

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

In **Germania** le elezioni di **domenica 26** consegneranno un quadro politico frammentato. La competizione per il posto di Cancelliere sarà fra Armin Laschet, leader dei cristiano-democratici della CDU/CSU, e Olaf Scholz, leader dei socialdemocratici della SPD, attualmente in vantaggio nei sondaggi.

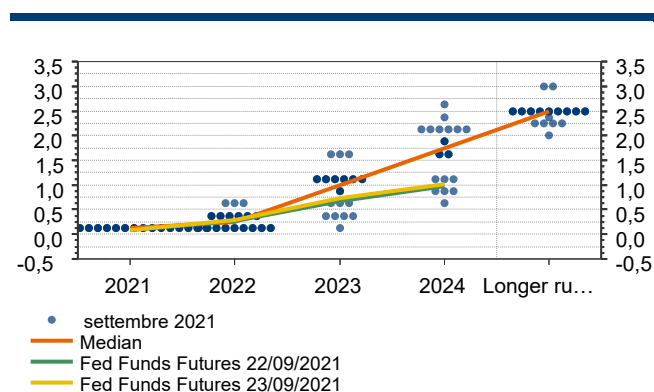
**FOMC: tempo di svolte.** La riunione di settembre ha aperto la strada a un inizio del tapering in tempi ravvicinati, forse già a novembre, e ha segnalato un probabile rialzo dei tassi già nel 2022, seguito da un ritmo dei rialzi dei tassi più serrato successivamente. Il Comitato appare preoccupato per le strozzature all'offerta a fronte di una domanda sempre forte, con ricadute sui prezzi, probabilmente più durature del previsto. Il messaggio è che lo stimolo monetario deve essere ridimensionato in una fase prolungata di eccesso di domanda.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus della settimana sarà sulle prime stime relative ai prezzi al consumo di settembre, che dovrebbero evidenziare un incremento dell'inflazione in Germania, Francia, Italia e nel complesso dell'Eurozona, ancora trainata dal rincaro dell'energia. Le indagini di fiducia della Commissione Europea di settembre dovrebbero confermare come la ripresa stia entrando in una fase di decelerazione, mentre in Francia l'indagine INSEE potrebbe riportare un miglioramento del morale dei consumatori. I dati sul mercato del lavoro dovrebbero evidenziare una stabilizzazione del tasso di disoccupazione in Italia e nell'eurozona ad agosto, e un incremento in Germania a settembre. In Francia i consumi di beni dovrebbero tornare a crescere a luglio.

La settimana avrà diversi dati di rilievo in pubblicazione negli **Stati Uniti**. Fra i dati di settembre, l'ISM manifatturiero dovrebbe confermare l'espansione del settore e i freni esercitati dalle strozzature dal lato dell'offerta; le indagini di fiducia dei consumatori sono previste ancora su livelli compressi dai timori per il rialzo dell'inflazione. Per agosto, gli ordini di beni durevoli sono attesi in rialzo anche nel comparto dei trasporti, con segnali favorevoli per gli investimenti fissi del 3° trimestre. La spesa personale dovrebbe essere in solido rialzo ad agosto, pur con revisioni verso il basso per i mesi precedenti, il reddito personale dovrebbe registrare un modesto incremento. Sul fronte dell'inflazione il deflatore core è previsto in aumento di 0,1% m/m, on indicazioni di rientro parziale delle pressioni inflazionistiche.

#### FOMC: le proiezioni dei tassi migrano verso l'alto, svolta nel 2022



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

#### Proiezioni economiche dei presidenti delle Fed regionali e di membri del Board – settembre 2021

| Variable                                       | Median     |            |            |            | Longer run |
|------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       |            |
| <b>Real GDP</b>                                | <b>5.9</b> | <b>3.8</b> | <b>2.5</b> | <b>2.0</b> | <b>1.8</b> |
| June projection                                | 7.0        | 3.3        | 2.4        | 1.8        | 1.8        |
| <b>Unemployment rate</b>                       | <b>4.8</b> | <b>3.8</b> | <b>3.5</b> | <b>3.5</b> | <b>4.0</b> |
| June projection                                | 4.5        | 3.8        | 3.5        |            | 4.0        |
| <b>PCE inflation</b>                           | <b>4.2</b> | <b>2.2</b> | <b>2.2</b> | <b>2.1</b> | <b>2.0</b> |
| June projection                                | 3.4        | 2.1        | 2.2        |            | 2.0        |
| <b>Core PCE inflation</b>                      | <b>3.7</b> | <b>2.3</b> | <b>2.2</b> | <b>2.1</b> |            |
| June projection                                | 3.0        | 2.1        | 2.1        |            |            |
| <b>Memo: Projected appropriate policy path</b> |            |            |            |            |            |
| <b>Federal funds rate</b>                      | <b>0.1</b> | <b>0.3</b> | <b>1.0</b> | <b>1.8</b> | <b>2.5</b> |
| June projection                                | 0.1        | 0.1        | 0.6        |            | 2.5        |

Fonte: Federal Reserve Board

24 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**

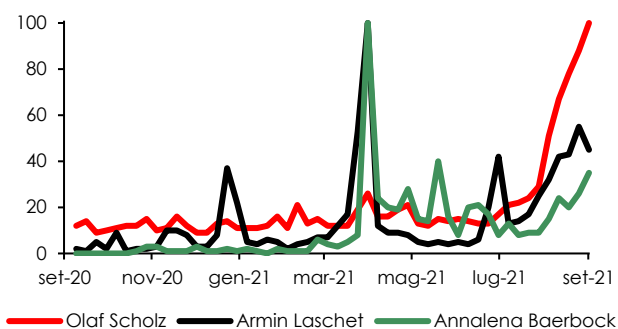
Economista - Area euro

## Il punto

In **Germania** le elezioni di **domenica 26** consegneranno un quadro politico frammentato. La competizione per il posto di Cancelliere sarà fra Armin Laschet, leader dei cristiano-democratici della CDU/CSU, e Olaf Scholz, leader dei socialdemocratici della SPD, attualmente in vantaggio nei sondaggi

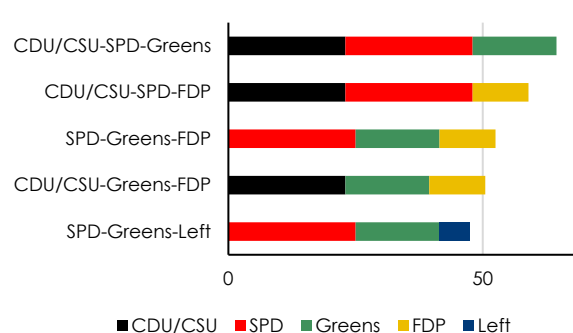
- In **Germania** le elezioni di domenica consegneranno un quadro politico frammentato, caratterizzato da una maggiore vicinanza fra i tre principali partiti. La competizione per il posto di Cancelliere sarà fra Armin Laschet, leader dei cristiano-democratici della CDU/CSU e Olaf Scholz, leader dei socialdemocratici della SPD, mentre Annalena Baerbock, leader dei Verdi, e i segretari degli altri partiti in lizza (AfD, FDP, Sinistra) appaiono fuori dai giochi. In questo contesto, i sondaggi indicano la coalizione Verdi-SPD come la preferita dagli elettori, anche se da sole le due forze politiche non riuscirebbero a raggiungere la maggioranza parlamentare, forse neppure con l'apporto della Sinistra (Fig. 2).
- **Con molta probabilità il nuovo Governo nascerà da un accordo fra SPD, CDU/CSU e Verdi; meno probabili ma comunque plausibili la coalizione "semaforo" (SPD, Verdi e liberali di FDP) e un'alleanza SPD-CDU/CSU-FDP; un'alleanza formata da CDU/CSU, Verdi e liberali ("Giamaica"), invece, potrebbe non raggiungere una maggioranza parlamentare solida.** La formazione dell'esecutivo potrebbe richiedere più tempo del previsto per la difficoltà di raggiungere un compromesso fra le tre forze politiche. Le parti dovranno superare non poche differenze, in particolare per quanto riguarda (1) le scelte di politica industriale e di politica climatica, (2) il consentire o meno un aumento del deficit per finanziare la spesa per investimenti e (3) la riforma del *welfare state*. Tuttavia, difficilmente le negoziazioni per la formazione dell'esecutivo si protrarranno più a lungo dei quasi sei mesi impiegati nel 2017: la creazione di una nuova coalizione potrebbe quindi giungere durante l'autunno. A ricoprire il ruolo di cancelliere potrebbe essere l'attuale ministro delle finanze Olaf Scholz: il leader dei socialdemocratici è infatti in lieve vantaggio per la guida dell'esecutivo, anche se il margine di incertezza nei sondaggi è elevato.
- L'ipotesi di una coalizione guidata dal centrosinistra comporterebbe un approccio nella gestione della politica fiscale moderatamente più espansivo rispetto a quello espresso da precedenti Grandi Coalizioni. L'entrata dei Verdi nell'esecutivo potrebbe inoltre portare ad un maggiore impegno sulle tematiche ambientali e sull'implementazione di investimenti pubblici a favore della transizione energetica. È comunque probabile che le proposte più radicali siano drasticamente smorzate in un programma di coalizione. Riteniamo quindi improbabili modifiche alle regole costituzionali di bilancio (anche perché richiederebbero una maggioranza parlamentare difficilmente conseguibile), così come potrebbero risultare ridimensionate le proposte sugli investimenti dei Verdi, mentre la presenza della CDU, o dei liberali, al Governo dovrebbe impedire un inasprimento della tassazione.

**Fig. 1 – Interesse per i principali leader politici (100=massimo relativo)**



Fonte: Weekly Google trends

**Fig. 2 – Ipotesi di coalizioni di governo**



Nota: somma delle percentuali di voto per i singoli partiti (media dei sondaggi più recenti). Fonte: elaborazioni ISP su dati Wahlrecht.de

**FOMC: tempo di svolte.** La riunione di settembre ha aperto la strada a un inizio del *tapering* in tempi ravvicinati, forse già a novembre, ha segnalato un probabile rialzo dei tassi già nel 2022, seguito da un ritmo dei rialzi dei tassi più serrato successivamente. Il Comitato appare preoccupato per le strozzature all'offerta a fronte di una domanda sempre forte, con ricadute sui prezzi, probabilmente più durature del previsto. Il messaggio è che lo stimolo monetario deve essere ridimensionato in una fase prolungata di eccesso di domanda.

