svolta per il programma di acquisti dovrebbe, a nostro avviso, essere annunciata nei dettagli alla riunione di novembre, con un inizio previsto per dicembre. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe confermare che il progresso richiesto per la riduzione degli acquisti è già stato raggiunto sul fronte dell'inflazione, mentre per la massima occupazione è "molto buono", ma richiede ancora qualche conferma. Il principale messaggio dovrebbe sottolineare la netta differenza fra le condizioni per il *tapering* e quelle per la svolta sui tassi: per quest'ultima, i tempi sono ancora molto lontani e non collegati direttamente al programma di acquisti.

Giovedì 23 settembre

Area euro

- **Area euro.** Le stime preliminari degli indici **PMI di settembre** dovrebbero evidenziare come il ritmo della ripresa possa aver già raggiunto il suo picco. Pur rimanendo in territorio ampiamente espansivo, il morale delle imprese dovrebbe quindi registrare una correzione diffusa a manifattura e servizi. L'indice PMI manifatturiero è previsto correggere a 60,3 da 61,4 precedente, mentre quello relativo ai servizi potrebbe flettere a 58,5 da 59 di agosto. L'indice composito dovrebbe quindi portarsi a 58,5 da 59 registrato nel mese precedente.

- **Paesi Bassi.** La seconda lettura del **PIL** del 2° trimestre è attesa confermare la crescita di +3,1% t/t (10% a/a) della stima preliminare. Il contributo positivo arriverà sia dalla domanda interna (l'aumento dei consumi dovrebbe aver più che compensato la flessione degli investimenti) che dal commercio estero. Il 2021 dovrebbe chiudersi con una crescita del PIL di +3,7% rispetto al 2020; i rischi sulla previsione sono orientati al rialzo.

- **Francia.** Dopo aver aggiornato i massimi da maggio 2018 lo scorso mese, portandosi a 110 punti, il **morale nel settore manifatturiero** - a settembre - è atteso mostrare una prima correzione, a 107 (108 per l'indice composito, da un precedente 110). Le persistenti difficoltà nelle filiere distributive potrebbero frenare la ripresa dell'industria nel suo complesso, sebbene l'impatto maggiore dello *shortage* di forniture stia riguardando il settore auto. I servizi dovrebbero restare sostanzialmente stabili, dopo le due flessioni consecutive di giugno e luglio. Infine, nonostante permangano le restrizioni connesse all'uso del green pass, che verranno implementate dal 30 settembre (l'obbligo verrà infatti esteso ai minori di età compresa tra i 12 ed i 17 anni), gli indicatori di mobilità verso *retail & recreation* non mostrano per ora una riduzione della mobilità. Per l'ultimo trimestre dell'anno ci attendiamo che la crescita sia trainata dai servizi dal lato dell'offerta e dai consumi privati dal lato della domanda, mentre permangono rischi verso il basso per il comparto industriale.

- **Spagna.** La lettura finale del **PIL del 2° trimestre** dovrebbe confermare il balzo di +2,8% t/t (+19,8% a/a) stimato in prima lettura, trainata dal ritorno di una forte domanda interna. Le previsioni di crescita per il Paese iberico sono state riviste al rialzo per il 2021 dalla Commissione Europea, nelle Summer Forecast (+6,2% da 5,9%) e confermate da una recente indagine Bloomberg (+6,2%, in crescita di tre decimi rispetto al precedente sondaggio). Per il terzo trimestre ci attendiamo una moderazione del tasso di crescita, all'interno di un percorso di recupero dell'attività, soggetto a rischi verso l'alto (perlopiù connessi all'evoluzione della pandemia e all'impiego efficiente delle risorse del Next Gen).

Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero** a settembre dovrebbe risalire a 61,5 da 61,1 di agosto, alla luce delle informazioni delle indagini regionali già pubblicate per il mese in corso. I dati dovrebbero confermare il proseguimento dell'espansione nel settore, ma anche la persistenza dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta, con prezzi elevati e tempi di consegna sempre vicini a livelli record. Il PMI dei servizi, pur restando in territorio espansivo al di sopra di 50, dovrebbe proseguire sul trend in calo iniziato a giugno, scendendo a 53 da 55,1 di agosto, sulla scia degli effetti della variante Delta. Il messaggio del PMI composito dovrebbe restare in linea con un'espansione complessiva, soggetta a due freni diversi: nel manifatturiero, la domanda è forte ma è ostacolata da vincoli dal lato dell'offerta, mentre nei servizi, la domanda è in moderato ripiegamento per via dell'aumento dei contagi, particolarmente marcato negli Stati con basse percentuali di popolazione vaccinata.

Venerdì 24 settembre

Area euro

- **Germania**. Prevediamo una correzione dell'**IFO** a settembre, a 98,5 da 99,4 precedente, sulla scia della graduale "normalizzazione" dell'economia tedesca. L'indice sulle attese è visto in calo a 95,3 da 97,5; di contro, l'indicatore sulla situazione corrente è atteso in lieve crescita a 101,7 da 101,4 precedente.

- **Italia**. La **fiducia di famiglie e imprese** potrebbe correggere ulteriormente a settembre, dopo la flessione già vista ad agosto. Il morale dei consumatori è atteso a 115,8 da 116,2 il mese precedente, quello delle aziende (sulla base dell'indice composito IESI) a 113 da 114,2 di agosto; nel manifatturiero l'indice è visto a 112,5 da 113,4 precedente. Sulle famiglie e sulle imprese dei servizi peseranno le rinnovate preoccupazioni circa la situazione epidemiologica, mentre l'industria dovrebbe essere penalizzata dall'aggravarsi delle difficoltà di approvigionamento (e dei rincari) di materie prime e componentistica.

