

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro - Previsioni di inflazione riviste al rialzo. L'inflazione nella zona euro ha visto una rapida accelerazione negli ultimi mesi, sino al 3,4% a/a di settembre. Pensiamo ancora che il rialzo dell'inflazione sarà transitorio, ma ora temiamo che non scomparirà rapidamente. Secondo le nostre previsioni, l'indice generale dovrebbe toccare il 2,3% in media d'anno nel 2021, rimanendo verosimilmente di poco superiore al 2% anche nel 2022. Il trend nel corso dell'anno prossimo dovrebbe essere discendente, con un possibile picco a febbraio (al 3%) e un minimo a dicembre (all'1,2%).

I market mover della settimana

Nell'**area euro** i dati di agosto dovrebbero evidenziare una contrazione della produzione industriale in Italia e nel complesso dell'Eurozona, penalizzata dall'intensificarsi delle strozzature dal lato dell'offerta. In Germania l'indagine ZEW di ottobre dovrebbe riportare una correzione del morale diffusa alle aspettative e alla situazione corrente. Le stime finali degli indici dei prezzi al consumo dovrebbero infine confermare la salita dell'inflazione in Germania, Francia e Italia a settembre.

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus per i dati sarà su CPI e vendite al dettaglio di settembre. Il CPI dovrebbe esser in rialzo di 0,3% m/m, con aumenti diffusi per i beni core e una possibile riaccelerazione nei servizi per abitazione e sanità. Le vendite sono previste in calo per via della correzione delle auto, ma in aumento sostenuto al netto delle auto. Le prime indagini di ottobre, manifatturiero e consumatori, dovrebbero confermare l'eccesso di domanda e le pressioni sui prezzi dal lato delle imprese, e le preoccupazioni per l'inflazione dal lato delle famiglie. Il fronte degli eventi sarà dominato dalla pubblicazione dei verbali del FOMC di settembre, che dovrebbe dare indicazioni sui tempi attesi per le svolte della politica monetaria, e dal voto alla Camera per il rialzo temporaneo del limite del debito.

8 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

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

Area euro – Previsioni di inflazione riviste al rialzo. L'inflazione nella zona euro ha visto una rapida accelerazione negli ultimi mesi, sino al 3,4% a/a di settembre. Pensiamo ancora che il rialzo dell'inflazione sarà transitorio, ma ora temiamo che non scomparirà rapidamente. Secondo le nostre previsioni, l'indice generale dovrebbe toccare il 2,3% in media d'anno nel 2021, rimanendo verosimilmente di poco superiore al 2% anche nel 2022. Il trend nel corso dell'anno prossimo dovrebbe essere discendente, con un possibile picco a febbraio (al 3%) e un minimo a dicembre (all'1,2%).

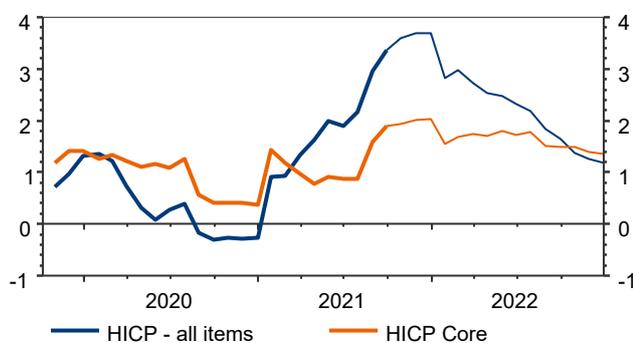
- L'inflazione nella zona euro, in territorio negativo negli ultimi cinque mesi del 2020, è tornata in positivo all'inizio di quest'anno, e ha poi visto una rapida accelerazione sino al 3,4% a/a di settembre. Il forte aumento è stato determinato da fattori *una tantum* quali il ripristino delle aliquote IVA in Germania, il rimbalzo dei prezzi dell'energia e l'aumento dei prezzi degli input per via dei problemi delle catene di approvvigionamento nell'industria. Una parte minoritaria dell'aumento è spiegata dall'effetto-riaperture (rincari dei prezzi dovuti al ritorno di domanda nei settori dei servizi in precedenza soggetti a restrizioni). **Riteniamo ancora che l'effetto rialzista sarà transitorio; allo stesso tempo, appare ora chiaro che non sarà di breve durata.**
- **La dinamica dei prezzi sarà più pronunciata di quanto previsto dalla BCE a settembre, e anche di quanto da noi atteso un mese fa.** Nei prossimi mesi, infatti, sul tasso d'inflazione insisteranno pressioni al rialzo legate a diversi fattori, e destinate a rientrare in tempi diversi:
 - L'aumento del prezzo del gas naturale e il conseguente effetto di trascinamento sul petrolio manterranno la crescita dei listini energetici a due cifre per tutto il trimestre invernale; la successiva discesa manterrà i prezzi più elevati rispetto al 2020, a causa del basso livello degli stoccaggi. L'effetto gas è atteso svanire a partire da agosto. Tuttavia, uno shock più forte e persistente (ad esempio, ipotizzando un rincaro aggiuntivo del gas del 10% sui prezzi medi stimati tra 4° trimestre 2021 e 1° trimestre 2022, senza effetti di trascinamento sulle altre materie prime energetiche) comporterebbe il protrarsi dell'impatto sino a fine 2022 e un aumento *ceteris paribus* di un decimo dell'inflazione media annua del 2022;
 - L'impatto ritardato delle strozzature all'offerta sui prezzi dei beni manufatti toccherà il punto di massimo nella prima parte del 2022 (v. Fig. 2); l'effetto tenderà a svanire solamente verso la fine del prossimo anno, sulla scia della "normalizzazione" sia dei consumi che della produzione. Il contributo medio annuo dei beni manufatti all'indice generale è atteso quasi raddoppiare, passando da 0,4% del 2021 a 0,7% del 2022;
 - Attualmente, l'aumento della spesa in servizi sta portando a un incremento dei prezzi di questi ultimi. Ad esempio, ad agosto le componenti trasporto aereo e alberghi, tra i comparti che hanno sperimentato maggiori pressioni disinflazionistiche lo scorso anno, hanno registrato un rincaro del 9,6% e 5,6% a/a rispettivamente. Ad ogni modo, gli aumenti che stiamo ora osservando sono in gran parte aggiustamenti *una tantum*, ed è impossibile che i prezzi dei servizi accelerino strutturalmente se non cambia la dinamica salariale.
- **L'inflazione tedesca terrà l'indice dell'Eurozona sopra il 2% anche nel 2022.** La Germania rimane un osservato speciale, in quanto l'inflazione *headline* elevata potrebbe stimolare maggiori rivendicazioni salariali, con il rischio di effetti di "seconda battuta". Per queste ragioni, la dinamica salariale (anche alla luce di un probabile aumento del salario minimo) e l'inflazione *core* sono attese in accelerazione l'anno prossimo. Inoltre, una politica ambientale aggressiva da parte del nuovo Governo potrebbe portare a un inasprimento della cosiddetta *carbon tax* e, di conseguenza, impattare la componente energia nel medio termine. Entrambi questi fattori di rischio sono all'attenzione del Consiglio Direttivo BCE, come hanno rivelato i verbali dell'ultima riunione di politica monetaria.

