

Weekly Economic Monitor

Il punto

Italia - Il **Documento Programmatico di Bilancio** illustra come verranno distribuite le risorse contenute nella manovra 2022 (in tutto quasi 24 miliardi ovvero oltre l'1,2% del PIL), ma per maggiori dettagli sul merito delle misure (in particolare su come verrà implementato l'annunciato taglio del cuneo fiscale da 6 miliardi aggiuntivi oltre ai 2 già inclusi nei tendenziali) bisognerà aspettare la Legge di Bilancio attesa nei prossimi giorni.

La **riunione di politica monetaria della BCE del 28 ottobre** non porterà ad alcuna modifica del quadro di politica monetaria. La Presidente cercherà di raffreddare le premature aspettative di rialzo dei tassi espresse dal mercato, che hanno resistito finora agli interventi verbali di altri membri del consiglio direttivo.

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana si prospetta ricca di dati. Il focus sarà sulla riunione di politica monetaria della Banca Centrale Europea e sulle stime preliminari sul PIL nell'aggregato dell'Eurozona e nei quattro principali Paesi membri, che dovrebbero confermare un quadro di crescita ancora solida nel 3° trimestre. La ripresa è prevista decelerare durante l'autunno, come dovrebbe emergere dalle indagini Istat e della Commissione Europea di ottobre, mentre l'indice Ifo potrebbe tornare a salire. Le rilevazioni flash di ottobre dovrebbero registrare un'accelerazione dell'inflazione in Germania, Francia, Italia e nel complesso dell'area euro. In calendario anche i dati sul mercato del lavoro tedesco di ottobre e sulle spese delle famiglie francesi di settembre.

La settimana negli **Stati Uniti** sarà dominata dalla prima stima del PIL del 3° trimestre, che dovrebbe riassumere gli effetti dei colli di bottiglia all'offerta sull'espansione. La crescita estiva dovrebbe dimezzarsi rispetto a quella del 1° semestre, per via di un drammatico rallentamento della dinamica dei consumi e di un indebolimento degli investimenti, dovuti alla carenza di offerta. La fiducia dei consumatori di ottobre dovrebbe confermare il ritracciamento del mese scorso, spinto dai timori per l'inflazione e per la fine dello stimolo fiscale. La spesa e il reddito personale di settembre sono attesi in rialzo, e il deflatore core dovrebbe segnare una variazione di 0,2% m/m. Gli ordini di beni durevoli e le vendite di case nuove di settembre dovrebbero dare segnali moderatamente positivi, pur in presenza di persistente carenza di offerta.

22 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

Italia - Il Documento Programmatico di Bilancio illustra come verranno distribuite le risorse contenute nella manovra 2022 (in tutto quasi 24 miliardi ovvero oltre l'1,2% del PIL), ma per maggiori dettagli sul merito delle misure (in particolare su come verrà implementato l'annunciato taglio del cuneo fiscale da 6 miliardi aggiuntivi oltre ai 2 già inclusi nei tendenziali) bisognerà aspettare la Legge di Bilancio attesa nei prossimi giorni.

Il Consiglio dei Ministri ha approvato il 19 ottobre e inviato alla Commissione Europea il 20 ottobre il **Documento Programmatico di Bilancio**. Il documento conferma l'impianto della manovra 2022 già delineato nella [Nota di Aggiornamento del DEF](#) del 29 settembre scorso: il pacchetto espansivo che verrà dettagliato nella prossima Legge di Bilancio vale l'1,245% del PIL (23,6 miliardi) sul 2022 e poco più (l'1,53% del PIL ovvero 29,2 miliardi) sul 2023. Rimandiamo alla Tabella 1 e al Focus "Manovra 2022 all'insegna del taglio al cuneo fiscale" del 21 ottobre una analisi più approfondita dei contenuti del DPB.

Sintetizziamo di seguito la **nostra valutazione**:

- il DPB **manca di dettagli** (in parte per le caratteristiche del documento) sul merito delle varie misure e in particolare su come verrà implementato l'annunciato taglio del cuneo fiscale che costituisce il principale intervento espansivo della manovra; bisognerà aspettare la Legge di Bilancio, attesa nei prossimi giorni, per avere maggiori informazioni in merito;
- su alcune misure la carenza di dettagli potrebbe essere spiegata dal fatto che (in particolare in materia pensionistica) sembrano persistere **differenze di veduta all'interno della maggioranza** di Governo;
- taglio del cuneo fiscale a parte (da dettagliare, come detto), la maggior parte degli interventi espansivi, sia dal lato delle entrate che delle spese, consiste nel **rifinanziamento di misure già esistenti**;
- il Governo stima un impatto della manovra sul PIL pari a mezzo punto percentuale l'anno prossimo (la manovra alzerebbe la crescita del PIL 2022 da 4,2% a 4,7%); il moltiplicatore usato, trattandosi di interventi netti pari all'1,2% del PIL, è adeguato (tra 0,4 e 0,5) e in linea con la media storica; tuttavia, appare lecito nutrire dei **dubbi sull'impatto espansivo**, in considerazione del fatto che il rinnovo di misure già esistenti potrebbe essere stato già almeno in parte incorporato nelle attese degli agenti economici (per la parte riguardante invece il primo modulo della riforma fiscale, è necessario attendere maggiori dettagli per farsi un'idea più completa del possibile impatto sulla crescita);
- anche per questo motivo, riteniamo vi siano dei **rischi al ribasso sulla crescita del PIL** attesa dal Governo per il prossimo anno (la nostra previsione è 4%), e, forse, anche per gli anni successivi; d'altro canto, **ciò potrebbe avere effetti limitati sul deficit**, che ha dimostrato negli anni recenti una dinamica "virtuosa" al netto delle fluttuazioni del ciclo economico (principalmente in virtù di una maggiore *compliance* fiscale); viceversa, eventuali delusioni sul PIL per gli anni 2022-24 potrebbero incidere maggiormente sulla **traiettoria del rapporto debito/PIL, che ci aspettiamo nei prossimi anni in calo più graduale** rispetto a quanto stimato oggi dal Governo;
- sul fronte delle riforme e dell'implementazione del PNRR, condividiamo l'idea del Governo secondo cui **è assai probabile il raggiungimento almeno della gran parte delle condizioni richieste dal documento concordato con la Commissione UE entro fine anno** (in altri termini, il rischio della sospensione dei fondi UE ci appare contenuto, almeno nella parte iniziale del programma).

Tab. 1 - Misure discrezionali previste dalla manovra di bilancio 2022-24 (impatto cumulato su indebitamento netto in miliardi di euro)

	2021	2022	2023	2024
Interventi	-0.6	-31.1	-31.6	-27.4
Entrate	0.0	-11.5	-10.1	-12.6
Riforma fiscale	0.0	-6.0	-6.7	-6.5
Sostegno alle imprese*	0.0	-4.1	-2.0	-2.1
Detrazioni fiscali per ristrutturazioni edilizie ed eco-bonus	0.0	0.0	-0.5	-3.3
Altre entrate	0.0	-1.4	-0.9	-0.8
Spese	-0.6	-19.6	-21.5	-14.8
Sanità	0.0	-4.2	-3.4	-4.3
Politiche invariate e Ministeri	0.0	-3.2	-4.5	-3.4
Rilancio investimenti dello Stato e delle amministrazioni locali	0.0	-2.0	-2.5	-2.6
Contrasto al caro bollette	0.0	-2.0	0.1	0.1
Riforma degli ammortizzatori sociali	0.0	-1.5	-1.4	-1.4
Interventi a livello locale	0.0	-1.3	-1.3	-1.3
Reddito di cittadinanza	-0.2	-1.0	-1.0	-0.9
Misure in materia pensionistica	0.0	-0.6	-1.1	-1.6
Università e Ricerca	0.0	-0.4	-0.8	-1.1
Disabilità	0.0	0.0	-0.1	-0.2
Misure in materia di lavoro*	-0.2	-0.2	0.0	0.0
Politiche per la famiglia*	0.0	-0.4	-0.1	-0.2
Rafforzamento della salute e sicurezza nei luoghi di lavoro*	0.0	0.0	0.0	0.0
Altre spese	-0.3	-2.7	-5.4	2.2
Coperture	0.8	7.7	2.7	3.8
Entrate	-0.2	4.4	2.4	2.1
Rinvio scadenze cartelle esattoriali	-0.2	0.2	0.0	0.0
Altre entrate	0.0	4.3	2.4	2.1
Spese	1.0	3.3	0.3	1.7
Anticipazione di autorizzazioni di spesa	-1.9	0.1	0.1	0.1
Ecobonus auto non inquinanti	-0.1	0.0	0.0	0.0
Altre spese	3.0	3.2	0.1	1.5
Saldo	0.2	-23.4	-29.0	-23.7

Nota: * interventi di natura mista (entrate/spese). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2022

La riunione di politica monetaria della BCE del 28 ottobre non porterà ad alcuna modifica del quadro di politica monetaria. La Presidente cercherà di raffreddare le premature aspettative di rialzo dei tassi espresse dal mercato, che hanno resistito finora agli interventi verbali di altri membri del consiglio direttivo.