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** ad agosto sono previste in rialzo a 725 mila da 708 mila di luglio. Gli indicatori del mercato immobiliare residenziale sono stati su un trend ribassista da inizio anno. La fiducia dei costruttori ad agosto è scesa sui minimi da 13 mesi, sulla scia di limite alla domanda esercitato dai prezzi elevati. L'attività di costruzione e i prezzi sono influenzati da vincoli dal lato dell'offerta e carenza di materiali, anche se un modesto segnale positivo viene dal crollo del prezzo del legname visto negli ultimi mesi.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (20 – 24 settembre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	20/9	08:00	GER	PPI a/a		ago	10.4	%		
		08:00	GER	PPI m/m		ago	1.9	%	0.7	
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		set	75		75	
Mar	21/9	14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T2	-195.7	Mld $	-190.0	
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	ago	1.534	Mln	1.580	1.560
		14:30	USA	Licenze edilizie		ago	1.630	Mln	1.600	1.600
Mer	22/9	03:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	set	4.7	%		
		03:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	set	3.9	%		
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		lug	3.1	%		
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		lug	28.4	%		
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ago	5.99	Mln	5.89	5.85
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	set	-5.3		-5.7	-5.7
Gio	23/9	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T2	prel 3.1	%		3.1
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	set	110			107
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T2	prel 2.8	%	2.8	2.8
		09:15	FRA	PMI servizi prelim.	*	set	56.3		56.0	55.7
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim.	*	set	57.5		57.0	56.5
		09:30	GER	PMI servizi prelim.	*	set	60.8		60.4	60.3
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim.	*	set	62.6		61.4	61.4
		10:00	EUR	PMI servizi prelim.	**	set	59.0		59.0	58.5
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim.	**	set	61.4		60.4	60.3
		10:00	EUR	PMI composito prelim.	**	set	59.0		58.8	58.5
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim.	*	set	60.3		59.0	
		10:30	GB	PMI servizi prelim.	*	set	55.0		55.5	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	332	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.665	Mln		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	set	61.1			61.5
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		set	55.4			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	set	55.1			53.0
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		ago	0.9	%	0.6	
Ven	24/9	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	ago	-0.3	%		
		01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	ago	-0.2	%	0.0	
		02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim.		set	52.7			
		10:00	GER	IFO	**	set	99.4		98.8	98.5
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		set	101.4		101.9	101.7
		10:00	GER	IFO (attese)		set	97.5		96.3	95.3
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		set	116.2			115.8
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	set	113.4		112.6	112.5
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		set	7.6			
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	ago	0.708	Mln	0.720	0.725

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 (20 – 25 settembre)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	20/9	12:35	EUR		Discorsi di Schnabel e Kazaks (BCE)
Mar	21/9	09:05	EUR		Discorso di Guindos (BCE)
		11:00	EUR	*	L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
Mer	22/9	20:00	USA	**	Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
		20:30	USA	**	Conferenza stampa di Powell (Fed)
		--	GIA	*	Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
Gio	23/9	10:00	EUR	*	La BCE pubblica il Bollettino Economico
		13:00	GB	**	Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0,10%)
Ven	24/9	14:45	USA		Discorso di Mester (Fed)
		16:00	USA	*	Discorsi di Powell, Clarida e Bowman (Fed)
		16:05	USA		Discorso di George (Fed)
		--	GER		S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania
Sab	25/9	13:00	USA		Discorso di Williams (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
CPI m/m	ago	0.5		%	0.4	0.3
CPI a/a	ago	5.4		%	5.3	5.3
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ago	4.3		%	4.2	4.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ago	0.3		%	0.3	0.1
Prezzi all'import m/m	ago	0.4	~~(0.3)~~	%	0.3	-0.3
Indice Empire Manufacturing	set	18.30			18.00	34.3
Produzione industriale m/m	ago	0.8	~~(0.9)~~	%	0.4	0.4
Impiego capacità produttiva	ago	76.2	~~(76.1)~~	%	76.4	76.4
Richieste di sussidio	settim	312	~~(310)~~	x1000	330	332
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.852	~~(2.783)~~	Mln	2.785	2.665
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ago	-1.0	~~(0.4)~~	%	-0.1	1.8
Vendite al dettaglio m/m	ago	-1.8	~~(1.1)~~	%	-0.8	0.7
Indice Philadelphia Fed	set	19.4			18.8	30.7
Scorte delle imprese m/m	lug	0.9	~~(0.8)~~	%	0.5	0.5
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	lug	110.9		Mld $		2.0
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	set	70.3			72.0	

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

Il **CPI** di agosto ha sorpreso verso il basso, con una variazione di 0,2% m/m per l'indice headline e di 0,1% m/m (4% a/a) per l'indice *core*. I **prezzi dei beni *core*** sono in rialzo di 0,3% m/m, mentre i **servizi ex-energia** sono invariati su base mensile. **I dati di agosto confermano i segnali di rallentamento della dinamica inflazionistica** visti il mese scorso, dopo tre mesi di incrementi del CPI *core* in media intorno a 0,9% m/m della primavera. Le informazioni del CPI di agosto sono in linea con la valutazione relativamente ottimistica della Fed, in base alla quale **gli eccessi dei mesi scorsi sono per lo più di natura transitoria**. Tuttavia, le pressioni inflazionistiche derivanti da strozzature all'offerta ed eccesso di domanda sono ancora presenti in molti comparti (soprattutto dei beni) e manterranno il sentiero dell'inflazione ancora significativamente al di sopra del 2% nei prossimi trimestri.

La Survey of Consumer Expectations condotta dalla NY Fed ad agosto **ha registrato rialzi delle aspettative di inflazione** sia sull'orizzonte a breve termine sia su quello a medio termine, a 5% e 4,2%, rispettivamente, entrambi massimi storici. L'indagine riporta anche ulteriore miglioramento della percezione della situazione finanziaria personale e delle aspettative di crescita del reddito. La probabilità di perdere il posto di lavoro, su un trend in calo da metà 2020, si mantiene vicina ai minimi della serie. **I dati su reddito e mercato del lavoro sono incoraggianti per il sentiero dei consumi, ma il continuo rialzo delle aspettative di inflazione rimane cruciale**, dato che rappresenta una preoccupazione centrale per le famiglie.