- In ogni caso, **nei prossimi anni l'inflazione misurata dall'indice armonizzato rischia di essere distorta verso il basso**. Gli impulsi fiscali anche finanziati attraverso le risorse del Programma NextGenEU potrebbero portare a un "surriscaldamento" in alcuni comparti, tra cui l'edilizia; il rischio di un aumento del prezzo delle abitazioni è alto ed è concentrato nei Paesi, tra cui l'Italia, che hanno destinato cospicue risorse al settore. Attualmente, però, l'indice IPCA non include al suo interno il costo dell'abitazione di proprietà, che, comunque, avrebbe un effetto pro-ciclico sull'inflazione¹.
- In conclusione, secondo le nostre previsioni, **l'indice generale dei prezzi dovrebbe toccare il 2,3% in media d'anno nel 2021. L'inflazione è destinata a rallentare solo moderatamente (stimiamo al 2,1%) nel 2022**. L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere attorno al 3,7% nel 4° trimestre 2021; il ritorno sotto la soglia del 2% è previsto da agosto 2022. **Il trend nel corso dell'anno prossimo dovrebbe essere discendente, con un possibile picco a febbraio (al 3%) e un minimo a dicembre (all'1,2%)**.

Al contempo, il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, unitamente all'impatto ritardato sia dei colli di bottiglia all'offerta che del rialzo dei prezzi energetici, porteranno a un'accelerazione dell'indice sottostante al netto di alimentari freschi ed energia, dall'1,4% di quest'anno all'1,6% del 2022; l'inflazione core si manterrà ancora su valori moderati negli anni successivi, pur risalendo gradualmente al chiudersi dell'*output gap*.

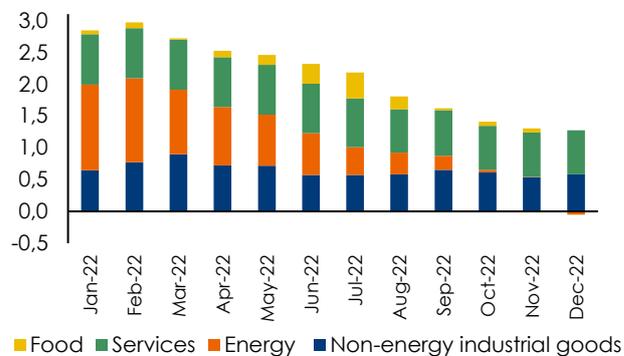
Se lo scenario si svilupperà come atteso, anche la BCE a dicembre potrebbe rivedere ulteriormente al rialzo le sue previsioni di inflazione, lasciando però verosimilmente le stime di più lungo termine ancora significativamente al di sotto del 2%. Già alla riunione di settembre, i rischi erano giudicati dai più prevalentemente al rialzo, e alcuni membri del Consiglio Direttivo avevano esplicitamente criticato le previsioni dello staff come "troppo basse".

Fig. 1 – Area euro: Inflazione generale vs. Inflazione sottostante



Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 2 – Area euro: contributi all'inflazione nel 2022

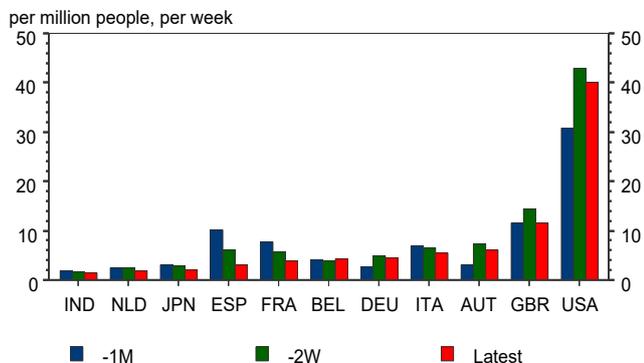


Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

¹ Vedi [Costo dell'abitazione: quale sarà l'impatto sull'inflazione armonizzata europea?](#)

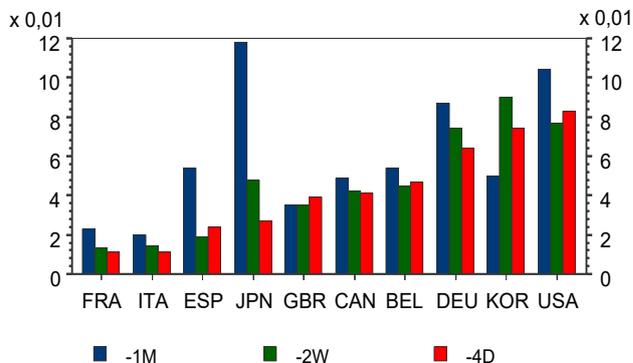
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



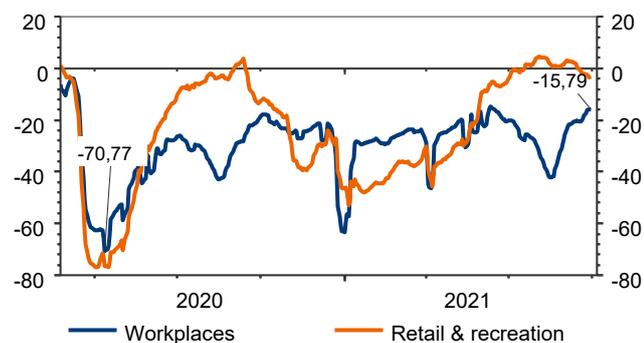
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



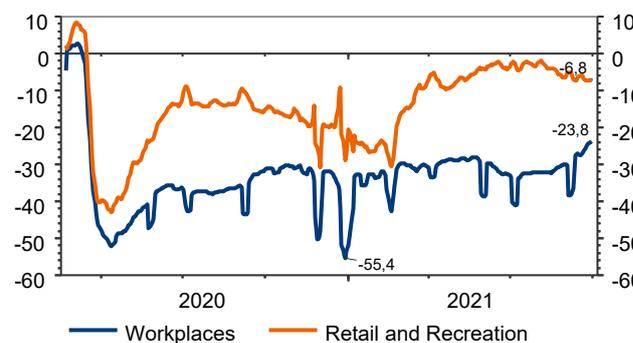
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