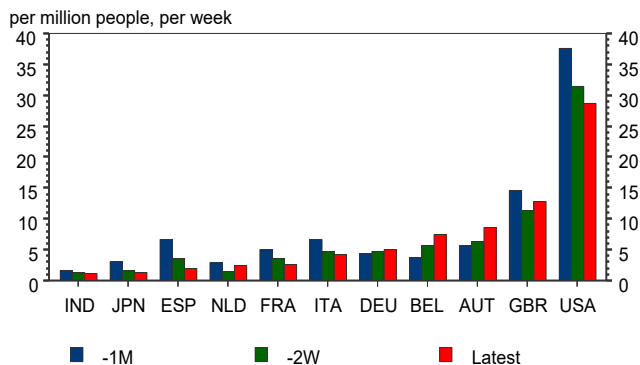
- La riunione di politica monetaria della Banca Centrale Europea del 28 ottobre sarà meramente interlocutoria, una tappa intermedia sul cammino verso le importanti decisioni che dovranno essere prese e comunicate il 16 dicembre. Questa era stata anche l'indicazione data dalla presidente Lagarde nella conferenza stampa del 9 settembre. Anche se i dati di inflazione hanno di nuovo sorpreso al rialzo, nel complesso lo scenario dello staff continua a essere plausibile: non c'è urgenza di restringere la politica monetaria, anche se le previsioni implicano che ciò è probabile nel 2022. D'altra parte, le condizioni di finanziamento restano molto accomodanti, e non vi è motivo neppure per allentare la politica monetaria, malgrado le previsioni di inflazione sotto l'obiettivo.
- Anche se non sarà fatto alcun annuncio importante, tuttavia **la BCE utilizzerà questa occasione per ribadire l'indirizzo sui tassi ufficiali e raffreddare le aspettative di rialzo che sono emerse recentemente nelle curve di mercato monetario**. Nei giorni scorsi, diversi membri del Consiglio direttivo sono già intervenuti per sottolineare la contraddizione con la regola decisionale introdotta dopo la revisione della strategia. Ciò non è bastato ad evitare un ulteriore aumento dei tassi impliciti nei future sull'Euribor 3 mesi di 7 punti base su dicembre 2022 e di 12pb su dicembre 2023. Come abbiamo commentato la scorsa settimana, un rialzo dei tassi nel 2022 appare molto improbabile. Fra gli analisti di politica monetaria esiste un

consenso quasi unanime in merito: nell'ultimo sondaggio Reuters del 18-21 ottobre, soltanto uno dei 60 intervistati ha previsto un aumento del tasso sui depositi nel 2022.

- Per quanto riguarda le decisioni di dicembre, i membri del Consiglio Direttivo sono stati molto reticenti riguardo al pacchetto di misure di ricalibrazione che ritengono opportuno. L'unico punto sul quale il consenso sembra ampio, è l'aumento del limite sui titoli sovranazionali nel programma PSPP. Confermiamo la previsione che allora sarà annunciata la fine degli acquisti PEPP dal 31 marzo 2022, associata ad alcune modifiche alla gestione dell'APP, forse aumentato da un plafond temporaneo, e a un nuovo programma di rifinanziamento a lungo termine disegnato come mero strumento di salvaguardia sul fronte della liquidità. Un aumento temporaneo dell'APP da 20 a 40 miliardi medi mensili dopo la chiusura del PEPP sembra essere un'aspettativa molto diffusa, in base ai risultati del sondaggio Reuters citato.

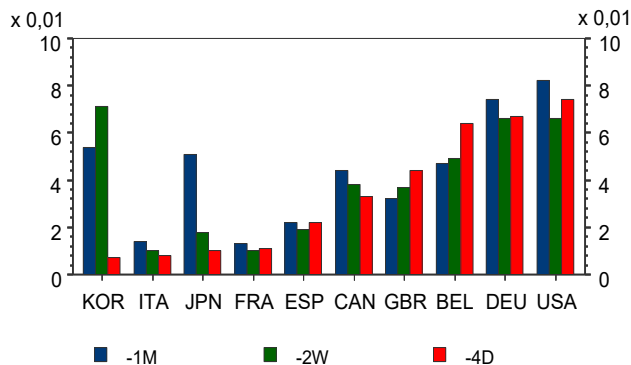
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



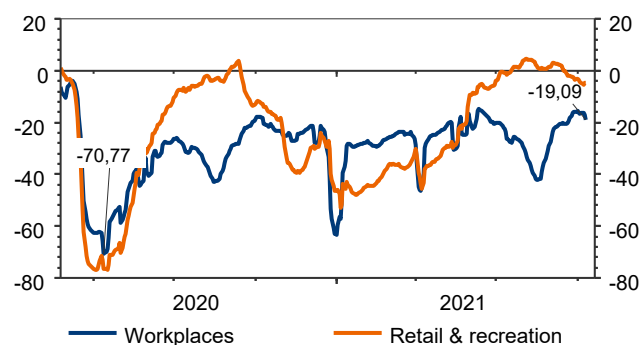
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



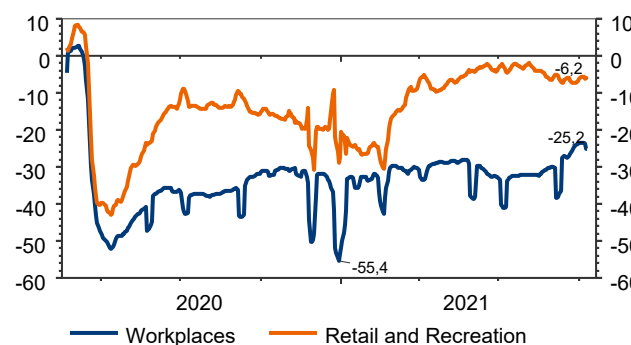
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



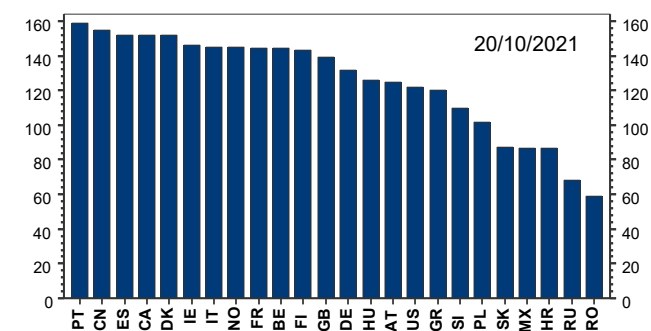
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



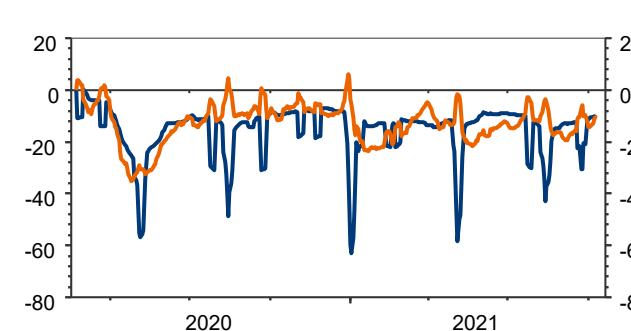
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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** la settimana si prospetta ricca di dati. Il focus sarà sulla riunione di politica monetaria della Banca Centrale Europea e sulle stime preliminari sul PIL nell'aggregato dell'Eurozona e nei quattro principali Paesi membri, che dovrebbero confermare un quadro di crescita ancora solida nel 3° trimestre. La ripresa è prevista decelerare durante l'autunno, come dovrebbe emergere dalle indagini Istat e della Commissione Europea di ottobre, mentre l'indice Ifo potrebbe tornare a salire. Le rilevazioni flash di ottobre dovrebbero registrare un'accelerazione dell'inflazione in Germania, Francia, Italia e nel complesso dell'area euro. In calendario anche i dati sul mercato del lavoro tedesco di ottobre e sulle spese delle famiglie francesi di settembre.

