

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Un rialzo dei **tassi ufficiali BCE** entro fine 2022, come i mercati stanno iniziando a scontare, non appare compatibile con l'andamento dell'inflazione atteso il prossimo anno e con la nuova impostazione della strategia di politica monetaria introdotta lo scorso luglio.

### I market mover della settimana

In **area euro** le indagini PMI e l'INSEE francese di ottobre dovrebbero confermare come la ripresa sia ormai in fase di decelerazione, in un contesto di strozzature all'offerta lungo le filiere industriali. Anche il morale dei consumatori rilevato dalla Commissione Europea è visto calare ad ottobre, probabilmente penalizzato dai rincari energetici. La stima finale relativa al mese di settembre dovrebbe infine confermare il rialzo dell'inflazione area euro, sia *headline* che *core*. Il governo italiano finalizzerà il Documento Programmatico di Bilancio e la Legge di Bilancio per il 2022.

La settimana ha diversi dati rilevanti in pubblicazione negli **Stati Uniti**. Le indagini presso le imprese dovrebbero confermare per ottobre l'espansione dell'attività in presenza di colli di bottiglia all'offerta e pressioni verso l'alto sui prezzi. Per settembre, la produzione industriale, i cantieri residenziali e le vendite di case esistenti sono previsti in moderato rialzo, con indicazioni di crescita positiva, nonostante i vincoli dal lato dell'offerta.

**15 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

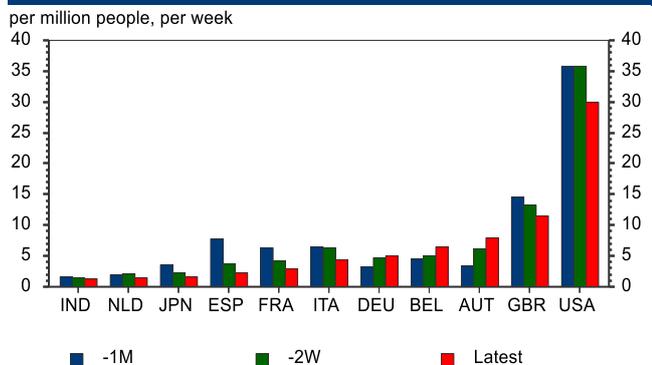
## Il punto

Un rialzo dei **tassi ufficiali BCE** entro fine 2022, come i mercati stanno iniziando a scontare, non appare compatibile con l'andamento dell'inflazione atteso il prossimo anno e con la nuova impostazione della strategia di politica monetaria introdotta lo scorso luglio.

- Negli ultimi giorni, i mercati finanziari hanno iniziato a scontare un rialzo dei tassi ufficiali BCE entro fine 2022: il tasso Euribor 3 mesi a dicembre 2022 è dato a -0,37%, mentre gli OIS incorporano circa 5pb di rialzo. Questa situazione deve riflettere l'idea che la BCE sia sul punto di cambiare drasticamente idea sulle prospettive dell'inflazione, e che la revisione delle stime annunciata a dicembre possa spianare la strada a un veloce ritiro dello stimolo monetario nel 2022. Ma è uno scenario plausibile?
- Perché si concretizzi l'ipotesi di un rialzo dei tassi a fine 2022, è necessario che un po' prima, ipotizziamo almeno nel settembre 2022, lo staff della BCE preveda che l'inflazione sia superiore al 2% nel 2023 e nel 2024, e per fattori non transitori. Inoltre, per allora dovrebbero esserci chiare indicazioni che l'inflazione sottostante si stia muovendo verso il 2%. La prima condizione non è di impossibile realizzazione nell'arco di 11 mesi, e con 4 turni di revisione delle previsioni in mezzo. Richiede indubbiamente una revisione piuttosto ampia delle stime attuali: l'attuale proiezione 2023 è all'1,5%, ma questo è un livello che già a settembre una parte del Consiglio Direttivo giudicava "troppo basso". La nostra proiezione attuale per il 2023 è di 1,7%, e quella 2024 è analoga (1,7-1,8%); il 2% non è così lontano da escludere la possibilità di toccarlo con le prossime revisioni delle proiezioni, soprattutto se nel frattempo emergessero segnali di maggiore e più diffusa crescita salariale.
- Per quanto concerne l'inflazione sottostante, però, la condizione è retrospettiva: l'inflazione sottostante potrebbe risalire a 1,7-1,8% nei mesi centrali del 2022, ma poi calerebbe di nuovo verso l'1,5% per il prevalere di effetti-base negativi. A nostro parere, tale scenario sarebbe incompatibile con l'ipotesi di rialzo dei tassi a dicembre 2022; invece, le condizioni per il rialzo dei tassi saranno più facilmente verificate dalla metà del 2023.
- Possiamo aggiungere che tale scenario implicherebbe anche una chiusura molto veloce del programma APP, se la BCE rispetterà l'indirizzo fin qui enunciato: gli acquisti dovrebbero essere interrotti poco prima del rialzo dei tassi, e nello scenario qui descritto cesserebbero plausibilmente da ottobre o novembre. Ciò significherebbe passare nel giro di 7-8 mesi da 80-90 miliardi di acquisti mensili a zero.
- A parte le possibili ripercussioni di mercato, in questo scenario la BCE correrebbe il rischio di minare la credibilità della revisione strategica attuata lo scorso luglio. La promessa di essere "pazienti", di tollerare un'inflazione temporaneamente sopra il 2% per ri-ancorare le aspettative a livelli coerenti con l'obiettivo del 2% e di evitare strette premature dei tassi come quella del 2011 sarebbe subito svuotata di significato. Se poi il rischio inflazionistico evaporasse e le aspettative tornassero a calare, il danno alla reputazione sarebbe notevole.
- In conclusione, riteniamo che la dialettica interna del Consiglio nel contesto di maggiore incertezza sulle prospettive di inflazione implichi una più veloce dismissione delle misure decise per contrastare gli effetti economici della pandemia. Nel concreto, riduce la probabilità che la chiusura del PEPP si accompagni a un aumento del flusso mensile di acquisti APP; ugualmente, implica che le TLTRO siano rinnovate come mero *backstop* di liquidità. Al contrario, riteniamo molto improbabile che le future revisioni dello scenario convalidino le aspettative che il rialzo dei tassi ufficiali possa avvenire già nel 2022.