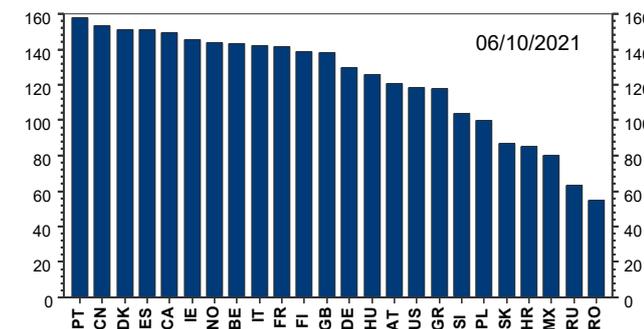
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



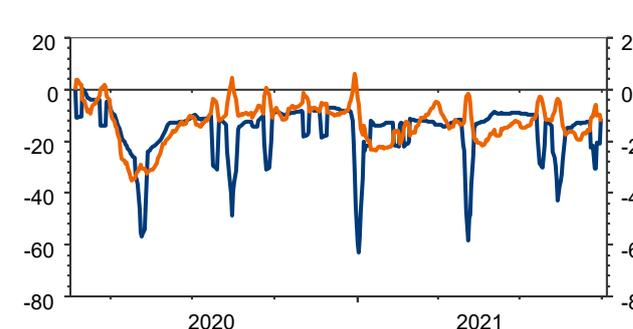
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro** i dati di agosto dovrebbero evidenziare una contrazione della produzione industriale in Italia e nel complesso dell'Eurozona, penalizzata dall'intensificarsi delle strozzature dal lato dell'offerta. In Germania l'indagine ZEW di ottobre dovrebbe riportare una correzione del morale diffusa alle aspettative e alla situazione corrente. Le stime finali degli indici dei prezzi al consumo dovrebbero infine confermare la salita dell'inflazione in Germania, Francia e Italia a settembre.

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus per i dati sarà su CPI e vendite al dettaglio di settembre. Il CPI dovrebbe esser in rialzo di 0,3% m/m, con aumenti diffusi per i beni core e una possibile riaccelerazione nei servizi per abitazione e sanità. Le vendite sono previste in calo per via della correzione delle auto, ma in aumento sostenuto al netto delle auto. Le prime indagini di ottobre, manifatturiero e consumatori, dovrebbero confermare l'eccesso di domanda e le pressioni sui prezzi dal lato delle imprese, e le preoccupazioni per l'inflazione dal lato delle famiglie. Il fronte degli eventi sarà dominato dalla pubblicazione dei verbali del FOMC di settembre, che dovrebbe dare indicazioni sui tempi attesi per le svolte della politica monetaria, e dal voto alla Camera per il rialzo temporaneo del limite del debito.

Lunedì 11 ottobre

Area euro

■ **Italia.** La **produzione industriale** è attesa in calo ad agosto, dopo il sensibile incremento congiunturale visto nei due mesi precedenti. Ci aspettiamo una flessione di -0,3% m/m, che lascerebbe l'output sopra il livello pre-COVID (+1,1% rispetto a febbraio 2020) e ancora in espansione su base annua, anche se a ritmi via via più bassi rispetto ai mesi precedenti (+2,1% a/a sul dato corretto per gli effetti di calendario). Il rallentamento potrebbe continuare nei prossimi mesi, sulla scia della crescente importanza delle difficoltà di approvvigionamento di materie prime e componentistica.

Martedì 12 ottobre

Area euro

■ **Germania.** Lo **ZEW** è atteso correggere nuovamente a ottobre, per via della persistenza di colli di bottiglia nella catena produttiva. L'indice generale è visto calare a 25,1 da 26,5 punti; l'indice sulla situazione corrente dovrebbe scendere a 30 punti da 31,9 di settembre.

Stati Uniti

■ I dati della **Jobs Openings and Labor Turnover Survey** di agosto dovrebbero confermare il trend verso l'alto delle posizioni aperte, già superiori al numero dei disoccupati da diversi mesi, con indicazioni di persistente eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

■ La Camera vota per alzare il **limite del debito** in modo da garantire il finanziamento del Tesoro fino a inizio dicembre.

Mercoledì 13 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe tornare a calare ad agosto, in scia all'ampia contrazione registrata in Germania. Dopo il rimbalzo di +1,5% m/m di luglio, ci attendiamo una flessione di -1,8% m/m ad agosto, che riporterebbe l'output al di sotto dei livelli pre-COVID e in rotta per una marginale contrazione nel 3° trimestre. Le strozzature all'offerta che frenano la produzione dovrebbero riassorbirsi solo nel corso del 2022.

■ **Germania.** La **seconda lettura** dell'**inflazione** di settembre dovrebbe confermare l'incremento a 4,1% a/a sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato, ai massimi da oltre 20 anni. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero aver registrato una stagnazione sull'indice

domestico e una crescita di un decimo sull'armonizzato. L'inflazione tedesca è attesa restare sopra il 4% nel 2° semestre, per ritornare sotto area 2% verso la fine del 2022. La media 2021 è attesa salire al 3% (2,9% sull'armonizzato) per moderare al 2,4% il prossimo anno.

Stati Uniti

- Il **CPI** di settembre è previsto in aumento di 0,3% m/m (5,4% a/a), come in agosto. L'indice **core** dovrebbe riaccelerare, con una variazione di 0,2% m/m (4,3% a/a), dopo 0,1% m/m del mese precedente. I dati dovrebbero mostrare una stabilizzazione delle pressioni nei servizi ricreativi, con la normalizzazione dell'attività, ma una possibile riaccelerazione degli affitti e della sanità. Sul fronte dei beni, i prezzi delle auto usate dovrebbero mostrare un nuovo rialzo solido, dopo la tregua di agosto.
- I **verbali della riunione del FOMC** di settembre saranno importanti per valutare la distribuzione delle opinioni sui tempi del *tapering* e della futura svolta dei tassi. Il testo dovrebbe confermare un ampio consenso per un inizio, possibilmente già a novembre, della riduzione degli acquisti, soggetta alla risoluzione delle tensioni relative al limite del debito. In generale, i verbali dovrebbero riflettere maggiore preoccupazione per la durata e la diffusione delle pressioni inflazionistiche, alla base delle indicazioni di settembre per un'anticipazione del primo rialzo dei tassi.