La settimana negli **Stati Uniti** sarà dominata dalla prima stima del PIL del 3° trimestre, che dovrebbe riassumere gli effetti dei colli di bottiglia all'offerta sull'espansione. La crescita estiva dovrebbe dimezzarsi rispetto a quella del 1° semestre, per via di un drammatico rallentamento della dinamica dei consumi e di un indebolimento degli investimenti, dovuti alla carenza di offerta. La fiducia dei consumatori di ottobre dovrebbe confermare il ritracciamento del mese scorso, spinto dai timori per l'inflazione e per la fine dello stimolo fiscale. La spesa e il reddito personale di settembre sono attesi in rialzo, e il deflatore core dovrebbe segnare una variazione di 0,2% m/m. Gli ordini di beni durevoli e le vendite di case nuove di settembre dovrebbero dare segnali moderatamente positivi, pur in presenza di persistente carenza di offerta.

Lunedì 25 ottobre

Area euro

- **Germania.** Prevediamo un lieve miglioramento dell'**Ifo** a ottobre, a 99 da 98,8 precedente, grazie alla schiarita sul fronte politico interno. L'indice sulle attese è visto in crescita a 98,5 da 97,3; di contro, l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe correggere a 99,5 da 100,4 precedente, per via dei colli di bottiglia nella fornitura dei beni intermedi.

Martedì 26 ottobre

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a settembre sono previste in aumento a 755 mila da 740 mila di agosto. La fiducia dei costruttori di case ha ripreso a salire e si è avvicinata ai livelli di luglio, le scorte di case in vendita sono risalite sui massimi da marzo 2020 e le domande di mutui per l'acquisto di una casa hanno recuperato i livelli della primavera. Il mercato resta vincolato da carenza di offerta e prezzi elevati, ma la correzione estiva ha ampliato i margini per una moderata espansione in autunno.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a ottobre è attesa in calo a 108,5 da 109,3 di settembre, alla luce delle informazioni delle altre indagini di fiducia, in flessione questo mese. La previsione è che le aspettative a sei mesi si stabilizzino, come visto per il Tapp Economic Index e per la fiducia del Michigan, ma che l'indice delle condizioni correnti sia ancora in calo sulla scia di preoccupazioni per l'inflazione e la fine dello stimolo fiscale. Ottobre sarebbe il quarto mese consecutivo di correzioni, dal picco a 128,9 di giugno.

Mercoledì 27 ottobre

Area euro

- **Area euro.** A settembre la crescita di **M3** dovrebbe tornare a rallentare a 7,7% a/a dal 7,9% del mese precedente. Dopo l'accelerazione registrata durante l'emergenza sanitaria per effetto delle misure di sostegno varate, la crescita dell'aggregato monetario è entrata in una fase di graduale normalizzazione destinata a proseguire anche nei prossimi mesi.
- **Francia.** L'**indice di fiducia dei consumatori** INSEE, per ottobre, è atteso proseguire nel percorso di recupero al di sopra della media di lungo periodo (nostra stima 105, dopo la

lettura di settembre a 102). Sul morale delle famiglie dovrebbero influire positivamente sia l'aspettativa sulle future condizioni di vita sia la diminuzione dei timori sulla disoccupazione.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** di settembre (prel.) dovrebbero essere in rialzo di 0,1% m/m, dopo l'ampio balzo di agosto (1,8% m/m), spinti da un ulteriore aumento nel comparto dell'aeronautica civile, ma frenati dalle difficoltà del settore auto, che continua a ridurre la produzione per mancanza di semiconduttori. **Al netto dei trasporti**, gli ordini sono attesi in rialzo di 0,4% m/m. Le indagini di settore riportano ordini in espansione in tutte le aree, pur in presenza di incrementi degli ordini inevasi e dei tempi di consegna. Le consegne dovrebbero proseguire sul trend verso l'alto, senza però colmare il gap con gli ordini e mantenendo il rapporto scorte/fatturato su minimi storici. Per ora non si vede la luce alla fine del tunnel delle difficoltà della logistica a livello globale.

Giovedì 28 ottobre

Area euro

- **Germania.** La stima *flash* dai *Länder* dovrebbe indicare che a ottobre i **prezzi al consumo** hanno registrato una crescita di mezzo punto sull'indice domestico e di quattro decimi sull'armonizzato UE. La tendenza annua è attesa salire al 4,4% su entrambe le misure. Stimiamo una media 2021 al 3% e una moderazione al 2,7% il prossimo anno. I rischi sulla previsione restano verso l'alto.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso stabile in ottobre, al 5,5%. Le indagini PMI hanno mostrato un lieve miglioramento nelle intenzioni di assunzione, a cui dovrebbe associarsi un calo degli inattivi. Riteniamo che il ritorno ai livelli pre-crisi possa arrivare prima di quanto previsto, nel 3° trimestre del 2022.
- **Italia.** Ci aspettiamo una correzione della **fiducia dei consumatori** a ottobre (a 118,5 dopo il record storico di 119,6 toccato a settembre), probabilmente frenata dai rincari energetici. Dovrebbe proseguire anche il rallentamento del **morale delle imprese manifatturiere** (per via delle note strozzature dal lato dell'offerta su scala mondiale), stimiamo a 112,5 da 113 precedente; potrebbe invece risultare poco variato a 113,9 **l'indice composito Istat (IESI)**, sostenuto soprattutto da un maggiore ottimismo delle imprese dei servizi (sulla scia dell'ulteriore allentamento delle restrizioni nel settore).
- **Area euro.** Le indagini della Commissione Europea di ottobre dovrebbero confermare il quadro di rallentamento della ripresa tra il 3° e il 4° trimestre. L'indice composito **ESI** è quindi previsto in calo a 116,6 da 117,8 precedente. A livello settoriale la correzione dovrebbe risultare più marcata nell'industria (12,9 da 14,1), dove i vincoli all'offerta non mostrano significativi segnali di ridimensionamento, che nei servizi (14,8 da 15,1). La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare la correzione a -4,8 da -4 di settembre evidenziata dalla lettura *flash* ed un aumento delle aspettative d'inflazione delle famiglie.

Stati Uniti

- La stima *advance* del **PIL del 3° trimestre** dovrebbe registrare un significativo rallentamento della crescita, a 2,9% t/t ann., dopo 6,7% t/t ann. della primavera. Il dato più eclatante nel 3° trimestre dovrebbe essere il **crollò della dinamica dei consumi**, da 12% t/t ann. della primavera a una variazione attesa di 2,2% t/t ann., frenata dal comparto dei beni durevoli per via della mancanza di offerta concentrata in prevalenza nel settore auto. Anche gli **investimenti fissi delle imprese** sono attesi in crescita decisamente più contenuta, pari a circa metà del ritmo primaverile di 9,2% t/t ann. Il **canale estero** e le **scorte** dovrebbero dare contributi consistenti, di segno opposto, con un freno dal lato delle esportazioni nette e una spinta dalle scorte (che avevano sottratto -1,1pp in primavera e -2,6pp in inverno). La lettura dei dati nel loro complesso è nota in anticipo: il rallentamento dell'espansione in estate è principalmente dovuto alle strozzature dal lato dell'offerta e alla difficoltà delle imprese a

soddisfare la domanda solida, ma in parte anche agli effetti dei picchi di contagi e degli uragani di settembre. In autunno i colli di bottiglia dell'offerta dovrebbero rimanere un vincolo significativo alla crescita, ma il ridimensionamento dei freni estivi collegati alla variante Delta e la ricostruzione post-uragani dovrebbero fornire stimoli positivi alla crescita.

