

Weekly Economic Monitor

Il punto

Italia - Il Governo ha approvato la Nota di Aggiornamento al DEF, che da un lato ha confermato il netto miglioramento del quadro di finanza pubblica (deficit 2021 rivisto a 9,4% da 11,8% del DEF, debito visto ora in calo quest'anno al 153,5%), dall'altro evidenzia che, anche grazie agli spazi fiscali venutisi a creare in forza della crescita superiore al previsto, il Governo intende mettere in atto una manovra espansiva sul triennio 2022-24 che vale l'1,2% del PIL per l'anno prossimo (circa 22 miliardi). A nostro avviso, vi sono anzi ulteriori margini di miglioramento dei saldi quest'anno (non escludiamo che il deficit possa anche scendere sotto il 9%), mentre le assunzioni governative in merito alla crescita del PIL nel 2022-24 ci paiono moderatamente ottimistiche.

Stati Uniti - Rieccoci a un passo dallo schianto contro il limite del debito. Se il Congresso non agirà entro il 18 ottobre per modificare il limite del debito con un rialzo o una sospensione, il Tesoro potrebbe non essere più in grado di onorare i propri impegni finanziari. I repubblicani hanno caricato l'onere di un possibile default sulle spalle dei democratici, che dovranno scegliere il male minore fra le poche alternative disponibili. È probabile un intervento sul limite del debito associato al pacchetto del Build Back Better Act da approvare con la procedura di *reconciliation* e i soli voti democratici. Le alternative richiedono un minimo di cooperazione repubblicana, per ora improbabile: o un voto bipartisan in Senato, con probabilità circa nulla, o un mancato ostruzionismo, con probabilità comunque molto bassa. In caso di schianto contro il limite, i costi economici e finanziari sarebbero massicci.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. La produzione industriale di agosto in Germania e Francia potrebbe risultare poco variata, confermando la debolezza del comparto manifatturiero, in difficoltà per il protrarsi delle strozzature lungo le filiere produttive. Sempre ad agosto, gli ordini tedeschi sono attesi in lieve flessione. Nello stesso mese, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero rimbalzare dopo il calo di luglio. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di settembre dovrebbe confermare che il picco della ripresa è ormai alle spalle.

Negli **Stati Uniti**, l'agenda ha pochi dati in uscita, ma con l'*employment report* di settembre l'attenzione del mercato è garantita. La variazione degli occupati dovrebbe essere poco più solida rispetto al dato relativamente deludente di agosto, ma non dovrebbe ostacolare l'avvio del *tapering* previsto per novembre. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere ulteriormente, a 5,1%, mentre i salari orari dovrebbero essere in rialzo sostenuto, sulla scia dell'eccesso di domanda che caratterizza il mercato del lavoro. L'ISM dei servizi a settembre dovrebbe correggere, confermando un moderato rallentamento della crescita, sempre positiva, in seguito alla diffusione della variante Delta. Il deficit della bilancia commerciale di agosto, previsto in allargamento, dovrebbe registrare gli effetti restrittivi dei colli di bottiglia all'offerta sulla dinamica del commercio internazionale.

1° ottobre 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

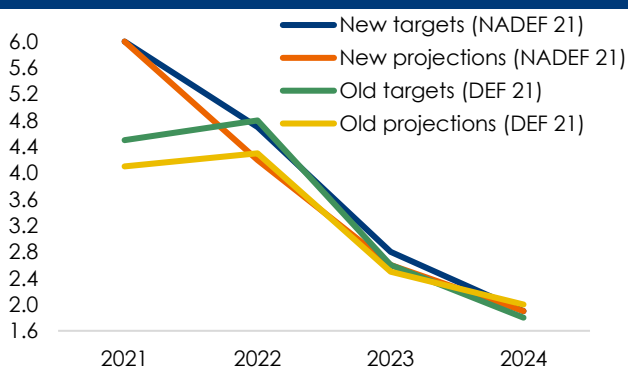
Il punto

Italia - Il Governo ha approvato la Nota di Aggiornamento al DEF, che da un lato ha confermato il netto miglioramento del quadro di finanza pubblica (deficit 2021 rivisto a 9,4% da 11,8% del DEF, debito visto ora in calo quest'anno al 153,5%), dall'altro evidenzia che, anche grazie agli spazi fiscali venutisi a creare in forza della crescita superiore al previsto, il Governo intende mettere in atto una manovra espansiva sul triennio 2022-24 che vale l'1,2% del PIL per l'anno prossimo (circa 22 miliardi). A nostro avviso, vi sono anzi ulteriori margini di miglioramento dei saldi quest'anno (non escludiamo che il deficit possa anche scendere sotto il 9%), mentre le assunzioni governative in merito alla crescita del PIL nel 2022-24 ci paiono moderatamente ottimistiche.

Il Governo ha approvato mercoledì 29 la **Nota di Aggiornamento al DEF 2021**, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte 2021-24. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nel DEF dello scorso aprile) sono:

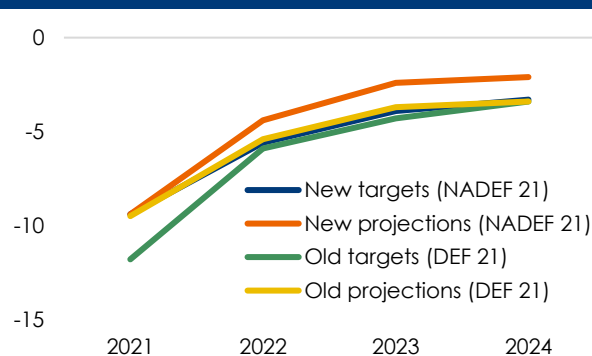
- La stima di **crescita del PIL** nel 2021 è rivista sensibilmente al rialzo, al 6% da un precedente programmatico di 4,5%, mentre le previsioni per gli anni successivi risultano poco variate (nel quadro programmatico, la crescita è vista al 4,7% nel 2022, al 2,8% nel 2023 e all'1,9% nel 2024); in virtù del rimbalzo più pronunciato quest'anno, il PIL è atteso recuperare i livelli precedenti la crisi COVID già nel 2° trimestre 2022 (un trimestre prima di quanto stimato lo scorso aprile), tuttavia il ritorno al di sopra del trend pre-crisi si avrà secondo il Governo solo nel 2024;
- Di conseguenza, vengono riviste in senso decisamente più favorevole rispetto a sei mesi fa le proiezioni per l'anno in corso per i **principali aggregati di finanza pubblica**: il deficit 2021 è visto ora al 9,4% del PIL, contro l'11,8% stimato nel DEF (anche sulla scia di un tiraggio inferiore alle attese delle misure straordinarie di sostegno a lavoratori, famiglie e imprese); il debito, che in precedenza era atteso salire al 159,8%, è ora visto in calo a 153,5% dal 155,6% dello scorso anno; la discesa del debito è dovuta non solo al minor indebitamento ma anche a livelli del PIL nominale più elevati in virtù di una crescita non solo del PIL reale ma anche del deflatore;
- Il Governo, anche grazie all'andamento favorevole dei tendenziali di finanza pubblica, sceglie di rendere **più espansiva la politica fiscale** per l'anno prossimo: gli interventi netti sul 2022 dovrebbero valere ben l'1,2% del PIL (differenza tra deficit programmatico e tendenziale per l'anno prossimo), ossia circa 22 miliardi, e generare una crescita aggiuntiva del PIL, rispetto ai tendenziali, di mezzo punto (da 4,2% a 4,7%); deficit e debito sono più alti nel quadro programmatico rispetto allo scenario tendenziale per tutto il triennio 2022-2024: il Governo nel documento enuncia l'intenzione di mantenere una politica fiscale espansiva fino al 2024 oltretutto fintantoché il PIL e l'occupazione non abbiano recuperato i trend precedenti alla crisi causata dal COVID; l'obiettivo del Governo è ricondurre i livelli del rapporto debito/PIL al di sotto dei livelli pre-crisi (134,3%) entro il 2030.

Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)

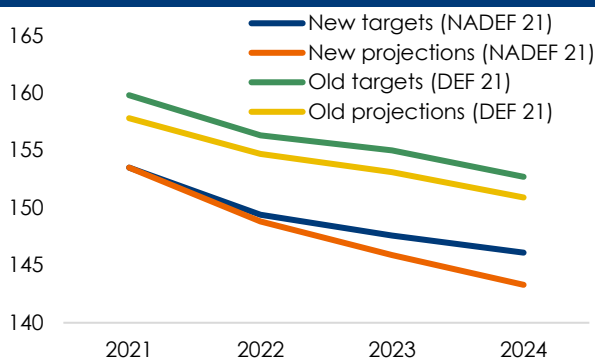


Fonte: NADEF 2021

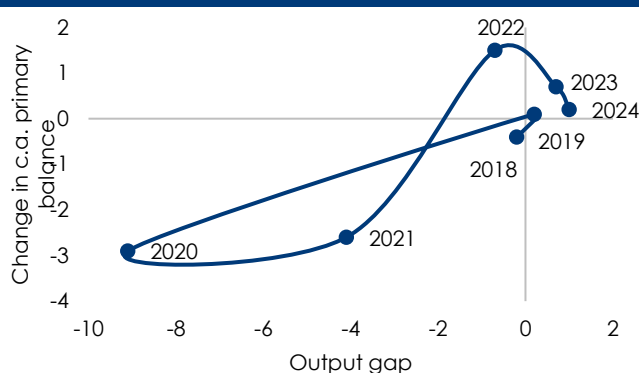
Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)



Fonte: NADEF 2021

Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (NADEF vs. DEF)


Fonte: NADEF 2021

Dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020-21, la politica fiscale è attesa normalizzarsi nei prossimi anni


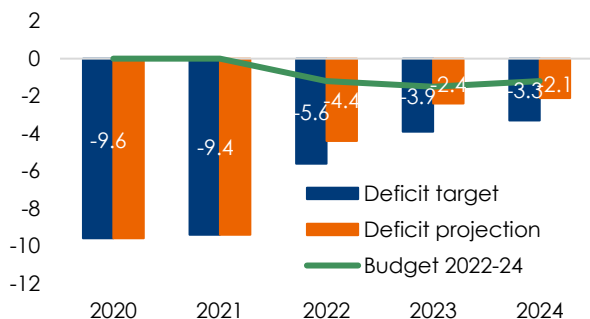
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

A nostro avviso, **le previsioni di crescita del PIL assunte dal Governo nel nuovo quadro programmatico appaiono soggette a rischi al ribasso non tanto per l'anno in corso** (la nostra attuale stima sul PIL 2021, al 5,7% è più cauta di quella governativa, ma riconosciamo l'esistenza di significativi rischi al rialzo, che dipenderanno soprattutto da quanto ampia è stata l'ulteriore crescita del PIL nel trimestre estivo dopo il balzo già visto in primavera), **quanto per gli anni successivi**. Ciò per diverse ragioni:

Le assunzioni sulla crescita del PIL appaiono lievemente ottimistiche non tanto per il 2021 quanto per il 2022-23

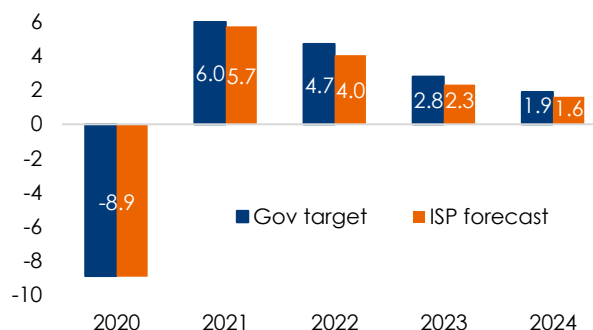
- la previsione governativa sul PIL 2022 implica una riaccelerazione piuttosto forte della crescita all'inizio del prossimo anno, dell'ordine di un punto percentuale a trimestre (ipotesi che ad oggi giudichiamo ottimistica), dopo una crescita che nello scenario governativo è pari a 2,2% t/t nel 3° trimestre ed è non superiore al mezzo punto percentuale nel 4° trimestre;
- una eventuale recrudescenza pandemica potrebbe impattare significativamente sulla crescita 2022: in base a uno degli scenari di rischio illustrati dal Governo, una minore efficacia dei vaccini di fronte a nuove varianti di COVID-19, che induca le autorità a ripristinare restrizioni per alcune attività economiche nell'ultimo trimestre del 2021 ed estendersi alla prima metà del prossimo anno, avrebbe un effetto di -1,4% sul PIL 2022, cui si aggiungerebbe un ulteriore -0,4% come effetto della minore domanda mondiale rivolta verso l'Italia;
- le "ipotesi tecniche" adottate dal Governo in merito ad alcune variabili esogene (che si basano sulle informazioni dei prezzi dei contratti *future* alla data di chiusura del rapporto) appaiono soggette a rischi verso l'alto: in particolare, la NADEF incorpora un prezzo del petrolio a poco meno di 68 dollari nel 2021 e 66 dollari nel 2022, valori decisamente più bassi rispetto ai prezzi *spot* (il documento stima che un prezzo più elevato di 20 dollari per tutto l'orizzonte previsivo implichi una crescita più bassa di mezzo punto nel 2022, e di circa altrettanto nel 2023);
- il rinvio agli anni dal 2024 in poi di una parte della spesa programmata in investimenti pubblici finanziati attraverso i fondi NGEU non sembra aver avuto un impatto negativo sulle previsioni di crescita tendenziale del PIL assunte dal Governo per il 2022-23 (le nostre stime sono più caute: 4% contro 4,7% nel 2022 e 2,3% vs. 2,8% nel 2023) – viceversa, il moltiplicatore assunto dal Governo per la manovra espansiva sul 2022 ci appare adeguato (non eccessivamente ottimistico).

La differenza tra indebitamento programmatico e tendenziale delinea l'entità della manovra espansiva attesa per il 2022-24, che vale l'1,2% del PIL per l'anno prossimo (e 1,5% sul 2023)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2021

Le nostre previsioni sulla crescita del PIL sono più caute di quelle del Governo, soprattutto sul 2022-23



Fonte: NADEF 2021, previsioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, la NADEF conferma il quadro di **netto miglioramento per lo scenario di finanza pubblica, che non è dovuto interamente alla ripresa più veloce del previsto** del PIL, come visibile dal fatto che la stima per l'anno in corso sia del saldo strutturale sia del saldo primario corretto per il ciclo è stata rivista in senso più favorevole rispetto al DEF di aprile di circa due punti (rispettivamente, da -9,3% a -7,6%, e da -5,8% a -3,8%). **La "frazione" del miglioramento dei saldi che non è strettamente legata al ciclo è in parte non voluta** (il "tiraggio" inferiore alle attese di alcune misure di sostegno come CIG e rimborsi a fondo perduto alle attività economiche), **in parte deriva da dinamiche sottostanti "virtuose" come la maggiore compliance fiscale** (probabilmente legata all'allargamento dell'uso della fatturazione elettronica), che anche durante la fase recessiva aveva determinato una resilienza delle entrate (ovverosia un'elasticità degli introiti fiscali al PIL nominale più bassa rispetto al passato durante la fase recessiva e viceversa più alta durante la fase di recupero dell'attività economica). **Almeno in parte queste dinamiche sono attese risultare persistenti. Peraltro, per l'anno in corso, ci sono anzi a nostro avviso spazi di ulteriore miglioramento dei saldi** rispetto ai numeri inseriti nella NADEF, visto che il fabbisogno del settore statale nei primi 8 mesi dell'anno è risultato inferiore di oltre 36 miliardi (oltre il 3% del PIL) rispetto al 2020. Tale dinamica non è interamente informativa, in quanto successivamente il Governo è intervenuto con il decreto "calmierante" sulle bollette (che costa 2,4 miliardi ovvero poco più di un decimo di PIL), ed è possibile che vengano anticipate al 2021 spese originariamente previste per l'anno prossimo, per incrementare i margini di manovra per la Legge di Bilancio. Tuttavia, **non escludiamo che il consuntivo sul deficit 2021 possa risultare anche inferiore al 9% del PIL.**

Tuttavia, sembrano esserci spazi per un ulteriore miglioramento dei saldi per l'anno in corso, e alcune dinamiche "virtuose" dal lato delle entrate potrebbero essere persistenti

Stati Uniti - Rieccoci a un passo dallo schianto contro il limite del debito. Se il Congresso non agirà entro il 18 ottobre per modificare il limite del debito con un rialzo o una sospensione, il Tesoro potrebbe non essere più in grado di onorare i propri impegni finanziari. I repubblicani hanno caricato l'onere di un possibile default sulle spalle dei democratici, che hanno poche alternative disponibili. È probabile un intervento sul limite del debito associato al pacchetto del Build Back Better Act da approvare con la procedura di *reconciliation* e i soli voti democratici. Le alternative richiedono un minimo di cooperazione repubblicana, per ora improbabile: o un voto bipartisan in Senato, o un mancato ostruzionismo, con probabilità vicina a zero. In caso di schianto contro il limite, i costi economici e finanziari sarebbero massicci.

- Il conto alla rovescia è iniziato: secondo il segretario del Tesoro Yellen, se il limite del debito non verrà alzato o sospeso entro il **18 ottobre**, il Tesoro rimarrebbe con "risorse molto limitate che sarebbero esaurite velocemente". **Quali sono gli scenari possibili**, e che probabilità ha un default?
- **Premessa: come si è arrivati di nuovo a un passo dal default?** La sospensione del limite del debito votata durante la pandemia è scaduta ad agosto e da allora il Tesoro ha adottato le misure straordinarie disponibili per aggirare, almeno temporaneamente, il limite e dare tempo al Congresso per agire, con un rialzo o una nuova sospensione. Il limite è stato alzato o sospeso 98 volte, generalmente con interventi *bipartisan*, dato che le modifiche al limite non sono autorizzazioni di spesa. Nel caso attuale, la scadenza della sospensione è arrivata in una fase di **recrudescenza delle tensioni politiche in Congresso, non solo fra democratici e repubblicani, ma anche all'interno del partito democratico**, con un menu di pacchetti fiscali controversi e cruciali per l'Amministrazione Biden da approvare a breve, con unanimità nel partito di governo.

Le scadenze che si accavallano in questo inizio di autunno sono diverse, e al momento appare chiaro che i democratici hanno commesso degli errori di valutazione nella determinazione dell'agenda politica. L'obiettivo democratico era duplice. Prima di tutto, combinare in un singolo disegno di legge l'estensione delle leggi di spesa, la sospensione del limite del debito, alcuni interventi urgenti (rifugiati, assistenza post-uragani) da approvare con supporto *bipartisan*. Parallelamente, proseguire con i negoziati interni al partito per definire le misure del Build Back Better Act (BBBA), un pacchetto redistributivo con \$3,5 tln di spese e \$2,9 tln di rialzi di imposte, inclusivo di tutte le misure al centro del programma di Biden su scuola, assistenza, sanità, clima. Il BBBA, non avendo voti repubblicani, dovrebbe essere approvato con la procedura di *reconciliation*, che si può utilizzare una sola volta in ciascun anno fiscale: per questo il piano è onnicomprensivo e richiede un enorme sforzo per trovare un compromesso fra le ali moderata e progressista del partito. Infine, sperando nel raggiungimento simultaneo del consenso con i repubblicani per limite e leggi di spesa e all'interno del partito per il BBBA, si sarebbe dovuto anche approvare il pacchetto infrastrutture, finora ostaggio alla Camera dell'ala progressista del partito democratico.

Ipotizzando una risoluzione simultanea dei due binari legislativi, il calcolo democratico non ha tenuto conto della strategia repubblicana, mirata a caricare sul partito di governo, intento a far passare un insieme di misure costose su spese ed entrate, su cui ci sono divisioni interne, anche l'onere del limite del debito, pena un'attribuzione di responsabilità riguardo a un possibile default.

- All'ultimo minuto, **ieri** è stato smarcato il problema delle **leggi di spesa, estese fino al 6 dicembre con un voto bipartisan**, ma le opzioni aperte sono ancora tutt'altro che semplici. Il teorema repubblicano è che non solo non ci sarà sostegno bipartisan, ma anche effettivo ostruzionismo sul limite del debito. I democratici avevano tentato la carta di votare con la maggioranza semplice la sospensione del debito, ma i repubblicani hanno chiarito che i 51 voti democratici non basteranno in Senato, sottolineando che **Biden può fare approvare la sospensione del limite includendola nella legge di reconciliation con cui dovrebbero essere approvate le misure (ancora in fieri) del BBBA**. I democratici sostengono che potrebbero esserci problemi di procedura e di tempi per seguire questa strada. Secondo il **Bipartisan**

"It is imperative that Congress swiftly addresses the debt limit. If it does not, America would default for the first time in history," J. Yellen, 28.09.2021

Gli antefatti

Le opzioni

Policy Center, tuttavia, nonostante i tempi stretti, sarebbe possibile usare la procedura di *reconciliation* per affrontare anche il limite del debito mentre si definisce il budget che include le misure del BBBA.

Nel braccio di ferro in corso fra democratici e repubblicani, per il momento sembra che il gioco sia a favore dei secondi, con il cerino in mano ai primi. La necessità di approvare in tempi rapidissimi un *reconciliation bill*, potrebbe forzare un accordo fra le fazioni democratiche, ancora lontane sul contenuto del BBBA sia dal lato delle spese sia da quello delle entrate. Restando al tema del debito, al momento lo scenario centrale sembra essere un passaggio congiunto del BBBA, della sospensione del debito e del pacchetto infrastrutture entro la prima metà di ottobre, con i soli voti democratici per i primi due temi e con voto bipartisan per il terzo.