- La **riunione del FOMC conclusa il 22 settembre ha preparato la svolta della politica monetaria**, segnalando tempi strettissimi per l'inizio del *tapering* e aprendo la strada a un possibile rialzo dei tassi a fine 2022. Il Comitato risponde alla persistenza di strozzature all'offerta e al rischio di un mancato rientro delle pressioni inflazionistiche. La comunicazione delle modifiche in arrivo per la politica monetaria è avvenuta attraverso il comunicato stampa per quanto riguarda gli acquisti, e attraverso le proiezioni economiche per quanto riguarda i tassi. La conferenza stampa di Powell ha chiarito il messaggio complessivo del Comitato e fornito interpretazione e dettagli.
- Il comunicato è poco variato rispetto a luglio. La valutazione dello scenario macro resta positiva, pur riconoscendo l'effetto del recente rialzo dei contagi sui servizi, con l'inflazione ora definita "elevata". La modifica rilevante riguarda il *tapering*: "se il progresso continuerà in larga misura come atteso, il Comitato ritiene che una moderazione nel ritmo di acquisti di titoli potrà essere giustificato presto".
- Powell ha indicato che il **programma di riduzione degli acquisti verrà annunciato a novembre**, e che lo scopo della nuova formulazione del comunicato è avvertire che il *tapering* "potrebbe avvenire già alla prossima riunione". L'obiettivo del Comitato è adottare un sentiero di acquisti tale da portare alla **conclusione del programma entro metà 2022**. Da questa affermazione si ricava che il ritmo degli acquisti potrebbe essere ridotto di 15 mld al mese (10 per i Treasury e 5 per MBS), iniziando a novembre o al massimo a dicembre. Powell ha anche detto che questa volta il *tapering* potrà essere più rapido e breve rispetto al 2013, perché l'economia è in una fase di ripresa molto più avanzata rispetto al ciclo precedente.
- Il Presidente ha ribadito che, come noto, la condizione sull'inflazione richiesta per il *tapering* è già più che raggiunta. Per quanto riguarda quella sulla massima occupazione, a suo avviso è "praticamente soddisfatta", e per molti suoi colleghi è già soddisfatta. A una domanda che chiedeva che genere di informazioni ci vorranno per iniziare il *tapering*, Powell ha risposto dicendo che basterebbe un *employment report* di settembre "discreto" e non ci sarà bisogno di una variazione di occupati particolarmente forte. Pertanto, a nostro avviso due condizioni devono essere realizzate per l'inizio del *tapering* a novembre: 1) un aumento di occupati circa in linea con quello di agosto (intorno a 200-300 mila nuovi posti) e 2) una soluzione favorevole riguardo alla sospensione del limite del debito, attualmente oggetto di scontri fra Democratici e Repubblicani, con possibili ricadute drammatiche in caso di mancato accordo. Infatti, Powell ha affermato che il *tapering* potrebbe iniziare a novembre "se la situazione complessiva è appropriata" per la svolta.
- Powell ha ribadito che la tempistica e il ritmo del *tapering* "non intendono dare un segnale diretto riguardo ai tempi della svolta dei tassi", soggetta a un insieme di condizioni più stringenti. Il sentiero dei tassi anche dopo la svolta resterà graduale, e coerente con il mantenimento di condizioni monetarie accomodanti.
- Il **grafico a punti parla da solo**. La mediana per il 2022 vede un rialzo (con 9 punti fermi, 6 punti con un rialzo e 3 con 2 rialzi), grazie allo spostamento di 2 punti rispetto a giugno. Per il 2023 la mediana segnala 3 rialzi, con i punti dispersi nella parte bassa della distribuzione, 6 membri che vedono 4 rialzi e 3 membri che ne vedono 6. Il sentiero previsto, con un rialzo nel 2022, 3 nel 2023 e 4 nel 2024, porta i tassi attesi a 1,75-2% alla fine dell'orizzonte previsivo. Il tasso di più lungo termine rimane invariato a 2,5%.
- Il **nuovo posizionamento dei punti del grafico è ricollegabile all'aspettativa di inflazione più alta, più a lungo**, rispetto a quanto atteso a giugno: l'inflazione core è prevista a 3,7% nel 2021 (da 3%) in calo a 2,3% nel 2022, al 2,2% nel 2023 e al 2,1% nel 2024. Powell nella

**Tapering: inizio possibile già a novembre, fine entro metà 2022**

**Grafico a punti: spostamento verso l'alto, probabile svolta dei tassi nel 2022**

conferenza stampa ha dato peso all'andamento dell'inflazione e sottolineato i **rischi collegati alla persistenza delle strozzature all'offerta**, che potrebbero durare più di quanto atteso. In caso di mancato rientro delle pressioni inflazionistiche, secondo Powell la Fed non esiterebbe a reagire come appropriato, anche con l'obiettivo di ancorare le aspettative. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, Powell ha riconosciuto che ora è sotto pressione, con un chiaro eccesso di domanda, pur in presenza di un elevato grado di risorse inutilizzate. Gran parte del Comitato ritiene che questa sia una situazione transitoria e prevede un movimento verso la piena occupazione nel corso del 2022. In caso di duratura divergenza fra gli obiettivi (inflazione persistentemente elevata e massima occupazione non ancora raggiunta) Powell ha affermato che la Fed seguirebbe un "approccio bilanciato", valutando la distanza dai due obiettivi e i tempi previsti per gli aggiustamenti. A suo avviso la fase attuale non richiede di fare ora una scelta fra i due obiettivi, perché l'economia si sta ancora assestando nella fase post-pandemica.

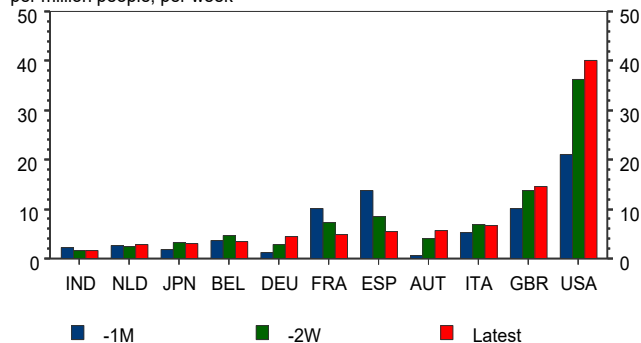
- In conclusione, la riunione di settembre ha confermato le aspettative di inizio del *tapering* entro breve e ha abbassato l'asticella per la svolta dei tassi, segnalando che una parte consistente del Comitato ritiene probabile un rialzo (o anche due) l'anno prossimo e un ritmo di rialzi fra 3 e 4 negli anni successivi, mantenendo ancora la politica monetaria espansiva (tassi al di sotto del livello di lungo termine) alla fine del 2024, pur in presenza di un'economia circa in equilibrio, con la crescita al potenziale, la disoccupazione sotto il livello di lungo termine e l'inflazione marginalmente sopra il 2% (al 2,1%). I **verbali** in uscita fra tre settimane forniranno probabilmente i tasselli mancanti oggi riguardo a diversi dettagli del programma di riduzione degli acquisti e alla distribuzione del consenso riguardo alle condizioni richieste per la svolta sui tassi.

- **La nostra previsione è di inizio del *tapering* probabilmente a novembre, con conclusione a giugno 2022, primo rialzo dei tassi a fine 2022, seguito da 2 rialzi nel 2023 e 3 rialzi nel 2024.** Pur riconoscendo che i rischi dalle strozzature all'offerta e dalle conseguenti pressioni sui prezzi sono verso l'alto, **manteniamo una previsione cauta sul sentiero dei tassi**, alla luce dell'enorme grado di incertezza che circonda lo scenario per i prossimi anni, con possibilità di recrudescenza della pandemia e di persistente lentezza nel miglioramento del quadro sanitario globale, con ricadute economiche e sociali difficilmente prevedibili oggi. I rischi alla nostra previsione sono verso l'alto sul 2023-24, mentre per il 2022 sono bilanciati.

## Monitor dell'impatto COVID

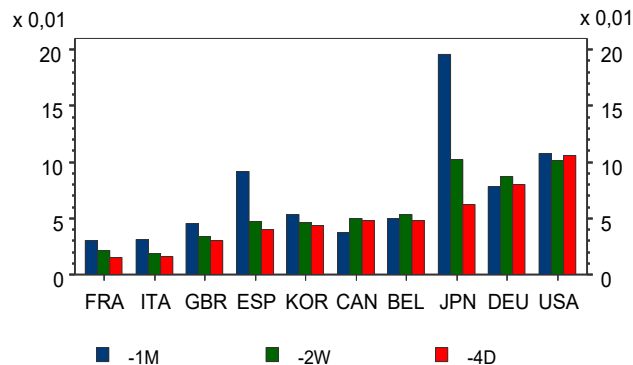
### Mortalità da COVID-19

per million people, per week



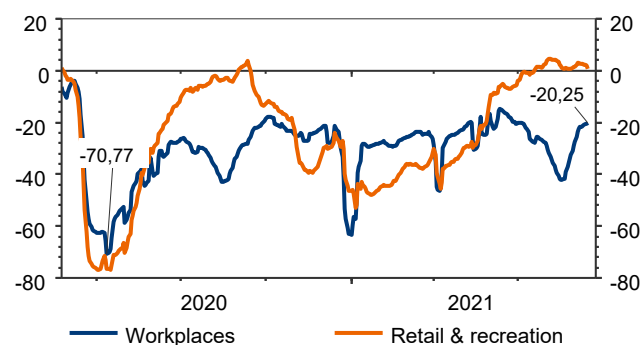
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