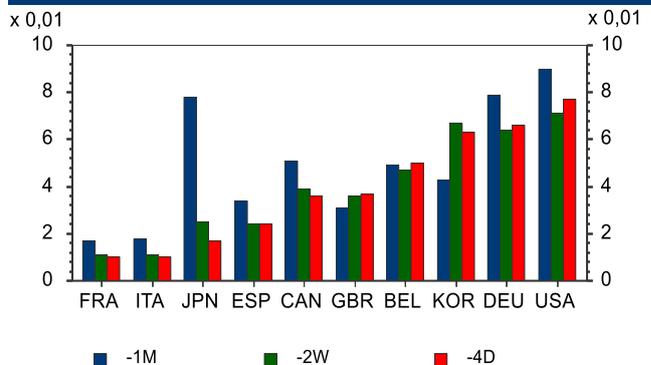
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



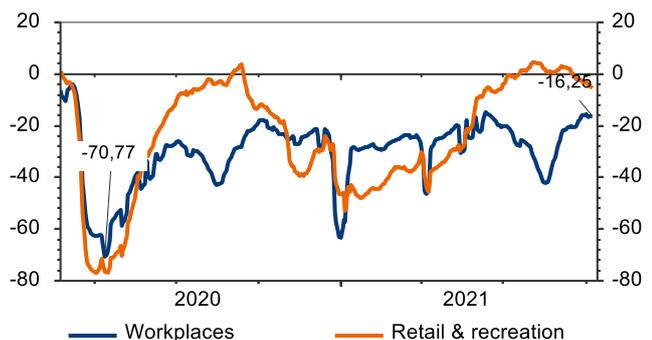
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



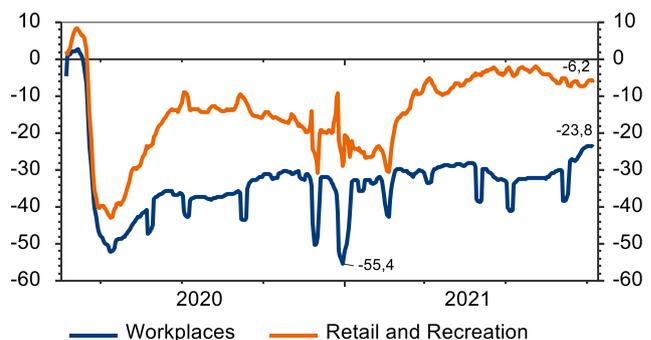
Fonte: OurWorldInData

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



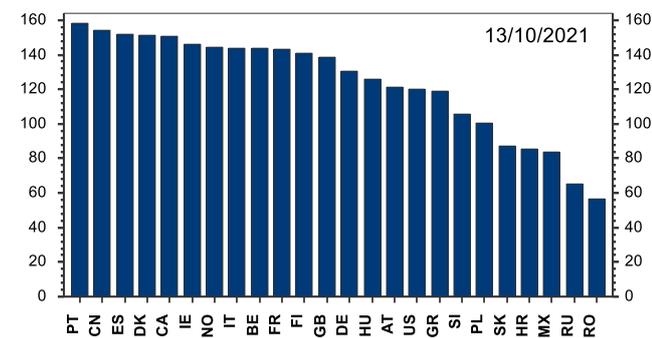
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



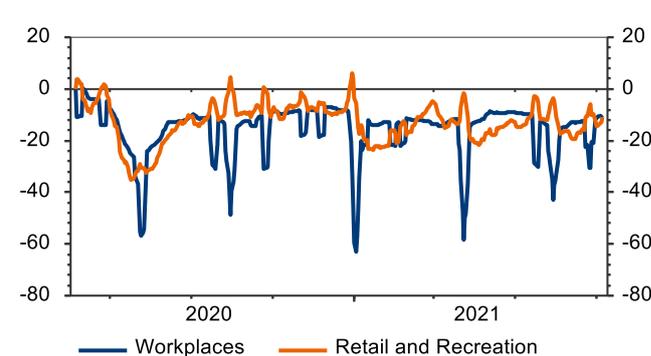
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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

In **area euro** le indagini PMI e l'INSEE francese di ottobre dovrebbero confermare come la ripresa sia ormai in fase di decelerazione, in un contesto di strozzature all'offerta lungo le filiere industriali. Anche il morale dei consumatori rilevato dalla Commissione Europea è visto calare ad ottobre, probabilmente penalizzato dai rincari energetici. La stima finale relativa al mese di settembre dovrebbe infine confermare il rialzo dell'inflazione area euro, sia *headline* che *core*. Il governo italiano finalizzerà il Documento Programmatico di Bilancio e la Legge di Bilancio per il 2022.

La settimana ha diversi dati rilevanti in pubblicazione negli **Stati Uniti**. Le indagini presso le imprese dovrebbero confermare per ottobre l'espansione dell'attività in presenza di colli di bottiglia all'offerta e pressioni verso l'alto sui prezzi. Per settembre, la produzione industriale, i cantieri residenziali e le vendite di case esistenti sono previsti in moderato rialzo, con indicazioni di crescita positiva, nonostante i vincoli dal lato dell'offerta.

### Lunedì 18 ottobre

#### Area euro

■ **Area euro.** Eurostat pubblica le stime aggiornate relative al **PIL** nel 2° trimestre. Alla luce delle recenti revisioni dei dati spagnoli (marcatamente al ribasso) e olandesi (al rialzo) riteniamo probabile che la stima relativa al complesso dell'Eurozona venga limata a 2,1% t/t da un precedente 2,2% t/t. Dal lato delle componenti la revisione verso il basso dovrebbe riguardare soprattutto la crescita dei consumi privati. Le nostre previsioni sul PIL (5,1% nel 2021) incorporano già la possibile revisione sul 2° trimestre.

■ **Italia.** Il Consiglio dei Ministri è atteso approvare il **Documento Programmatico di Bilancio** da inviare a Bruxelles, che dettaglierà la manovra espansiva da almeno 22 miliardi per l'anno prossimo, in attesa della Legge di Bilancio da inviare alle Camere entro il 20 ottobre.

#### Stati Uniti

■ La **produzione industriale** a settembre è prevista in rialzo di 0,2% m/m, dopo 0,4% m/m di agosto. Le ore lavorate nel manifatturiero sono state relativamente deboli, ma gli occupati sono aumentati nel settore, come anche nell'estrattivo. Pertanto, la variazione dell'output, dovrebbe essere moderata, anche per via del freno esercitato dalla persistente correzione nel comparto auto.

### Martedì 19 ottobre

#### Stati Uniti

■ I **cantieri residenziali** di settembre sono previsti in rialzo a 1,635 mln da 1,615 mln di agosto. L'employment report di settembre ha riportato una variazione positiva nel comparto delle costruzioni residenziali, che dovrebbe essere spinto anche dalla domanda generata dagli effetti degli uragani di fine estate. Le **licenze** dovrebbero essere poco variate a 1,723 mln da 1,721 mln del mese precedente, dopo due mesi di rialzi. L'attività nel settore dovrebbe mantenersi in rialzo, sulla scia della domanda di case, testimoniata anche dalla ripresa delle richieste di nuovi mutui per l'acquisto di un'abitazione.

### Mercoledì 20 ottobre

#### Area euro

■ **Area euro.** La stima finale dell'**indice dei prezzi al consumo** dovrebbe confermare che a settembre i listini sono cresciuti di +0,5% m/m sull'indice *headline* e di +0,4% m/m su quello *core* BCE. L'inflazione dovrebbe essere quindi confermata al 3,4% a/a (in rialzo dal 3,0% a/a di agosto) e all'1,9% a/a al netto di energia e alimentari freschi (da 1,6% a/a del mese precedente). L'inflazione è vista salire ancora nei prossimi mesi, toccando un picco a fine anno, prima di tornare a rallentare nel corso del 2022.