La **produzione industriale** ad agosto aumenta di 0,4% m/m, in linea con le aspettative di consenso, dopo 0,8% m/m di luglio. La Fed, che compila i dati, ha comunicato che **l'uragano Ida ha esercitato un effetto restrittivo sull'output nella parte finale del mese stimabile in circa -0,3pp.** Nonostante le chiusure degli stabilimenti in diversi comparti anche al di fuori del settore estrattivo, ad agosto la produzione nel manifatturiero è in rialzo di 0,2% m/m. Le ricadute negative collegate alla stagione degli uragani potrebbero proseguire anche a settembre, ma nonostante ciò il quadro per la produzione industriale e in particolare per il manifatturiero resta positivo.

L'indagine **Empire della NY Fed** a settembre registra indicazioni di netta riaccelerazione dell'attività, con l'indice delle condizioni correnti a 34,3 (+16 punti). Anche gli indici a 6 mesi migliorano da livelli già molto elevati, con le condizioni attese a 48,4 (+1,9). I dati confermano la continua espansione dell'attività nel manifatturiero, spinta dalla crescita della domanda, con persistenti freni dal lato dell'offerta (evidenziati da tempi di consegna e ordini inevasi) e ricadute dell'eccesso di domanda sui prezzi. Le indicazioni a 6 mesi sono positive per la crescita, mentre dal lato dell'inflazione segnalano ancora rischi verso l'alto.

Nell'indagine della **Philadelphia Fed** di settembre, l'indice di attività è salito a 30,7 (+11 punti), con indicazioni espansive, ma miste per le altre componenti, e un modesto ritracciamento degli indici di prezzo. il 70% delle imprese prevede un aumento della produzione rispetto al livello della primavera. Le aspettative a 6 mesi mostrano ancora un quadro positivo, ma su ritmi più contenuti, con continua espansione di attività e occupazione. accompagnato da rialzi generalizzati nelle altre componenti.

Le **vendite al dettaglio** di agosto hanno registrato un balzo di 0,7% m/m (consenso: -0,1% m/m), ma il dato di luglio è stato rivisto ampiamente verso il basso (-1,8% m/m da -1,1% m/m). Al netto delle auto, il rialzo è di 1,8% m/m. I dati mostrano l'atteso crollo delle vendite di auto (-3,6% m/m), dopo la variazione di 10,7% m/m a luglio, e confermano la situazione di eccesso di domanda nel settore causata dai vincoli alla produzione dovuti alla scarsità di semiconduttori. Le vendite sono particolarmente forti nel comparto online (5,3% m/m), a testimonianza degli effetti della variante Delta sui consumi, e i servizi di ristorazione hanno una variazione nulla (ma il livello rimane al di sopra di quello pre-COVID). Lo spaccato del rapporto mostra variabilità delle vendite fra settori, ma nel complesso i dati non segnalano restrizione particolarmente marcata dovuta alla variante Delta.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** nella settimana dell'11 settembre sono in rialzo a 332 mila (+20 mila) dalla settimana precedente. L'incremento è legato gli effetti dell'uragano Ida, ed è concentrato negli Stati particolarmente colpiti. Nella maggioranza degli Stati i sussidi sono in calo. I sussidi erogati con i fondi federali la settimana scorsa hanno registrato un netto calo, in seguito alla conclusione dei programmi federali di supporto alla disoccupazione.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	lug	-1.5		%		-1.5
Ordinativi di macchinari m/m	lug	-1.5		%	3.1	0.9
Bilancia commerciale	ago	439.4	~~(441.0)~~	Mld ¥ JP	-47.7	-635.4

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

Gli **ordini privati di macchinari** hanno segnato un rimbalzo di 0,9% m/m dopo -1,5% m/m di giugno. La dinamica positiva degli ordini nasconde una divergenza fra manifatturiero, in espansione, e non manifatturiero, in contrazione. Il livello degli ordini a luglio, del 2,3% superiore alla media del 2° trimestre, indica che la crescita degli investimenti in estate dovrebbe essere in rialzo.

La **bilancia commerciale** di agosto ha registrato un deficit di -635,4 mld di yen, il primo saldo negativo dopo due mesi di saldi positivi, sulla scia di un balzo delle importazioni di 44,7% a/a a fronte di esportazioni in rialzo di 26,2% a/a. Il saldo commerciale da inizio anno è pari a -807,8 mld.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T2	1.3	~~(1.5)~~	%		-0.1
EUR	Produzione industriale m/m	lug	-0.1	~~(-0.3)~~	%	0.6	1.5
EUR	CPI a/a finale	ago	3.0		%	3.0	3.0
EUR	CPI m/m finale	ago	-0.1		%	0.4	0.4
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ago	1.6		%	1.6	1.6
FRA	IPCA m/m finale	ago	0.7		%	0.7	0.7
FRA	IPCA a/a finale	ago	2.4		%	2.4	2.4
FRA	CPI m/m Ex Tob	ago	0.1		%		0.6
ITA	IPCA a/a finale	ago	2.6		%	2.6	2.5
ITA	IPCA m/m finale	ago	0.3		%	0.3	0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ago	0.5		%	0.5	0.4
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ago	2.1		%	2.1	2.0
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	lug	4.79		Mld €		6.85
ITA	Bilancia commerciale (totale)	lug	5.673	~~(5.681)~~	Mld €		8.762
ITA	Bilancia commerciale (EU)	lug	0.871	~~(0.879)~~	Mld €		1.914
SPA	IPCA a/a finale	ago	3.3		%	3.3	3.3