■ **Cosa succederebbe se il Congresso non trovasse un accordo** né bipartisan, né con i soli voti democratici per modificare il limite del debito? In base a un "contingency plan" preparato dal Tesoro nel 2011 durante una fase analoga a quella corrente, **non ci sarebbe un default in senso stretto, nel senso che il pagamento degli interessi sul debito verrebbe garantito** e il rimborso di titoli in scadenza verrebbe finanziato con l'emissione simultanea di un uguale ammontare di nuovi titoli. Il Tesoro però interromperebbe il pagamento di tutti gli altri impegni finanziari, con una **riduzione della spesa federale intorno a -40%**. L'ampia correzione della spesa dipenderebbe anche dal fatto che a ottobre e novembre le entrate del Tesoro sono relativamente contenute rispetto ad altri mesi dell'anno. Il mancato pagamento di stipendi, fatture e altre spese genererebbe un colossale contenzioso legale. Dal punto di vista economico, la previsione delle conseguenze di un parziale default del governo è estremamente incerta e dipende dalla durata del blocco dei pagamenti e dalla reazione di investitori e mercati.

■ In caso di **avvicinamento al default, con una soluzione dell'ultimo minuto che lo eviti**, i costi sarebbero contenuti, ma non nulli. Nel 2013, con l'esaurimento dei fondi del tesoro ormai prossimo, i tassi sui titoli in scadenza in un intorno della data prevista per il default sono saliti fra 21 e 46pb secondo stime della Fed, con una significativa riduzione della liquidità del mercato. In media, i rendimenti su tutte le scadenze sono aumentati fra 4 e 8pb. Nel 2011, in un'altra occasione in cui si è sfiorato il default, secondo il General Accounting Office, il rialzo dei rendimenti è costato circa 1,3 mld al Tesoro durante quell'anno fiscale.

■ La Fed nel 2013 ha stimato gli effetti di un **vincolo del limite del debito stringente della durata di 1 mese**, senza interruzione del pagamento degli interessi sul debito. Secondo la Fed, i rendimenti sul Treasury a 10 anni aumenterebbero di 80pb, i prezzi sul mercato azionario calerebbero del 30%, il dollaro si svaluterebbe del 10% e la fiducia di imprese e famiglie crollerebbe. Questi effetti rientrerebbero dopo due anni, avendo generato una recessione di due trimestri e un aumento complessivo del tasso di disoccupazione di circa 3pp. Secondo un'analisi di Brookings, nel caso attuale questo scenario implicherebbe la perdita di 2 mln di posti di lavoro nel 2022 e di 2,7 mln nel 2023. Macroeconomic Advisers nel 2015 ha stimato che un limite del debito vincolante per due mesi avrebbe generato una perdita di 3,1 mln di posti, recuperati solo in minima parte (circa 20%) nei due anni successivi. Recentemente, una simulazione di Moody's Analytics di un limite vincolante durante il mese di novembre determinerebbe la perdita di 5 mln di posti di lavoro e una contrazione del PIL di -4% nel breve termine, recuperata poi nei trimestri successivi. Queste previsioni sarebbero chiaramente eclissate dai potenziali costi connessi al caso in cui il Tesoro interrompesse anche il pagamento degli interessi sul debito, che però attualmente appare estremamente remoto.

■ **La previsione è una soluzione congiunta del BBBA, del limite del debito e del voto per il pacchetto infrastrutture entro metà ottobre**. Tuttavia, la gestione conflittuale degli interventi fiscali avrà un **costo politico per l'amministrazione e la leadership democratica**, dato che il focus del dibattito recente è stato concentrato sulle spaccature interne al partito e sui costi della nuova legislazione, più che sulla visione generale e sulle misure redistributive a favore delle classi di reddito medio-basse.

L'apocalisse

I costi:

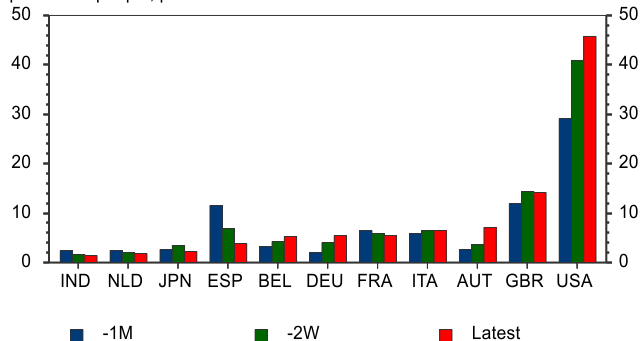
1) a un passo dal default

2) nel baratro

Monitor dell'impatto COVID

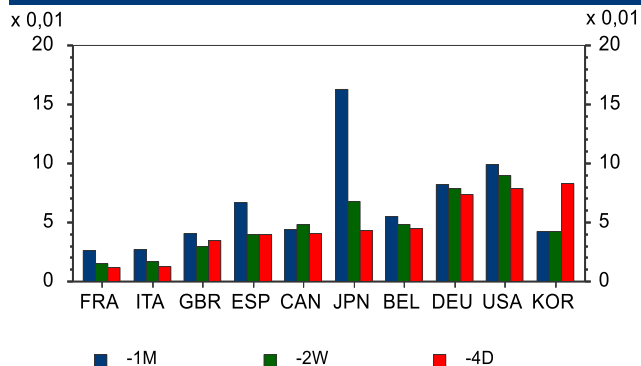
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



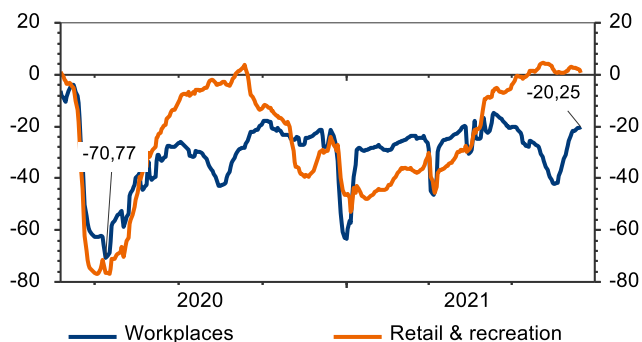
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



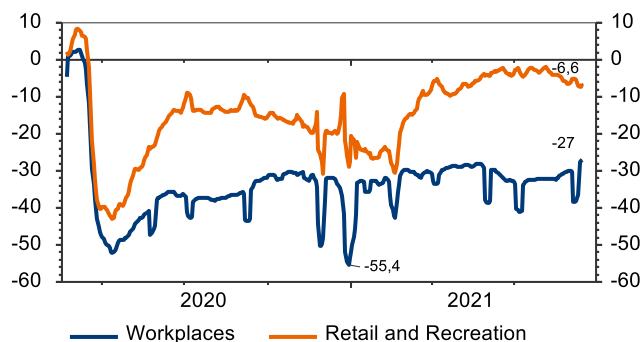
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



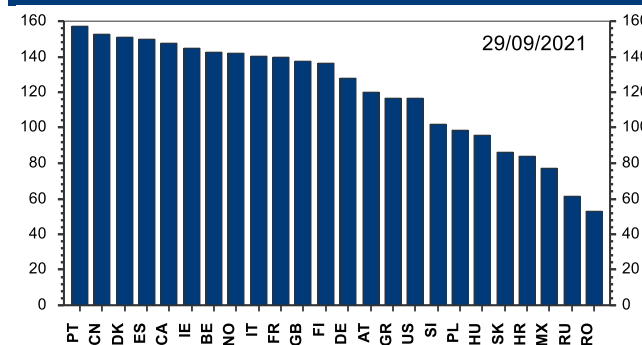
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



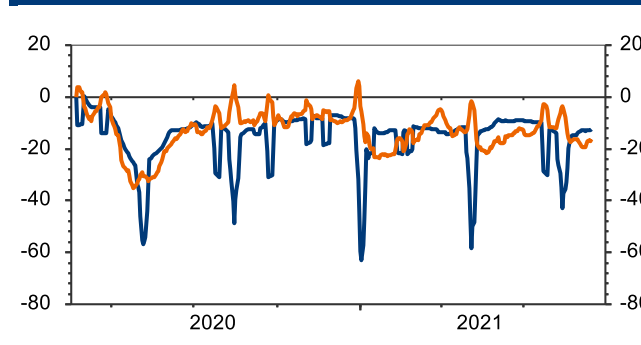
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. La produzione industriale di agosto in Germania e Francia potrebbe risultare poco variata, confermando la debolezza del comparto manifatturiero, in difficoltà per il protrarsi delle strozzature lungo le filiere produttive. Sempre ad agosto, gli ordini tedeschi sono attesi in lieve flessione. Nello stesso mese, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero rimbalzare dopo il calo di luglio. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di settembre dovrebbe confermare che il picco della ripresa è oramai alle spalle.

Negli **Stati Uniti**, l'agenda ha pochi dati in uscita, ma con l'*employment report* di settembre l'attenzione del mercato è garantita. La variazione degli occupati dovrebbe essere poco più solida rispetto al dato relativamente deludente di agosto, ma non dovrebbe ostacolare l'avvio del *tapering* previsto per novembre. Il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere ulteriormente, a 5,1%, mentre i salari orari dovrebbero essere in rialzo sostenuto, sulla scia dell'eccesso di domanda che caratterizza il mercato del lavoro. L'ISM dei servizi a settembre dovrebbe correggere, confermando un moderato rallentamento della crescita, sempre positiva, in seguito alla diffusione della variante Delta. Il deficit della bilancia commerciale di agosto, previsto in allargamento, dovrebbe registrare gli effetti restrittivi dei colli di bottiglia all'offerta sulla dinamica del commercio internazionale.