## Giovedì 21 ottobre

### Area euro

- **Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di ottobre è visto correggere a -5,5 da -4,0 precedente. Nonostante le misure di calmieramento annunciate dai Governi, il morale delle famiglie dovrebbe aver risentito della rapida salita dei prezzi energetici, destinata a erodere il reddito disponibile tra l'autunno e l'inverno.
- **Francia.** L'INSEE comunica il dato relativo alla **fiducia delle imprese** per il mese di ottobre. L'indice del settore manifatturiero dovrebbe riportare la seconda variazione mensile negativa consecutiva, a 101 punti, da un precedente 106. Sul morale dovrebbero pesare aspettative meno ottimistiche su output e ordinativi esteri, condizionati negativamente da shortage di forniture che non sembrano aver ancora raggiunto un picco (a settembre, per la prima volta da inizio 2020, tutti i 4 macro sotto-settori manifatturieri hanno fatto segnare contemporaneamente una discesa). Una correzione è attesa anche per l'indice composito, ma in misura più contenuta, a 109 da 111 di settembre, grazie a una migliore tenuta di servizi e commercio al dettaglio rispetto al manifatturiero.

### Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre è atteso a 25 da 30,7 di settembre. L'indagine, il mese scorso era positiva, ma riportava una netta correzione degli indici a 6 mesi. Per quanto riguarda lo scenario corrente, le imprese restano preoccupate dai problemi della catena distributiva e dalle strozzature all'offerta, sia di beni, sia di lavoro. Pertanto, la previsione è di correzione dell'indice corrente e di stabilizzazione di quello a 6 mesi, entrambi su livelli espansivi ma moderati.
- Le **vendite di case esistenti** di settembre dovrebbero aumentare a 6,01 mln da 5,88 mln di agosto, sulla base della svolta verso l'alto dei contratti di compravendita, tornati sui livelli di febbraio. Il moderato trend verso l'alto delle scorte di case e il recente rallentamento della dinamica dei prezzi dovrebbero contribuire a ridurre almeno parzialmente l'eccesso di domanda sul mercato.

## Venerdì 22 ottobre

### Area euro

- **Area euro.** Le stime flash degli indici **PMI** di ottobre dovrebbero riportare una correzione del morale diffusa a manifattura e servizi. Le più recenti letture dell'indagine manifatturiera avevano iniziato ad evidenziare i primi, modesti, segnali di stabilizzazione dei colli di bottiglia presenti lungo le filiere produttive: la rilevazione di ottobre potrebbe offrire ulteriori spunti ma non vediamo un significativo ridimensionamento delle strozzature nel breve termine. Prevediamo dunque un calo del PMI manifatturiero a 57,4 da un precedente 58,6. L'indice relativo ai servizi dovrebbe invece scendere a 55,9 da 56,4 di settembre, restando comunque su livelli ancora ampiamente espansivi. L'indice composito dovrebbe quindi portarsi a 55,3 da 56,2 precedente, coerente con una moderata decelerazione della ripresa tra il 3° e il 4° trimestre. Anche le indagini per Paese dovrebbero confermare il rallentamento dell'attività economica, soprattutto in Germania. Da monitorare con attenzione le indicazioni sui prezzi, soprattutto per quanto riguarda il grado di trasferimento dei maggiori costi di produzione ai consumatori finali.

### Stati Uniti

- La stima flash del **PMI manifatturiero** di ottobre è prevista a 60,9 da 60,7 del mese precedente. L'indagine dovrebbe confermare la persistenza delle strozzature all'offerta e delle pressioni verso l'alto sui prezzi, a fronte di una domanda sempre sostenuta. L'indice dei **servizi** dovrebbe risalire a 55,2 da 54,9, con segnali di miglioramento nei comparti aggregativi sulla scia della riduzione della dinamica dei contagi in molti Stati. Anche nei servizi si dovrebbero registrare indicazioni di diffusi rialzi dei prezzi e difficoltà nel reperimento della manodopera.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (18-22 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 18/10	04:00	CN	PIL a/a	*	T3	7.9	%	5.2	
	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T3	1.3	%	0.5	
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T3	12.7	%		
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	set	2.5	%	3.3	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	set	8.9	%	7.9	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		set	18.2	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		set	13.1	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		set	5.3	%	4.5	
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	0.4	%	0.2	0.2
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	76.4	%	76.5	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ott	76		76	
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ago	2.0	Mld \$			
Mar 19/10	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	set	1.615	Mln	1.630	1.635
	14:30	USA	Licenze edilizie		set	1.721	Mln	1.720	1.721
Mer 20/10	01:50	GIA	Bilancia commerciale		set	-637.2 (-635.4)	Mld ¥ JP	-519.2	
	03:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	ott	4.7	%		
	03:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	ott	3.9	%		
	08:00	GB	CPI m/m		set	0.7	%		
	08:00	GB	CPI a/a	*	set	3.2	%		
	08:00	GER	PPI a/a		set	12.0	%		
	08:00	GER	PPI m/m		set	1.5	%		
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 1.9	%	1.9	1.9
11:00	EUR	CPI a/a finale	*	set	prel 3.4	%	3.4	3.4	
11:00	EUR	CPI m/m finale	*	set	prel 0.5	%	0.5	0.5	
Gio 21/10	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	ott	106			101
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	0.9	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	19.1	%		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	293	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.593	Mln		
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	30.7		26.0	25.0
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		set	5.88	Mln	6.00	6.01
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	ott	-4.0		-5.3	-5.5
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		set	0.9	%	0.4	
Ven 22/10	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	set	-0.4	%		
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	set	0.0	%	0.1	
	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		ott	51.5			
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	set	-0.9	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		set	0.0	%		
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	ott	56.2			55.5
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	ott	55.0			54.5
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	ott	56.2		55.0	55.2
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	ott	58.4		56.9	56.7
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	ott	56.4		55.4	55.9
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	ott	58.6		57.5	57.4
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	ott	56.2		55.2	55.3
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	ott	57.1			
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	ott	55.4			
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	ott	60.7			60.9
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		ott	55.0				
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	ott	54.9			55.2	

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 (18-22 ottobre)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	18/10 11:30	USA	Discorso di Quarles (Fed)
		GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
	20:15	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
	--	ITA	* Il Governo è atteso approvare il Documento Programmatico di Bilancio
Mar	19/10 10:15	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		GB	Discorso di L Mann (BoE)
	14:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
	14:05	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
	15:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
	17:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
	20:50	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mer	20/10 09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		09:20	EUR
	15:40	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
	17:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	18:00	USA	Discorso di Bostic, Kashkari, Evans and Bullard (Fed)
	19:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)
	20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	21/10 15:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
		UE	* Consiglio europeo
Ven	22/10 10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale
	16:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
	--	UE	* Consiglio europeo
	--	ITA	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