Giovedì 14 ottobre

Stati Uniti

- Il **PPI** di settembre dovrebbe registrare una variazione di 0,5% m/m, dopo 0,7% m/m di agosto. Anche l'indice **core** dovrebbe proseguire sul trend di rialzi solidi, con un aumento di 0,4% m/m, dopo 0,6% m/m di agosto. Le indicazioni delle indagini e dei prezzi dei trasporti e delle materie prime non indicano per ora un possibile rallentamento delle pressioni inflazionistiche in tempi brevi.

Venerdì 15 ottobre

Area euro

- **Francia.** La stima finale dell'**inflazione** di settembre è attesa confermare l'accelerazione sia sull'indice nazionale, a 2,1% a/a da 1,9% di agosto, che sulla misura armonizzata, a 2,7% a/a da 2,4% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un calo di due decimi su entrambe le misure. In media d'anno, nel 2021, l'inflazione è vista a 1,6% sull'indice nazionale e 2% sull'armonizzato.
- **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di settembre dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in salita da 2% a 2,6% sul NIC e da 2,5% a 3% sull'indice armonizzato UE. L'inflazione di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata in salita all'1,1% a/a. Nel mese i listini dovrebbero essere confermati in calo di un decimo sull'indice domestico e in crescita di +1,4% m/m sull'armonizzato. In prospettiva, il tasso di crescita dei prezzi dovrebbe tornare sotto il 2% solo dalla prossima primavera.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a settembre sono attese in calo di -0,1% m/m, dopo 0,7% m/m di agosto, per via di una nuova frenata del comparto auto, che ha registrato un calo mensile di -4,2% m/m, sulla base dei dati dei concessionari. Al netto delle auto, la variazione prevista è di 0,6% m/m, alla luce delle informazioni del Chicago Fed Advance Retail Trade Summary (CARTS) relative alla prima metà del mese, basate su indagini di settore, transazioni di carte di credito e di debito e indicatori di mobilità e di fiducia. La tenuta del comparto ex-auto è incoraggiante, ma non sufficiente a contrastare il calo dei consumi di beni atteso per il mese scorso sulla scia della mancanza di auto in vendita.
- L'indice **Empire della NY Fed** a ottobre è previsto a 25, dopo 34,3 di settembre. Le informazioni del mese scorso erano positive, con segnali di domanda ancora in accelerazione, ma

frenata da crescenti problemi dal lato dell'offerta, evidenziati dal continuo aumento degli ordini inevasi e indici dei prezzi sempre su livelli record. A ottobre le imprese dovrebbero dare un quadro analogo, con aspettative di espansione parzialmente insoddisfatta per i colli di bottiglia all'offerta.

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'University of Michigan a ottobre (prel.) è attesa a 73, in linea con il dato finale di settembre, 72,8, con una stabilizzazione di condizioni correnti e aspettative. Il focus sarà sulle aspettative di inflazione, che nella lettura finale di settembre sono aumentate per il secondo mese consecutivo, salendo a 3% sull'orizzonte a 5-10 anni, massimo da maggio scorso.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (11 – 15 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	11/10	ITA	Produzione industriale m/m	**	ago	0.8	%	-0.3
Mar	12/10	CN	M2 a/a	*	set	8.2	%	8.1
		CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	set	1220	Mld ¥ CN	1850
		CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	set	2960	Mld ¥ CN	3105
		GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	4.6	%	4.5
		GB	Retribuzioni medie		ago	8.3	%	
		GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ott	26.5		25.8
		GER	ZEW (Sit. corrente)		ott	31.9		30.0
Mer	13/10	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ago	0.9	%	1.7
		GER	IPCA m/m finale	*	set	prel 0.3	%	0.3
		GER	CPI (Lander) a/a finale		set	prel 4.1	%	4.1
		GER	IPCA a/a finale		set	prel 4.1	%	4.1
		GER	CPI (Lander) m/m finale	*	set	prel 0.0	%	0.0
		GB	Produzione industriale m/m	*	ago	1.2	%	0.3
		GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ago	-12.7	Mld £	
		GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ago	-7.0	Mld £	
		EUR	Produzione industriale m/m	**	ago	1.5	%	-1.2
		USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		set	4.0	%	
		USA	CPI a/a		set	5.3	%	5.4
		USA	CPI m/m	*	set	0.3	%	0.3
		USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	set	0.1	%	0.2
Gio	14/10	CN	Importazioni in USD a/a	*	set	33.1	%	19.2
		CN	Bilancia commerciale USD	*	set	58.3	Mld \$	47.6
		CN	Esportazioni in USD a/a	*	set	25.6	%	21.5
		CN	CPI a/a	*	set	0.8	%	0.9
		CN	CPI m/m		set	0.1	%	0.3
		CN	PPI a/a	*	set	9.5	%	10.5
		GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel -3.2	%	-3.2
		SPA	IPCA a/a finale		set	prel 4.0	%	4.0
		USA	Richieste di sussidio	*	settim	326	x1000	
		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.714	Mln	
		USA	PPI m/m		set	0.7	%	0.5
		USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	set	0.6	%	0.4
Ven	15/10	FRA	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.2	%	-0.2
		FRA	CPI m/m Ex Tob	*	set	0.6	%	
		FRA	IPCA a/a finale		set	prel 2.7	%	2.7
		ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel -0.1	%	-0.1
		ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 1.4	%	1.4
		ITA	IPCA a/a finale		set	prel 3.0	%	3.0
		ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel 2.6	%	2.6
		ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	8.8	Mld €	
		ITA	Bilancia commerciale (UE)		ago	1.9	Mld €	
		USA	Prezzi all'import m/m		set	-0.3	%	0.5
		USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	34.3		27.8
		USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	set	1.8	%	0.4
		USA	Vendite al dettaglio m/m	**	set	0.7	%	-0.1
		USA	Scorte delle imprese m/m		ago	0.5	%	0.5
		USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		ott	72.8		74.0