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

Area euro. La **seconda lettura** conferma l'accelerazione, al di sopra delle attese, dell'**inflazione** nel mese di agosto, da 2,2% a 3,0% a/a (0,4% m/m), massimo da novembre 2011. Sulla variazione tendenziale, la componente energetica spiega direttamente circa metà dell'inflazione osservata. La salita continuerà nei prossimi mesi ma dovrebbe risultare temporanea: l'inflazione è attesa tornare stabilmente sotto il 2% dal 2° semestre 2022. L'indice *core* BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è cresciuto circa in linea con le nostre attese, a 1,6% a/a da 0,9%; il rialzo riflette effetti base favorevoli legati all'impatto del taglio dell'IVA in Germania nel luglio 2020. Effetti base favorevoli spiegano in parte anche l'accelerazione tendenziale dei beni manufatti esclusa l'energia (a 2,6% a/a da 0,7%); in ogni caso, il forte aumento di quest'ultimi è dovuto a **pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva nell'industria.** La principale componente dell'indice sottostante, i servizi, è, invece, cresciuta meno (1,1% a/a da 0,9%). In prospettiva, ci aspettiamo nuovi aumenti sui beni manufatti, ed ulteriori spinte verso l'alto anche dai servizi, per via dell'effetto riaperture e dei colli di bottiglia all'offerta. Tuttavia, riteniamo che queste pressioni tenderanno a svanire nel medio periodo, sulla scia della "normalizzazione" sia dei consumi che della produzione. In sintesi, l'indice generale dovrebbe toccare il 2,2% in media d'anno nel 2021, per poi assestarsi all'1,8% nel 2022. L'indice *core* seguirà una dinamica opposta, con un'accelerazione a 1,5% attesa nel 2022 dopo l'1,3% atteso quest'anno. I rischi su questo scenario previsivo appaiono ancora verso l'alto.

La **produzione industriale** è salita di +1,5% m/m a luglio, tornando a crescere dopo due mesi consecutivi di flessione. Dopo la stagnazione registrata nel 2° trimestre, il rialzo di luglio, che riporta la produzione sui livelli pre-crisi, lascia l'output in rotta per un'espansione durante l'estate. Nei prossimi mesi però l'attività manifatturiera potrebbe risultare debole, penalizzata dai rincari e dalle difficoltà nel reperire materie prime e componentistica, ormai diffusi a gran parte dei comparti. L'impatto sulla crescita del PIL dovrebbe risultare complessivamente contenuto in quanto la ripresa continuerà ad essere trainata dai servizi; potrebbe invece risultare più significativo il potenziale effetto sui prezzi al consumo, in un contesto di eccesso di domanda in alcuni settori.

Il **tasso di posizioni lavorative vacanti** è salito al 2,3% nel 2° trimestre da 2,1% precedente, con incrementi diffusi a industria, costruzioni e servizi, il che da un lato offre indicazioni incoraggianti per la dinamica delle assunzioni nei prossimi mesi, dall'altro evidenzia possibili problematiche nel reperire manodopera in diversi settori.

Nel 2° trimestre il **costo orario del lavoro** è calato di -0,1% a/a da +1,3% a/a precedente: sintesi di una flessione degli stipendi (-0,4% a/a) e di una crescita per la componente non salariale (+0,8% a/a). La variazione tendenziale risulta però distorta dal confronto con lo scorso anno quando il calo delle ore lavorate durante il *lockdown* aveva sostenuto artificialmente la crescita delle retribuzioni orarie. Rispetto al trimestre precedente, infatti, i salari orari risultano in aumento di +0,6%. Nei prossimi mesi la dinamica dei salari potrebbe essere influenzata da due fattori contrastanti: da una parte potrebbe risultare frenata da una disoccupazione ancora elevata mentre in alcuni comparti potrebbe beneficiare di eventuali difficoltà nel reperire manodopera.

I dati di luglio sul **commercio internazionale di beni** hanno evidenziato una crescita delle esportazioni di +1,0% m/m ed un aumento delle importazioni di +0,3% m/m. A luglio il surplus commerciale (non destagionalizzato) dell'Eurozona è risultato pari a 20,7 miliardi di euro (26,8 mld un anno prima), il commercio all'interno dell'area euro è invece cresciuto di 16,8% a/a a 179,7 miliardi.

Francia. La seconda lettura conferma il dato preliminare: **l'inflazione ad agosto ha visto un nuovo aumento, sia sull'indice nazionale, a 1,9% a/a da 1,2% di luglio, sia sulla misura armonizzata, a 2,4% a/a da 1,5% precedente**. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di sei decimi sull'indice nazionale e di sette decimi su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è in parte spiegato dall'inversione di tendenza dei beni manufatti (a 1,1% a/a da -1,1%) e dal rincaro dell'energia (a 12,7% a/a da 12,3% di luglio). In sintesi, l'inflazione è attesa passare all'1,6% in media nel 2021 (2,0% sull'armonizzato), per poi accelerare all'1,7% il prossimo anno.

Italia. La seconda lettura dell'inflazione di agosto ha rivisto al ribasso di un decimo la stima preliminare. **L'inflazione annua è risultata pari al 2% a/a (0,4% m/m) sull'indice nazionale e al 2,5% a/a (0,2% m/m) sull'armonizzato**. Il rialzo tendenziale dell'inflazione si deve prevalentemente a quella dei prezzi dell'energia (da 18,6% a 19,8%) e, in minor misura, degli alimentari freschi (da -0,2% a +0,8%). L'inflazione di fondo rimane stabile allo 0,6% mentre quella al netto dei soli beni energetici accelera di un decimo, a 0,5% a/a. Stimiamo un'inflazione all'1,6% in media annua nel 2021 (da -0,1% l'anno scorso) e all'1,4% l'anno prossimo; i rischi su queste previsioni sono oggi al rialzo. In ogni caso, l'inflazione italiana rimarrà più contenuta rispetto alla media della zona euro.