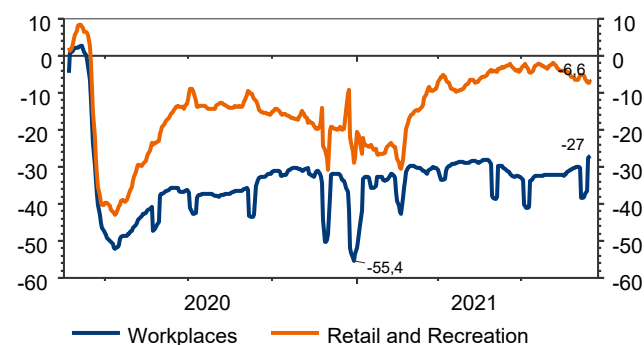
Fonte: OurWorldInData

### Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



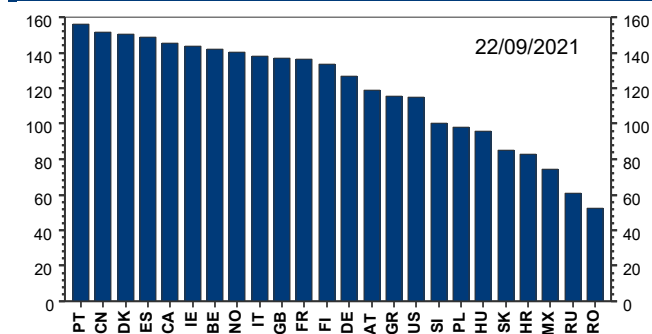
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



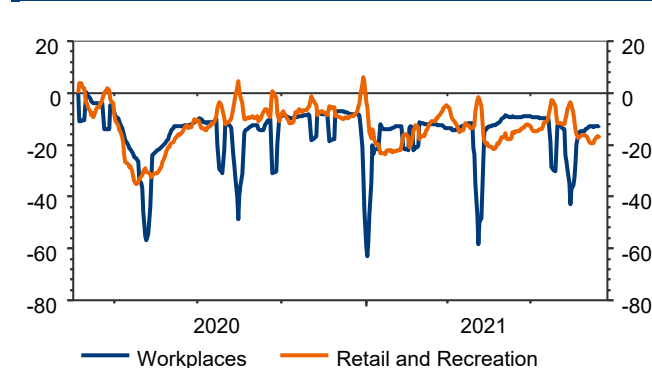
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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

Nell'**area euro** il focus della settimana sarà sulle prime stime relative ai prezzi al consumo di settembre, che dovrebbero evidenziare un incremento dell'inflazione in Germania, Francia, Italia e nel complesso dell'Eurozona, ancora trainata dal rincaro dell'energia. Le indagini di fiducia della Commissione Europea di settembre dovrebbero confermare come la ripresa stia entrando in una fase di decelerazione, mentre in Francia l'indagine INSEE potrebbe riportare un miglioramento del morale dei consumatori. I dati sul mercato del lavoro dovrebbero evidenziare una stabilizzazione del tasso di disoccupazione in Italia e nell'eurozona ad agosto, e un incremento in Germania a settembre. In Francia i consumi di beni dovrebbero tornare a crescere a luglio.

La settimana avrà diversi dati di rilievo in pubblicazione negli **Stati Uniti**. Fra i dati di settembre, l'ISM manifatturiero dovrebbe confermare l'espansione del settore, pur frenata da prezzi elevati e strozzature dal lato dell'offerta; le indagini di fiducia dei consumatori sono previste ancora su livelli compressi dai timori per il rialzo dell'inflazione. Per agosto, gli ordini di beni durevoli sono attesi in rialzo generalizzato, con segnali favorevoli per gli investimenti fissi del 3° trimestre. La spesa personale dovrebbe essere in solido aumento ad agosto, pur con revisioni verso il basso per i mesi precedenti, e il reddito personale dovrebbe registrare un modesto incremento. Sul fronte dell'inflazione, il deflatore core dovrebbe confermare il recente rallentamento della crescita dei prezzi, con indicazioni di rientro solo parziale delle pressioni inflazionistiche.

### Lunedì 27 settembre

#### Area euro

- **Area euro.** La crescita di **M3** dovrebbe accelerare temporaneamente a 7,8% da 7,6% ad agosto, prima di tornare a rallentare nei prossimi mesi. Il dato dovrebbe essere sostenuto da un confronto favorevole con lo scorso agosto. Come nei mesi precedenti dovrebbe essere il credito al settore pubblico, supportato dagli acquisti dell'Eurosistema, a fornire il principale contributo, ma anche l'apporto dei prestiti ai privati dovrebbe confermarsi positivo.
- **Italia.** Il Governo è atteso presentare la **Nota di Aggiornamento del DEF**, che, secondo indiscrezioni, potrebbe aggiornare attorno al 6% la stima sulla crescita del PIL quest'anno (dal 4,5% del DEF di aprile), e rivedere sotto il 10% il target sul deficit 2021 (da un precedente 11,8%). Il maggiore interesse sarà sui nuovi obiettivi su indebitamento e debito per il 2022.

#### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** ad agosto sono previsti in rialzo di 0,7% m/m; **al netto dei trasporti** gli ordini dovrebbero aumentare di 0,4% m/m. Per il settore dei trasporti, i dati di agosto dovrebbero registrare una crescita sostenuta nel comparto dell'aeronautica civile, pur a fronte di ritardi nelle consegne. Anche nel comparto auto i produttori hanno riportato incrementi degli ordinativi che dovrebbero emergere nei dati di agosto. Le indagini delle imprese danno indicazioni sempre espansive dal lato della domanda, anche se permangono le strozzature all'offerta che rallentano la dinamica delle consegne e alimentano la crescita degli ordini inevasi. I segnali relativi agli ordini e alle consegne di beni capitali dovrebbero essere espansivi anche ad agosto e dare supporto alla crescita solida degli investimenti fissi non residenziali nel 3° trimestre.

### Martedì 28 settembre

#### Area euro

- **Francia.** L'indice INSEE di **fiducia dei consumatori**, dopo due rilevazioni mensili negative consecutive a luglio (100) e agosto (99), a settembre è atteso tornare a 101 punti (al di sopra della media di lungo periodo). Sul morale delle famiglie dovrebbe influire positivamente la significativa riduzione dei contagi da variante Delta, che hanno interessato la Francia in misura più ampia rispetto ad altri Paesi europei proprio durante il periodo estivo. Nonostante

permangano le restrizioni connesse all'utilizzo del green pass, ci attendiamo un complessivo miglioramento delle opinioni, in particolare riguardo alle intenzioni di acquisto e agli standard di vita.

### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a settembre dovrebbe stabilizzarsi a 113,2 da 113,8 di agosto. La lettura preliminare della fiducia dell'Univ. of Michigan di settembre ha registrato una modesta ripresa, ma l'indice di ottimismo economico IBD/TIPP in questo mese è calato sui minimi di un anno fa, sulla scia di correzioni per le condizioni correnti e le aspettative, in larga misura ancora influenzate dai timori per il rialzo dell'inflazione. Lo scenario dei consumi di beni durevoli potrebbe essere influenzato negativamente dalle preoccupazioni per i rialzi dei prezzi e dalla scarsità di offerta in alcuni comparti (in particolare, auto).

### Mercoledì 29 settembre

#### Area euro

- **Area euro.** Le **indagini della Commissione Europea** di settembre dovrebbero confermare quanto emerso da PMI e indagini nazionali la scorsa settimana, ovvero che la ripresa è in fase di moderazione dopo il picco toccato nei mesi centrali dell'anno. Prevediamo quindi una correzione dell'indice composito **ESI** a 115,6 da 117,5 precedente. Il morale nell'**industria** dovrebbe calare a 12,6 da 13,7, ancora penalizzato da strozzature all'offerta che non accennano a ridimensionarsi. L'indice relativo ai **servizi** dovrebbe invece portarsi a 16,4 da 16,8 di agosto, su livelli ampiamente espansivi ma coerenti con una fisiologica decelerazione dell'espansione nel settore una volta superati i mesi in cui l'effetto delle riaperture è risultato massimo. La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare il miglioramento a -4 da -5,3 precedente rilevato dalla lettura *flash*.

### Giovedì 30 settembre

#### Area euro

- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** è visto stabile al 7,6% ad agosto. Le indagini congiunturali offrono segnali incoraggianti per la ripresa delle assunzioni durante i mesi estivi, a fronte di indicazioni aneddotiche sulle difficoltà nel reperire manodopera in alcuni settori. Stimiamo un proseguimento del percorso di graduale calo del tasso dei senza-lavoro nei prossimi trimestri. In un contesto di ripresa economica ancora solida, l'impatto della progressiva rimozione degli schemi governativi di supporto potrebbe risultare complessivamente contenuto.
- **Germania.** La stima *flash* dai *Länder* dovrebbe indicare che a settembre i **prezzi al consumo** hanno registrato una stagnazione sull'indice domestico, mentre sono scesi di un decimo sull'armonizzato. La tendenza annua è attesa salire al 4,1% sull'indice nazionale e al 3,7% sull'armonizzato UE. Stimiamo una media 2021 al 2,9% (2,7% sull'armonizzato) e una moderazione al 2,2% il prossimo anno. I rischi sulla previsione sono verso l'alto.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso salire di un decimo in settembre, al 5,6%. Le indagini PMI hanno mostrato un lieve calo nelle intenzioni di assunzione sia nell'industria che nei servizi, cui potrebbe aggiungersi un calo degli inattivi. Riteniamo che il ritorno ai livelli pre-crisi possa arrivare prima di quanto previsto, nel terzo trimestre del 2022.
- **Francia.** La stima *flash* dell'**inflazione** di settembre è attesa accelerare sia sull'indice nazionale, al 2,2% dall'1,9% di agosto, che sull'armonizzato, al 2,8% dal 2,4% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero calare di un decimo sulla misura nazionale e due decimi sull'indice armonizzato UE. Il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,6% sull'indice nazionale e 2% sull'armonizzato.