Martedì 5 ottobre

Area euro

- **Area euro.** Le stime finali dei **PMI** dei servizi di settembre dovrebbero confermare il calo riportato dalle letture flash. In Italia l'indice PMI dei servizi è atteso calare a 56,5 da 58 di agosto, portando l'indicatore composito a 57,7 da 59,1 precedente. Dopo aver toccato un picco tra giugno e luglio, la ripresa nell'Eurozona è in fase di moderazione.
- **Francia.** INSEE comunica il dato relativo alla **produzione industriale** di agosto (+0,3% m/m a luglio). Ci attendiamo una sostanziale stabilità, risultante da un apporto positivo da energia e costruzioni, a fronte di una possibile correzione nel manifatturiero (+0,6% m/m a luglio). Le difficoltà di approvvigionamento e i prezzi crescenti di alcune materie prime potrebbero condizionare l'attività produttiva ancora per diversi mesi.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** di agosto dovrebbe registrare un deficit di -71,3, da -70,1 mld di luglio. La stima preliminare della bilancia commerciale dei beni ha registrato un allargamento del deficit dei beni con un incremento delle esportazioni di 0,7% m/m e un rialzo maggiore per le importazioni (0,8% m/m), ma con ulteriori forti contrazioni nel settore auto e in quello dei beni capitali. I dati dovrebbero confermare la persistenza dei freni al commercio internazionale in alcuni settori, legati ai colli di bottiglia alla produzione a livello globale, particolarmente marcati nel settore auto.
- L'**ISM non manifatturiero** a settembre è previsto in calo a 61,2 da 61,7 di agosto, sulla scia dell'aumento dei contagi dovuti alla variante Delta. Il PMI Markit dei servizi ha corretto il mese scorso, così come le indagini regionali del non manifatturiero che si sono riportate su livelli modestamente espansivi di inizio primavera. Gli indici di mobilità e di attività di ristoranti e trasporti hanno dato segnali di indebolimento, anche se l'attività rimane vicina ai livelli pre-COVID. Gli effetti della variante Delta sono principalmente di freno alla crescita più che di contrazione dell'attività.

Mercoledì 6 ottobre

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero tornare a crescere nel mese di agosto dopo la correzione registrata in luglio. Stimiamo un rimbalzo di +0,4% m/m dopo il calo di -2,3% m/m precedente. Nei prossimi mesi, con il ritorno ad abitudini di spesa più tradizionali, i comparti che hanno già abbondantemente superato i livelli pre-COVID (come l'alimentare) potrebbero evidenziare un minor dinamismo per effetto dello spostamento di parte della domanda dai beni ai servizi. Nel 3° trimestre i consumi privati dovrebbero rimanere trainanti per l'ulteriore recupero del PIL, grazie soprattutto all'apporto dei servizi.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti in flessione ad agosto, stimiamo di circa il -1% m/m (dato destagionalizzato) dal +3,4% m/m di luglio. Le indagini congiunturali suggeriscono un calo degli ordini ben più forte a settembre.

Stati Uniti

- La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** secondo il consenso dovrebbe registrare una variazione mensile di 475 mila, dopo 374 mila di agosto.

Giovedì 7 ottobre

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** potrebbe salire di +0,2% m/m ad agosto, dopo il +1% m/m di luglio. La debolezza dell'industria è dovuta principalmente al manifatturiero, comparto in difficoltà per via dei colli di bottiglia nella fornitura dei beni intermedi, attesi persistere nei prossimi mesi. Se confermato, il dato lascerebbe la produzione in rotta per un rimbalzo di appena 0,3% t/t nel 3° trimestre, dopo la flessione registrata nel trimestre primaverile.

Venerdì 8 ottobre

Stati Uniti

- L'**employment report** di settembre dovrebbe registrare un aumento di 450 mila occupati, dopo i 235 mila di agosto. Difficilmente la dinamica occupazionale potrà accelerare significativamente rispetto ad agosto, alla luce delle informazioni delle indagini, dei sussidi e dei trend sanitari. Il mercato del lavoro rimane caratterizzato da eccesso di domanda e anche la fine dei programmi federali per la disoccupazione non dovrebbe portare a un significativo rialzo dell'offerta. All'evidenza relativa ai sussidi, si aggiungono gli effetti restrittivi collegati alla diffusione della variante Delta sui servizi aggregativi, in termini sia di offerta sia di domanda di lavoro. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe correggere ancora a 5,1% da 5,2% di agosto, sulla scia di un incremento atteso della forza lavoro inferiore a quello dell'occupazione. I salari orari sono previsti ancora su un trend forte, con una variazione attesa di 0,4% m/m, dopo 0,6% m/m del mese precedente. Anche se **l'inizio del tapering è stato condizionato a ulteriore progresso** verso la massima occupazione, una variazione di occupati anche solo modestamente positiva non ostacolerebbe l'avvio della riduzione degli acquisti, a nostro avviso.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (4-8 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	4/10	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ago	0.4	%	0.5	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ago	prel 1.8	%		
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ago	prel 0.2	%		
Mar	5/10	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	0.3	%	0.0	
		09:45	ITA	PMI servizi	*	set	58.0		56.5	
		09:50	FRA	PMI servizi finale		set	prel 56.0		56.0	
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	set	prel 56.0		56.0	
		10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T2	13.1	%		
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	set	prel 56.1	56.1	56.1	
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	set	prel 56.3	56.3	56.3	
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	set	54.6			
		11:00	EUR	PPI a/a		ago	12.1	%		
		14:30	USA	Bilancia commerciale		ago	-70.1	Mld \$	-69.6	-71.3
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		set	54.5			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		set	54.4			
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	set	61.7		61.3	61.2
Mer	6/10	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ago	3.4	%	-1.3	-1.0
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ago	3.4	%		
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ago	-2.3	%	0.5	0.4
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		set	374	x1000	475	
Gio	7/10	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ago	1.0	%	-0.1	0.2
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ago	6.7	%		
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	362	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.802	Mln		
Ven	8/10	00:00	CN	Riserve in valuta estera		set	3.232	1000Mld \$		
		01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ago	0.7	%	-1.5	
		03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	set	46.7			
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ago	17.9	Mld €		
		14:30	USA	Salari orari m/m		set	0.6	%	0.4	0.4
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	set	5.2	%	5.1	5.1
14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	set	235	x1000	500	450		

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 (4-8 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	4/10	14:00	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		16:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
			EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar	5/10	10:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
			EUR	* Riunione Ecofin
			GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
Gio	7/10	14:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		15:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		15:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		17:45	USA	Discorso di Mester (Fed)
		17:45	EUR	Discorso di Lane (BCE)
			GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
			ITA	Riunione dell'International Business Summit dei B20

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ago	0.5 (-0.1)	%	0.7	1.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ago	0.8	%	0.5	0.2
Bilancia commerciale prelim	ago	-86.82	Mld \$		-87.60
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	lug	19.1	%	20.0	+19.9
Indice dei prezzi delle case m/m	lug	1.7 (-1.6)	%		1.4
Fiducia consumatori (CB)	set	115.2 (113.8)		114.5	109.3
Richieste di sussidio	settim	351	x1000	335	362
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.820 (2.845)	Mln	2.800	2.802
PIL t/t ann. finale	T2	6.6	%	6.6	6.7
Deflatore consumi core t/t finale	T2	6.1	%	6.1	6.1
PIL, deflatore t/t ann. finale	T2	6.2	%	6.1	6.2
PMI (Chicago)	set	66.8		65.0	64.7
Deflatore consumi (core) a/a	ago	3.6	%	3.6	
Deflatore consumi a/a	ago	4.2	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	ago	0.3	%	0.6	
Redditi delle famiglie m/m	ago	1.1	%	0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	ago	0.3	%	0.2	
Markit PMI Manif. finale	set	60.5			
Fiducia famiglie (Michigan) finale	set	71.0		71.0	
Spesa in costruzioni	ago	0.3	%	0.3	
Indice ISM manifatturiero	set	59.9		59.6	

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

Gli **ordini di beni durevoli** di agosto hanno sorpreso verso l'alto, con un aumento di 1,8% m/m, spinto da un balzo nell'aeronautica civile, che ha più che compensato la debolezza del settore auto (-3,1% m/m, per via della carenza di semiconduttori), e in quella militare. Al netto dei trasporti, gli ordini sono in rialzo di 0,2% m/m. Gli ordini e le consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei aumentano di 0,5% m/m e 0,7% m/m, rispettivamente, con indicazioni positive per gli investimenti fissi non-residenziali del 3° trimestre. Tuttavia, le consegne di componenti e altre parti sono in calo di -0,4% m/m, a fronte di ordini in rialzo di 1,3% m/m, e gli ordini inevasi sono in crescita di 3,3% m/m, confermando la persistenza delle strozzature all'offerta che frenano la produzione.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board e pubblicata ieri, è scesa ulteriormente a settembre, calando a 109,3 da 115,2 di agosto sulla scia di correzioni dell'indice delle condizioni correnti a 143,4 da 148,9 e di quello delle aspettative a 86,6 da 92,8. Le famiglie riportano crescenti preoccupazioni per la variante Delta e per le prospettive di crescita, con indicazioni di cautela crescente per le decisioni di spesa. La valutazione del mercato del lavoro rimane positiva ma ha interrotto il trend di miglioramento. La fiducia è su livelli storicamente elevati ma il trend recente in calo implica un probabile rallentamento della dinamica dei consumi nei prossimi mesi.

L'indice S&P CoreLogic Case-Shiller dei **prezzi delle case** a luglio ha segnato un aumento di 19,7% a/a, da 18,7% a/a del mese precedente, toccando il massimo storico dall'inizio della serie (1987). I prezzi delle case sono in rialzo in tutte le aree, sulla scia della carenza di offerta, ma in alcune città si inizia a vedere qualche modesto segnale di rallentamento della dinamica dei prezzi.

La stima finale del **PIL del 2° trimestre** ha registrato una crescita di 6,7% t/t ann., 1 decimo al di sopra della lettura preliminare.

I **sussidi di disoccupazione** di fine settembre sono aumentati di nuovo, contro aspettative di riduzione, segnalando una persistenza dell'eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	ago	2.4	%	-1.0	-3.2
Produzione industriale m/m prelim	ago	-1.5	%	-0.5	-3.2
Job to applicant ratio	ago	1.15		1.14	1.14
Tasso di disoccupazione	ago	2.8	%	2.9	2.8
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T3	14		13	18
Tankan, grandi imprese non manifat.	T3	1		0	2
PMI manifatturiero finale	set	51.2			51.5
Fiducia delle famiglie	set	36.7			37.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima preliminare della **produzione industriale** di agosto ha registrato un calo di -3,2% m/m (consenso: -0,5% m/m), accompagnato da una correzione delle consegne di -3,8% m/m e delle scorte di -0,3% m/m. La frenata dell'industria è guidata dai settori dell'auto e dei macchinari elettrici, colpiti da mancanza di componenti e da strozzature all'offerta a livello globale. Le previsioni raccolte dal METI per i prossimi mesi vedono una stagnazione a settembre (0,2% m/m) e un rimbalzo a ottobre (6,8% m/m).

Le **vendite al dettaglio** di agosto sono calate di -3,2% a/a (consenso: -1% a/a), dopo 2,4% di luglio, sulla scia degli effetti negativi collegati alla diffusione della variante Delta. Su base mensile, le vendite hanno corretto di -4,1% m/m. Il 3° trimestre dovrebbe vedere una crescita stagnante, per via degli effetti delle misure restrittive per la pandemia e dei colli di bottiglia dell'offerta. In autunno il miglioramento del quadro sanitario dovrebbe dare luogo a una riaccelerazione della crescita.

Il **tasso di disoccupazione** ad agosto è rimasto stabile a 2,8%, grazie anche a un calo della forza lavoro.