Venerdì 29 ottobre

Area euro

- **Area euro.** La crescita del **PIL** dovrebbe essere rimasta robusta nel **3° trimestre**, ancora sostenuta dall'effetto delle riaperture rispetto ai tre mesi precedenti. Stimiamo un'espansione al 2,2% t/t (3,7% a/a), circa in linea con il 2,1% t/t (rivisto al ribasso di un decimo) registrato durante la primavera, sostenuto da una solida domanda interna. Dopo il picco toccato nei trimestri centrali del 2021, la ripresa è vista in decelerazione sul finale d'anno. Stimiamo una crescita annua al 5,1% nel 2021 e al 4,2% nel 2022.
- **Area euro.** La **stima flash** di ottobre dovrebbe indicare un'**inflazione** a 3,8% a/a, dopo il 3,4% registrato a settembre. L'accelerazione sarebbe ancora guidata dai rialzi della componente energia (22% a/a), per via dei rincari di carburanti e gas, a cui si assocerebbe un indice *core* invariato a 1,9% a/a. Sul mese, i listini sono attesi in crescita di sei decimi. In prospettiva, i prezzi dovrebbero sfiorare il 4% sia in novembre che in dicembre, quando le pressioni al rialzo dall'energia potrebbero toccare un punto di massimo.
- **Germania.** Nel 3° trimestre il ritmo di crescita del **PIL** potrebbe toccare un massimo a 2,2% t/t, spinto dal recupero di terziario e commercio dal lato dell'offerta e dai consumi dal lato della domanda (attesi in espansione di 4,8% t/t). Un contributo positivo, seppur marginale, dovrebbe arrivare anche dal commercio estero. La variazione annua dovrebbe passare a 2,5% da 9,5% precedente. Nella parte finale dell'anno ci aspettiamo un rallentamento intorno all'1% t/t. Questo profilo si rifletterebbe in un'espansione del PIL su base annua del 2,7% nel 2021 (dal -4,9% del 2020) e in un'accelerazione al 4,9% il prossimo anno. Pensiamo che i rischi siano verso il basso nel 2021 e, al contrario, verso l'alto nel 2022.
- **Francia.** L'**inflazione** è attesa toccare il picco d'anno in ottobre: l'indice nazionale dovrebbe accelerare a 2,7% da 2,2% di settembre, mentre l'armonizzato a 3,2% da 2,7% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero calare di un decimo sulla misura nazionale e due decimi sull'indice armonizzato UE. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,6% sull'indice nazionale e 2% sull'armonizzato.
- **Italia.** Il **PIL** è atteso ancora in forte crescita nel 3° trimestre, stimiamo dell'1,9% t/t dopo il 2,7% dei tre mesi precedenti. Come in primavera, la crescita nel trimestre estivo dovrebbe essere stata trainata dalla domanda interna e soprattutto dai consumi, in particolare di servizi. Sempre dai servizi dovrebbe essere venuto il maggiore contributo al valore aggiunto, anche se l'apporto dell'industria in senso stretto dovrebbe essersi mantenuto positivo. Su base annua, il PIL è atteso a 3%, dopo il 17,2% del trimestre precedente. Ci aspettiamo un più sensibile rallentamento congiunturale del PIL nel trimestre in corso.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa salire ancora a ottobre, stimiamo a 2,8% dal 2,5% di settembre sull'indice nazionale; sull'armonizzato, per via della diversa tempistica dei saldi estivi rispetto allo scorso anno, la dinamica è vista in lieve rallentamento a 2,8% da 2,9% di settembre. Nel mese, i prezzi sono visti in crescita di mezzo punto percentuale su entrambi gli indici, soprattutto sulla scia dei rincari delle tariffe su elettricità e gas (+29,9% e +14,4%, rispettivamente). Una graduale moderazione della dinamica inflattiva è attesa solo, nella migliore delle ipotesi, a partire da gennaio.
- **Francia.** La **spesa per consumi, a settembre**, è attesa in crescita di +0,6% m/m (dopo il +1,0% di agosto), sostenuta da un possibile ulteriore recupero dell'alimentare nonché da un rimbalzo per l'abbigliamento. Un contributo negativo potrebbe arrivare invece dal settore auto. Il dato porterebbe la crescita nel terzo trimestre a +2,0% t/t (da -2,5% dei tre mesi precedenti).

- **Francia.** La lettura preliminare del **PIL**, relativa al **3° trimestre** dovrebbe indicare come il picco della ripresa nel 2021 sia stato raggiunto. Nel periodo luglio-settembre, nonostante la Francia sia stata tra i Paesi UE maggiormente interessati dalla diffusione della variante Delta, l'effetto riaperture è proseguito e gli indicatori di mobilità sono rimasti in linea o al di sopra i livelli pre-COVID. Ci attendiamo una crescita del 2,1% t/t in estate e intorno all'1% t/t in autunno; il principale traino dovrebbe continuare a venire dalla domanda interna.
- **Spagna.** Il **PIL** nel **3° trimestre** dovrebbe beneficiare di un recupero della crescita "persa" nel 1° semestre (dopo la forte revisione al ribasso dell'ufficio statistico, dello scorso settembre), accelerando a 2,3% t/t da 1,1% precedente. L'espansione, come nella maggior parte dei Paesi europei, dovrebbe essere guidata dai servizi, mentre sembra in atto un rallentamento nell'industria. I dati relativi ai flussi turistici nel periodo luglio-settembre non sono ancora completamente disponibili, ma il settore ha già dato segno di una certa vivacità (nel solo mese di agosto, i dati del Governo indicano una crescita del numero di visitatori - provenienti principalmente dalla Francia - di +46,4%, rispetto al 2020).

Stati Uniti

- La **spesa personale** a settembre è prevista in rialzo di 0,6% m/m, e il dato di agosto dovrebbe essere rivisto verso l'alto da 0,8% m/m, sulla scia delle informazioni positive delle vendite al dettaglio. I dati dovrebbero mostrare una dinamica positiva sia per i beni (nonostante la carenza di offerta e i freni in alcuni settori) sia per i servizi. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,3% m/m, grazie alla dinamica solida dei salari orari e all'incremento degli occupati, che dovrebbe più che compensare l'ampio calo dei trasferimenti pubblici dovuto alla fine dei programmi federali per la disoccupazione. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe segnare una variazione di 0,3% m/m (4,4% a/a), mentre il **deflatore core** dovrebbe essere in aumento di 0,2% m/m (3,7% a/a), con rischi verso 0,1% m/m, alla luce di un andamento dei prezzi della sanità più contenuto rispetto a quello registrato dal CPI dovuto alle diverse definizioni nei due indici.
- L'**Employment Cost Index** nel 3° trimestre dovrebbe registrare un'accelerazione della crescita a 0,9% t/t, dopo 0,7% t/t della primavera, con un ritorno al ritmo di aumento di inizio anno. Sarà importante vedere la distribuzione degli aumenti fra settori: nel 1° trimestre l'accelerazione della componente salari era concentrata nei servizi, nel 2° invece la spinta maggiore era venuta dal settore dei beni. Un quadro di persistenti aumenti in entrambi i comparti potrebbe cominciare a segnalare una diffusione generalizzata delle pressioni verso l'alto sui salari, con aumento dei rischi di una spirale prezzi-salari-prezzi.
- La stima finale della **fiducia dei consumatori rilevata dall'Univ. of Michigan** dovrebbe risalire modestamente a 71,8 da 71,4 della lettura preliminare, restando al di sotto del livello di settembre e sui minimi da luglio 2020.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (25-31 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 25/10	10:00	GER	IFO	**	ott	98.8	97.8	99.0
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		ott	100.4	99.3	99.5
	10:00	GER	IFO (attese)		ott	97.3	96.1	98.5
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		ott	4.0		
Mar 26/10	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ago	19.9	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ago	1.4	%	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	set	0.740	Mln	0.755
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	ott	109.3	110.0	108.5
Mer 27/10	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		set	-3.2	%	-2.3
	08:00	GER	Fiducia consumatori		nov	0.3		
	08:00	GER	Prezzi import a/a		set	16.5	%	17.7
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		ott	102		105
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		set	1.6	Mld €	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	set	7.9	%	7.7
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	set	1.8	%	-0.2
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	set	0.3	%	0.4
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		set	-87.6	Mld \$	0.5
Gio 28/10	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		set	2.8	%	2.8
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		set	1.1		1.1
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		set	-3.6	%	-3.2
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		ott	4.0	%	
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	ott	-30	x1000	-20
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		ott	5.5	%	5.4
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		ott	119.6		118.5
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	ott	113.0		112.5
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	ott	117.8		116.6
	11:00	EUR	Fiducia servizi		ott	15.1		12.9
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		ott	prel -4.8		-4.8
	11:00	EUR	Fiducia industria		ott	14.1		12.9
	11:00	BEL	PIL t/t prelim		T3	1.7	%	
	12:00	ITA	PPI a/a		set	11.6	%	
	12:00	ITA	PPI m/m		set	0.5	%	
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	ott	4.1	%	4.5
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	ott	0.3	%	0.4
14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	ott	4.1	%	4.4	
14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	ott	0.0	%	0.4	
14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	290	x1000		
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	2.481	Mln		
14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T3	6.7	%	3.2	
Ven 29/10	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		ott	37.8		
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T3	1.1	%	2.1
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	set	1.0	%	0.6
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	ott	2.7	%	3.2
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T3	1.1	%	2.3
	10:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T3	1.6	%	2.2
	10:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T3	9.4	%	2.7
	10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T3	2.7	%	2.1
	10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T3	17.3	%	3.0
	10:30	GB	Credito al consumo		set	0.400	Mld £	
	11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T3	14.2	%	3.5
	11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T3	2.1	%	1.9
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	ott	2.5	%	2.8
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	ott	-0.2	%	0.5
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	ott	2.9	%	2.8
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	ott	1.3	%	0.5
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	ott	3.4	%	3.7
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	ott	1.9	%	1.9
	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T3	0.7	%	0.9
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	set	0.3	%	0.2
14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	set	0.8	%	0.6	
14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	set	3.6	%	3.7	
14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	set	4.3	%	4.4	
14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		set	0.2	%	0.3	
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	ott	64.7		64.6	
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		ott	prel 71.4		71.5	
Dom 31/10	02:00	CN	PMI non manifatturiero - NBS		ott	53.2		
	02:00	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	ott	49.6		
	02:00	CN	PMI composito - Caixin		ott	51.7		