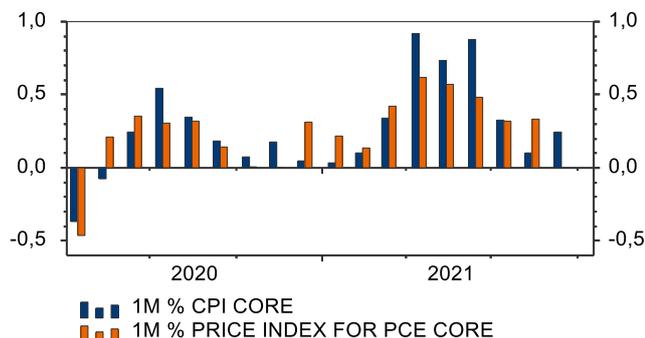
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	set	0.3	%	0.3	0.4
CPI a/a	set	5.3	%	5.3	5.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	set	4.0	%	4.0	4.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	set	0.1	%	0.2	0.2
Richieste di sussidio	settim	329 (326)	x1000	319	293
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.727 (2.714)	Mln	2.675	2.593
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	set	0.6	%	0.5	0.2
PPI m/m	set	0.7	%	0.6	0.5
Prezzi all'import m/m	set	-0.3	%	0.6	
Indice Empire Manufacturing	ott	34.30		27.00	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	set	1.8	%	0.5	
Vendite al dettaglio m/m	set	0.7	%	-0.2	
Scorte delle imprese m/m	ago	0.5	%	0.6	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	ott	72.8		73.1	

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

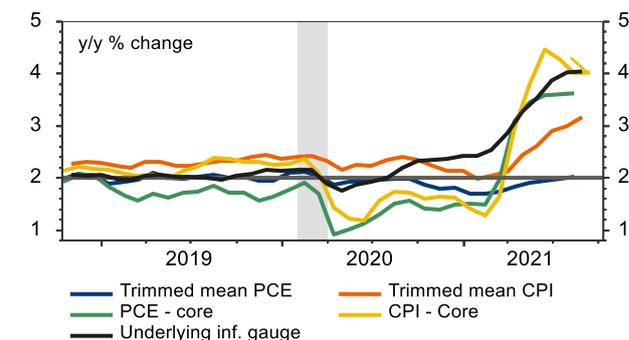
Il **CPI di settembre** ha mostrato un aumento di 0,4% m/m, con il core in rialzo di 0,24% m/m (4% a/a). La variazione è contenuta rispetto ai forti rialzi estivi, ma nasconde due trend opposti. Alcune voci hanno registrato contrazioni (tariffe aeree, auto usate, abbigliamento), confermando la natura transitoria dei precedenti incrementi. Però, sono comparsi segnali di rialzi più strutturali, in particolare abitazione e alimentari (che includono la ristorazione, colpita dalla scarsità di manodopera), con segnali di rischi verso l'alto per il sentiero dell'inflazione. Le informazioni del CPI di settembre confermano che il capitolo COVID e la sua influenza sull'inflazione sono effettivamente fenomeni transitori, in linea con le aspettative della Fed e del consenso. L'effetto confronto con il 2020 e la normalizzazione dei prezzi che hanno subito l'impatto di COVID implicano che il picco dell'inflazione è probabilmente raggiunto. Rimangono però rischi più duraturi verso l'alto collegati all'abitazione (in seguito alla possibile trasmissione del boom dei prezzi delle case) e alla persistenza delle strozzature all'offerta, come testimoniato dai prezzi delle auto e dalla diffusione dei rialzi alla maggior parte delle voci dell'indice. Le indagini delle imprese, i prezzi alla produzione e le difficoltà della distribuzione a livello mondiale per ora non hanno ancora dato indicazioni di scampato pericolo.

### CPI core: verso una normalizzazione dopo gli eccessi della primavera



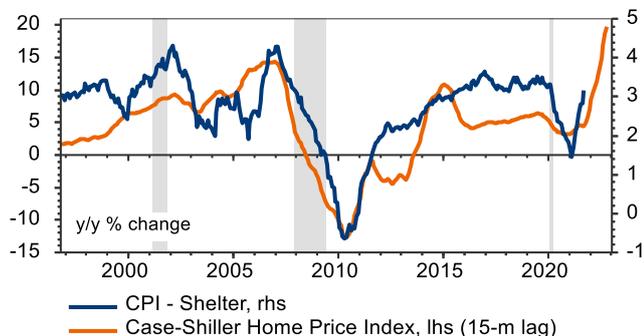
Fonte: Refinitiv-Datastream

### Il picco è probabilmente raggiunto ma i rischi verso l'alto restano...



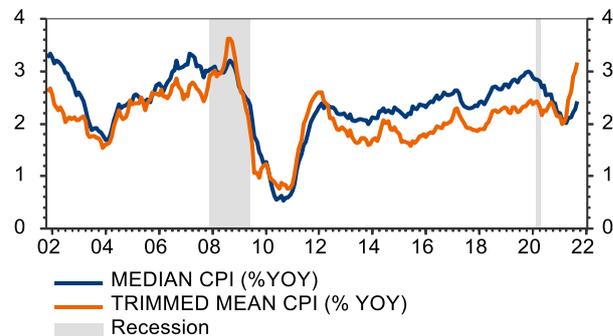
Fonte: Refinitiv-Datastream

...dal comparto abitazione...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...e dalla diffusione degli aumenti alla maggior parte delle voci del CPI



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PPI** di settembre ha segnato un aumento di 0,5% m/m, mentre l'indice *core* ha registrato una variazione di solo 0,1% m/m. I beni *core* hanno aumenti sostenuti, mentre un contributo alla moderazione di settembre viene dal crollo delle tariffe aeree (-16,9% m/m). Il PPI punta a un aumento del deflatore dei consumi di settembre inferiore a quello del CPI.

Le **aspettative di inflazione** rilevate dalla NY Fed a settembre sono salite ulteriormente, a 5,3%, sull'orizzonte a 1 anno e a 4,2% su quello a 3 anni.

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** a inizio ottobre sono scese sotto 300 mila (293 mila) per la prima volta dall'inizio della pandemia; anche i sussidi esistenti sono in calo nella maggior parte degli Stati.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	ago	0.9	%	1.7
Produzione industriale m/m finale	ago	-3.2	%	-3.6

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

Gli **ordini di macchinari** di agosto hanno deluso, con un calo di -2,4% m/m, contro aspettative di consenso per +1,7% m/m.

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	ago	1.4	<del>(1.5)</del>	%	-1.6	-1.6
FRA	IPCA m/m finale	set	-0.2		%	-0.2	-0.2
FRA	IPCA a/a finale	set	2.7		%	2.7	2.7
FRA	CPI m/m Ex Tob	set	0.6		%		-0.2
GER	ZEW (Sit. corrente)	ott	31.9			28.5	21.6
GER	ZEW (Sentiment econ.)	ott	26.5			24.0	22.3
GER	CPI (Lander) m/m finale	set	0.0		%	0.0	0.0
GER	CPI (Lander) a/a finale	set	4.1		%	4.1	4.1
GER	IPCA m/m finale	set	0.3		%	0.3	0.3
GER	IPCA a/a finale	set	4.1		%	4.1	4.1
ITA	Produzione industriale m/m	ago	1.0	<del>(0.8)</del>	%	-0.3	-0.2
ITA	IPCA a/a finale	set	3.0		%	3.0	2.9
ITA	IPCA m/m finale	set	1.4		%	1.4	1.3
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	set	-0.1		%	-0.1	-0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	set	2.6		%	2.6	2.5
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ago	8.780	<del>(8.762)</del>	Mld €		1.316
ITA	Bilancia commerciale (EU)	ago	1.932	<del>(1.914)</del>	Mld €		-0.281
SPA	IPCA a/a finale	set	4.0		%	4.0	4.0

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

**Area euro.** Il dato sulla **produzione industriale** di agosto ha evidenziato una flessione dell'output nel complesso dell'Eurozona di -1,6% m/m, in linea con le attese (la crescita del mese precedente è stata invece rivista al ribasso di un decimo a +1,4% m/m). Il dato lascia la produzione in rotta per una stagnazione nel trimestre estivo dopo il marginale incremento di +0,1% t/t registrato nel 2° trimestre. L'attività manifatturiera dovrebbe restare debole anche sul finale d'anno, penalizzata dalle strozzature presenti lungo le filiere produttive che ormai appaiono diffuse a gran parte dei comparti.