- **Francia.** La **spesa per consumi**, dopo la correzione di luglio (-2,2%), ad agosto è attesa riprendere il percorso di crescita avviato ad aprile (nostra stima: +1,2% m/m), per poi accelerare nel periodo autunnale. I consumi privati dovrebbero infatti risultare trainanti per la crescita del PIL nel terzo e quarto trimestre. Un apporto positivo dovrebbe giungere, in particolare, dal settore dell'abbigliamento, dopo il -7,9% di luglio, a fronte di un possibile ulteriore calo nel settore auto. Permangono rischi verso il basso, connessi alla crescita dei prezzi che sta interessando in particolare i beni manifatturieri.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa salire al 2,4% a/a a settembre (dal 2% ad agosto) sull'indice nazionale, e restare stabile al 2,5% a/a sulla misura armonizzata UE. Nel mese i prezzi sono visti in calo di tre decimi sul NIC (spinti dai ribassi stagionali nei trasporti e nelle spese per il tempo libero) e in aumento di 0,9% m/m sull'IPCA (che risente del rientro dei saldi estivi). L'inflazione di fondo è attesa anch'essa in aumento, a 1% a/a da 0,6% precedente (sarebbe un massimo da oltre 4 anni). A ottobre, il rincaro delle tariffe (sia pur calmierato dal Governo) potrebbe spingere ulteriormente al rialzo l'inflazione annua (almeno sul NIC).
- **Italia.** Gli **occupati** potrebbero tornare a crescere ad agosto dopo il lieve calo di luglio, spinti soprattutto dai contratti temporanei. Tuttavia, la risalita delle forze di lavoro potrebbe compensare la crescita degli occupati, determinando una stabilità del tasso di **disoccupazione** (al 9,3%). In ogni caso, il rafforzarsi della ripresa sta cominciando a riflettersi in un miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, atteso continuare nei prossimi mesi.

#### Stati Uniti

- La stima finale del **PIL del 2° trimestre** dovrebbe confermare la crescita di 6,6% t/t ann. rilevata con la seconda lettura.

### Venerdì 1° ottobre

#### Area euro

- **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI manifatturieri** di settembre dovrebbero confermare la flessione emersa dalle letture preliminari in Germania (58,5 da 62,6), Francia (55,2 da 57,5) e nel complesso dell'Eurozona (58,7 da 61,4). In **Italia** l'indice PMI manifatturiero è visto calare a 60,1 da 60,9 di agosto: anche l'industria italiana dovrebbe aver risentito dei vincoli all'offerta che frenano il recupero dell'attività produttiva.
- **Area euro.** La **stima flash** di settembre dovrebbe indicare un'**inflazione** a 3,2% a/a, dopo il 3% registrato ad agosto. L'accelerazione sarebbe ancora guidata dai rialzi della componente energia (16,8% a/a), per via dei rincari di carburanti e gas, a cui si assocerebbe un indice core invariato a 1,6% a/a. Sul mese, i prezzi sono attesi in crescita di tre decimi, in parte per via del rientro dei saldi estivi. In prospettiva, i prezzi dovrebbero toccare il picco della crescita in ottobre, quando pressioni al rialzo arriveranno dall'aumento delle tariffe energetiche. In sintesi, l'indice generale è atteso al 2,2% in media d'anno nel 2021, per moderare all'1,9% nel 2022.

#### Stati Uniti

- La **spesa personale** ad agosto è prevista in rialzo di 0,6% m/m, alla luce dei dati positivi delle vendite al dettaglio, e dovrebbe registrare un incremento solido nel comparto dei beni, a fronte di un indebolimento della dinamica dei servizi. La variazione di luglio dovrebbe essere rivista verso il basso da 0,3% m/m sulla scia della revisione vista con le vendite al dettaglio. Il **reddito personale** è atteso in crescita di 0,2% m/m, con un ridimensionamento dei trasferimenti causato dalla riduzione dei sussidi di disoccupazione, ma con un contributo positivo dall'aumento del credito d'imposta per i figli. Il reddito da lavoro dovrebbe proseguire su un trend solido, spinto dall'aumento visto con gli indici delle ore lavorate (0,2% m/m) e dei salari orari (0,8% m/m). Il **deflatore dei consumi** è previsto in aumento di 0,2% m/m (4,1% a/a), con il **deflatore core** in rialzo di 0,2% m/m (3,6% a/a). Sia i prezzi dei beni core sia quelli dei servizi dovrebbero essere in rallentamento e confermare che il picco dell'inflazione



è alle spalle. Le strozzature all'offerta nel settore dei beni e possibili rialzi nei comparti di sanità e abitazione riteniamo manterranno però pressioni verso l'alto che potrebbero limitare il sentiero di rientro dell'inflazione nei prossimi trimestri.

- L'**ISM manifatturiero** a settembre è atteso in modesto calo a 59,6 da 59,9 di agosto. L'indagine dovrebbe confermare l'espansione del settore, nonostante i freni dal lato dell'offerta e le difficoltà a soddisfare gli ordini in solida espansione. Le indicazioni dal lato della domanda dovrebbero rimanere solide, con segnali favorevoli da parte delle imprese che dovrebbero anche continuare a riportare strozzature all'offerta e pressioni verso l'alto sui prezzi.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a settembre (finale) dovrebbe confermare il livello della stima preliminare, stabilizzandosi a 71,2, con aspettative di inflazione a 2,9% sull'orizzonte a 5-10 anni.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (27 settembre – 1° ottobre)

| Data     | Ora   | Paese | Dato                                       | *  | Periodo | Precedente   | Consenso | Intesa Sanpaolo |
|----------|-------|-------|--------------------------------------------|----|---------|--------------|----------|-----------------|
| Lun 27/9 | 10:00 | ITA   | Bilancia commerciale (non-UE)              |    | ago     | 6.9 Mld €    |          |                 |
|          | 10:00 | EUR   | M3 dest. a/a                               | *  | ago     | 7.6 %        | 7.8      | 7.8             |
|          | 14:30 | USA   | Ordinativi, beni durevoli m/m prelim       | *  | ago     | -0.1 %       | 0.6      | 0.7             |
|          | 14:30 | USA   | Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim   | *  | ago     | 0.8 %        | 0.4      | 0.4             |
| Mar 28/9 | 08:00 | GER   | Fiducia consumatori                        |    | ott     | -1.2         |          |                 |
|          | 08:45 | FRA   | Fiducia consumatori                        |    | set     | 99           |          | 101             |
|          | 14:30 | USA   | Bilancia commerciale dei beni prelim       |    | ago     | -86.4 Mld \$ |          |                 |
|          | 15:00 | USA   | C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a |    | lug     | 19.1 %       |          |                 |
|          | 15:00 | USA   | Indice dei prezzi delle case m/m           |    | lug     | 1.6 %        |          |                 |
|          | 16:00 | USA   | Fiducia consumatori (CB)                   | *  | set     | 113.8        | 114.5    | 113.2           |
|          |       |       |                                            |    |         |              |          |                 |
| Mer 29/9 | 09:00 | SPA   | IPCA a/a prelim                            |    | set     | 3.3 %        |          |                 |
|          | 10:00 | ITA   | PPI a/a                                    |    | ago     | 10.4 %       |          |                 |
|          | 10:00 | ITA   | PPI m/m                                    |    | ago     | 2.1 %        |          |                 |
|          | 10:30 | GB    | Credito al consumo                         |    | ago     | -0.042 Mld £ |          |                 |
|          | 11:00 | EUR   | Indice di fiducia economica                | ** | set     | 117.5        | 115.0    | 115.6           |
|          | 11:00 | EUR   | Fiducia servizi                            |    | set     | 16.8         |          | 16.4            |
|          | 11:00 | EUR   | Fiducia consumatori finale                 |    | set     | prel -4.0    |          | -4.0            |
|          | 11:00 | EUR   | Fiducia industria                          |    | set     | 13.7         |          | 12.6            |
| Gio 30/9 | 01:50 | GIA   | Vendite al dettaglio a/a                   |    | ago     | 2.4 %        | -1.0     |                 |
|          | 01:50 | GIA   | Produzione industriale m/m prelim          |    | ago     | -1.5 %       | -0.5     |                 |
|          | 03:00 | CN    | PMI non manifatturiero - NBS               |    | set     | 47.5         |          |                 |
|          | 03:00 | CN    | PMI manifatturiero - NBS                   | *  | set     | 50.1         |          |                 |
|          | 03:00 | CN    | PMI composito - Caixin                     |    | set     | 48.9         |          |                 |
|          | 03:45 | CN    | PMI manifatturiero - Caixin                | *  | set     | 49.2         |          |                 |
|          | 08:00 | GER   | Prezzi import a/a                          |    | ago     | 15.0 %       |          |                 |
|          | 08:45 | FRA   | Spese per consumi m/m                      | ** | ago     | -2.2 %       |          | 1.2             |
|          | 08:45 | FRA   | IPCA a/a prelim                            | *  | set     | 2.4 %        |          | 2.8             |
|          | 09:55 | GER   | Variazione n° disoccupati                  | *  | set     | -53 x1000    |          |                 |
|          | 09:55 | GER   | Tasso di disoccupazione                    |    | set     | 5.5 %        | 5.4      | 5.6             |
|          | 10:00 | ITA   | Tasso di disoccupazione mensile            | *  | ago     | 9.3 %        |          | 9.3             |
|          | 10:30 | GB    | PIL t/t finale                             |    | T2      | prel 4.8 %   |          |                 |
|          | 11:00 | ITA   | Prezzi al consumo a/a prelim               | *  | set     | 2.0 %        |          | 2.4             |
|          | 11:00 | ITA   | Prezzi al consumo m/m prelim               | ** | set     | 0.4 %        |          | -0.3            |
|          | 11:00 | ITA   | IPCA a/a prelim                            | *  | set     | 2.5 %        |          | 2.5             |
|          | 11:00 | ITA   | IPCA m/m prelim                            | ** | set     | 0.2 %        |          | 0.9             |
|          | 11:00 | EUR   | Tasso di disoccupazione                    | *  | ago     | 7.6 %        | 7.5      | 7.6             |
|          | 14:00 | GER   | IPCA a/a prelim                            | *  | set     | 3.4 %        | 3.6      | 3.7             |
|          | 14:00 | GER   | IPCA m/m prelim                            | ** | set     | 0.1 %        |          | -0.1            |
|          | 14:00 | GER   | CPI (Lander) a/a prelim                    | *  | set     | 3.9 %        | 4.1      | 4.1             |
|          | 14:00 | GER   | CPI (Lander) m/m prelim                    | ** | set     | 0.0 %        |          | 0.0             |
|          | 14:30 | USA   | Richieste di sussidio                      | *  | settim  | 351 x1000    |          |                 |
|          | 14:30 | USA   | Sussidi di disoccupazione esistenti        | *  | settim  | 2.845 Mln    |          |                 |
|          | 14:30 | USA   | Deflatore consumi core t/t finale          |    | T2      | prel 6.1 %   |          |                 |
|          | 14:30 | USA   | PIL t/t ann. finale                        |    | T2      | prel 6.6 %   | 6.6      | 6.6             |
|          | 14:30 | USA   | PIL, deflatore t/t ann. finale             |    | T2      | prel 6.2 %   |          |                 |
|          | 15:45 | USA   | PMI (Chicago)                              | *  | set     | 66.8         | 66.7     |                 |