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (25-29 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	25/10 15:00	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
Mar	26/10 17:45	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Gio	28/10 13:45	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
		EUR	* Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
	--	GIA	* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
	--	UE	Videoconferenza informale dell'EcoFin
Ven	29/10 10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		GER	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania
		ITA	* DBRS 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
Produzione industriale m/m	set	-0.1 (-0.4)	%	0.2	-1.3
Impiego capacità produttiva	set	76.2 (76.4)	%	76.5	75.2
Indice Mercato Immobiliare NAHB	ott	76		76	80
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ago	2.0	Mld \$		79.3
Licenze edilizie	set	1.721	Mln	1.680	1.589
Nuovi cantieri residenziali	set	1.580 (1.615)	Mln	1.620	1.555
Richieste di sussidio	settim	296 (293)	x1000	300	290
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	2.603 (2.593)	Mln	2.550	2.481
Indice Philadelphia Fed	ott	30.7		25.0	23.8
Vendite di case esistenti (mln ann.)	set	5.88	Mln	6.09	6.29
Indice anticipatore m/m	set	0.8 (0.9)	%	0.4	0.2
Markit PMI Composito prelim.	ott	55.0			
Markit PMI Manif. prelim.	ott	60.7		60.3	
Markit PMI Servizi prelim.	ott	54.9		55.1	

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

L'indice della **Philadelphia Fed** di ottobre è calato a 23,8 da 30,8, segnalando ancora crescita del settore, pur in presenza di ulteriore aumento dell'eccesso di domanda: gli ordini accelerano ancora, a fronte di un rialzo delle consegne circa invariato. Gli indici di prezzo rimangono su livelli record, con il 58% delle imprese che riporta aumento dei prezzi di vendita. Le aspettative per l'attività a 6 mesi sono ancora positive.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** a metà ottobre sono calate a 290 mila, minimo da marzo 2020 e i sussidi esistenti a inizio mese si mantengono su un trend verso il basso, in linea con un mercato del lavoro in miglioramento.

Le **vendite di case esistenti** a settembre sono aumentate del 7% m/m, a 6,29 mln, abbassando le scorte disponibili a 2,4 mesi, e spingendo i prezzi al 13,3% a/a. Il mercato immobiliare residenziale continua a essere caratterizzato da eccesso di domanda.

I **cantieri residenziali** di settembre hanno sorpreso verso il basso, con una correzione dell'1,6% m/m a 1,555 mln, da 1,58 mln di agosto. Anche le **licenze** hanno corretto, in misura ampia, calando del -7,7% m/m a 1,589 mln. La flessione di cantieri e licenze è dovuta al segmento volatile delle unità multifamiliari, mentre per il comparto unifamiliare i dati sono in calo marginale. Il trend nelle costruzioni residenziali è in via di normalizzazione dopo il boom del 2020.

Il **Beige Book** ha riportato una crescita moderata, ma in rallentamento per via di strozzature all'offerta, carenza di manodopera e incertezza sull'evoluzione della pandemia. La dinamica occupazionale è vincolata dalla mancanza di lavoratori, nonostante aumenti salariali "robusti" e i prezzi sono considerati "significativamente elevati". Le imprese restano ottimiste sul futuro, ma preoccupate per l'incertezza e la durata dei colli di bottiglia all'offerta.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	set	-637.2 (-635.4)	Mld ¥ JP	-519.2	-622.8
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	set	0.0	%	0.1	0.1
CPI (naz.) a/a	set	-0.4	%		0.2
PMI manifatturiero prelim.	ott	51.5			53.0

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

Il **CPI** a settembre è in rialzo dello 0,2% a/a (0,4% m/m) per l'indice totale e dello 0,1% a/a per l'indice al netto degli alimentari freschi. Il ritorno in territorio positivo per la prima volta da marzo

2020 è spinto principalmente dalla componente energetica. Il trend dovrebbe essere verso l'alto in autunno, e portare l'inflazione vicino all'1% a/a a fine anno.

Il **PMI manifatturiero flash** ha registrato a ottobre un incremento a 53 da 51,5, sulla scia del miglioramento sul fronte sanitario e della riduzione delle restrizioni collegate alla pandemia. L'indagine riporta rialzi di ordini, ordini dall'estero e produzione, e segnala crescenti pressioni sui prezzi degli input e di vendita.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	set	3.4	%	3.4
EUR	CPI m/m finale	set	0.4	%	0.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	set	1.9	%	1.9
EUR	Fiducia consumatori flash	ott	-4.0		-4.8
EUR	PMI servizi prelim	ott	56.4		54.7
EUR	PMI manifatturiero prelim	ott	58.6		58.5
EUR	PMI composito prelim	ott	56.2		54.3
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	ott	107	(106)	105
FRA	PMI servizi prelim	ott	56.2		56.6
FRA	PMI manifatturiero prelim	ott	55.0		53.5
GER	PPI m/m	set	1.5	%	2.3
GER	PPI a/a	set	12.0	%	14.2
GER	PMI servizi prelim	ott	56.2		52.4
GER	PMI manifatturiero prelim	ott	58.4		58.2
ITA	Fatturato industriale a/a	ago	19.0	(19.1) %	13.8
ITA	Fatturato industriale m/m	ago	0.8	(0.9) %	0.8

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

Area euro. La **seconda lettura** conferma l'accelerazione dell'**inflazione** nel mese di settembre, da 3% a **3,4% a/a (0,5% m/m)**, massimo da settembre 2008. Sulla variazione tendenziale, la componente energetica spiega direttamente circa metà dell'inflazione osservata. La salita continuerà nei prossimi mesi ma dovrebbe risultare transitoria. L'inflazione dovrebbe tornare stabilmente sotto il 2% da ottobre 2022. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è cresciuto all'1,9% a/a da 1,6% precedente; il rialzo riflette l'accelerazione tendenziale dei servizi (1,7% a/a da 1,1% precedente), dovuta alle migliori condizioni nel comparto turistico-alberghiero. L'altra grande componente dell'indice sottostante, i beni manufatti, ha, invece, registrato un rallentamento (2,1% a/a da 2,6%). In prospettiva, ci aspettiamo ulteriori spinte verso l'alto dai servizi, e, a partire da novembre, nuovi aumenti dei beni manufatti per via dell'effetto-riaperture e dei colli di bottiglia dall'offerta. Tuttavia, riteniamo che queste pressioni tenderanno a svanire nel medio periodo, sulla scia della "normalizzazione" sia dei consumi che della produzione.