**Germania.** L'indice **ZEW** di ottobre è calato nuovamente, con la componente delle aspettative che è passata a 22,3 da 26,5 di settembre. Anche l'indice sulla situazione corrente è calato dopo sette mesi di crescita, passando a 21,6 punti da 31,9 precedente. L'indagine di questo mese conferma le difficoltà dell'economia tedesca legate ai colli di bottiglia nella catena produttiva.

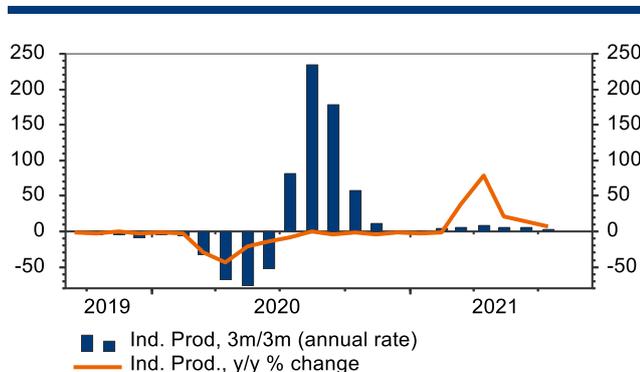
La stima finale dell'**inflazione** di settembre ha confermato l'incremento a 4,1% a/a sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato, ai massimi da oltre 20 anni. Sul mese i prezzi sono risultati stagnanti sul paniere nazionale mentre sono cresciuti di +0,3% m/m su quello armonizzato su base europea. L'inflazione tedesca è attesa restare sopra il 4% nel 2° semestre, per ritornare sotto area 2% verso la fine del 2022.

**Francia.** La stima finale dei prezzi al consumo ha confermato che a settembre l'**inflazione** è salita a 2,7% a/a da 2,4% di agosto. Come nei mesi precedenti è ancora la componente energetica a spingere l'inflazione ma con un incremento anche del contributo dei servizi (soprattutto quelli relativi ai trasporti). La misura sottostante, al netto di alimentari ed energia, si è invece portata all'1,3% a/a da 1,5% del mese precedente. L'inflazione misurata sulla base dell'indice nazionale è stata invece rivista verso l'alto di un decimo a 2,2% a/a (1,9% ad agosto). Sul mese i prezzi sono stati confermati in calo di -0,2% m/m sia su base nazionale che armonizzata; i ribassi sono diffusi ad alimentari (-0,8% m/m) e servizi (-0,8% m/m), a fronte di un incremento per energia (+1,3% m/m) e beni manufatti (+0,8% m/m).

**Italia.** La **produzione industriale è calata di -0,2% m/m ad agosto**, dopo la crescita dell'1% m/m di luglio (rivista al rialzo da 0,8% m/m della prima stima), e dopo l'1,1% m/m di giugno. La variazione annua, corretta per gli effetti di calendario, è calata a zero da 7,2% il mese precedente. **Nel mese, la flessione ha riguardato l'energia, i beni di consumo e i beni intermedi** (-2,1%, -2% e -1,3% m/m, rispettivamente), mentre si registra un aumento per i beni strumentali

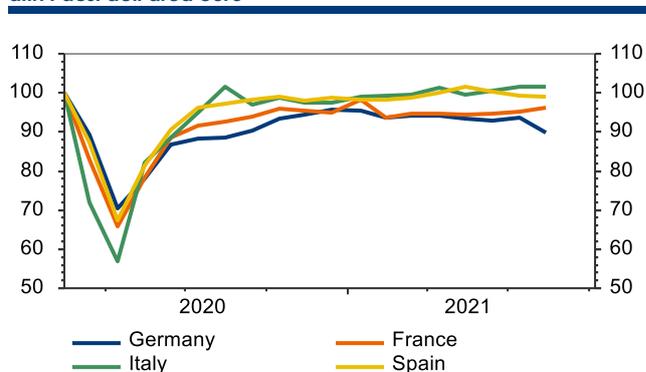
(+0,8% m/m). Proprio i beni strumentali, assieme ai beni intermedi, sono le uniche macro-categorie in progresso su base annua. **La produzione nel solo comparto manifatturiero è calata di appena -0,1% m/m nel mese, e mantiene un trend di crescita su base annua (+1,7%). Il dettaglio per settore è però molto variegato:** su base tendenziale (corretta per gli effetti di calendario) si notano incrementi molto rilevanti per il comparto metallurgico (+16,6%), per la meccanica (+10,3%) e per le apparecchiature elettriche (+6,3%), mentre, all'opposto, si registrano flessioni assai accentuate per i mezzi di trasporto (-23,7%), i prodotti farmaceutici (-20,9%) e, al di fuori del manifatturiero, le attività estrattive (-17,7%). Anche dopo il lieve calo di agosto, **la produzione industriale resta al di sopra dei livelli pre-COVID** (+1,5% rispetto a febbraio 2020). L'incremento è dovuto principalmente ai beni intermedi (+4,6%), a fronte di una sostanziale stabilità per i beni strumentali e di un calo per beni di consumo ed energia (-3,7% e -6%, rispettivamente). **L'output industriale è in rotta per un altro incremento nel terzo trimestre**, dell'ordine dell'1% t/t (in caso di stabilità a settembre), dopo l'1,2% del trimestre primaverile e l'1,5% dei primi tre mesi dell'anno. Tuttavia, **ci aspettiamo un'ulteriore e più significativa frenata nel trimestre in corso**, nel quale verosimilmente l'attività produttiva nell'industria potrebbe risultare poco variata rispetto ai tre mesi precedenti. Le indagini di fiducia delle imprese confermano che **il settore manifatturiero resta in fase espansiva, anche se si nota una moderata decelerazione** rispetto ai ritmi della prima parte dell'anno. Le difficoltà di approvvigionamento di materiali, e i rincari delle materie prime, sembrano negli ultimi mesi aver acquisito maggiore importanza come ostacolo all'attività produttiva, anche se questo fattore pare essere meno cruciale in Italia rispetto a quanto si sta osservando per esempio in Germania (dove la produzione industriale è caduta di -4% m/m nello stesso mese); in generale, **l'industria italiana sta mostrando un rimbalzo più vivace, nella fase post-pandemica, rispetto alle altre tre grandi economie dell'area euro.** In prospettiva, **a nostro avviso è iniziato un trend di rallentamento dell'attività economica nell'industria**, dopo i picchi toccati nella prima metà dell'anno, visto che non vi sono segnali di miglioramento sul fronte delle strozzature dal lato dell'offerta, che potrebbero persistere per tutta la prima metà del prossimo anno. Tuttavia, **il testimone della crescita è ormai passato dall'industria ai servizi**, la cui vivacità potrà compensare il minore dinamismo dell'industria nei prossimi mesi. Infatti, per i servizi, i margini di recupero dopo i drammatici effetti della pandemia restano consistenti (il valore aggiunto nel 2° trimestre 2021 restava del 5% inferiore ai livelli di fine 2019 per l'insieme dei servizi, del 9,4% per commercio, trasporto, alloggio e ristorazione, e del 14,4% per le altre attività dei servizi). **In sintesi, confermiamo l'idea che i rischi sullo scenario di crescita siano al momento verso l'alto.** La nostra attuale previsione ufficiale sul PIL 2021 (5,7%) sta diventando piuttosto cauta, e non ci stupiremmo se a fine anno il consuntivo mostrasse un rimbalzo pari o anche superiore al 6%. L'espansione è attesa continuare, sia pure su ritmi meno vivaci, nel 2022 (nostra stima: 4%).