Italia. A luglio l'**export** è cresciuto più dell'import (+2,6% m/m contro +1,3% m/m). Secondo l'Istat però l'incremento congiunturale delle esportazioni è frutto soprattutto di consegne occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale verso i paesi extra-UE, al netto delle quali le vendite all'estero risulterebbero in flessione (-2,5% m/m). In termini tendenziali la crescita di esportazioni e importazioni rallenta rispettivamente a 16,1% da 25,4% e a 23,8% da 32,6%, in fase di normalizzazione per via del progressivo venir meno del confronto favorevole con la primavera dello scorso anno.

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	ago	14.4	%		13.1
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ago	20.72	%		18.15
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ago	10.3	%	9.0	8.9
Produzione industriale a/a	ago	6.4	%	5.8	5.3
Vendite al dettaglio a/a	ago	8.5	%	7.0	2.5

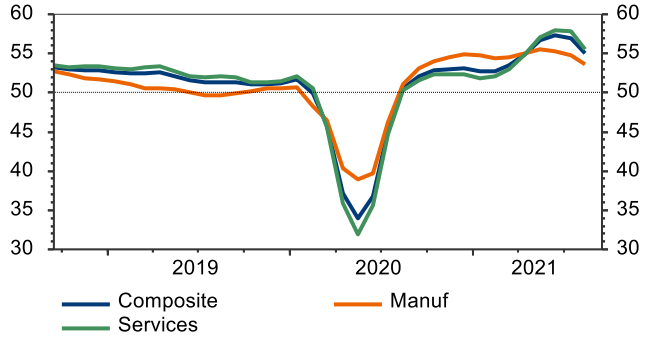
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina. I dati di attività economica relativi al mese **di agosto sono stati inferiori alle attese evidenziando che l'ondata di contagi ha colpito in particolare il settore dei servizi** mentre il

settore industriale ha retto meglio. La maggior sorpresa al ribasso è venuta dalle **vendite al dettaglio** che hanno subito una brusca frenata: da 8,5% a/a in luglio a 2,5% a/a in agosto rispetto ad attese di consenso di 7,0% a/a (Bloomberg) e nonostante la stabilità del **tasso di disoccupazione urbano** a 5,1%. **La produzione del settore dei servizi** è rallentata da 7,4% a/a a 4,8% a/a in agosto. Il rallentamento della **produzione del settore industriale** è stato invece meno marcato, da 6,4% a/a a 5,3% a/a in agosto (consenso Bloomberg 5,8% a/a), trainato soprattutto dall'industria statale, con una variazione mensile destagionalizzata stabile a 0,3% m/m rispetto al mese precedente seppur sui minimi dell'anno. Anche l'andamento degli **investimenti fissi nominali** è decelerato, passando, in termini cumulati, da 10,3% a/a in luglio a 8,9% a/a in agosto (consenso Bloomberg 9,0% a/a) con un rallentamento degli investimenti in edilizia da 12,7% a/a in luglio a 10,9% a/a in agosto (consenso Bloomberg 11,3% a/a). La dinamica mensile destagionalizzata fornita dal NBS registra una marginale accelerazione degli investimenti fissi da 0,1% m/m in luglio a 0,2% m/m in agosto, implicando un tasso tendenziale stimato in miglioramento da -0,4% a/a a +1,2% a/a in luglio, anche se in termini reali resta negativa. Gli **investimenti in edilizia** rallentano invece da 1,2% a/a a 0,6% a/a in agosto, frenati dalle restrizioni al credito del settore immobiliare e il rallentamento è atteso continuare nei prossimi mesi. Decelerano altresì i **prezzi delle case** di nuova costruzione da 0,3% m/m a 0,2% m/m con il numero di città che ha registrato una diminuzione di prezzo che è salito per il terzo mese consecutivo (a 20 da un minimo di 5 tra maggio e aprile). **L'atteso recupero del settore dei servizi e dei consumi rischia di non concretizzarsi neanche a settembre**, o di essere molto contenuto, a causa delle misure di contenimento dei **focolai di COVID-19 sorti nei giorni scorsi in alcune città della provincia del Fujian**. Queste misure potrebbero infatti deragliare la ripresa dei servizi proprio durante le festività del Festival di metà Autunno (19-21 settembre) e quelle per la giornata nazionale (proclamazione della Repubblica Popolare il 1° ottobre 1949) che si protraggono per una settimana (1-7 ottobre), nonché avere un impatto negativo sugli approvvigionamenti, visto che la provincia è un grosso snodo commerciale.

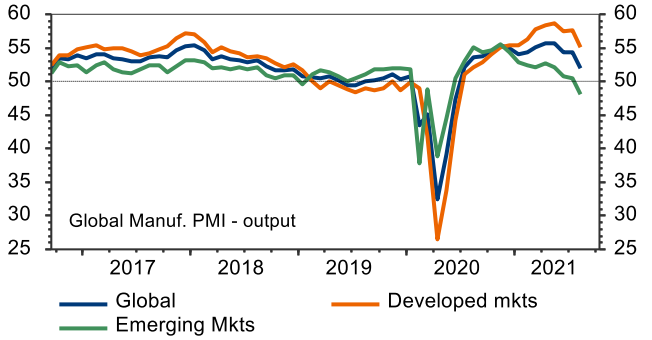
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



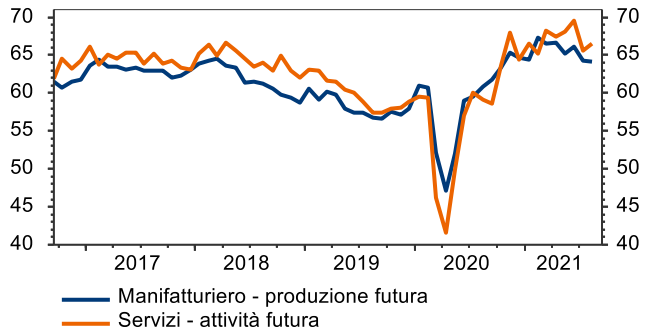
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