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 dei dati macroeconomici (27 settembre – 1° ottobre)

| Data | Ora  | Paese | Dato                                      | *  | Periodo | Precedente | Consenso | Intesa Sanpaolo |
|------|------|-------|-------------------------------------------|----|---------|------------|----------|-----------------|
| Ven  | 1/10 | GIA   | Tasso di disoccupazione                   |    | ago     | 2.8        | %        | 2.9             |
|      |      | GIA   | Job to applicant ratio                    |    | ago     | 1.2        |          | 1.1             |
|      |      | GIA   | Tankan, grandi imprese non manifatt.      | ** | T3      | 1.0        |          | 0.0             |
|      |      | GIA   | Tankan, grandi imprese manifatturiere     | ** | T3      | 14.0       |          | 13.0            |
|      |      | GIA   | PMI manifatturiero finale                 |    | set     | prel 51.2  |          |                 |
|      |      | GIA   | Fiducia delle famiglie                    |    | set     | 36.7       |          |                 |
|      |      | GER   | Vendite al dettaglio m/m                  | *  | ago     | -5.1       | %        | 1.3             |
|      |      | GER   | Vendite al dettaglio a/a                  |    | ago     | -0.3       | %        |                 |
|      |      | ITA   | PMI manifatturiero                        | *  | set     | 60.9       |          | 60.1            |
|      |      | FRA   | PMI manifatturiero finale                 |    | set     | prel 55.2  |          | 55.2            |
|      |      | GER   | PMI manifatturiero finale                 | *  | set     | prel 58.5  |          | 58.5            |
|      |      | EUR   | PMI manifatturiero finale                 | *  | set     | prel 58.7  |          | 58.7            |
|      |      | GB    | PMI manifatturiero finale                 | *  | set     | 56.3       |          |                 |
|      |      | EUR   | CPI a/a stima flash                       | ** | set     | 3.0        | %        | 3.2             |
|      |      | EUR   | CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash | *  | set     | 1.6        | %        | 1.6             |
|      |      | USA   | Deflatore consumi (core) m/m              | *  | ago     | 0.3        | %        | 0.2             |
|      |      | USA   | Spesa per consumi (nominale) m/m          | *  | ago     | 0.3        | %        | 0.6             |
|      |      | USA   | Deflatore consumi (core) a/a              | *  | ago     | 3.6        | %        | 3.6             |
|      |      | USA   | Deflatore consumi a/a                     | *  | ago     | 4.2        | %        | 4.1             |
|      |      | USA   | Redditi delle famiglie m/m                |    | ago     | 1.1        | %        | 0.2             |
|      |      | USA   | Markit PMI Manif. finale                  |    | set     | 60.5       |          |                 |
|      |      | USA   | Fiducia famiglie (Michigan) finale        |    | set     | prel 71.0  |          | 71.2            |
|      |      | USA   | Indice ISM manifatturiero                 | ** | set     | 59.9       | 59.9     | 59.6            |
|      |      | USA   | Spesa in costruzioni                      |    | ago     | 0.3        | %        |                 |

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 degli eventi (26 settembre – 1° ottobre)

| Data | Ora  | Paese                                                     | * Evento                                                                                        |
|------|------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Dom  | 26/9 | GER                                                       | * Elezioni federali per il rinnovo del Bundestag                                                |
| Lun  | 27/9 | 13:45                                                     | EUR * Audizione di Lagarde (BCE) al Parlamento Europeo                                          |
|      |      | 14:00                                                     | USA Discorso di Evans (Fed)                                                                     |
|      |      | 18:00                                                     | USA Discorso di Williams (Fed)                                                                  |
|      |      | 18:15                                                     | USA Discorso di Brainard (Fed)                                                                  |
|      |      | 20:00                                                     | GB * Discorso di Bailey (BoE)                                                                   |
|      |      | ITA * Il Governo presenta la Nota di Aggiornamento al DEF |                                                                                                 |
| Mar  | 28/9 | 01:50                                                     | GIA * BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di luglio                                   |
|      |      | 14:00                                                     | EUR * Intervento di apertura di Lagarde (BCE) al Forum annuale delle banche centrali            |
|      |      | 14:50                                                     | GB Discorso di L Mann (BoE)                                                                     |
|      |      | 15:00                                                     | USA Discorso di Evans (Fed)                                                                     |
|      |      | 16:00                                                     | USA * Audizione di Powell (Fed) e Yellen (Tesoro) alla commissione bancaria del Senato          |
|      |      | 21:00                                                     | USA Discorso di Bostic (Fed)                                                                    |
| Mer  | 29/9 | 01:00                                                     | USA Discorso di Bullard (Fed)                                                                   |
|      |      | 09:30                                                     | EUR Discorso di Visco (BCE)                                                                     |
|      |      | 17:45                                                     | EUR ** Discorsi di Bailey (BoE), Kuroda (BoJ), Lagarde (BCE), Powell (Fed) al Forum annuale BCE |
|      |      | 17:45                                                     | GB * Discorso di Bailey (BoE)                                                                   |
|      |      | 20:00                                                     | USA Discorso di Bostic (Fed)                                                                    |
| Gio  | 30/9 | 09:10                                                     | GIA * Discorso di Kuroda (BoJ)                                                                  |
|      |      | 16:00                                                     | USA Discorso di Williams (Fed)                                                                  |
|      |      | 17:00                                                     | USA Discorso di Bostic (Fed)                                                                    |
|      |      | 18:30                                                     | USA Discorso di Evans (Fed)                                                                     |
|      |      | 19:05                                                     | USA Discorso di Bullard (Fed)                                                                   |
|      |      | 21:30                                                     | USA Discorso di Harker (Fed)                                                                    |
| Ven  | 1/10 | 01:50                                                     | GIA * BoJ: Summary of Opinions della riunione di settembre                                      |
|      |      | 17:00                                                     | USA Discorso di Harker (Fed)                                                                    |
|      |      | 17:30                                                     | EUR Discorso di Schnabel (BCE)                                                                  |
|      |      | 19:00                                                     | USA Discorso di Mester (Fed)                                                                    |

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

| Dato                                 | Periodo | Precedente |          | Consenso | Effettivo |        |
|--------------------------------------|---------|------------|----------|----------|-----------|--------|
| Indice Mercato Immobiliare NAHB      | set     | 75         |          | 74       | 76        |        |
| Saldo partite correnti               | T2      | -189.4     | (-195.7) | Mld \$   | -191.0    | -190.3 |
| Licenze edilizie                     | ago     | 1.630      |          | Mln      | 1.600     | 1.728  |
| Nuovi cantieri residenziali          | ago     | 1.554      | (1.534)  | Mln      | 1.555     | 1.615  |
| Vendite di case esistenti (mln ann.) | ago     | 6.00       | (5.99)   | Mln      | 5.89      | 5.88   |
| Richieste di sussidio                | settim  | 335        | (332)    | x1000    | 320       | 351    |
| Sussidi di disoccupazione esistenti  | settim  | 2.714      | (2.665)  | Mln      | 2.650     | 2.845  |
| Markit PMI Composito prelim.         | set     | 55.4       |          |          |           | 54.5   |
| Markit PMI Manif. prelim.            | set     | 61.1       |          | 61.5     |           | 60.5   |
| Markit PMI Servizi prelim.           | set     | 55.1       |          | 55.0     |           | 54.4   |
| Indice anticipatore m/m              | ago     | 0.8        | (0.9)    | %        | 0.7       | 0.9    |
| Vendite di nuove case (mln ann.)     | ago     | 0.708      |          | Mln      | 0.714     |        |

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

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 18 settembre aumentano a 350 mila (+16 mila), mentre i sussidi statali esistenti nella settimana dell'11 settembre sono in rialzo a 2,845 mln (+131 mila). Il sorprendente rialzo dei sussidi è concentrato in California (+24 mila), che da inizio agosto ha registrato un andamento dei sussidi in controtendenza rispetto alla media nazionale. La California ha recuperato finora solo il 58% dei posti di lavoro persi nel 2020, contro il 74,5% della media nazionale.

Il **PMI manifatturiero** a settembre corregge a 60,5 da 61,2 di agosto, con indicazioni di continua espansione. I principali sotto-indici restano su livelli elevati, con variazioni moderate e segnali di crescita solida, ma frenata da problemi all'offerta e prezzi in rialzo. Gli indici di prezzo continuano a segnalare pressioni, con i prezzi pagati a 86,9 da 88,4 e quelli ricevuti a 55,2 da 56,7. Il **PMI dei servizi** cala a 54,4 da 55,2, con segnali deboli per l'occupazione a 49,9 da 50,8 e costanti pressioni sui prezzi. I dati sono in linea con la continua espansione rapida del manifatturiero, frenata però dai colli di bottiglia, e con il trend di rallentamento della crescita nei servizi, confermato anche dal calo dell'indice occupazione sotto la soglia di 50, in un contesto di generalizzate pressioni verso l'alto sui prezzi. Le informazioni puntano a un *employment report* probabilmente di nuovo piuttosto debole a settembre.