L'indagine **Tankan** di settembre è più positiva rispetto alle aspettative di consenso, con un miglioramento dell'indice per le grandi imprese manifatturiere a 18, da 14, e a 2 da 1 di giugno per le imprese non manifatturiere. Le aspettative a 3 mesi sono di modesto deterioramento per il manifatturiero, sulla scia dei colli di bottiglia all'offerta, e di lieve miglioramento per i servizi, grazie alla diffusione dei vaccini.

Il **PMI manifatturiero** di settembre è stato rivisto verso l'alto a 51,5.

La **fiducia delle famiglie** a settembre è aumentata a 37,8, sulla scia del miglioramento del quadro sanitario.

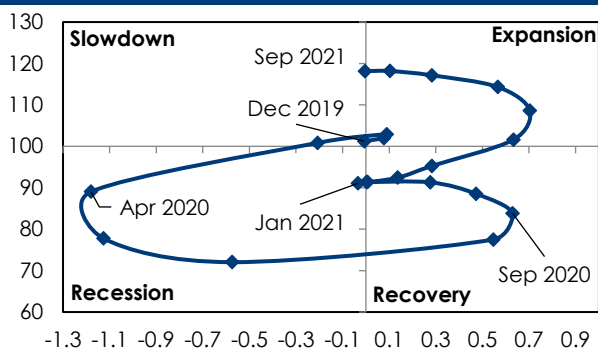
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	M3 dest. a/a	ago	7.6	%	7.8	7.9
EUR	Fiducia consumatori finale	set	-4.0		-4.0	-4.0
EUR	Fiducia servizi	set	16.8		16.5	15.1
EUR	Indice di fiducia economica	set	117.6	(117.5)	116.9	117.8
EUR	Fiducia industria	set	13.8	(13.7)	12.5	14.1
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	7.6	%	7.5	7.5
EUR	PMI manifatturiero finale	set	58.7		58.7	58.6
EUR	CPI a/a stima flash	set	3.0	%	3.3	3.4
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	1.6	%	1.9	1.9
FRA	Fiducia consumatori	set	99		100	102
FRA	Spese per consumi m/m	ago	-2.4	(-2.2)	0.1	+1.0
FRA	IPCA a/a prelim	set	2.4	%	2.8	2.7
FRA	PMI manifatturiero finale	set	55.2		55.2	55.0
GER	Fiducia consumatori	ott	-1.1	(-1.2)	-1.6	0.3
GER	Prezzi import a/a	ago	15.0	%	16.1	+16.5
GER	Tasso di disoccupazione	set	5.5	%	5.4	5.5
GER	Variazione n° disoccupati	set	-53	x1000	-33	-30
GER	IPCA m/m prelim	set	0.1	%	0.2	0.3
GER	IPCA a/a prelim	set	3.4	%	4.0	4.1
GER	CPI (Lander) a/a prelim	set	3.9	%	4.2	4.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim	set	0.0	%	0.1	0.0
GER	Vendite al dettaglio a/a	ago	0.4	(-0.3)	1.9	+0.4
GER	Vendite al dettaglio m/m	ago	-4.5	(-5.1)	1.5	+1.1
GER	PMI manifatturiero finale	set	58.5		58.5	58.4
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	ago	6.85	Mld €		1.58
ITA	PPI a/a	ago	11.2	(10.4)	%	11.6
ITA	PPI m/m	ago	2.9	(2.1)	%	0.5
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	9.3	%	9.2	9.3
ITA	IPCA m/m prelim	set	0.2	%	1.6	1.4
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	set	2.0	%	2.4	2.6
ITA	IPCA a/a prelim	set	2.5	%	3.0	3.0
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	set	0.4	%	-0.3	-0.1
ITA	PMI manifatturiero	set	60.9		59.4	59.7
SPA	IPCA a/a prelim	set	3.3	%	3.7	4.0

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

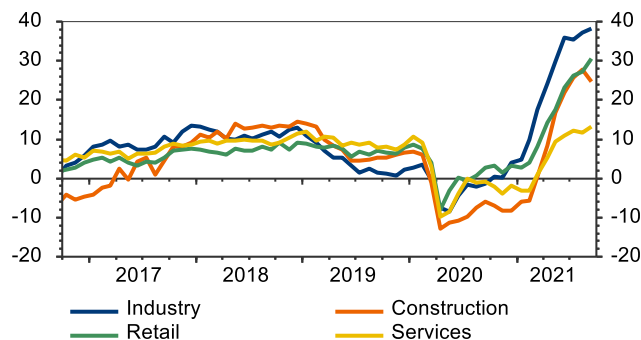
Area euro. Le indagini della Commissione Europea di settembre hanno riportato una sostanziale stabilizzazione dell'indice composito ESI a 117,8 da un precedente 117,6, su livelli coerenti con una ripresa in fase di moderazione ma ancora solida a cavallo tra il 3° e 4° trimestre. A livello settoriale si registra una sostanziale stabilizzazione per l'indice relativo all'industria, che nasconde però un rallentamento dell'attività produttiva, a fronte di una flessione più ampia del previsto nei servizi, che rimangono comunque il comparto destinato a trainare la ripresa nel 2° semestre. Tutti i settori riportano, inoltre, elevate aspettative sui prezzi di vendita: in particolare nell'industria l'indice relativo ha raggiunto un nuovo massimo storico, confermando i rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi. La stima finale del morale dei consumatori ha confermato il miglioramento a -4,0 da -5,3 di agosto, ma anche le famiglie riportano il nono incremento consecutivo delle attese sui prezzi. Nonostante le misure di calmieramento annunciate dai Governi il rincaro dell'energia potrebbe spingere i consumatori ad una maggiore cautela nei prossimi mesi.

La ripresa sta entrando in una fase di moderazione



Nota: livello (asse y) e variazione mensile (asse x) dell'indice ESI (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Le aspettative sui prezzi nell'industria toccano un nuovo massimo storico ma gli indici sono su livelli elevati anche negli altri settori. I rischi per l'inflazione nei prossimi mesi sono al rialzo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Ad agosto il **tasso di disoccupazione** è calato di un decimo al 7,5%. Tra le principali economie, il tasso dei senza lavoro è calato in Spagna (14,0% da 14,5%) mentre è rimasto stabile in Germania (3,6%), Francia (8,0%) e Italia (9,3%). Tra gli altri Paesi, solo il Belgio ha registrato un aumento di due decimi (al 6,4%). Nell'Eurozona, il tasso di disoccupazione si trova solo un decimo al di sopra dei livelli di febbraio 2020: le indagini congiunturali offrono indicazioni incoraggianti circa le prospettive per le assunzioni nei prossimi mesi; con il consolidarsi della ripresa del ciclo, la graduale rimodulazione degli schemi governativi di protezione dovrebbe avere un impatto piuttosto limitato.

Le stime finali degli indici **PMI manifatturieri** di settembre hanno riportato una revisione al ribasso delle letture preliminari in Germania (58,4 da 58,5), Francia (55,0 da 55,2) e nel complesso dell'area euro (58,6 da 58,7), dopo che le stime flash avevano già evidenziato una flessione rispetto al mese precedente per via di una moderazione di ordinativi e produzione. In Italia l'indice PMI manifatturiero a settembre è sceso a 59,7 da un precedente 60,9. Nel complesso le indagini confermano le severe strozzature presenti lungo le filiere produttive che frenano sia l'offerta che la domanda e si riflettono in un ampio rialzo dei prezzi, pagati e ricevuti.

La **stima flash mostra un'accelerazione dell'inflazione ancora al di sopra delle attese** nel mese di settembre, da 3% a **3,4% a/a (0,5% m/m), massimo da settembre 2008**. Sulla variazione tendenziale, **la componente energetica spiega direttamente circa metà dell'inflazione osservata**. La salita continuerà nei prossimi mesi ma sarà transitoria. **L'inflazione tornerà stabilmente sotto il 2% verso la fine del 2022**.

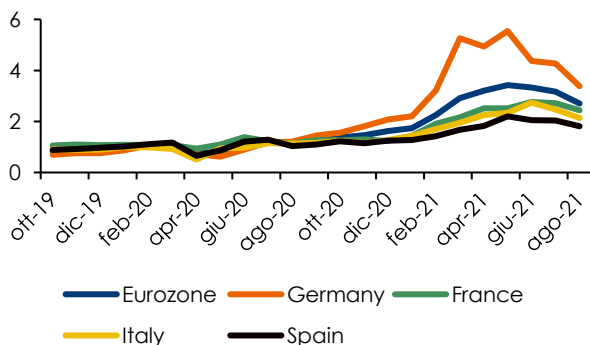
L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è cresciuto all'1,9% a/a da 1,6% precedente; il rialzo riflette l'accelerazione tendenziale dei servizi, dovuta alle migliori condizioni nel comparto turistico-alberghiero. L'altra grande componente dell'indice sottostante, i beni manufatti, ha, invece, registrato un rallentamento (2,1% a/a da 2,6%). In prospettiva, ci aspettiamo ulteriori spinte verso l'alto dai servizi, e, a partire da novembre, nuovi aumenti dei beni manufatti per via rispettivamente 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.

L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere attorno al 3,2% nel 2° semestre, con un possibile picco al 3,6% in novembre e dicembre, cui seguirà un ritorno sotto area 2,0% da agosto 2022. La crescita tendenziale dei prezzi energetici, spinta al rialzo dagli aumenti dei prezzi del gas, è attesa rimanere a due cifre sino al 1° trimestre 2020. In aggiunta, le strozzature all'offerta

avranno un impatto ritardato sui prezzi dei beni manufatti, che toccherà il punto di massimo nei primi mesi del 2022.

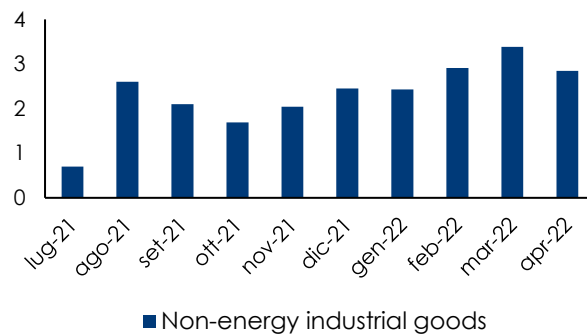
In sintesi, l'indice generale dovrebbe toccare il 2,3% in media d'anno nel 2021, per poi assestarsi di poco sopra il 2% nel 2022. All'opposto, le migliori condizioni del mercato del lavoro, unitamente all'impatto ritardato sia dei colli di bottiglia all'offerta, che del rialzo dei prezzi energetici, porteranno ad un'accelerazione dell'indice sottostante al netto di alimentari freschi ed energia, dall'1,4% di quest'anno all'1,7% del 2022.