#### La produzione industriale si va "normalizzando" dopo l'ampia volatilità dell'ultimo anno e mezzo



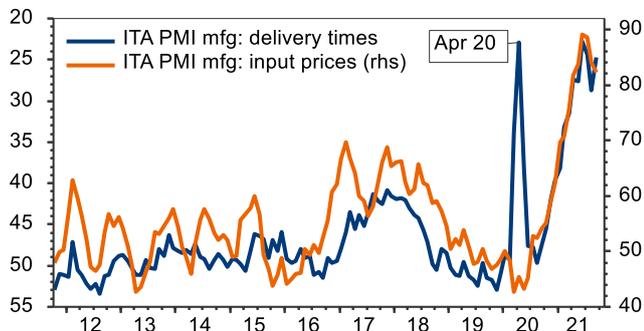
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Nella fase di rimbalzo post-pandemica, l'Italia sta mostrando una maggiore vivacità dell'attività produttiva nell'industria rispetto agli altri Paesi dell'area euro



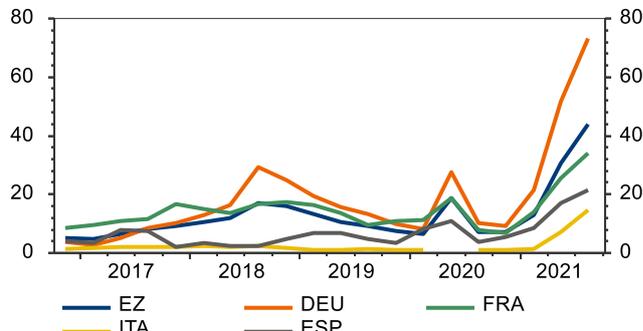
Nota: indici di produzione industriale normalizzati a 100 a febbraio 2020.  
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Anche in Italia si registrano gli effetti delle strozzature dell'offerta su scala mondiale, con la conseguenza di un allungamento dei tempi di consegna e di pesanti rincari dei costi degli input...**



Fonte: Istat, Markit, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**... tuttavia il peso della carenza di impianti e/o materiali come limite all'attività produttiva pare meno rilevante in Italia che negli altri Paesi dell'Eurozona**



Nota: indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere, % di risposte che segnala la carenza di impianti e/o materiali come ostacolo alla produzione.  
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'**inflazione** di settembre è stata rivista verso il basso di un decimo sia per quanto riguarda la misura armonizzata che per quella nazionale rispettivamente al 2,9% a/a e al 2,5% a/a. Su base nazionale è ancora la componente energetica, regolamentata e non, a mostrare il maggior dinamismo (+20,2% a/a da +18,8% di agosto) ma con un'accelerazione della crescita diffusa anche a beni (+3,6% a/a da +3,2% del mese precedente) e servizi (+1,3% a/a da +0,8%). L'inflazione sottostante, al netto di energia e alimentari freschi, è infine salita a +1,0% a/a da +0,6% di agosto. L'inflazione *headline* misurata sulla base del NIC è vista salire ulteriormente nei prossimi mesi, ancora sostenuta dai rincari energetici, per toccare un picco nel trimestre finale dell'anno; una graduale moderazione è attesa nel corso del 2022. La misura *core* dovrebbe toccare un massimo su livelli ancora moderati (poco sopra l'1%) a fine anno, prima di stabilizzarsi intorno allo 0,9% nel 2022.

## Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
M2 a/a	set	8.2	%	8.1
Nuovi prestiti bancari (flusso)	set	1220	Mld ¥ CN	1850
Finanza sociale aggregata (flusso)	set	2960	Mld ¥ CN	3105
Esportazioni in USD a/a	set	25.6	%	21.0
Importazioni in USD a/a	set	33.1	%	20.0
Bilancia commerciale USD	set	58.34	Mld \$	46.80
CPI m/m	set	0.1	%	0.3
CPI a/a	set	0.8	%	0.9
PPI a/a	set	9.5	%	10.5

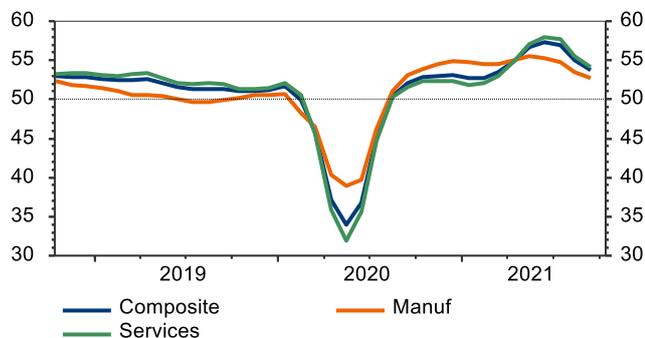
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **esportazioni** sono salite da 25,6% a/a in agosto a 28,1% a/a in settembre contrariamente alle aspettative di consenso posizionate per un rallentamento (consenso Bloomberg 21,5%). L'accelerazione è stata diffusa a tutti i comparti di beni e trainata soprattutto dalle esportazioni verso gli USA (da 15,5% a/a in agosto a 30,6% a/a in settembre) e dall'area euro, mentre la dinamica delle esportazioni verso l'area ASEAN è stata più contenuta e quella verso il Giappone in decelerazione. Le **importazioni** hanno registrato un netto rallentamento a 17,6% a/a in settembre da 33,1% a/a in agosto, più marcato delle aspettative di consenso (Bloomberg 20,9% a/a), generalizzato a tutti i comparti di beni e più sostenuto per i semiconduttori. Dal punto di vista geografico il rallentamento è stato più forte per le importazioni dall'area euro e dal Giappone.