L'indice di **fiducia dell'associazione dei costruttori di case** NAHB rilevato a settembre ha segnato un modesto rialzo a 76 da 75 di agosto, con indicazioni di moderato miglioramento delle vendite e delle aspettative. Le **vendite di case esistenti** di agosto hanno registrato una contrazione a 5,88 mln (-2% m/m, -1,5% a/a) diffusa a tutte le aree geografiche. Le scorte di case invendute sono scese ancora (a 2,6 mesi da 3 mesi). I prezzi sono sempre in rialzo (14,9% a/a), ma a un ritmo inferiore rispetto ai mesi precedenti. Il mercato immobiliare residenziale rimane in una situazione di eccesso di domanda.

I **cantieri residenziali** di agosto hanno sorpreso verso l'alto, con un rialzo a 1,615 mln dopo l'ampio calo di luglio. I dati danno indicazioni miste, perché l'aumento aggregato è dovuto a un balzo della componente volatile delle unità multifamiliari, a fronte di un nuovo calo delle unità monofamiliari. Un segnale positivo per il settore dell'edilizia residenziale viene dalle licenze, in aumento per il 3° mese consecutivo, a 1,728 mln (massimo da aprile), spinte anche dagli effetti dell'uragano Ida.

**Giappone**

| Dato                            | Periodo | Precedente |   | Consenso | Effettivo |
|---------------------------------|---------|------------|---|----------|-----------|
| CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a | ago     | -0.2       | % | 0.0      | 0.0       |
| CPI (naz.) a/a                  | ago     | -0.3       | % |          | -0.4      |
| PMI manifatturiero prelim.      | set     | 52.7       |   |          | 51.2      |

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro**

| Paese | Dato                            | Periodo | Precedente |         | Consenso | Effettivo |
|-------|---------------------------------|---------|------------|---------|----------|-----------|
| BEL   | Indice ciclico BNB              | set     | 7.6        |         |          |           |
| EUR   | Fiducia consumatori flash       | set     | -5.3       |         | -5.8     | -4.0      |
| EUR   | PMI servizi prelim.             | set     | 59.0       |         | 58.5     | 56.3      |
| EUR   | PMI manifatturiero prelim.      | set     | 61.4       |         | 60.3     | 58.7      |
| EUR   | PMI composito prelim.           | set     | 59.0       |         | 58.5     | 56.1      |
| FRA   | Fiducia imprese manifatturiere  | set     | 110        |         | 109      | 106       |
| FRA   | PMI servizi prelim.             | set     | 56.3       |         | 56.0     | 56.0      |
| FRA   | PMI manifatturiero prelim.      | set     | 57.5       |         | 57.0     | 55.2      |
| GER   | PPI m/m                         | ago     | 1.9        | %       | 0.8      | 1.5       |
| GER   | PPI a/a                         | ago     | 10.4       | %       | 11.4     | 12.0      |
| GER   | PMI servizi prelim.             | set     | 60.8       |         | 60.2     | 56.0      |
| GER   | PMI manifatturiero prelim.      | set     | 62.6       |         | 61.5     | 58.5      |
| GER   | IFO                             | set     | 99.6       | {99.4}  | 98.9     | 98.8      |
| GER   | IFO (sit. corrente)             | set     | 101.4      |         | 101.8    | 100.4     |
| GER   | IFO (attese)                    | set     | 97.8       | {97.5}  | 96.5     | 97.3      |
| ITA   | Fatturato industriale a/a       | lug     | 28.5       | {28.4}  |          | 19.1      |
| ITA   | Fatturato industriale m/m       | lug     | 3.1        | %       |          | 0.9       |
| ITA   | Fiducia consumatori             | set     | 116.2      |         | 115.8    | 119.6     |
| ITA   | Indice di fiducia delle imprese | set     | 113.2      | {113.4} | 112.6    | 113.0     |
| SPA   | PIL t/t finale                  | T2      | 2.8        | %       | 2.8      | 1.1       |

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro.** Le indagini **PMI di settembre** hanno confermato come, dopo aver toccato un picco nei mesi centrali dell'anno, la ripresa dovrebbe essere in fase di rallentamento. L'indice composito è calato più del previsto a 56,1 da 59 con correzioni diffuse alla manifattura (58,7 da 61,4) e ai servizi (56,3 da 59). L'industria continua a risentire delle strozzature presenti lungo le filiere produttive e distributive globali, che ancora non accennano a riassorbirsi, mentre la ripresa nei servizi è entrata in fase di normalizzazione una volta superati i mesi in cui l'effetto delle riaperture sull'attività è stato particolarmente marcato. Le indagini segnalano inoltre un'accelerazione dei prezzi, pagati e ricevuti, confermando i rischi al rialzo per l'inflazione sul finale d'anno. Su base nazionale si registra un calo del morale sia in Francia che, soprattutto, in Germania, ma anche nel resto dell'Eurozona la ripresa dovrebbe aver perso slancio.

**Area euro.** L'**indice di fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di settembre ha registrato un inatteso miglioramento a -4,0 da -5,3 precedente, recuperando gran parte del terreno perduto tra luglio e agosto. Il morale delle famiglie, al di sopra dei livelli pre-COVID e della media di lungo periodo, è coerente con una dinamica ancora espansiva per le spese private anche se, con il rincaro dei prezzi energetici, i consumatori potrebbero farsi più cauti nei prossimi mesi.

**Germania.** L'**indice IFO** continua la sua discesa a settembre, a 98,8 da 99,6 di agosto. La valutazione sulla situazione corrente flette verso i valori di luglio, a 100,4 da 101,4 punti, restando tuttavia sopra la media di lungo periodo. Le attese per i prossimi mesi calano meno del previsto, a 97,3 da 97,8. La presenza di colli di bottiglia dal lato dell'offerta continua a penalizzare il settore manifatturiero, e i rincari dei prezzi del gas aggiungono preoccupazioni su produzione e inflazione. Lo spaccato settoriale dell'indagine rivela un peggioramento di morale nel

manifatturiero (20 da 24,2) nel commercio al dettaglio (2 da 3,1), ma un miglioramento nei servizi (19,1 da 17,8), un segnale che la variante Delta non sta minacciando la ripresa del settore. Nell'edilizia, il morale delle imprese rimane in crescita (10,9 da 8,1) e risulta trainante per l'indice sintetico. Le aziende tedesche lamentano, inoltre, la scarsità di beni intermedi e la crescente insufficienza di lavoro qualificato.

**Germania.** I **prezzi alla produzione** di agosto hanno mostrato una crescita del 12% a/a (1,5% m/m), massimo dal dicembre 1974 (12,4% a/a), ossia gli anni della prima crisi petrolifera.

**Francia.** L'indice INSEE di **fiducia delle imprese manifatturiere**, per il mese di settembre, ha registrato una correzione di 4 punti, portandosi a 106, dunque ancora in territorio espansivo. Il contributo maggiormente negativo è giunto dai settori più colpiti dagli *shortage* di forniture (materie prime e componentistica), cioè auto e macchinari. L'indice relativo a macchinari e attrezzature è passato infatti a 116 punti, da 120 ad agosto, mentre il morale nel settore auto ha registrato una discesa di 5 punti, a 89, ampiamente sotto la media di lungo periodo. L'**indice composito**, dopo due rilevazioni mensili consecutive negative, ha invece fatto registrare un progresso di 1 punto, portandosi a 111. L'unico apporto positivo al dato complessivo è giunto dai servizi (+1, a 110), sebbene anche nel settore delle costruzioni la survey abbia fornito indicazioni confortanti circa l'andamento futuro della domanda.

**Italia.** L'**indice di fiducia delle famiglie ha riportato un ampio rimbalzo a 119,6 a settembre, dopo che ad agosto era sceso a 116,2: l'indice raggiunge così un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni (1998)**. Tutte le principali componenti hanno registrato un miglioramento, particolarmente marcato per quanto riguarda la valutazione del clima corrente e la situazione economica nazionale. Anche le preoccupazioni relative alla disoccupazione sono calate (al livello più basso dallo scoppio della pandemia). **L'indice composito di fiducia delle imprese è invece diminuito, per il secondo mese consecutivo**, a 113,8 a settembre da 114,2 di agosto. Tuttavia, lo spaccato settoriale è misto: **il morale è migliorato nei servizi** (a 112,3 da 111,8), un massimo dal 2007, e nelle costruzioni (a 155,5 da 153,8): in quest'ultimo caso, si tratta della seconda lettura più alta mai rilevata dopo il record storico di 158,6 toccato lo scorso luglio. **La fiducia è invece diminuita leggermente nel manifatturiero e, in maggior misura, nel commercio al dettaglio.** L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è calato per il secondo mese di fila (anche se meno delle attese) a settembre, a 113 da un precedente 113,2. I giudizi sugli ordinativi sono risultati poco variati (anzi si nota un aumento delle commesse provenienti dal mercato interno), ma le imprese hanno riportato un minor ottimismo prospettico relativamente a produzione e ordini futuri. Le aspettative per l'economia e per l'occupazione sono tornate a salire dopo la flessione registrata nel mese precedente. **Le attese sui prezzi sono diminuite per il secondo mese consecutivo, rimanendo comunque su livelli storicamente molto elevati** (29,9 contro il massimo storico di 31,8 toccato in luglio). In sintesi, le indagini hanno offerto indicazioni miste, ma a nostro avviso gli aspetti positivi sono prevalenti. Infatti, **le preoccupazioni per la "quarta ondata" pandemica in corso non sembrano aver pesato sul morale delle famiglie né su quello delle aziende operanti nel settore dei servizi**. Sul fronte industriale stiamo assistendo a una **moderata decelerazione della ripresa** dopo i ritmi di crescita molto elevati visti nei mesi precedenti; **prosegue invece la fase di decisa espansione nelle costruzioni**.