Intensità delle strozzature lungo le filiere produttive ("supply disruption") nell'area euro



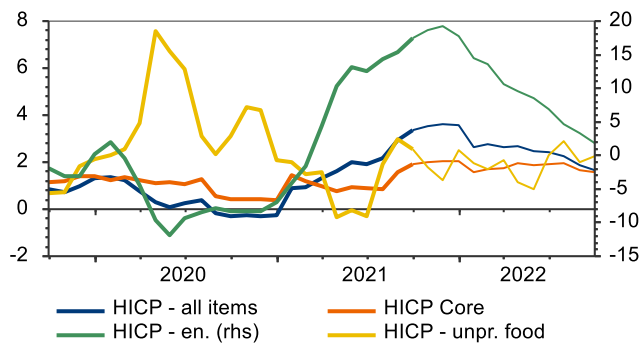
Nota: "Supply Disruption" = Indice PMI manifatturiero nuovi ordini / Indice PMI manifatturiero tempi di consegna. Fonte: IHS Markit

Area euro - L'inflazione tendenziale dei beni manufatti toccherà il picco nella prima parte del 2022



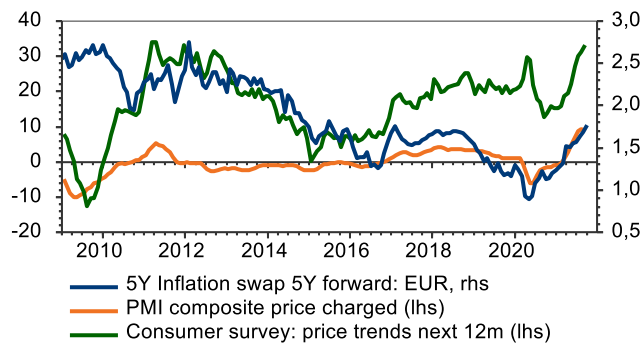
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Area euro-Dinamica dei prezzi



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Area euro-Aspettative di inflazione



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

La crescita di **M3** ha temporaneamente accelerato, circa in linea con le nostre previsioni, a 7,9% a/a in agosto da 7,6% a/a precedente. Già a partire da settembre la tendenza annua dell'aggregato monetario dovrebbe tornare a decelerare per via del confronto sfavorevole con lo scorso anno.

Germania. L'inflazione a settembre è risultata pari a 4,1% a/a sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato, toccando i massimi da oltre 20 anni. Il rialzo è ancora spiegato da effetti base legati al taglio dell'IVA, entrato in vigore il 1° luglio 2020, e dal rincaro dell'energia. L'inflazione tedesca è attesa restare sopra il 4% nel 2° semestre, per ritornare sotto area 2% verso la fine del 2022.

Le **vendite al dettaglio** sono tornate a crescere ad agosto, di +1,1% m/m (0,4% a/a) dopo la precedente flessione di -4,5% m/m (rivista da -5,1% m/m). Il dato lascia le vendite in rotta per

un'espansione nel trimestre estivo; in ogni caso, in questa fase i consumi sono trainati dai servizi più che dai beni.

A settembre il **tasso dei senza lavoro** è rimasto invariato al 5,5%. Segnali positivi sulla ripresa del mercato del lavoro arrivano anche dall'indice anticipatore IFO per l'occupazione, che raccoglie le intenzioni di assunzioni per i prossimi tre mesi nel commercio e nell'industria. Vediamo un lieve calo **del tasso di disoccupazione quest'anno, al 5,8%** dal 5,9% del 2020; si tornerà intorno ai livelli pre-crisi verosimilmente già alla fine del 3° trimestre del prossimo anno.

Francia. L'**indice di fiducia dei consumatori** INSEE, dopo due letture mensili negative consecutive, si è riportato a 102 punti (+3 rispetto ad agosto), sopra la media di lungo periodo. L'apporto maggiormente positivo è giunto da aspettative più ottimistiche sugli standard di vita e da minori timori sulla disoccupazione, a fronte di future intenzioni di acquisto ancora deboli (-3 punti a settembre).

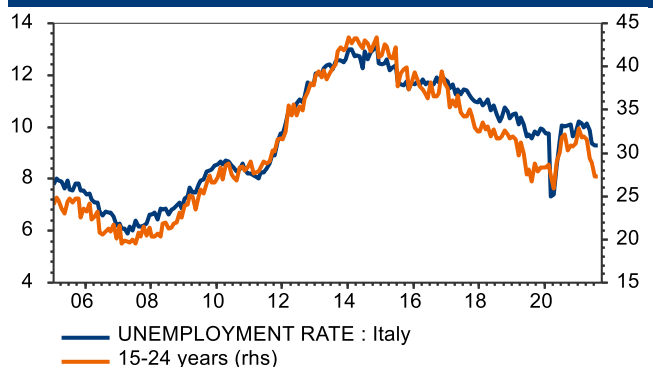
La **spesa per consumi** ad agosto è risultata in crescita ben oltre il consenso e circa in linea con la nostra previsione (+1,0% m/m). Dopo la correzione di luglio (-2,4%, rivista verso il basso di due decimi, rispetto alla prima lettura), la domanda complessiva di beni ha beneficiato del recupero nel settore alimentare (+3,1% dopo il -3,3% di luglio, +3,6% al netto della componente tabacco), dell'ulteriore crescita dei consumi energetici (+0,6% ad agosto, dopo il +0,6% di luglio) e della variazione positiva nel settore auto (+1,8% m/m). Come prevedibile, si è confermata debole l'indicazione relativa ai beni manufatti (-0,6%, dopo un +2,8%): nel dettaglio, si registra un -0,2% m/m per il consumo di beni durevoli, un -1,5% nel tessile (che si aggiunge al pesante -7,9% di luglio) e un -0,7% con riguardo alla parte residuale dei beni prodotti (-0,7% anche a luglio). In caso di stabilità a settembre, la spesa per consumi nel 3° trimestre crescerebbe di +1,8% t/t (dopo il -2,5% del 2° trimestre). Per l'ultimo mese estivo, tuttavia, ci attendiamo un ulteriore recupero, che avrebbe l'effetto di amplificare la crescita nel trimestre, determinando un effetto di trascinamento positivo per l'ultimo trimestre dell'anno.

L'**inflazione** a settembre ha visto una nuova crescita, sia sull'indice nazionale, a 2,1% a/a da 1,9% di luglio, che sulla misura armonizzata, a 2,7% a/a da 2,4% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un calo di due decimi su entrambe le misure. Il rialzo tendenziale è spiegato dall'accelerazione dei servizi (a 1,5% a/a da 0,7%) e dell'energia (a 14,4% a/a da 12,7% di agosto).

Italia. I dati sul **commercio internazionale extra-UE** di agosto hanno evidenziato il terzo incremento mensile consecutivo delle importazioni (+6,5% m/m) mentre le esportazioni sono tornate a calare (-5% m/m) dopo il robusto aumento di luglio. Il dato sull'export continua ad essere condizionato, come nel mese precedente, da operazioni occasionali ad alto impatto nella cantieristica navale al netto di cui le esportazioni risulterebbero in crescita (+5,5% m/m).

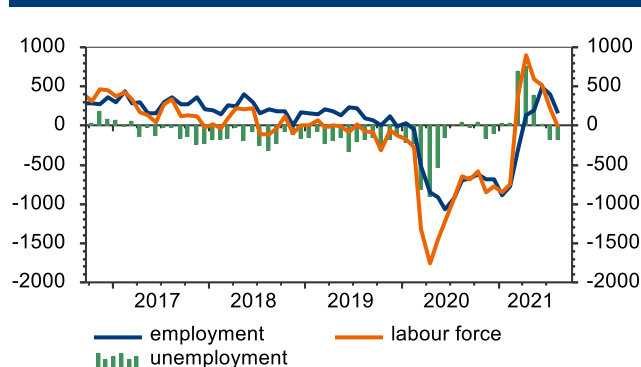
Il **tasso di disoccupazione** ad agosto si è stabilizzato al 9,3%, in linea con le nostre stime. Sul mese sia gli occupati (-80 mila, -0,3% m/m) che, in misura marginale, i disoccupati (-4 mila, -0,2% m/m) sono calati, mentre gli inattivi sono cresciuti per il secondo mese consecutivo (+64 mila, +0,5% m/m). L'occupazione è in calo per il secondo mese consecutivo tuttavia riteniamo che ciò non rappresenti un'inversione del trend di recupero delle assunzioni che ha caratterizzato la prima metà dell'anno. Le indagini congiunturali riportano, infatti, indicazioni ancora positive circa le intenzioni di assunzione e sono coerenti con un proseguimento della crescita degli occupati, nei prossimi mesi, sull'onda della ripresa economica. Il rientro degli inattivi nella forza lavoro, così come la rimozione degli schemi governativi di protezione, potrebbe limitare ulteriori cali del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi. Tuttavia, ci aspettiamo che l'impatto possa risultare limitato. Dopo aver toccato un picco intorno al 10% a inizio anno, il tasso dei senza lavoro potrebbe quindi stabilizzarsi vicino agli attuali livelli nel corso dei prossimi mesi.

Tasso di disoccupazione stabile ad agosto



Nota: Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

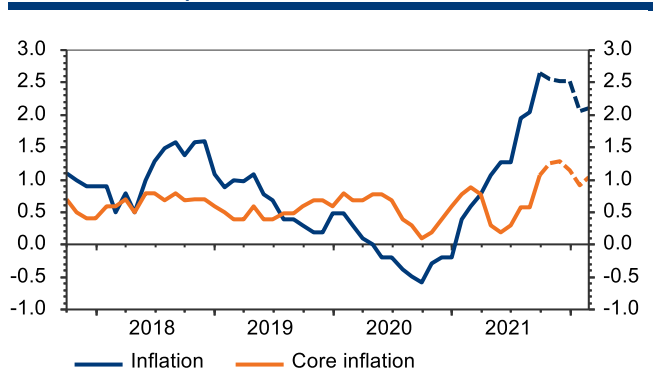
Sul mese calano sia occupati che disoccupati



Nota: Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

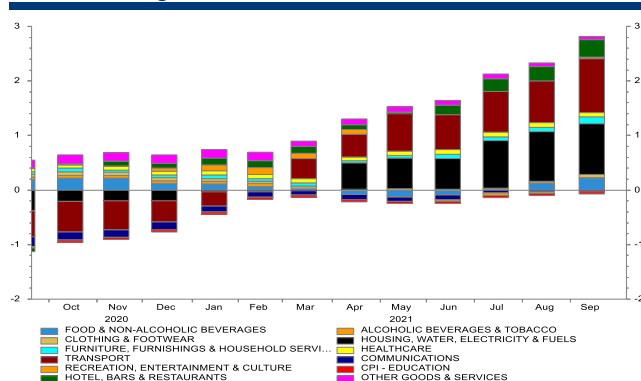
A settembre l'**inflazione** (calcolata sull'indice nazionale NIC) è cresciuta, più del previsto, al 2,6% a/a (-0,1% m/m) dal 2,0% di agosto. Su base armonizzata è invece salita al 3,0% (+1,4% m/m) da un precedente 2,5%. Entrambe le rilevazioni rappresentano un massimo dal 2012. A spingere l'inflazione ha contribuito anche un effetto base particolarmente favorevole, per esempio nei servizi relativi ai trasporti (che passano da -0,5% a/a a +2,0% a/a) ma, come nei mesi precedenti, è ancora l'energia (+20,2% a/a da +19,8% a/a) a trainare l'inflazione *headline*. Nonostante le misure di calmieramento recentemente annunciate dal Governo, ad ottobre sono previsti ulteriori aumenti significativi delle tariffe. L'inflazione potrebbe quindi raggiungere un picco nel trimestre finale dell'anno. L'inflazione core è invece salita a 1,1% da 0,6% precedente. Ci aspettiamo possa aumentare ulteriormente (in misura moderata) nei mesi finali del 2021. I rischi sul profilo previsivo per l'inflazione restano verso l'alto in quanto l'impatto delle strozzature lungo le filiere produttive sui prezzi internazionali delle materie prime si stanno rivelando più persistenti del previsto e tali da spingere i produttori a trasferire i maggiori costi ai consumatori. L'inflazione italiana è comunque attesa rimanere su ritmi più contenuti rispetto alla media dell'area euro.