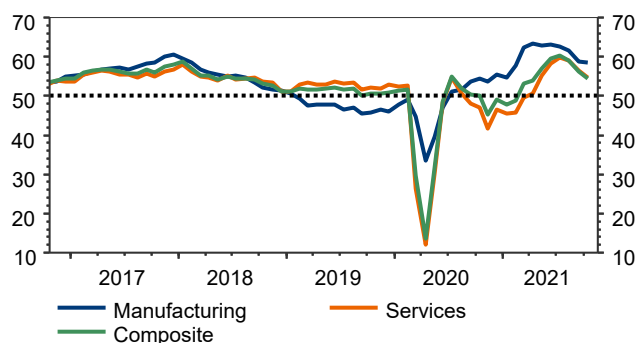
Eurostat ha rivisto al ribasso la stima sul **PIL** in area euro relativa al 2° trimestre a 2,1% t/t da 2,2% precedente, per via di una limatura della crescita di consumi privati ed export. Le nostre previsioni sul PIL incorporavano già tale revisione: confermiamo dunque la stima al 5,1% per il 2021.

La **produzione nelle costruzioni** è calata di -1,3% m/m ad agosto dopo il marginale incremento di +0,1% m/m registrato a luglio (-1,6% a/a da +3,5% a/a precedente). Le indagini congiunturali puntano verso un rimbalzo dell'attività a settembre ma il settore dovrebbe comunque chiudere il 3° trimestre in contrazione rispetto ai tre mesi precedenti.

L'indagine della Commissione Europea ha riportato un calo dell'**indice di fiducia dei consumatori** a ottobre, a -4,8 da -4 precedente: 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, ma al momento resta su livelli superiori alla media di lungo periodo e coerenti con una dinamica ancora espansiva per le spese private nei prossimi mesi.

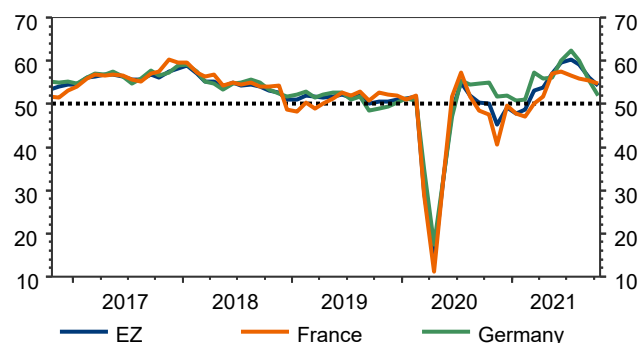
Le indagini **PMI di ottobre** hanno confermato il quadro di decelerazione della ripresa a inizio trimestre con un settore manifatturiero ancora penalizzato dai vincoli all'offerta a fronte di un'attività nei servizi che rimane trainante ma che inizia a perdere vigore rispetto ai mesi estivi. L'indice PMI composito è calato infatti per il terzo mese consecutivo portandosi a 54,3 da 56,2 precedente, sui minimi da aprile 2021 ma su livelli ancora espansivi. Le indicazioni sui prezzi riportano invece una marcata accelerazione dei costi degli input e dei listini di vendita sia nella manifattura (dove gli indici relativi raggiungono nuovi record) che nei servizi (sui massimi da oltre 20 anni), confermando i rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi. Il PMI manifatturiero si è stabilizzato a 58,5 da 58,6 di settembre, ma la lettura è sostenuta dall'ennesimo rallentamento dei tempi di consegna e dall'elevato grado di commesse inevase a fronte di un rallentamento dell'attività produttiva ai minimi da giugno 2020 e della crescita degli ordinativi sui ritmi più bassi da inizio anno. Il PMI dei servizi invece è calato più del previsto a 54,7 da un precedente 56,4, alla terza correzione consecutiva che porta l'indice sui minimi da marzo. L'indagine è coerente con un minor vigore dell'attività dopo la spinta estiva ma nel complesso il quadro rimane espansivo. In sintesi, le indagini riportano uno scenario di decelerazione della ripresa sul finale d'anno dopo il picco toccato nei trimestri centrali del 2021. Un rallentamento dell'espansione dopo la spinta fornita dalle riaperture era atteso ma la debolezza industriale che si sta rivelando più severa del previsto, anche per quanto riguarda eventuali spillover sui servizi, rappresenta un rischio verso il basso per la ripresa nei prossimi mesi. Riteniamo che la crescita sia rimasta solida durante l'estate, stimiamo intorno al +2,2% t/t, mentre prevediamo un rallentamento a +0,8% t/t nel 4° trimestre.

Area euro: indici PMI composito, manifatturiero e dei servizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Indici PMI compositi per Paese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Germania. L'indice **PMI** composito di ottobre è calato più del previsto a 52,0 da 55,5, sui minimi da febbraio, trascinato al ribasso dalla correzione registrata nei servizi (52,4 da 56,2), penalizzati dalle preoccupazioni per la risalita dei contagi e dalle prime indicazioni per cui la frenata industriale sta iniziando a trasferirsi sui servizi. La sostanziale stabilizzazione dell'indice manifatturiero (58,2 da 58,4) nasconde invece un rallentamento della crescita della produzione e delle commesse sui minimi da giugno 2020 a fronte di un allungamento dei tempi di consegna e di un numero ancora elevato di ordinativi inevasi.

Francia. Le indagini **INSEE** hanno sorpreso al rialzo riportando una stabilizzazione del morale delle imprese manifatturiere a 107 (il dato di settembre è stato rivisto verso l'alto di un punto). L'indagine trimestrale sulle imprese industriali ha però confermato l'aggravarsi delle difficoltà di approvvigionamento di materiali (al 45%, il livello più elevato dall'inizio delle rilevazioni nel 1991). L'indice composito è invece salito (a 113 da 111), sostenuto dai servizi, la cui vivacità sta compensando la debolezza dell'industria.

A ottobre il **PMI** composito francese è sceso, in linea con le attese, a 54,7 da 55,3 di settembre, sui minimi da aprile. La lettura è sintesi di un inatteso progresso per i servizi (56,6 da 56,2) e di una flessione più ampia del previsto per la manifattura (53,5 da 55,0). In particolare, gli indici relativi a produzione e ordinativi industriali sono tornati su livelli coerenti con una contrazione dell'attività per la prima volta da fine 2020. La ripresa è vista in decelerazione nel trimestre finale dell'anno, con il terziario che dovrebbe comunque compensare la debolezza industriale.

Italia. La **produzione nelle costruzioni** è rimbalzata di +1,4% m/m ad agosto dopo la flessione di -0,8% m/m a luglio, lasciando l'output nel settore in rotta per una sostanziale stagnazione nel trimestre estivo. Dopo due trimestri di solida espansione l'edilizia potrebbe rallentare la sua corsa nel 2° semestre del 2021, ma il trend dovrebbe rimanere espansivo. Il settore è risultato tra quelli che hanno più rapidamente recuperato i livelli pre-COVID (+9% rispetto a febbraio 2020) e le misure di stimolo contenute nel PNRR dovrebbero continuare a sostenere l'attività anche nei prossimi mesi. Tuttavia, le costruzioni si confermano tra i settori più colpiti dai rincari e dalle difficoltà nel reperire materie prime che potrebbero quindi agire temporaneamente da freno per l'espansione.

Ad agosto il **fatturato industriale** è cresciuto di +0,8% m/m, come a luglio, evitando la flessione registrata nello stesso mese dalla produzione industriale. I progressi risultano diffusi sia alle vendite nazionali che a quelle estere mentre tra i principali raggruppamenti di industrie sono i beni intermedi a mostrare la maggiore vivacità (+2,4% m/m). In crescita anche i beni di consumo (+0,4% m/m) a fronte di cali per beni strumentali (-0,3% m/m) ed energia (-2,5% m/m).