**Italia.** A luglio il **fatturato industriale è cresciuto per il secondo mese consecutivo**: +0,9% m/m da +3,1% m/m precedente. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi il fatturato risulta in aumento del 19,1% dal 28,5% precedente; il dato tocca un **nuovo record dall'inizio della serie** (2000). Il dato congiunturale è sintesi di un incremento (+1,7% m/m) per il fatturato sul mercato interno mentre calano moderatamente, dopo quattro mesi di solidi rialzi, i ricavi dall'estero (-0,8% m/m). **Tra i principali raggruppamenti di industrie sono i beni strumentali (+4,8% m/m) e l'energia (+3,6% m/m) a trainare le vendite**, a fronte di flessioni registrate tra i beni di consumo (-0,9% m/m) e i beni intermedi (-1,2% m/m). A livello settoriale tutti i comparti risultano in espansione rispetto

allo scorso anno con i maggiori rialzi registrati per metallurgia, raffinazione e chimica e trasporti.

**Il dato di luglio** si unisce a quello registrato, nello stesso mese, per l'attività produttiva e **conferma un quadro di solida domanda per il settore.**

**Italia. A luglio, la produzione nelle costruzioni è calata di -1,9% m/m, dopo il +1,6% di giugno.** La crescita tendenziale e corretta per gli effetti di calendario è rallentata a 9,1% da 17% precedente, nel quadro di una graduale normalizzazione al venir meno del confronto con i mesi eccezionali del 2020. **Il calo di luglio lascia l'output in rotta per una correzione nel trimestre estivo** dopo il balzo visto nella prima metà dell'anno. Le costruzioni sono l'unico tra i principali settori ad aver già recuperato i livelli di attività pre-COVID (+12% rispetto a fine 2019), ma riteniamo possano avere ancora margini di crescita grazie agli **incentivi fiscali** e ai **programmi infrastrutturali** previsti dal PNRR. Non escludiamo però l'emergere di colli di bottiglia che potrebbero limitare l'espansione della produzione nel settore, non solo sul fronte dei materiali di costruzione ma anche sul mercato del lavoro (il tasso dei posti vacanti nel settore ha mostrato un significativo aumento di recente, segnalando difficoltà di reperire manodopera, che potrebbero riguardare anche le opere infrastrutturali pubbliche previste per i prossimi anni).

**Paesi Bassi.** La seconda stima ha rivisto al rialzo di sette decimi la crescita del **PIL** nel 2° trimestre, a 3,8% t/t (10,7% a/a) dopo il -0,8% t/t (-2,3% a/a) registrato nei mesi invernali. Lo spaccato mostra un contributo della domanda interna di +3,2 pp. I consumi privati sono aumentati di +6,4% t/t, mentre gli investimenti fissi sono calati di -1,6% t/t; l'export ha contribuito positivamente alla crescita per +1,6pp. Alla luce di questa revisione, il 2021 dovrebbe chiudersi con una crescita del 3,9%, meglio delle attese.

**Spagna.** L'INE ha rivisto significativamente verso il basso la crescita del **PIL**, nel 2° trimestre, portandola da +2,8% a +1,1% t/t (anche la contrazione del 1° trimestre è stata aggiornata a -0,6%, dal precedente -0,4%). Sulla revisione della crescita del Paese iberico hanno influito negativamente, dal lato dell'offerta i dati relativi alle vendite, sia nel settore dei servizi che nell'industria e dal lato della domanda i consumi privati (ristorazione, trasporti e vendite al dettaglio hanno fatto segnare un -0,4%, a fronte della precedente indicazione di +5,5%).

#### Cina

| Dato                      | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|---------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| Tasso prime rate a 1 anno | set     | 3.85       | %        | 3.85      |
| Tasso prime rate a 5 anni | set     | 4.65       | %        | 4.65      |

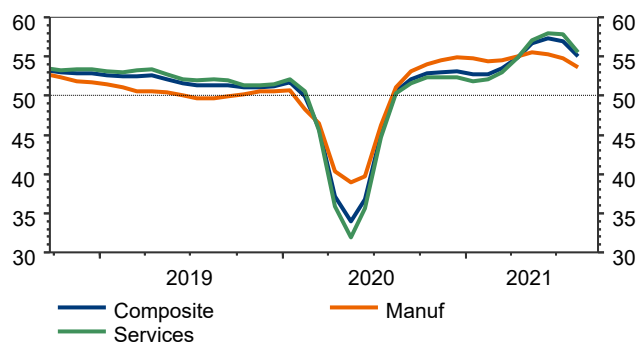
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream



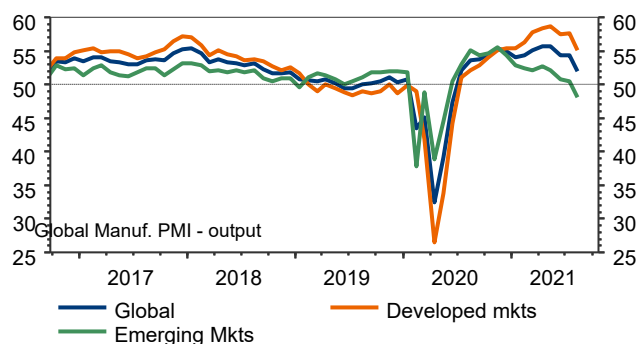
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



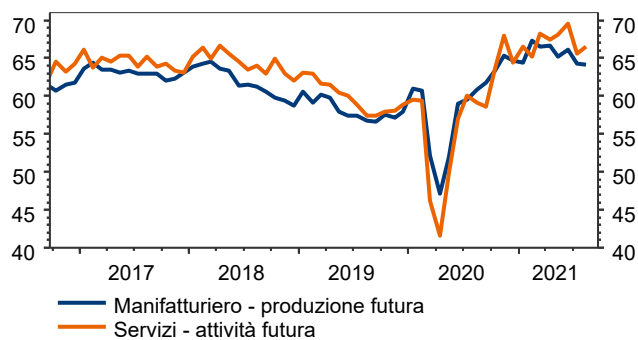
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



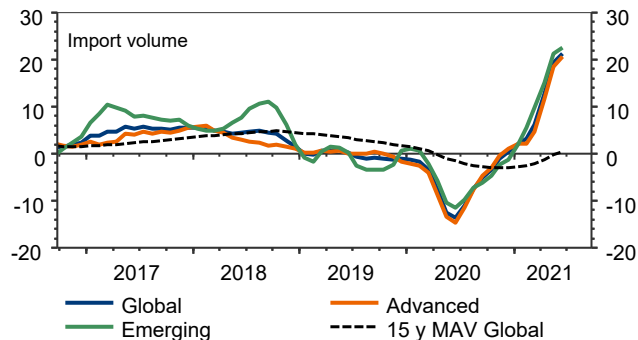
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



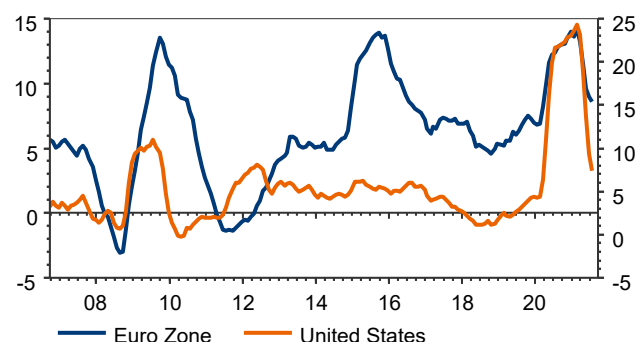
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



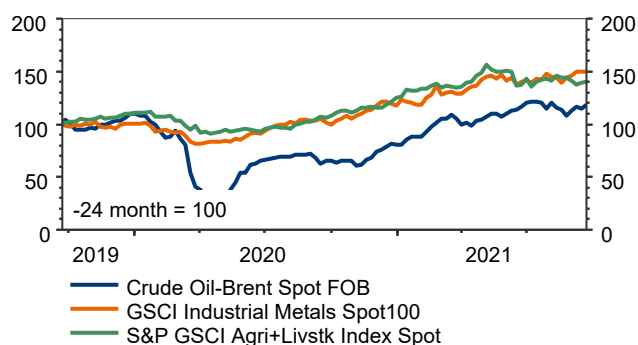
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

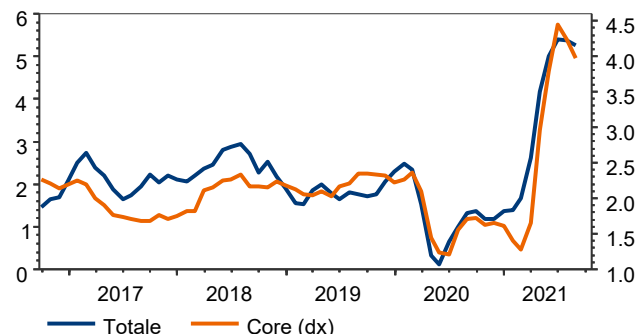
## Stati Uniti

## Indagini ISM



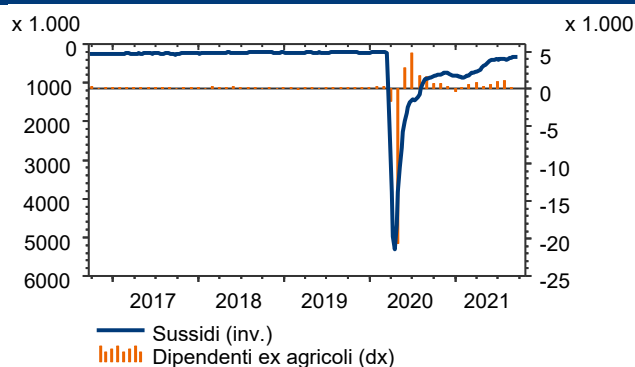
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



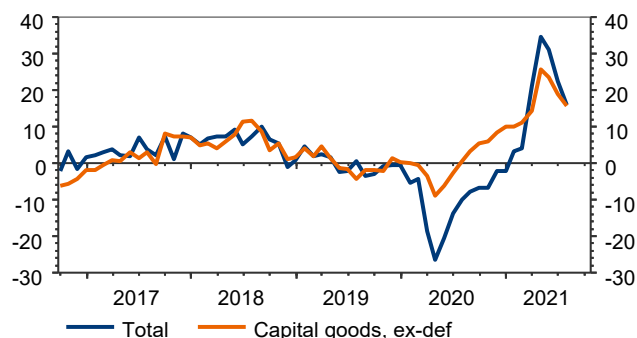
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

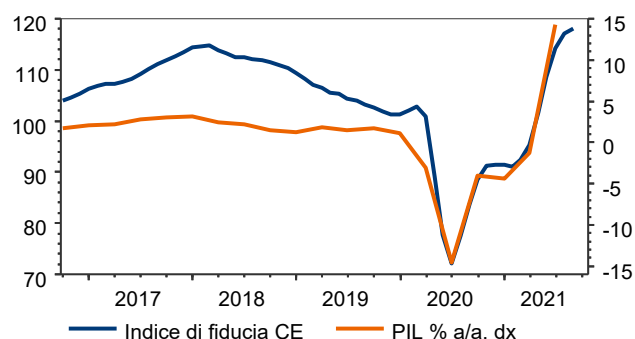
## Previsioni

|                                | 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.