Inflazione in salita più delle attese a settembre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

È ancora l'energia a trainare l'inflazione headline



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Ad agosto i **prezzi alla produzione nell'industria** sono cresciuti di +0,5% m/m (11,6%) a/a), al nono rialzo consecutivo ma in decelerazione dal +2,9% m/m di luglio che aveva rappresentato un record dall'inizio delle rilevazioni. Sul mese il rincaro è trainato dai beni intermedi mentre calano i prezzi dell'energia, al netto dei quali il rialzo del PPI è più ampio (+0,7% m/m, +13,8% a/a). Il dato conferma le pressioni sui prezzi a monte della catena produttiva, non solo sul fronte energetico, che si stanno rivelando più persistenti del previsto e che potrebbero dunque spingere le imprese a trasferire i maggiori costi ai consumatori finali.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	set	48,9		51,7
PMI manifatturiero - NBS	set	50,1	50,1	49,6
PMI non manifatturiero - NBS	set	47,5		53,2
PMI manifatturiero - Caixin	set	49,2	49,5	50,0

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

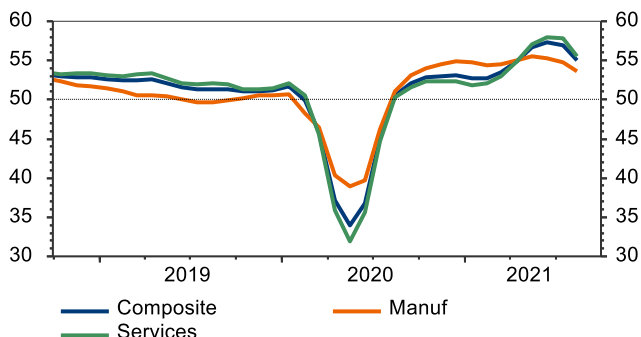
Cina. Gli indici **PMI** hanno rilevato nel complesso una stabilizzazione dell'attività del settore manifatturiero alla fine del 3° trimestre e un miglioramento di quella dei servizi. L'indice **PMI manifatturiero rilevato da Caixin-Markit è salito da 49,2 in agosto a 50,0 in settembre**, più delle aspettative (Consenso Bloomberg 49,5). Il miglioramento è stato sostenuto da un moderato aumento degli ordini totali (la componente è tornata in territorio espansivo a 50,8, dopo due mesi al di sotto di 50) trainati dalla domanda domestica, dalla moderazione del ritmo di contrazione della produzione (la componente è salita da 47,7 in agosto a 49 in settembre) e da un aumento delle componenti dei prezzi, sia degli input sia degli output. Le scorte si sono ulteriormente contratte e i tempi di consegna restano in aumento, confermando la persistenza dei problemi di approvvigionamento nelle catene produttive, esacerbati dalle misure di contenimento dei focolai di COVID-19 e dagli sforzi di allineamento ai target di efficienza energetica. Questi ultimi hanno portato a blackout elettrici in diverse città, intensificatesi nell'ultima parte di settembre, dopo la rilevazione dell'indagine PMI. Gli acquisti di materie prime, dopo la contrazione in agosto, sono tornati ad espandersi, mentre gli ordini esteri sono rimasti in contrazione (la componente è scesa da 48,0 in agosto a 47,7 in agosto) così come l'occupazione.

Al contrario **il PMI manifatturiero rilevato dal NBS è invece sceso da 50,1 in agosto a 49,6 in settembre** (Consenso Bloomberg 50), e diversamente dal precedente, ha registrato un calo delle componenti degli ordini sia totali sia esteri, entrambe rimaste in territorio di contrazione. La scomposizione per tipologia di impresa rileva un peggioramento dell'attività per le piccole e le medie imprese (per queste ultime l'indice PMI, dopo sei mesi in territorio espansivo, è sceso da 51,2 in agosto a 49,7 in settembre), e un marginale miglioramento per le grandi imprese.

Il PMI non manifatturiero del NBS è salito da 47,5 in agosto a 53,2 in settembre, superando di gran lunga le attese (Consenso Bloomberg 49,8), trainato al rialzo dall'aumento del **PMI dei servizi**, salito da 45,2 in agosto a 52,4 in settembre. Quest'ultimo è stato sostenuto dal netto miglioramento della componente degli ordini totali, balzata dal minimo di 40,5 in agosto a 49 in settembre, e dall'aumento di tutte le altre componenti comprese le aspettative. **Il PMI del settore costruzioni**, dopo l'aumento a 60,5 in agosto, si è riportato sui livelli di luglio, a 57,5, con la componente dei nuovi ordini, in un trend di continua diminuzione dai massimi di marzo (59,0), scesa per la prima volta sotto 50 (49,3).

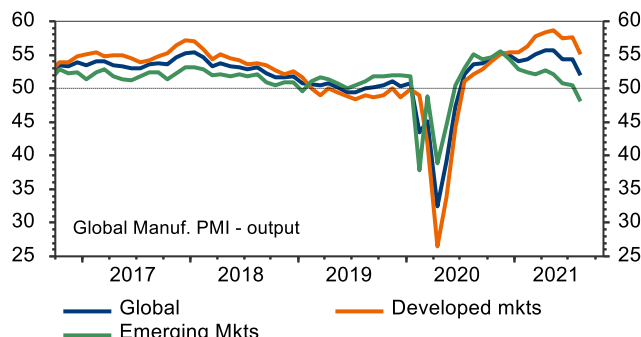
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



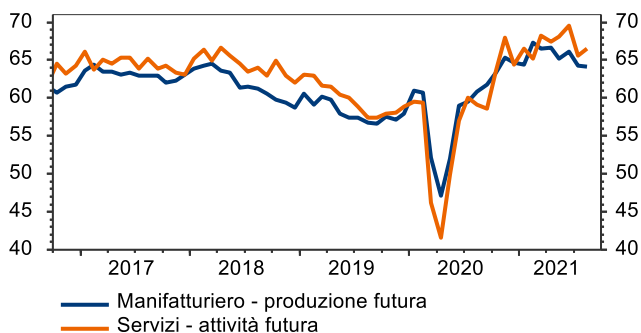
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



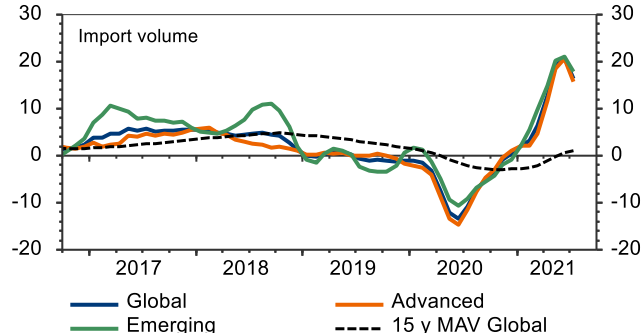
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



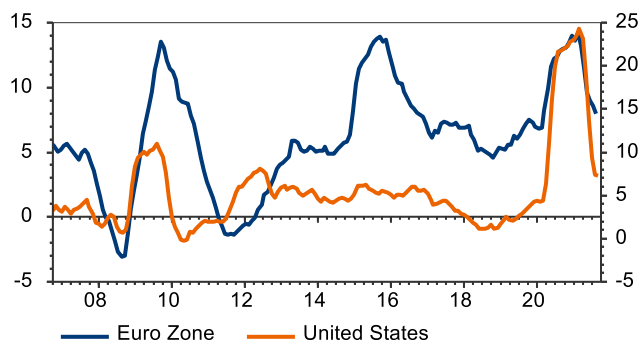
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



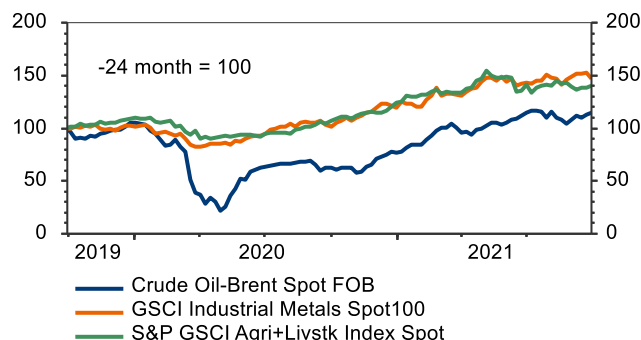
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

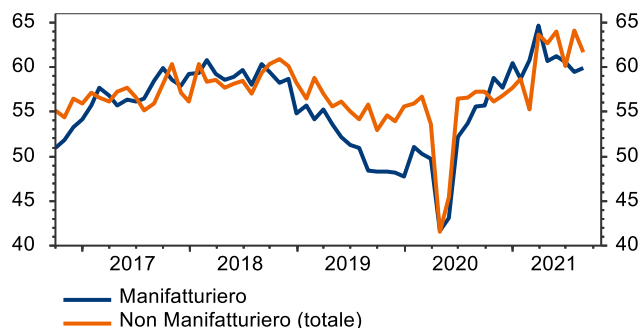
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