L'**inflazione dei prezzi alla produzione** ha raggiunto il massimo da agosto 2008, salendo a 10,7% a/a in settembre da 9,5% a/a in agosto, oltre le attese di consenso (Bloomberg 10,5% a/a), ancora sostenuta dal rialzo dei prezzi delle materie prime (prodotti minerari +49,4% a/a) e in particolare del carbone. L'aumento dei prezzi alla produzione dei beni di consumo durevoli (+0,2% a/a) dopo un periodo di deflazione ininterrotto da febbraio 2019 e di quelli dell'abbigliamento, costituisce un primo segnale di trasmissione dell'aumento dei prezzi delle materie prime ai prodotti finali anche se l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo rimane bassa (+0,4% a/a in settembre) e non ci sono ancora segnali di trasmissione ai prezzi al dettaglio. L'**inflazione dei prezzi al consumo** è infatti lievemente rallentata da 0,8% a/a in agosto a 0,7% a/a in settembre contro attese di stabilità, ancora spinta verso il basso dal calo dei prezzi degli alimentari (-0,7% m/m e -4,1% a/a). Simile la dinamica dell'inflazione core, passata da 1,3% a/a in agosto a 1,2% a/a in settembre. Il rallentamento dei prezzi degli alimentari proseguirà nei prossimi mesi mitigando l'impatto dell'aumento del prezzo dell'elettricità e contribuendo a contenere l'inflazione al di sotto del 2% nei prossimi trimestri.

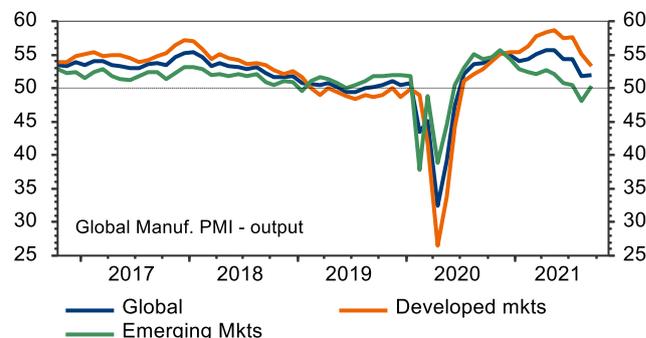
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



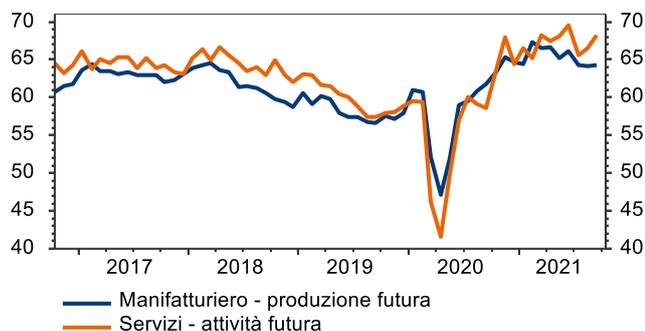
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



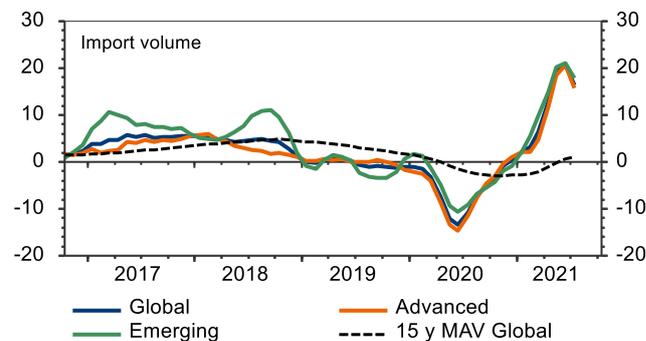
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



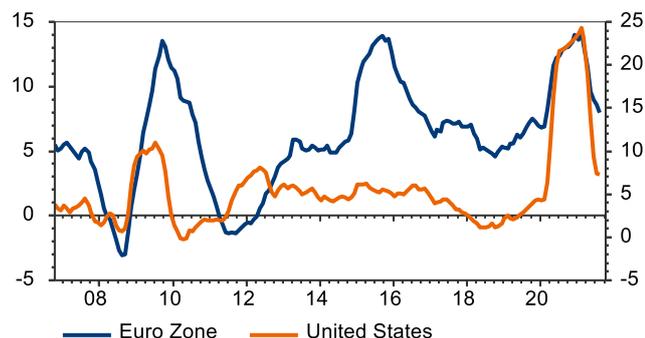
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



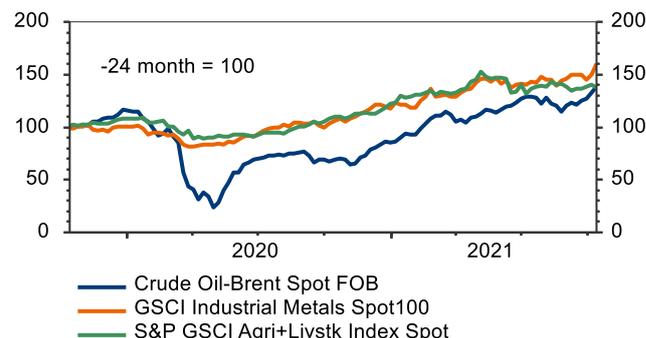
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

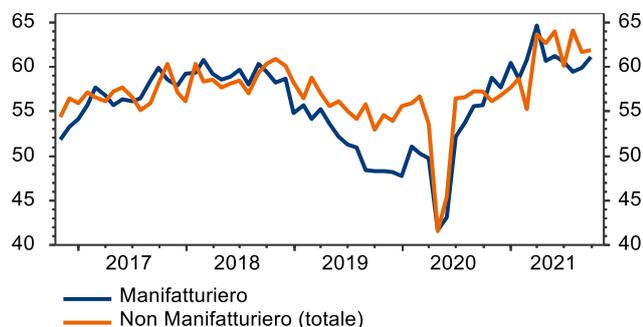
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

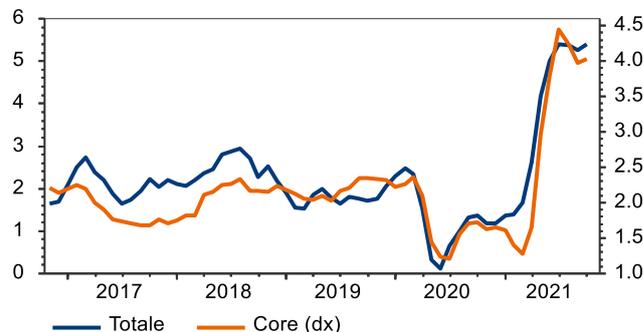
## Stati Uniti

### Indagini ISM



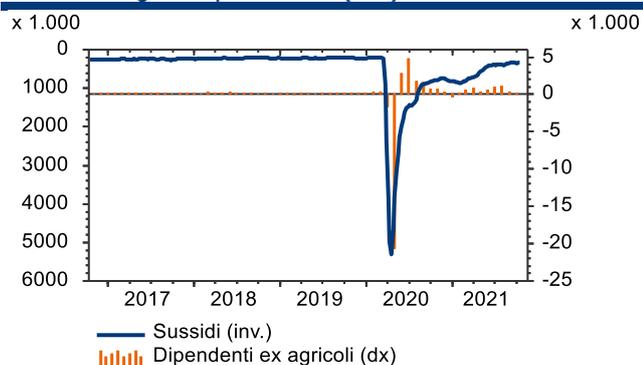
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### CPI – Var. % a/a