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 (11 – 16 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	11/10	09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		16:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		16:45	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
Mar	12/10	00:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		13:45	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		14:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		15:00	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		18:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mer	13/10	16:30	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
		21:15		* Riunione dei ministri delle finanze e dei banchieri centrali dei G20
		22:30	USA	Discorso di Brainard (Fed)
Gio	14/10	02:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		03:30	GIA	Discorso di Noguchi (BoJ)
		12:10	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
		16:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		16:40	GB	Discorso di Mann (BoE)
		18:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Ven	15/10	00:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		18:20	USA	Discorso di Williams (Fed)
Sab	16/10	15:00	GB	Discorso di Bailey (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi industriali m/m	ago	0.7 (0.4)	%	1.0	1.2
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	1.8	%		1.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.2	%		0.3
Bilancia commerciale	ago	-70.3 (-70.1)	Mld \$	-70.5	-73.3
Markit PMI Composito finale	set	54.5			55.0
Markit PMI Servizi finale	set	54.4			54.9
Indice ISM non manifatturiero composito	set	61.7		60.0	61.9
Nuovi occupati: stima ADP	set	340 (374)	x1000	428	568
Richieste di sussidio	settim	364 (362)	x1000	348	326
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.811 (2.802)	Mln	2.780	2.714
Tasso di disoccupazione	set	5.2	%		5.1
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	235	x1000	500	
Salari orari m/m	set	0.6	%		0.4

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

L'**ISM dei servizi** a settembre è aumentato a 61,9 da 61,7, indicando che la diffusione dei contagi legata alla variante Delta non è un freno rilevante per l'attività nei servizi. L'indagine conferma però la presenza continua di eccesso di domanda, se pure meno vincolante che nel manifatturiero, e pressioni verso l'alto sui prezzi, con effetti di rallentamento della crescita e aumento dell'inflazione.

La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** di settembre ha registrato una variazione di 568 mila, con aumenti solidi e diffusi in tutti i settori: 49 mila nel manifatturiero, 46 mila nelle costruzioni e 466 mila nei servizi, con una ripresa nel comparto tempo libero e ospitalità (226 mila) che ridimensiona i timori di freni legati alla variante Delta.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** a inizio ottobre finalmente tornano a calare, scendendo a 326 mila; si registra anche un forte calo dei sussidi esistenti a metà settembre, sulla scia della fine dei programmi federali.

La **bilancia commerciale** ad agosto ha registrato un deficit di -73,3 mld di dollari, in ampio aumento da -70,3 mld di luglio, sulla scia di un maggior disavanzo nel comparto dei beni e un minore avanzo per i servizi. Il canale estero nel 3° trimestre dovrebbe dare un contributo marginalmente positivo alla crescita.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	ago	0.7	%	-1.5	-3.0

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

In **Giappone**, la **spesa reale delle famiglie** ad agosto è scesa di -3% a/a, dopo 0,7% a/a a luglio; su base mensile, i consumi correggono di -3,9% m/m, dopo -0,9% m/m del mese precedente. I dati confermano la debolezza della crescita estiva, dovuta agli effetti della variante Delta. Lo scenario autunnale è però di ripresa, grazie al contenimento dei contagi.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI servizi finale	set	56.3		56.4
EUR	PMI composito finale	set	56.1		56.2
EUR	PPI a/a	ago	12.4 (12.1)	%	13.5
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ago	-2.6 (-2.3)	%	0.8
FRA	Produzione industriale m/m	ago	0.5 (0.3)	%	1.0
FRA	PMI servizi finale	set	56.0		56.2
GER	PMI servizi finale	set	56.0		56.2
GER	Ordini all'industria m/m	ago	4.9 (3.4)	%	-2.1
GER	Produzione industriale m/m	ago	1.3 (1.0)	%	-0.4
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	17.7 (17.9)	Mld €	15.8
ITA	PMI servizi	set	58.0		55.5
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T2	13.0 (13.1)	%	7.6
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	6.70	%	1.9
SPA	Produzione industriale a/a	ago	3.3 (3.4)	%	3.5

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

Area euro. I dati sui conti trimestrali delle famiglie hanno evidenziato come il **tasso di risparmio** sia rimasto elevato nel 2° trimestre (a 19% da 21,5% precedente), ben al di sopra della media pre-COVID e al terzo livello più elevato dall'inizio delle rilevazioni. Il calo rispetto al 1° trimestre è il risultato di una crescita dei consumi (soprattutto di servizi) superiore a quella dei redditi. Nei prossimi mesi l'eccesso di risparmio dovrebbe ridimensionarsi gradualmente, ma l'impatto sui consumi potrebbe risultare complessivamente moderato in quanto concentrato prevalentemente tra i nuclei a reddito più elevato e con una minore propensione alla spesa. Anche il rialzo dei prezzi energetici, nonostante le misure di calmieramento annunciate dai governi, potrebbe portare i consumatori ad assumere un approccio più cauto tra l'autunno e l'inverno.

Le **vendite al dettaglio** di agosto sono cresciute meno delle attese di consenso ma circa in linea con le nostre previsioni, di +0,3% m/m, mentre la flessione di luglio è stata rivista al ribasso di tre decimi a -2,6% m/m. Il dato è coerente con il nostro scenario di consumi in crescita anche nel 3° trimestre, ma con uno spostamento delle spese dai beni ai servizi. Su questo fronte si è registrato il quinto calo mensile consecutivo degli acquisti di alimenti, che potrebbe riflettere gli effetti del ritorno di domanda verso i servizi di ristorazione.

I **prezzi alla produzione nell'industria** sono cresciuti di +1,1% m/m (+13,4% a/a) ad agosto, in decelerazione dal +2,5% m/m di luglio. Come nei mesi precedenti, sono ancora energia e beni intermedi i comparti più esposti ai colli di bottiglia presenti lungo le filiere produttive internazionali, e i rincari delle materie prime a trainare i costi. Dalle più recenti indagini congiunturali emerge la volontà delle imprese di trasferire i maggiori costi a monte delle catene produttive ai consumatori finali. L'impatto delle strozzature all'offerta sui prezzi dei beni manufatti potrebbe risultare ritardato e mostrare la maggiore intensità nella prima metà del 2022.

Germania. Il **saldo di bilancia commerciale** ha evidenziato un surplus di 11,8 mld di euro ad agosto. Le esportazioni sono calate di -1,2% su base mensile (+14,4% a/a), mentre le importazioni sono aumentate di 3,5% m/m (18,1% a/a). Il rallentamento della domanda mondiale evidenziato dall'indice PMI globale suggerisce una possibile debolezza dell'export tedesco nella parte finale dell'anno.

La **produzione industriale** è calata di -4,0% m/m ad agosto, dopo il +1,3% m/m precedente (rivisto al rialzo di tre decimi). La variazione tendenziale è pari a +1,7% a/a (+6% in luglio); rispetto a febbraio 2020 l'output risulta più basso di -9% (dato destagionalizzato e corretto per gli effetti del calendario). Nel **manifatturiero** la flessione è ancora più ampia (-4,7% m/m), ed è dovuta soprattutto ai beni di investimento (-7,8% m/m). Il forte calo è imputabile alla presenza di colli di bottiglia nella fornitura dei beni intermedi, attesi persistere nei prossimi mesi. La produzione di energia è salita di +4,1% m/m, viceversa l'output nelle costruzioni ha corretto di -3,1% m/m. Il dato di agosto lascia la produzione in rotta per un calo congiunturale di circa due punti nel 3° trimestre.