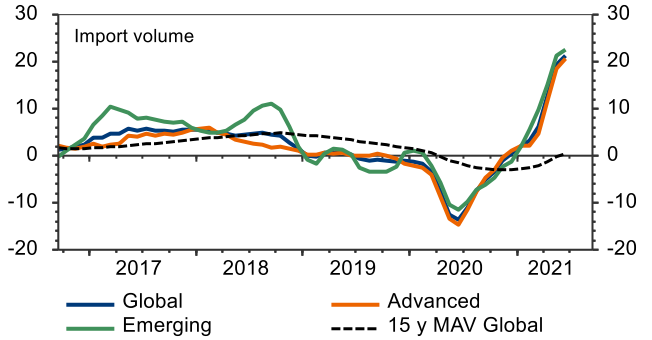
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



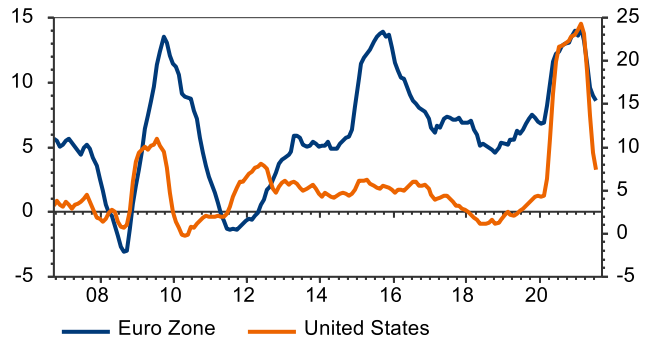
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



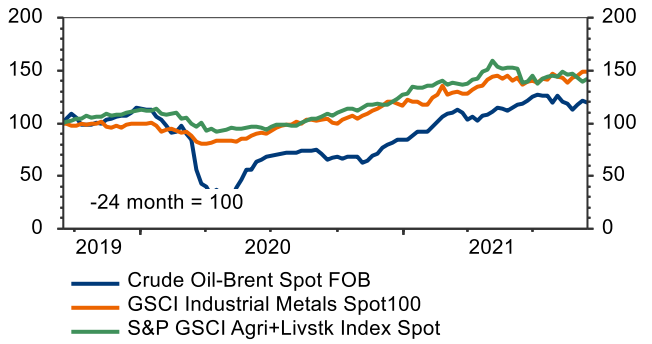
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

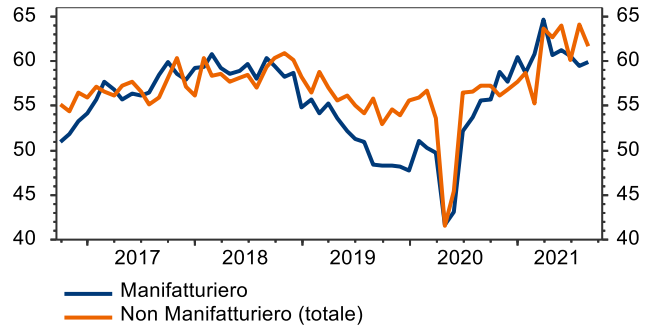
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

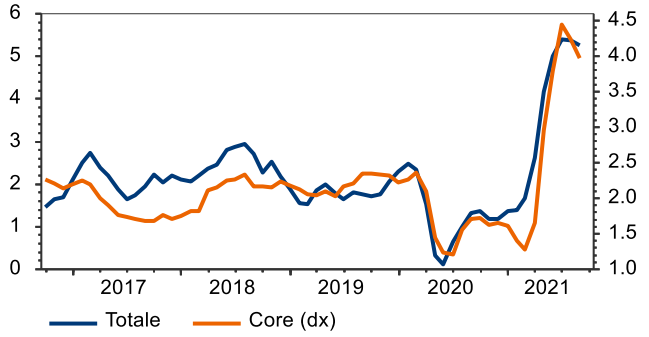
Stati Uniti

Indagini ISM



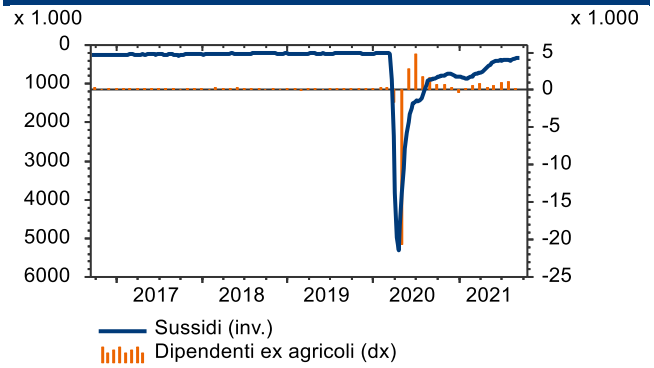
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



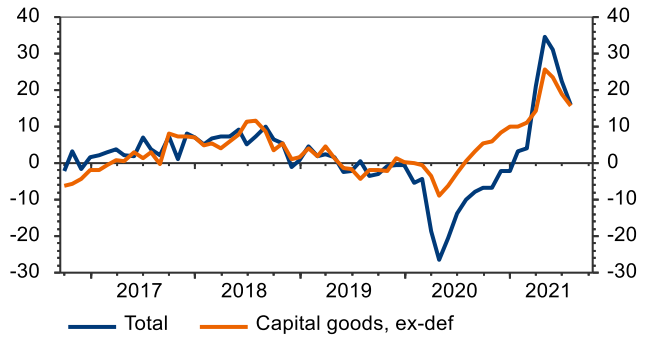
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