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T3	1.2 (1.3)	%	0.5
PIL cumulato a/a	T3	12.7	%	9.8
PIL a/a	T3	7.9	%	5.2
Produzione industriale cumulata a/a	set	13.1	%	11.8
Vendite al dettaglio cumulate a/a	set	18.15	%	16.37
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	set	8.9	%	7.9
Produzione industriale a/a	set	5.3	%	4.5
Vendite al dettaglio a/a	set	2.5	%	3.3
Tasso prime rate a 1 anno	ott	3.85	%	3.85
Tasso prime rate a 5 anni	ott	4.65	%	4.65

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

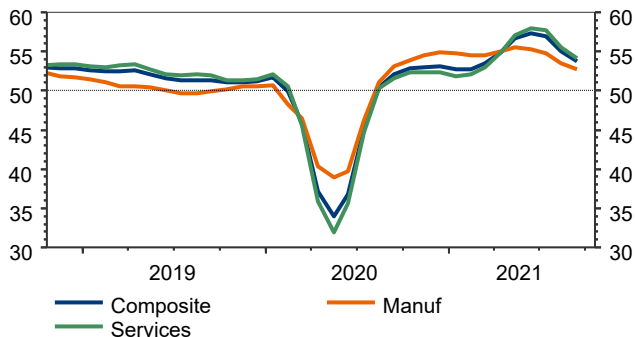
In Cina **la crescita del PIL è rallentata da 7,9% a/a nel 2° trimestre a 4,9% a/a nel 3° trimestre**, meno delle nostre attese (4,7%) ma più del consenso Bloomberg (5%), in parte ancora spinta al ribasso dal confronto sfavorevole con lo scorso anno: il tasso di crescita trimestrale è dello 0,2% t/t, il più basso dal 2010 (Consenso Bloomberg: 0,4%). Il NBS ha inoltre rivisto al ribasso il tasso di crescita del PIL del 1° trimestre da 0,4% a 0,2% t/t e quello del 2° trimestre da 1,3% a 1,2% t/t. Il rallentamento è stato sensibile sia nei servizi (da 8,3% a/a nel 2° trimestre a 5,4% a/a nel 1° trimestre), frenati dalle misure di contenimento dei focolai di contagi scoppiati tra luglio e agosto, sia nell'industria (da 7,5% a 3,6% a/a), mentre è stato contenuto nel settore agricolo (da 7,6% a 7,1% a/a).

I dati mensili di attività economica evidenziano un ulteriore rallentamento a fine trimestre, mitigato da un moderato recupero dei servizi e dei consumi. La dinamica tendenziale della **produzione industriale** è nettamente rallentata, da 5,3% in agosto a 3,1% in settembre, con una crescita mensile dello 0,5% m/m, la più bassa dal 2011 (escludendo il periodo di lockdown nel 2020). La produzione è stata frenata dal razionamento dell'energia elettrica e dalla corsa al rispetto degli obiettivi di efficienza energetica e abbattimento dell'inquinamento, che continuerà nei prossimi mesi, almeno nei settori più inquinanti. Al contrario la produzione nel

settore dei **servizi** è salita del 5,2% a/a in settembre dal 4,8% in agosto, grazie all'allentamento delle misure di contenimento dei contagi, e le **vendite al dettaglio** sono accelerate da un minimo di 2,5% a/a in agosto a 4,4% a/a in settembre (più delle attese). Il **tasso di disoccupazione urbano** è sceso da 5,1% in agosto a 4,9% in settembre. Gli **investimenti fissi nominali** hanno invece continuato a rallentare, da 8,9% cum. a/a in agosto a 7,3% cum. a/a in settembre, con un tasso tendenziale implicito stimato a -1,8% a/a in settembre, in calo da +1,2% in agosto; una spinta al ribasso è giunta dalla frenata degli **investimenti nel settore immobiliare** (si stima da 0,6% a/a in agosto a -3,6% a/a in settembre), che è attesa continuare nei prossimi mesi.

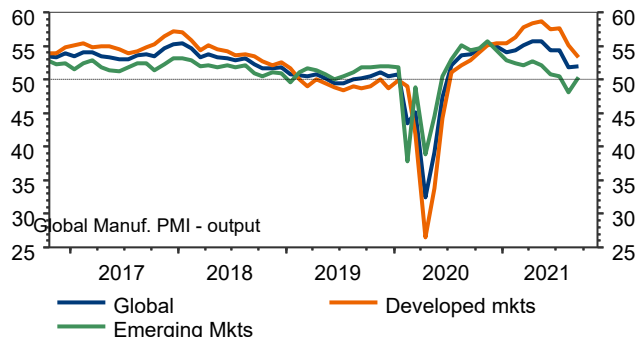
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



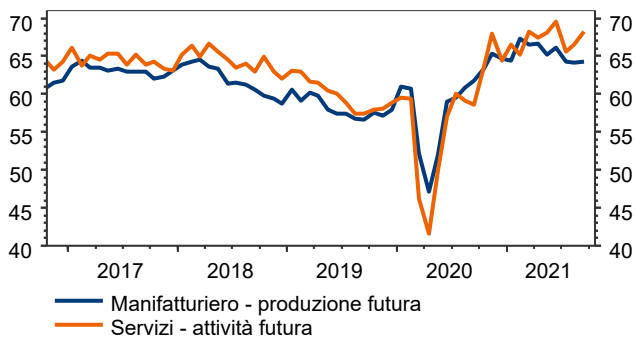
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



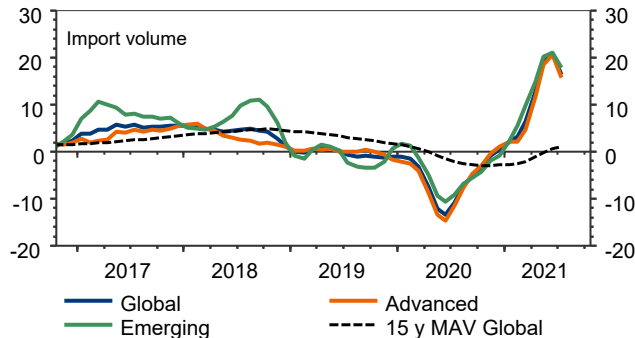
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



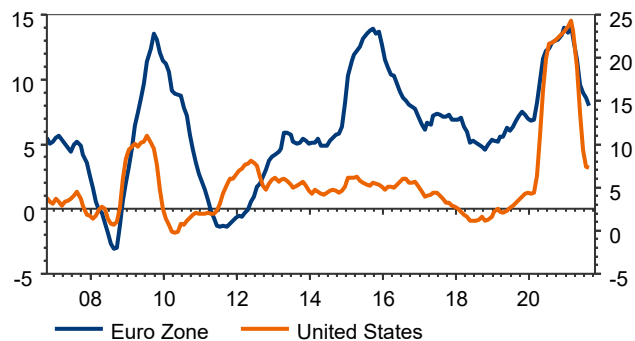
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



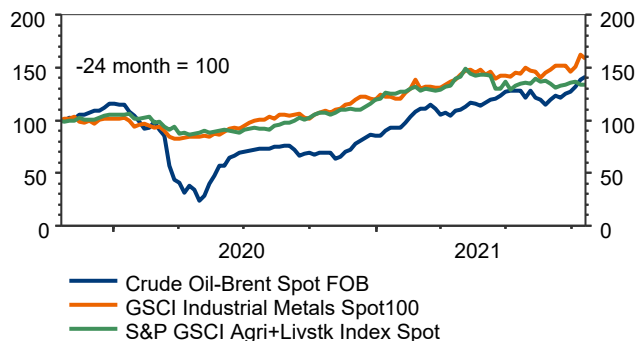
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

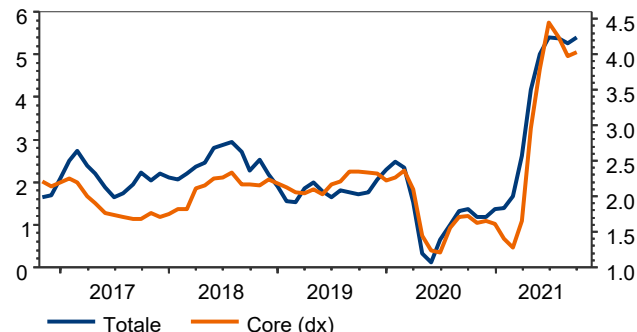
Stati Uniti

Indagini ISM



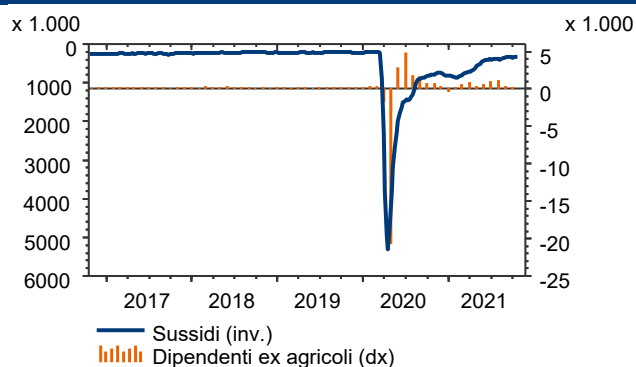
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