Gli **ordini all'industria** hanno registrato un forte calo di -7,7% m/m; la flessione arriva dopo due aumenti consecutivi sia in luglio (+4,9% m/m, rivisto al rialzo da 3,4% precedente), che in giugno (+4,6% m/m). La debolezza del dato di agosto è spiegata in buona parte dal comparto auto (-12% m/m), in difficoltà per via dei colli di bottiglia nella fornitura di componentistica. Gli ordinativi esteri sono calati (-9,5% m/m) principalmente per effetto di un crollo delle commesse dai Paesi non appartenenti all'area euro (-15,2% m/m), mentre quelli domestici sono diminuiti di -5,2% m/m. In base ai dati preliminari di agosto, il **fatturato** nel comparto manifatturiero è sceso di -5,9% m/m dopo il +1,9% m/m di luglio.

Francia. La **produzione industriale** è cresciuta più delle attese ad agosto (+1% m/m), mentre l'incremento di luglio è stato rivisto al rialzo di due decimi a +0,5% m/m. Il dato lascia l'output in rotta per un'espansione nel 3° trimestre e offre solide prospettive per la crescita del PIL. È però probabile che nei prossimi mesi l'attività manifatturiera possa essere frenata dalle strozzature all'offerta, che si stanno rivelando più severe rispetto al previsto. Ad agosto la produzione nelle costruzioni è calata di -1,8% m/m da +1,4% m/m precedente.

Italia. L'indice **PMI dei servizi** di settembre è calato a 55,5 da 58 di agosto. Le indagini italiane, come quelle relative al resto dell'Eurozona, sono coerenti con un'espansione in fase di moderazione ma ancora su ritmi robusti, come peraltro emerge da aspettative ancora ampiamente ottimiste. Le imprese confermano inoltre intense pressioni sui costi che, inizialmente concentrate nell'industria, si stanno estendendo anche ai servizi. Il tasso di crescita dei prezzi finali rimane comunque decisamente più contenuto nei servizi, dove la domanda non ha ancora recuperato i livelli di attività pre-pandemici. L'indice PMI composito è calato a 56,6 da 59,1 di agosto, in territorio ancora ampiamente espansivo e coerente con una crescita ancora solida nei mesi a cavallo tra l'estate e l'autunno.

Nel 2° trimestre il **tasso di risparmio** è calato di oltre quattro punti a 12,9%, per via di una crescita dei consumi ben più ampia di quella del reddito (5,4% contro 0,5% t/t). Il **rapporto deficit/PIL** è calato al 7,6% dal 13% registrato nei tre mesi precedenti e dal 12,9% dello stesso periodo del 2020: il miglioramento è sintesi di una considerevole diminuzione delle spese tale da compensare la riduzione delle entrate. A nostro avviso, sulla base dei dati sul fabbisogno nei primi 9 mesi dell'anno, ci sono margini per un consuntivo 2021 inferiore al 9,4% indicato dal Governo nella NADEF.

Le **vendite al dettaglio** ad agosto sono cresciute di +0,4% m/m dopo la flessione di -0,3% a luglio. Il rimbalzo è sintesi di una crescita degli acquisti di beni non alimentari a fronte di una sostanziale stagnazione per gli alimenti. Il dato lascia le vendite in rotta per una modesta espansione nel 3° trimestre; in ogni caso, ancora durante l'estate, come già in primavera, dovrebbe essere stata la crescita sostenuta dei consumi di servizi, ben più che quella di beni, a spingere il PIL.

Cina

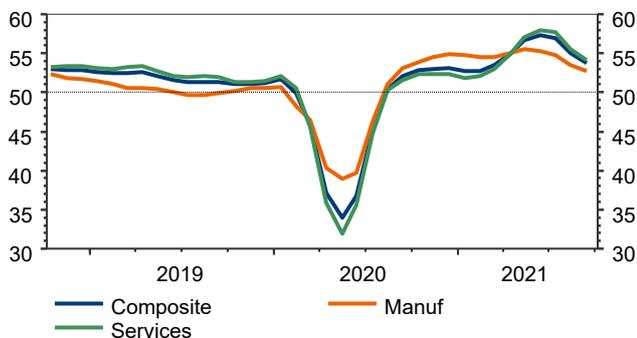
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Riserve in valuta estera	set	3.232	1000Mld \$	3.225	3.201
PMI servizi - Caixin	set	46.7			53.4

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

Il **PMI dei servizi** rilevato da **Caixin Markit** è rimbalzato da 46,7 in agosto a 53,4 in settembre, molto più delle aspettative (consenso Bloomberg 49,2) sulla scia di quello pubblicato dal NBS la scorsa settimana (53,2) ma non superando il livello di luglio (54,9). Il rimbalzo è stato trainato dall'aumento degli ordini, della componente occupazione e di quella dei prezzi, tutte tornate in zona espansiva, e da un miglioramento delle aspettative. Il PMI composito è quindi salito da 47,2 in agosto a 51,4 in settembre, grazie a un aumento di tutte le componenti.

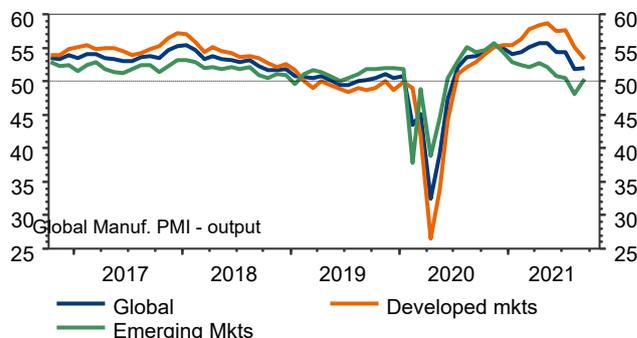
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



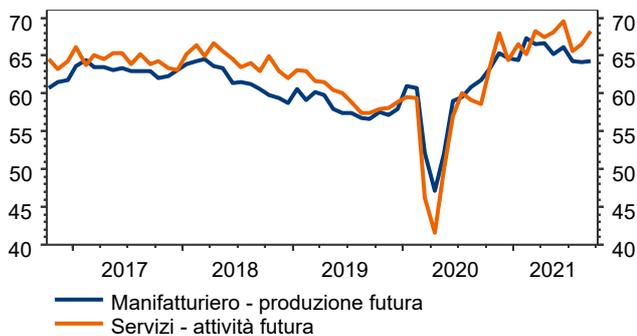
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