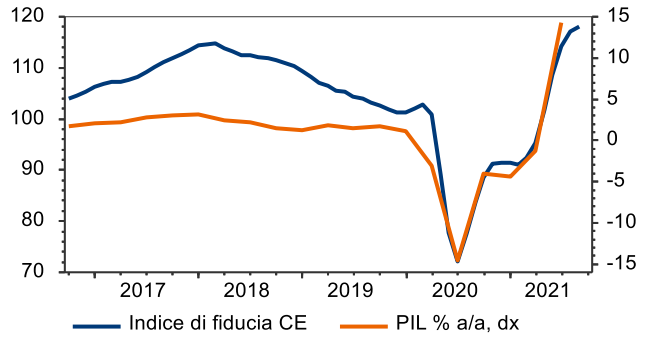
Previsioni

	2020	2021	2022	2020			2021				2022
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti,a/a)	**-3.4**	6.0	3.9	**-9.1**	**-2.9**	**-2.3**	**0.5**	**12.2**	5.8	6.2	5.2
- trim./trim. annualizzato				**-31.2**	**33.8**	**4.5**	**6.3**	**6.6**	6.0	5.9	2.4
Consumi privati	**-3.8**	8.4	3.8	**-33.4**	**41.4**	**3.4**	**11.4**	**11.9**	5.2	4.4	2.6
IFL - privati non residenziali	**-5.3**	8.0	3.7	**-30.3**	**18.7**	**12.5**	**12.9**	**9.3**	5.4	5.3	0.4
IFL - privati residenziali	**6.8**	10.3	-0.1	**-30.7**	**59.9**	**34.4**	**13.3**	**-11.5**	-0.1	1.1	0.0
Consumi e inv. pubblici	**2.5**	0.8	2.3	**3.9**	**-2.1**	**-0.5**	**4.2**	**-1.9**	1.5	1.2	2.5
Esportazioni	**-13.6**	5.9	9.0	**-59.9**	**54.5**	**22.5**	**-2.9**	**6.6**	9.8	15.0	7.3
Importazioni	**-8.9**	13.9	5.3	**-53.1**	**89.2**	**31.3**	**9.3**	**6.7**	10.1	6.1	2.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.6**	0.0	0.4	**-4.7**	**6.4**	**1.4**	**-3.8**	**-1.7**	3.6	1.2	-0.3
Partite correnti (% PIL)	**-3.0**	-3.7	-3.2								
Deficit Pubblico (% PIL)	**-15.9**	-12.1	-5.5								
Debito pubblico (% PIL)	**160.8**	155.0	150.1								
CPI (a/a)	**1.2**	4.3	2.6	**0.4**	**1.2**	**1.2**	**1.9**	**4.8**	5.3	5.1	4.4
Produzione Industriale	**-7.2**	5.9	4.5	**-12.9**	**9.6**	**2.0**	**1.0**	**1.5**	1.6	1.3	1.1
Disoccupazione (%)	**8.1**	5.5	4.1	**13.1**	**8.8**	**6.8**	**6.2**	**5.9**	5.2	4.7	4.4

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

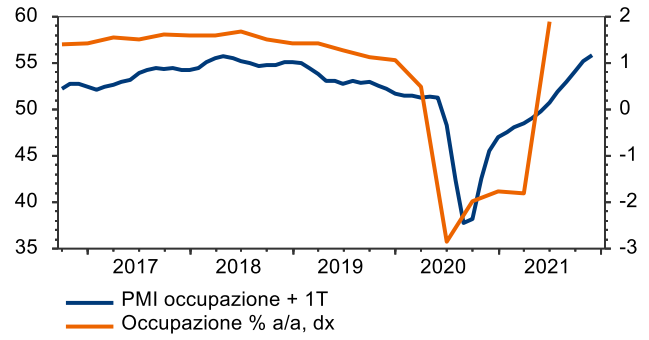
Area euro

PIL



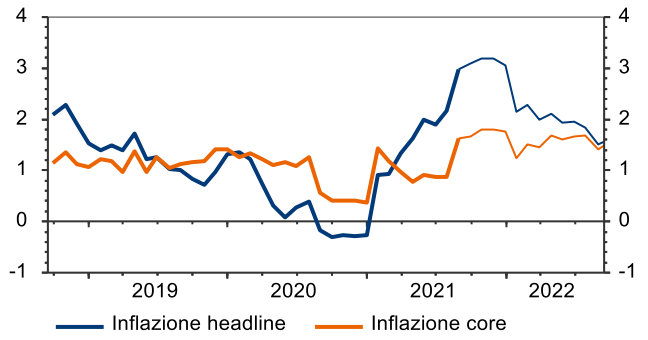
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	**1.4**	**0.9**	2.1
febbraio	**1.2**	**0.9**	2.3
marzo	**0.7**	**1.3**	2.0
aprile	**0.3**	**1.6**	2.1
maggio	**0.1**	**2.0**	1.9
giugno	**0.3**	**1.9**	2.0
luglio	**0.4**	**2.2**	1.8
agosto	**-0.2**	**3.0**	1.5
settembre	**-0.3**	3.1	1.6
ottobre	**-0.3**	3.2	1.5
novembre	**-0.3**	3.2	1.5
dicembre	**-0.3**	3.1	1.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021					2022
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	**-6.5**	5.3	4.7	**-14.5**	**-4.0**	**-4.4**	**-1.2**	**14.3**	3.8	5.4	6.7
- t/t				**-11.7**	**12.6**	**-0.4**	**-0.3**	**2.2**	2.3	1.1	1.0
Consumi privati	**-8.0**	3.9	7.3	**-12.9**	**14.4**	**-3.1**	**-2.1**	**3.7**	3.7	2.3	1.2
Investimenti fissi	**-7.5**	4.9	4.3	**-19.7**	**13.9**	**2.8**	**-0.2**	**1.1**	2.1	1.2	0.9
Consumi pubblici	**1.4**	3.1	1.4	**-2.7**	**5.6**	**0.7**	**-0.5**	**1.2**	0.1	0.3	0.3
Esportazioni	**-9.3**	9.1	4.9	**-18.6**	**16.6**	**4.1**	**0.7**	**2.2**	1.6	1.4	1.2
Importazioni	**-9.2**	6.8	5.1	**-20.2**	**11.8**	**4.8**	**0.4**	**2.3**	1.8	1.6	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.5**	0.2	-0.5	**-0.2**	**-1.6**	**0.6**	**0.8**	**-0.3**	-0.1	-0.4	-0.1
Partite correnti (% PIL)	**2.1**	2.6	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	**-7.2**	-6.8	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	**97.8**	99.9	98.2								
Prezzi al consumo (a/a)	**0.3**	2.2	1.8	**0.2**	**0.0**	**-0.3**	**1.1**	**1.8**	2.7	3.1	2.1
Produzione industriale (a/a)	**-8.6**	8.3	3.0	**-20.2**	**-6.8**	**-1.6**	**3.5**	**22.3**	6.9	3.0	2.1
Disoccupazione (%)	**7.9**	7.7	6.7	**7.6**	**8.5**	**8.2**	**8.1**	**8.0**	7.5	7.3	7.0
Euribor 3 mesi	**-0.42**	-0.54	-0.55	**-0.30**	**-0.47**	**-0.52**	**-0.54**	**-0.54**	-0.55	-0.55	-0.55