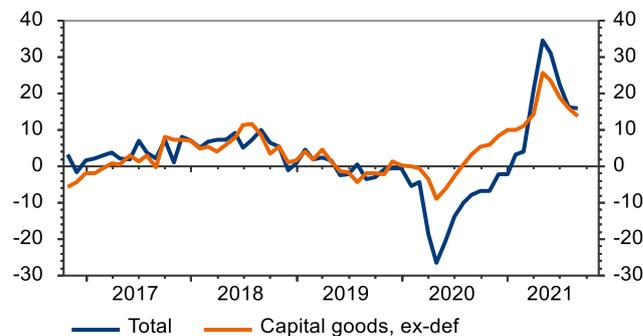
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### 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

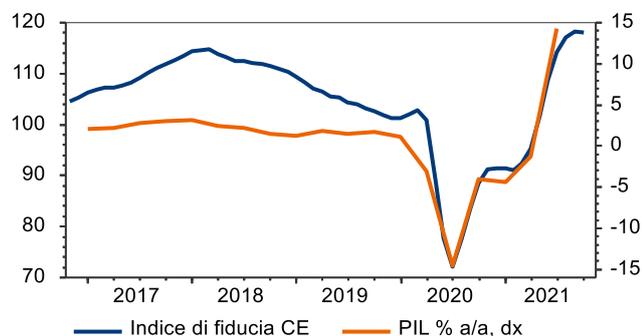
## Previsioni

	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	4.4	2.7	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	5.5	4.8	3.0
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	5.1	4.8	4.4	4.2

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

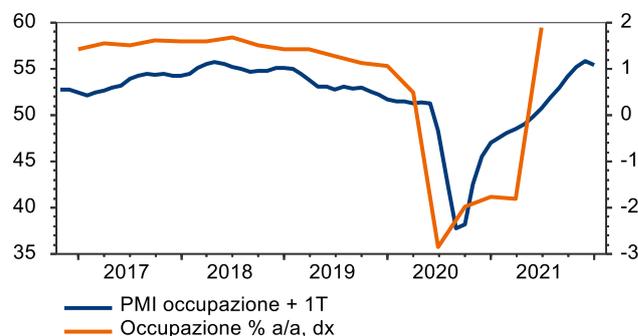
## Area euro

## PIL



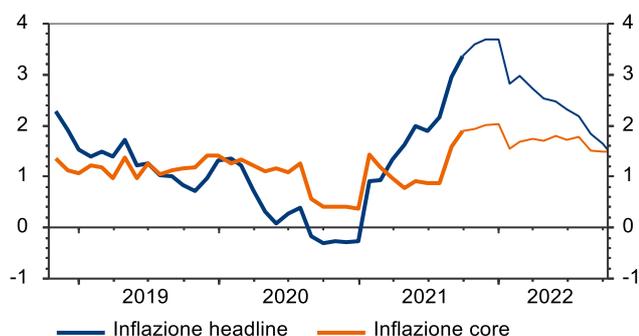
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	2020	2021	2022	2020	2022
				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	7.7	2.0	-6.8	-1.6	3.5	22.5	6.0	1.4	0.6	1.5
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	-0.53	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.54	-0.53	-0.53

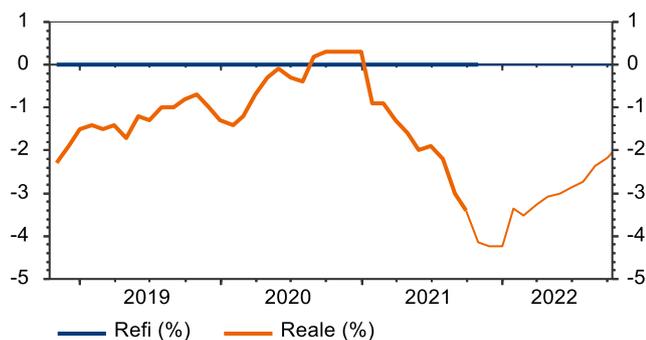
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	mar	giu	set	14/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.56	-0.57	-0.56	<b>-0.56</b>	-0.55	-0.54	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	<b>-0.55</b>	-0.54	-0.53	-0.53	-0.52

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

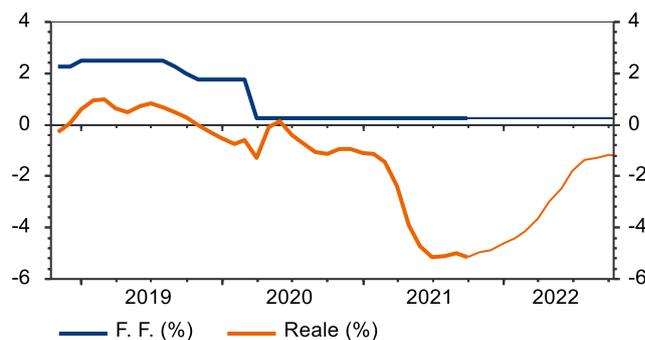


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	14/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.19	0.15	0.13	<b>0.12</b>	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

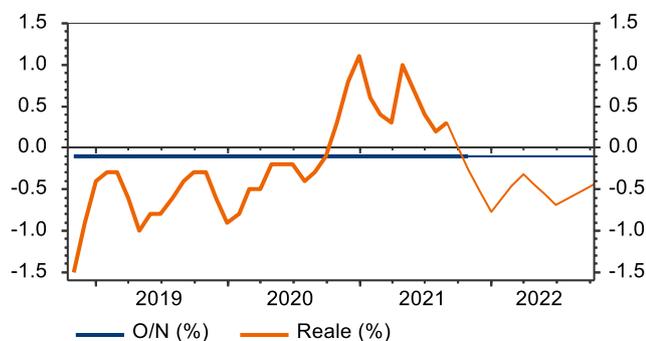


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	14/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.08	-0.08	<b>-0.08</b>	-0.04	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

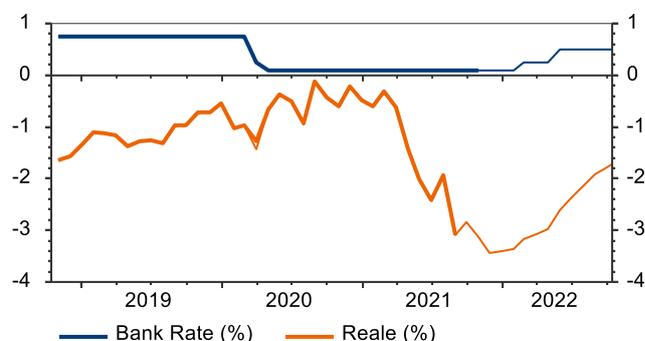


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	14/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.25	0.50	0.50
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	<b>0.13</b>	0.20	0.40	0.60	0.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	15/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.17	1.20	1.18	1.18	<b>1.1611</b>	1.17	1.15	1.18	1.22	1.24
USD/JPY	109	105	109	110	109	<b>114.12</b>	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.28	1.29	1.38	1.39	1.38	<b>1.3726</b>	1.37	1.36	1.40	1.46	1.50
EUR/CHF	1.10	1.07	1.10	1.08	1.08	<b>1.0719</b>	1.09	1.10	1.11	1.12	1.14
EUR/JPY	119	123	130	130	129	<b>132.52</b>	128	129	133	138	141
EUR/GBP	0.87	0.91	0.87	0.85	0.86	<b>0.8458</b>	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
---------------	-------	---------------------------------