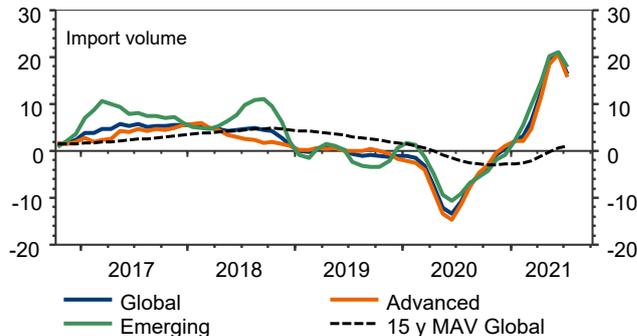
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



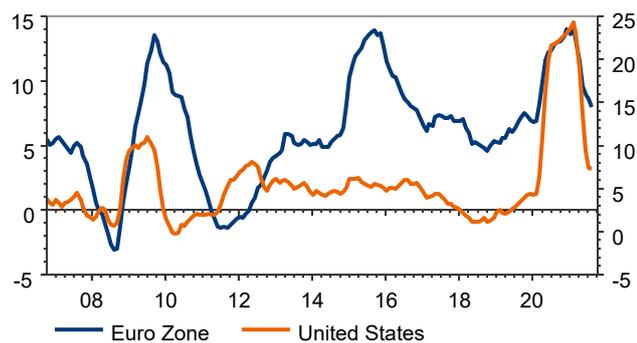
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



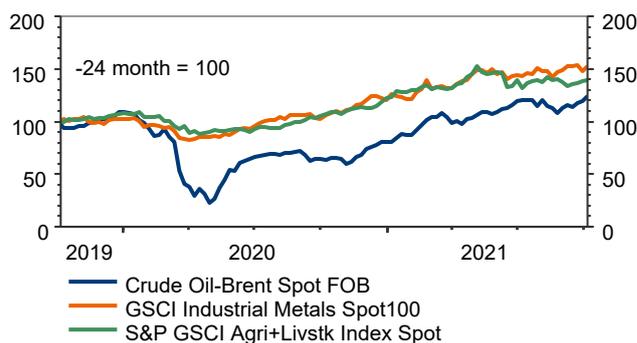
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

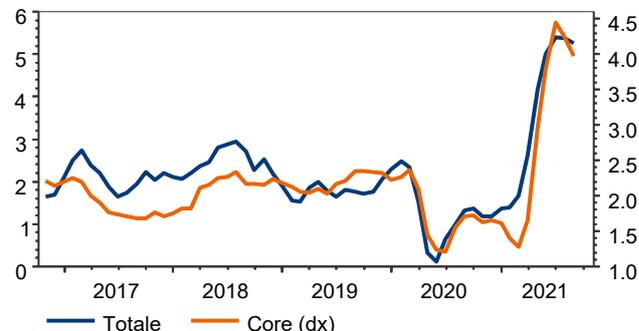
Stati Uniti

Indagini ISM



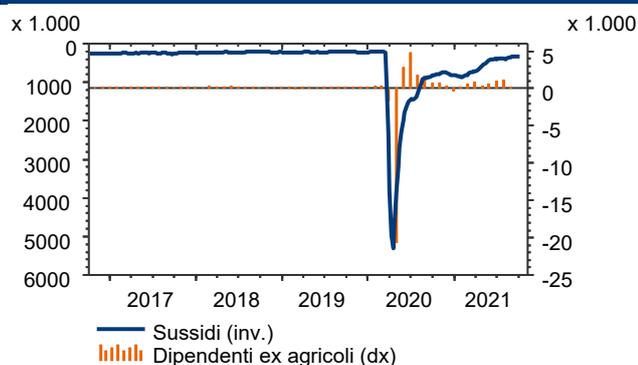
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



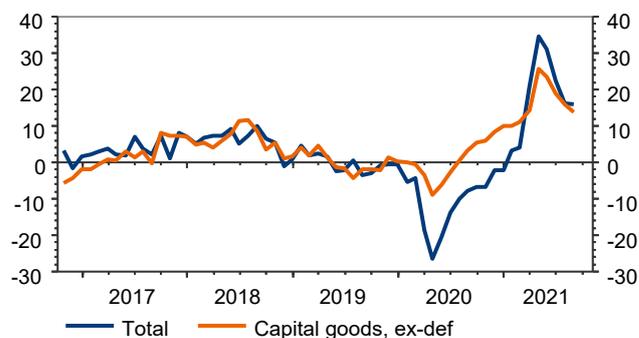
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

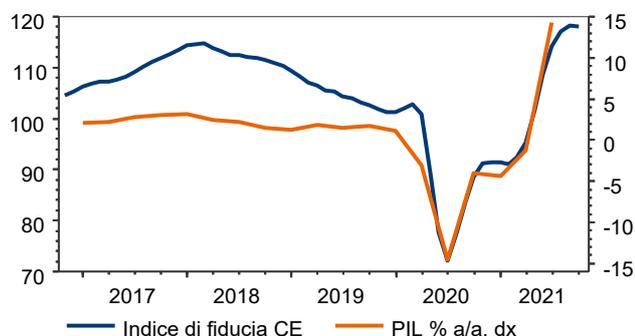
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.7	3.5	-2.9	-2.3	0.5	12.2	5.1	5.4	4.5	3.6
- trim./trim. annualizzato				33.8	4.5	6.3	6.7	2.9	5.9	2.4	3.3
Consumi privati	-3.8	8.0	3.5	41.4	3.4	11.4	12.0	2.2	4.4	2.6	3.4
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.9	3.5	18.7	12.5	12.9	9.2	4.5	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	0.7	2.1	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.5	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	-0.1	0.3	6.4	1.4	-3.8	-1.7	3.0	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	2.5	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	5.1	4.3	2.7
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.