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

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

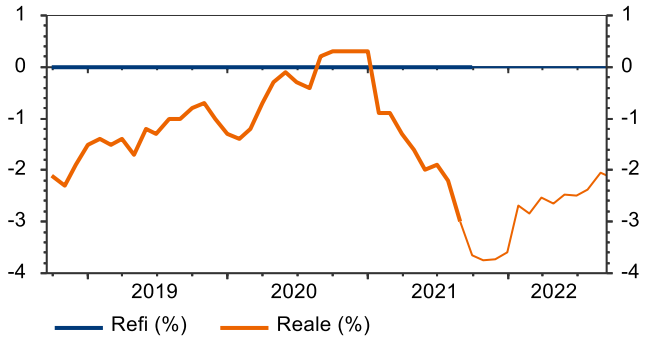
	dic	mar	giu	16/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.55	-0.56	-0.57	**-0.56**	-0.55	-0.55	-0.55	-0.56
Euribor 3m	-0.55	-0.54	-0.54	**-0.55**	-0.55	-0.55	-0.54	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

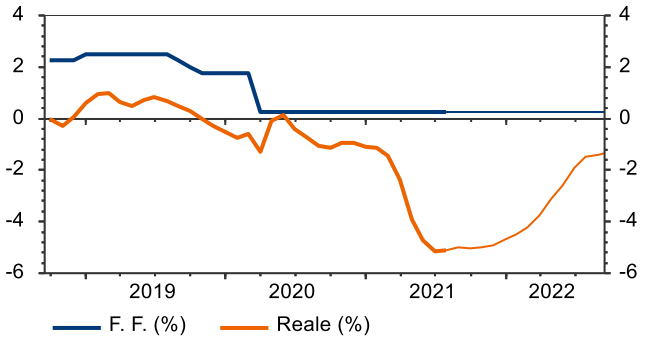
Stati Uniti

	dic	mar	giu	16/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	**0.25**	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.24	0.19	0.15	**0.12**	0.12	0.13	0.13	0.14

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

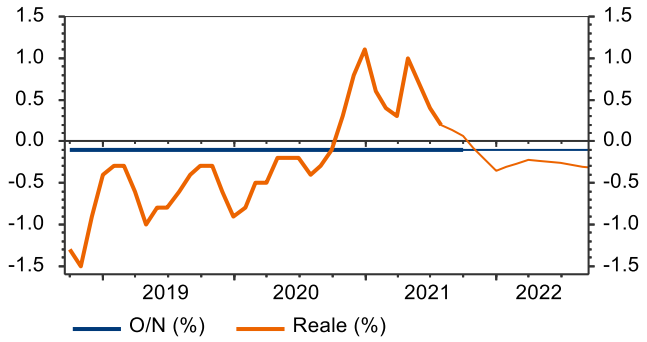
	dic	mar	giu	16/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.07	-0.08	**-0.09**	-0.08	-0.08	-0.07	-0.07

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

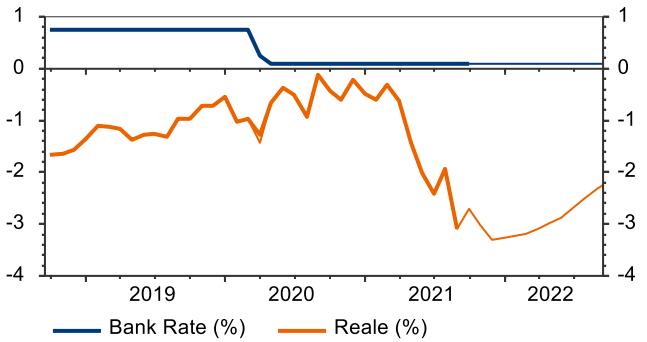
Regno Unito

	dic	mar	giu	16/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.10	0.10	0.10	**0.10**	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.03	0.09	0.08	**0.07**	0.08	0.10	0.12	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	17/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.18	1.19	1.19	1.18	**1.1773**	1.17	1.16	1.15	1.22	1.24
USD/JPY	108	105	109	110	110	**109.91**	111	112	113	114	115
GBP/USD	1.25	1.29	1.39	1.40	1.37	**1.3791**	1.39	1.38	1.38	1.47	1.50
EUR/CHF	1.10	1.07	1.10	1.09	1.07	**1.0911**	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	119	123	130	132	129	**129.43**	129	130	129	139	143
EUR/GBP	0.89	0.92	0.86	0.86	0.85	**0.8537**	0.84	0.84	0.83	0.82	0.82

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://group.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)		
Macroeconomic Analysis		
Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research		
Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com