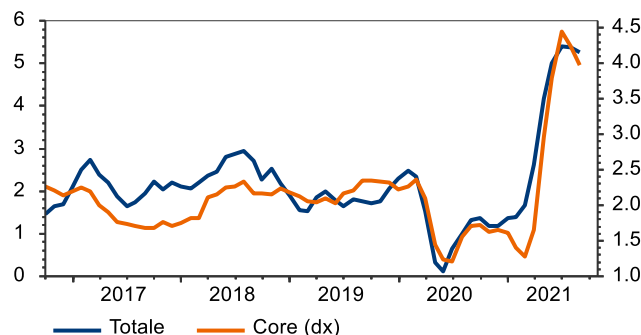
Stati Uniti

Indagini ISM



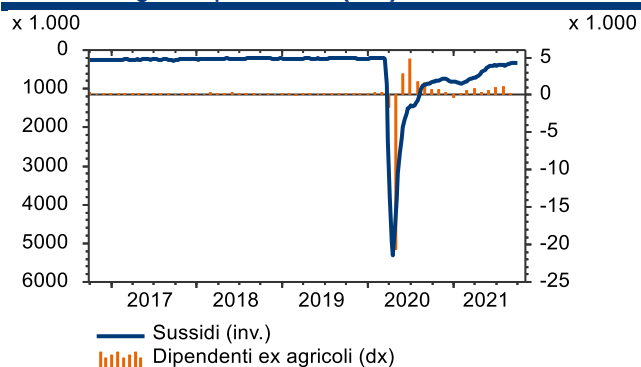
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



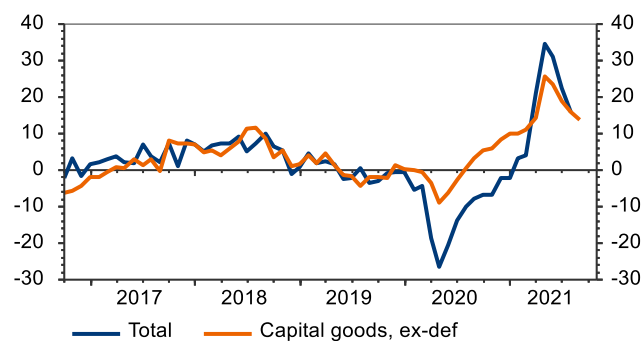
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

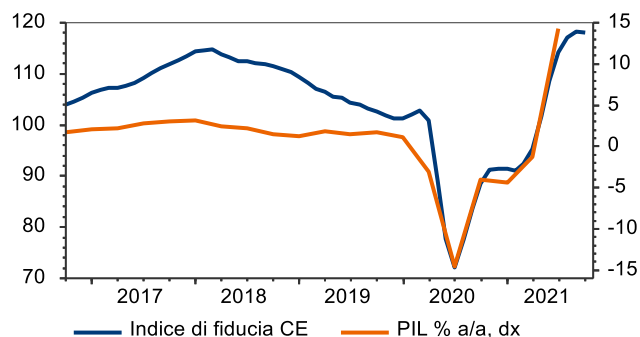
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	6.1	3.9	-2.9	-2.3	0.5	12.2	5.9	6.2	5.2	4.4
- trim./trim. annualizzato				33.8	4.5	6.3	6.7	6.0	5.9	2.4	3.3
Consumi privati	-3.8	8.4	3.8	41.4	3.4	11.4	12.0	5.2	4.4	2.6	3.4
IFL - privati non residenziali	-5.3	8.0	3.6	18.7	12.5	12.9	9.2	5.4	5.3	0.4	3.3
IFL - privati residenziali	6.8	10.2	-0.2	59.9	34.4	13.3	-11.7	-0.1	1.1	0.0	1.2
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.8	2.2	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	1.5	1.2	2.5	2.6
Esportazioni	-13.6	6.1	9.1	54.5	22.5	-2.9	7.6	9.8	15.0	7.3	8.5
Importazioni	-8.9	14.0	5.3	89.2	31.3	9.3	7.1	10.1	6.1	2.8	4.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	0.0	0.4	6.4	1.4	-3.8	-1.7	3.6	1.2	-0.3	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.6	-3.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.9	-12.2	-6.0								
Debito pubblico (% PIL)	160.8	155.9	151.8								
CPI (a/a)	1.2	4.3	2.6	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	5.1	4.4	2.8
Produzione Industriale	-7.2	5.9	4.5	9.6	2.0	1.0	1.5	1.6	1.3	1.1	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	5.5	4.1	8.8	6.8	6.2	5.9	5.2	4.7	4.4	4.2

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

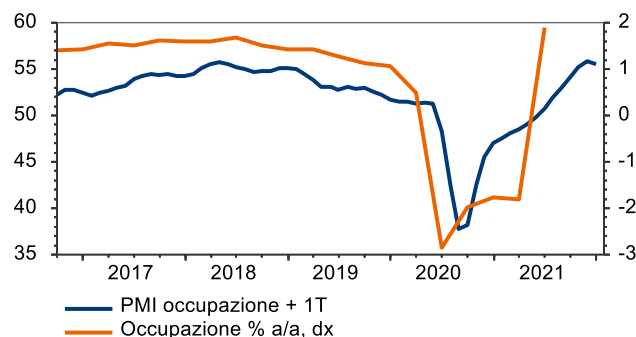
Area euro

PIL



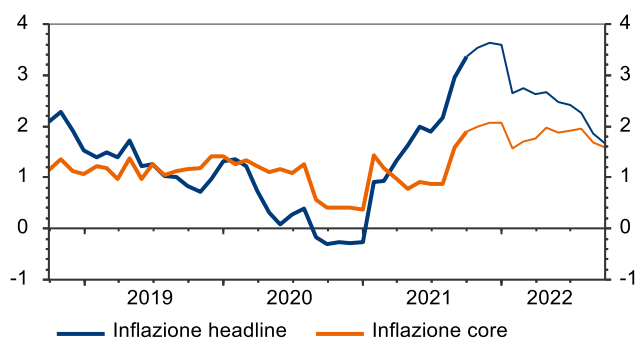
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	2.7
febbraio	1.2	0.9	2.8
marzo	0.7	1.3	2.6
aprile	0.3	1.6	2.7
maggio	0.1	2.0	2.5
giugno	0.3	1.9	2.4
luglio	0.4	2.2	2.3
agosto	-0.2	3.0	1.9
settembre	-0.3	3.4	1.7
ottobre	-0.3	3.5	1.5
novembre	-0.3	3.6	1.5
dicembre	-0.3	3.6	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022
				T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.2	4.7	-4.0	-4.4	-1.2
- t/t				12.6	-0.4	-0.3
Consumi privati	-8.0	3.9	7.0	14.4	-3.1	-2.1
Investimenti fissi	-7.5	5.0	5.6	13.9	2.8	-0.2
Consumi pubblici	1.4	3.1	1.2	5.6	0.7	-0.5
Esportazioni	-9.3	9.2	5.4	16.6	4.1	0.7
Importazioni	-9.2	6.8	5.9	11.8	4.8	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.0	-0.4	-1.6	0.6	0.8
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	2.3	2.1	0.0	-0.3	1.1
Produzione industriale (a/a)	-8.6	8.3	3.0	-6.8	-1.6	3.5
Disoccupazione (%)	7.9	7.8	7.4	8.5	8.2	8.1
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.54	-0.55	-0.47	-0.52	-0.54

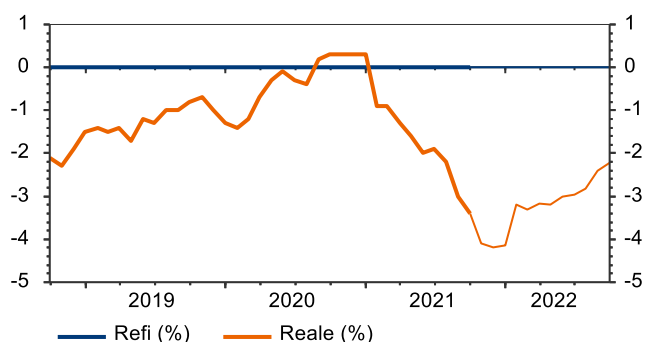
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	30/9	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.56	-0.57	-0.56	-0.56	-0.55	-0.55	-0.56	-0.55
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.54	-0.55	-0.54

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

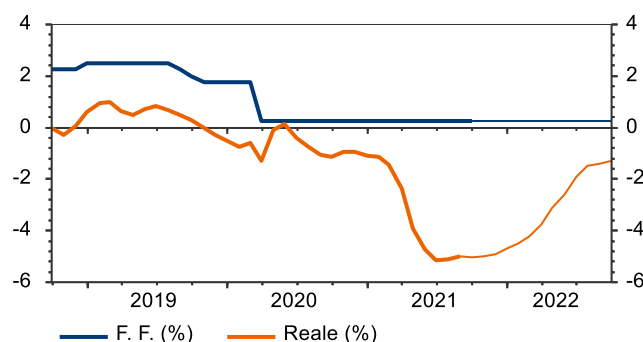


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	30/9	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.19	0.15	0.13	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

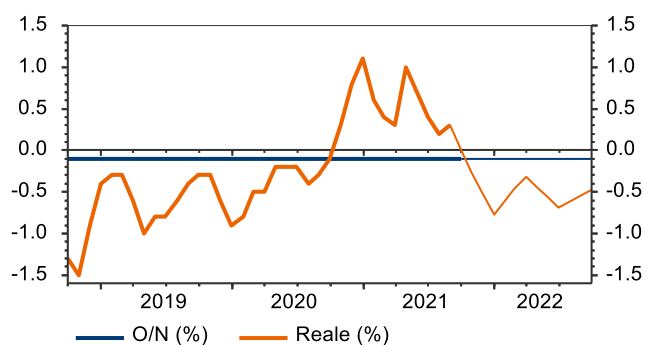


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	30/9	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

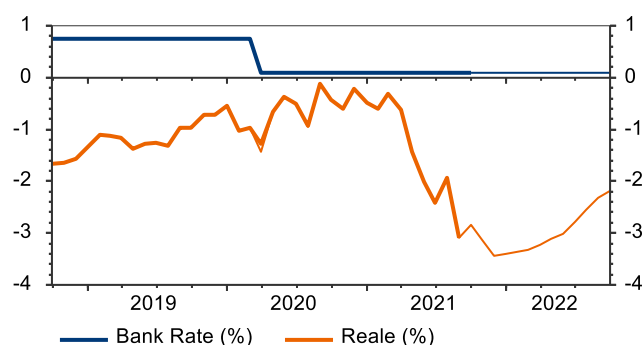


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	30/9	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	0.08	0.10	0.12	0.15	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	1/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.18	1.17	1.19	1.18	1.1579	1.17	1.15	1.18	1.22	1.24
USD/JPY	108	106	111	112	110	111.12	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.22	1.29	1.38	1.38	1.38	1.3458	1.37	1.36	1.40	1.46	1.50
EUR/CHF	1.09	1.08	1.11	1.10	1.08	1.0785	1.09	1.10	1.11	1.12	1.14
EUR/JPY	118	124	130	132	130	128.67	128	129	133	138	141
EUR/GBP	0.89	0.91	0.85	0.86	0.86	0.8604	0.85	0.84	0.84	0.83	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 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo 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
---------------	-------	---------------------------------