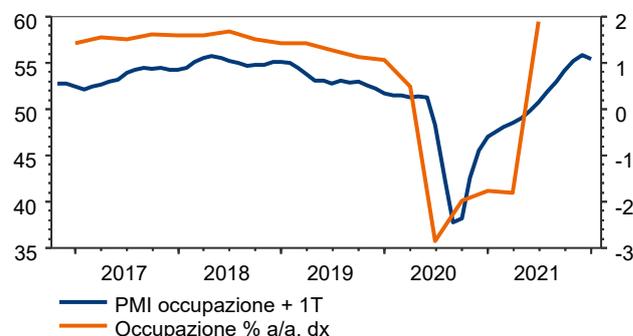
Area euro

PIL



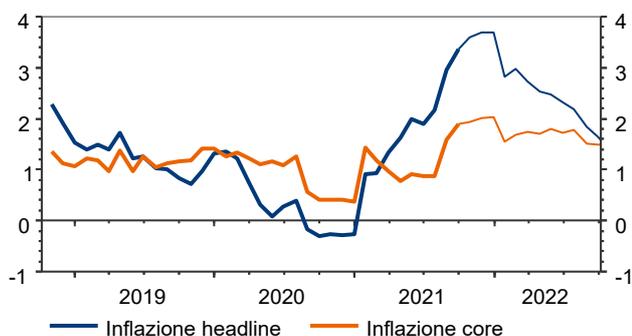
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	2.8
febbraio	1.2	0.9	3.0
marzo	0.7	1.3	2.7
aprile	0.3	1.6	2.5
maggio	0.1	2.0	2.5
giugno	0.3	1.9	2.3
luglio	0.4	2.2	2.2
agosto	-0.2	3.0	1.8
settembre	-0.3	3.4	1.6
ottobre	-0.3	3.6	1.4
novembre	-0.3	3.7	1.3
dicembre	-0.3	3.7	1.2

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T3	T4	T1					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.1	4.6	-4.0	-4.4	-1.2	14.1	3.6	5.1	6.4	5.1
- t/t				12.6	-0.4	-0.3	2.1	2.2	1.1	0.9	0.8
Consumi privati	-8.0	3.9	7.1	14.4	-3.1	-2.1	3.7	3.8	2.0	1.2	1.0
Investimenti fissi	-7.5	5.0	5.4	13.9	2.8	-0.2	1.1	2.2	1.6	1.3	1.0
Consumi pubblici	1.4	3.1	1.2	5.6	0.7	-0.5	1.2	0.1	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	-9.3	9.2	5.3	16.6	4.1	0.7	2.2	1.8	1.5	1.1	1.1
Importazioni	-9.2	6.7	5.7	11.8	4.8	0.4	2.3	1.8	1.6	1.3	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	-0.6	-1.6	0.6	0.8	-0.4	-0.3	-0.5	0.0	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	2.3	2.1	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	3.7	2.8	2.4
Produzione industriale (a/a)	-8.6	8.3	3.0	-6.8	-1.6	3.5	22.3	6.9	3.0	2.1	3.2
Disoccupazione (%)	7.9	7.8	7.4	8.5	8.2	8.1	8.0	7.4	7.5	7.4	7.4
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.54	-0.55	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55

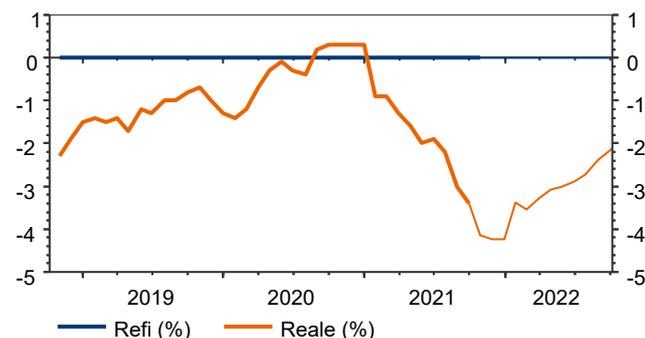
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	7/10	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

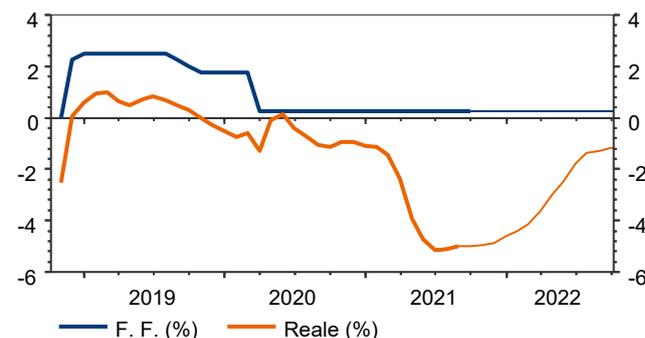


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	7/10	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	0.12	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

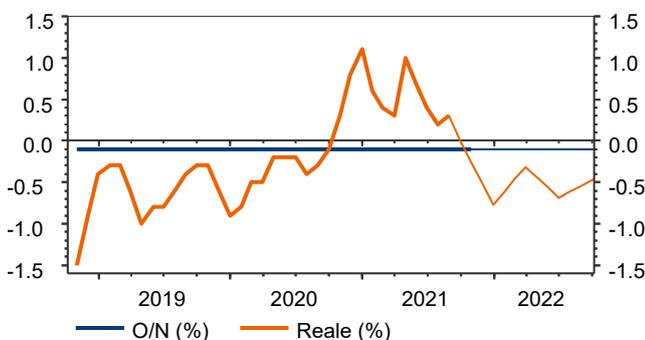


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	7/10	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	-0.04	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

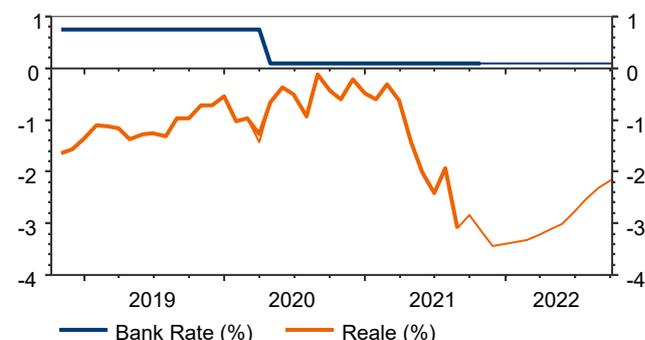


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	7/10	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	0.10	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	8/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.18	1.19	1.18	1.18	1.1545	1.17	1.15	1.18	1.22	1.24
USD/JPY	107	106	109	110	110	111.98	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.22	1.29	1.37	1.38	1.37	1.3589	1.37	1.36	1.40	1.46	1.50
EUR/CHF	1.09	1.08	1.10	1.09	1.09	1.0738	1.09	1.10	1.11	1.12	1.14
EUR/JPY	117	125	130	130	130	129.30	128	129	133	138	141
EUR/GBP	0.90	0.91	0.86	0.86	0.86	0.8495	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
---------------	-------	---------------------------------