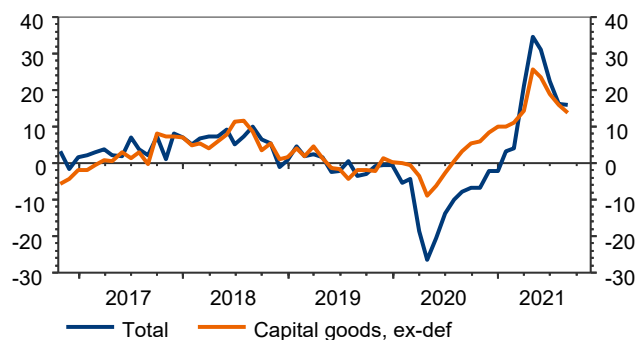
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

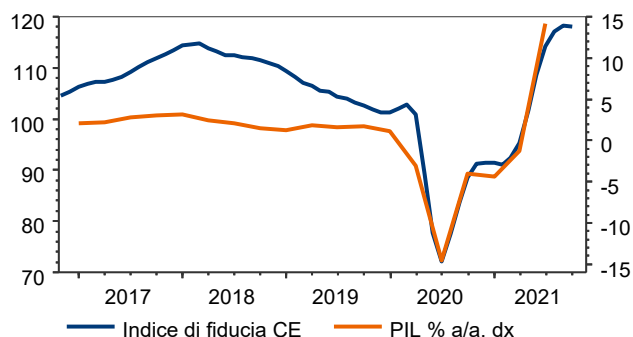
Previsioni

	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	5.6	3.8	9.6	2.0	1.0	1.6	1.1	0.9	0.9	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.

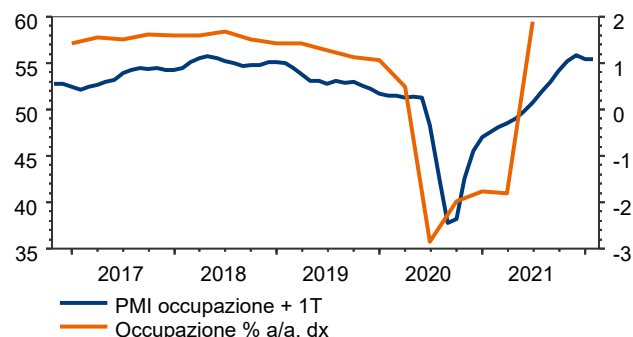
Area euro

PIL



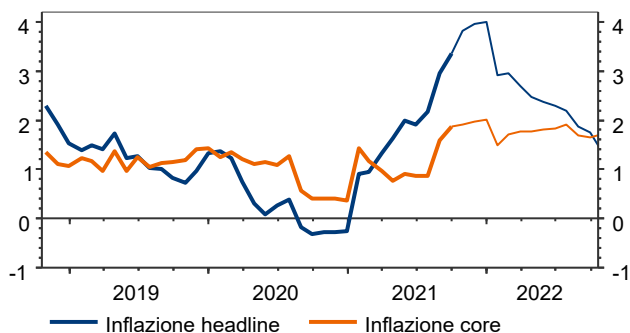
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	2.9
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	2.4
giugno	0.3	1.9	2.3
luglio	0.4	2.2	2.2
agosto	-0.2	3.0	1.9
settembre	-0.3	3.4	1.7
ottobre	-0.3	3.8	1.4
novembre	-0.3	4.0	1.3
dicembre	-0.3	4.0	1.2

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.1	4.2	-4.0	-4.4	-1.2	14.2	3.7	4.8	6.0	4.7
- t/t				12.6	-0.4	-0.3	2.1	2.2	0.8	0.8	0.8
Consumi privati	-8.0	3.4	6.8	14.5	-3.2	-2.3	3.4	3.8	1.7	1.2	1.0
Investimenti fissi	-7.3	5.1	5.2	13.9	2.7	0.0	1.1	2.2	1.4	1.3	1.0
Consumi pubblici	1.3	3.1	1.2	5.5	0.8	-0.5	1.2	0.1	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	-9.4	10.0	5.1	16.4	4.2	1.1	2.7	1.8	1.2	1.1	1.1
Importazioni	-9.3	7.7	5.8	11.7	4.8	1.0	2.8	1.8	1.6	1.3	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.2	-0.6	-1.6	0.6	0.9	-0.2	-0.3	-0.4	-0.1	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	2.4	2.1	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	3.9	2.9	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

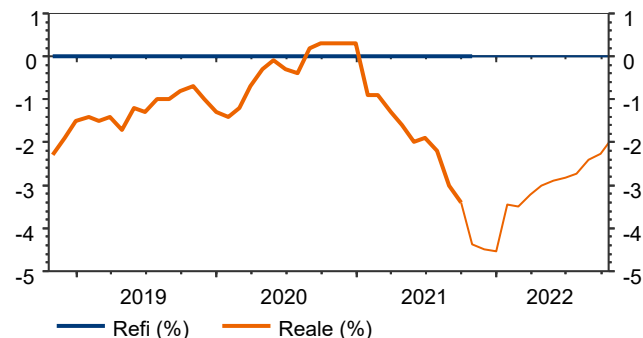
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	21/10	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	-0.54	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.54	-0.53	-0.53	-0.52

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

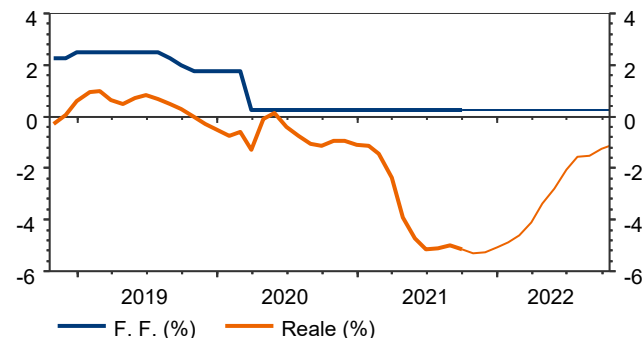


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	21/10	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	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

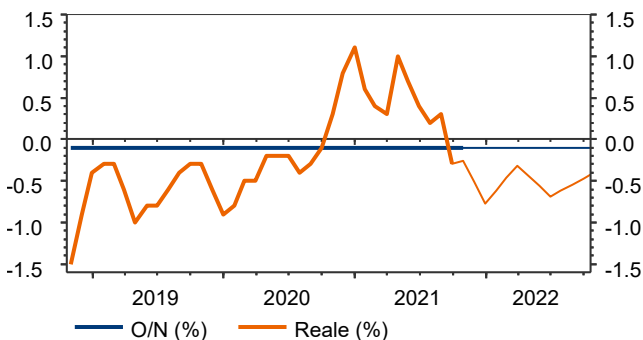


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	21/10	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

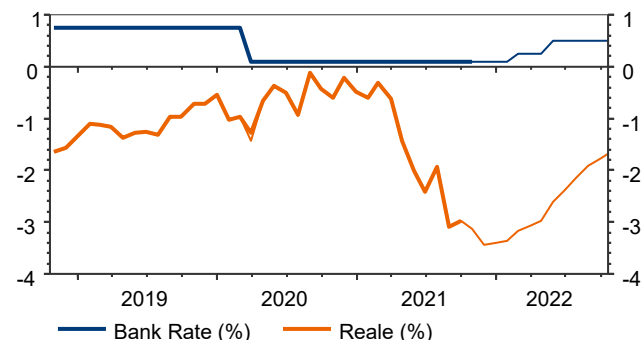


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	21/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.50	0.50
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	0.21	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	22/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.18	1.20	1.18	1.17	1.1643	1.17	1.15	1.18	1.22	1.24
USD/JPY	109	105	108	110	110	113.92	113	114	115	116	117
GBP/USD	1.29	1.31	1.38	1.38	1.36	1.3775	1.37	1.36	1.40	1.46	1.50
EUR/CHF	1.10	1.07	1.10	1.08	1.08	1.0673	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
EUR/JPY	121	124	130	130	129	132.64	132	131	135	140	144
EUR/GBP	0.86	0.90	0.87	0.86	0.86	0.8452	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
---------------	-------	---------------------------------