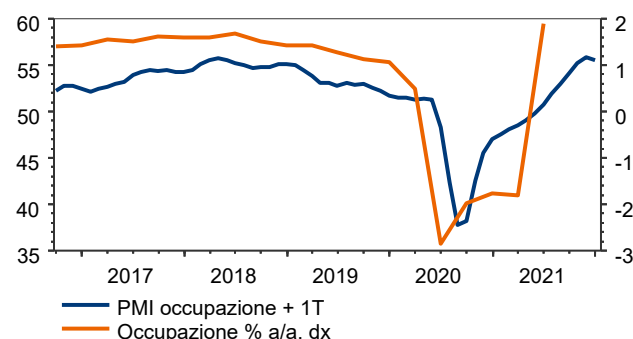
## Area euro

## PIL



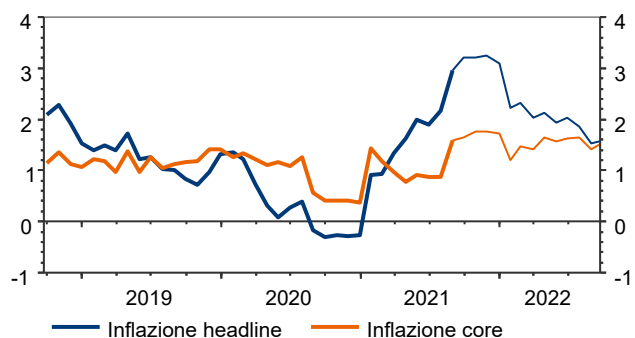
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

| %         | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------|------|------|------|
| gennaio   | 1.4  | 0.9  | 2.2  |
| 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  | 1.9  |
| agosto    | -0.2 | 3.0  | 1.5  |
| settembre | -0.3 | 3.2  | 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   | 4.6   | -14.5 | -4.0  | -4.4  | -1.2  | 14.3  | 3.8   | 5.3   | 6.6   |
| - t/t                         |       |       |       | -11.7 | 12.6  | -0.4  | -0.3  | 2.2   | 2.3   | 1.1   | 0.9   |
| Consumi privati               | -8.0  | 3.7   | 6.4   | -12.9 | 14.4  | -3.1  | -2.1  | 3.7   | 3.5   | 1.8   | 1.1   |
| Investimenti fissi            | -7.5  | 5.3   | 5.9   | -19.7 | 13.9  | 2.8   | -0.2  | 1.1   | 2.6   | 1.7   | 1.3   |
| Consumi pubblici              | 1.4   | 3.1   | 1.2   | -2.7  | 5.6   | 0.7   | -0.5  | 1.2   | 0.1   | 0.3   | 0.3   |
| Esportazioni                  | -9.3  | 9.4   | 5.7   | -18.6 | 16.6  | 4.1   | 0.7   | 2.2   | 2.2   | 1.7   | 1.2   |
| Importazioni                  | -9.2  | 7.0   | 6.2   | -20.2 | 11.8  | 4.8   | 0.4   | 2.3   | 2.2   | 1.9   | 1.3   |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.5  | 0.1   | -0.3  | -0.2  | -1.6  | 0.6   | 0.8   | -0.3  | -0.2  | -0.3  | 0.0   |
| 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   | 1.9   | 0.2   | 0.0   | -0.3  | 1.1   | 1.8   | 2.8   | 3.2   | 2.2   |
| 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   | 7.8   | 7.5   | 7.6   | 8.5   | 8.2   | 8.1   | 8.0   | 7.6   | 7.6   | 7.6   |
| 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 |

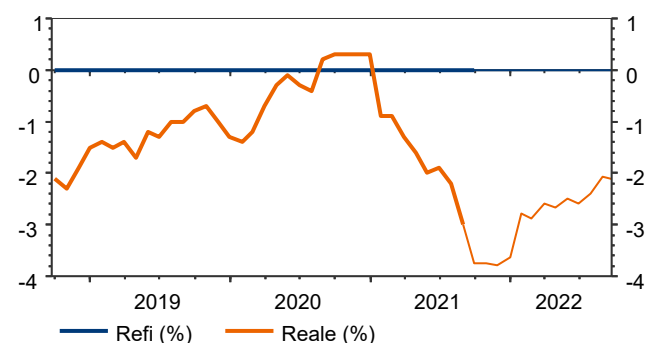
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

|            | dic   | mar   | giu   | 23/9         | set   | dic   | mar   | giu   |
|------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| Refi       | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>0.00</b>  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| Euribor 1m | -0.55 | -0.56 | -0.57 | <b>-0.56</b> | -0.55 | -0.55 | -0.55 | -0.56 |
| Euribor 3m | -0.55 | -0.54 | -0.54 | <b>-0.54</b> | -0.55 | -0.55 | -0.54 | -0.55 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

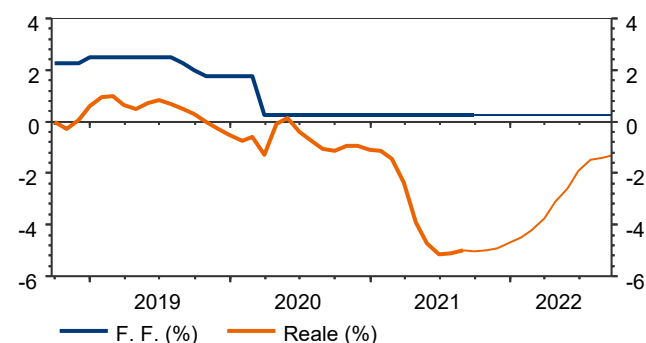


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

|              | dic  | mar  | giu  | 23/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds    | 0.25 | 0.25 | 0.25 | <b>0.25</b> | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Libor USD 3m | 0.24 | 0.19 | 0.15 | <b>0.13</b> | 0.12 | 0.13 | 0.13 | 0.14 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

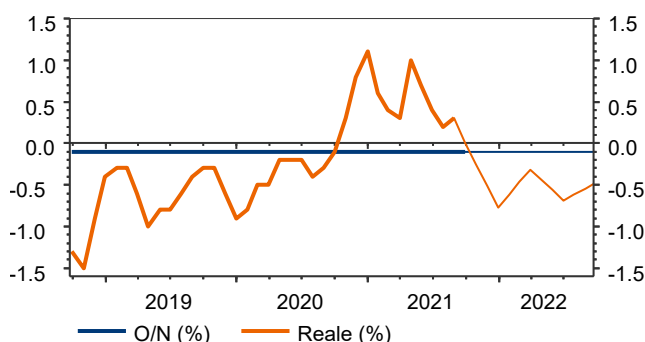


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

|              | dic   | mar   | giu   | 23/9         | set   | dic   | mar   | giu   |
|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| O/N target   | -0.10 | -0.10 | -0.10 | <b>-0.10</b> | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| Libor JPY 3m | -0.08 | -0.07 | -0.08 | <b>-0.07</b> | -0.08 | -0.08 | -0.07 | -0.07 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

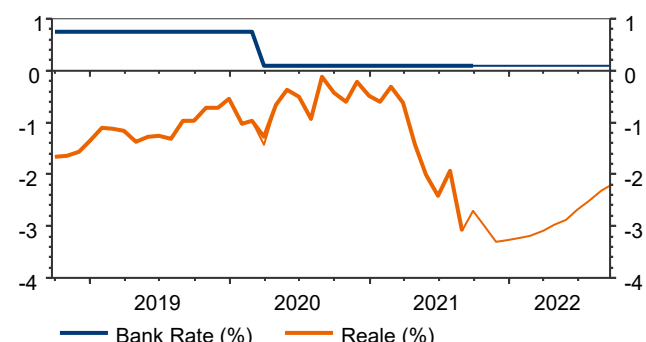


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

|              | dic  | mar  | giu  | 23/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate    | 0.10 | 0.10 | 0.10 | <b>0.10</b> | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| Libor GBP 3m | 0.03 | 0.09 | 0.08 | <b>0.07</b> | 0.08 | 0.10 | 0.12 | 0.15 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

|         | -24m | -12m | -6m  | -3m  | -1m  | 24/9          | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.10 | 1.16 | 1.18 | 1.19 | 1.17 | <b>1.1737</b> | 1.17 | 1.16 | 1.15 | 1.22 | 1.24 |
| USD/JPY | 107  | 105  | 109  | 111  | 110  | <b>110.49</b> | 111  | 112  | 113  | 114  | 115  |
| GBP/USD | 1.25 | 1.27 | 1.37 | 1.39 | 1.37 | <b>1.3712</b> | 1.39 | 1.38 | 1.38 | 1.47 | 1.50 |
| EUR/CHF | 1.09 | 1.08 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | <b>1.0845</b> | 1.09 | 1.10 | 1.12 | 1.14 | 1.15 |
| EUR/JPY | 118  | 123  | 129  | 132  | 129  | <b>129.69</b> | 129  | 130  | 129  | 139  | 143  |
| EUR/GBP | 0.88 | 0.91 | 0.86 | 0.86 | 0.86 | <b>0.8560</b> | 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.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 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@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com