

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Anche la **BCE** potrebbe decidere per un **rialzo di 75 punti base alla prossima riunione di politica monetaria**, l'8 settembre. Il rialzo dei tassi potrebbe continuare a ritmo sostenuto fino a dicembre, rallentando poi a inizio 2023 per fermarsi poco sopra il 2%.

**Stati Uniti – La Fed causerà una recessione?** Nonostante il chiaro rallentamento della crescita in atto da inizio 2022, l'economia USA è ancora in espansione, con inflazione elevata e mercato del lavoro sotto pressione. La Fed si è impegnata a riportare l'inflazione al 2%, attuando una riduzione della domanda attraverso una politica monetaria restrittiva duratura e rendendo sempre più probabile una recessione nel 2023. L'assenza di squilibri finanziari e i bilanci in ordine di famiglie e imprese fanno prevedere che un'eventuale svolta ciclica possa essere relativamente poco profonda e meno violenta rispetto alle tre precedenti recessioni.

### I market mover della settimana

Oltre che sulla riunione della BCE, la prossima settimana nell'**area euro** l'attenzione sarà sul Consiglio straordinario UE di venerdì, convocato per cercare soluzioni all'aumento dei prezzi dell'energia. Sul fronte dei dati congiunturali, verranno pubblicati i primi numeri sulla produzione industriale a luglio, che dovrebbero registrare una contrazione sia in Germania che in Francia. Nel complesso dell'Eurozona le vendite al dettaglio potrebbero mostrare un rimbalzo solo parziale a luglio dopo il calo di giugno, mentre la stima finale potrebbe riportare una contenuta revisione al rialzo della crescita del PIL nel 2° trimestre. In calendario anche le letture finali dei PMI servizi di agosto e la prima stima per l'Italia, che dovrebbe risultare coerente con una contrazione dell'attività economica.

La settimana è povera di dati in uscita negli **Stati Uniti**. Le uniche informazioni in arrivo saranno l'ISM dei servizi di agosto, previsto in calo ma sempre in territorio espansivo, e la bilancia commerciale di luglio, che dovrebbe mostrare un'ampia chiusura del deficit.

2 settembre 2022

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

International Research Network

**Silvia Guizzo**

Economista – Asia Ex Giappone

## Il punto

Anche la **BCE** potrebbe decidere per un **rialzo di 75 punti base alla prossima riunione di politica monetaria**, l'8 settembre. Il rialzo dei tassi potrebbe continuare a ritmo sostenuto fino a dicembre, rallentando poi a inizio 2023 per fermarsi poco sopra il 2%.

- Come a luglio, anche la riunione di politica monetaria dell'8 settembre è stata preceduta da un fuoco di fila di dichiarazioni tese a spostare verso l'alto le aspettative di rialzo dei tassi, questa volta da 50 a 75 punti base. L'accelerazione è presentata come un "anticipo" di rialzi dei tassi futuri.
- Con lo spostamento delle aspettative di mercato e analisti verso 75pb, dati di inflazione ancora peggiori delle attese e strumenti per limitare il rischio di frammentazione, sarà più facile ottenere il consenso necessario a deliberare un rialzo dei tassi maggiore rispetto a quello di luglio. Il tasso sui depositi (DFR) dovrebbe salire a 0,75%, il tasso refi a 1,25%.
- Riguardo al punto di arrivo della fase di rialzo dei tassi, per ora la BCE non sta alimentando aspettative che i tassi debbano salire più di quanto scontato dai mercati, anche se qualche governatore ha iniziato a prospettarlo. Rivediamo la nostra previsione di picco per il DFR a 2,25%, e ci attendiamo che il livello di 1,75% sia conseguito già a dicembre. La restrizione dovrebbe rallentare e poi fermarsi nel 1° trimestre 2023, quando i dati reali saranno molto deboli e l'inflazione core dovrebbe iniziare a stabilizzarsi.
- Il rischio di recessione è un effetto collaterale accettato della politica di disinflazione. Anzi, potrebbe esserne parte integrante: il peggioramento delle prospettive di domanda dovrebbe rendere meno probabile la trasmissione dei rincari ai prezzi finali, e contenere le pressioni salariali (per ora modeste, ma destinate a continuare oltre il picco di inflazione).
- Il Consiglio potrebbe iniziare a discutere anche la possibilità di non reinvestire in pieno le scadenze APP, anche se una decisione in tal senso ci sembra più probabile a ottobre o dicembre, per non sommare troppi shock di politica monetaria.
- Per quanto riguarda le previsioni dello staff, ci aspettiamo revisioni al rialzo per la crescita 2022, e al ribasso per quella sul 2023. Le proiezioni di inflazione saranno alzate nel 2022 e nel 2023. Quelle riguardanti il 2024 potrebbero restare marginalmente sopra il 2%, e saranno da guardare per le indicazioni che possono fornire sull'estensione attesa del rialzo dei tassi.

**Stati Uniti – La Fed causerà una recessione?** Nonostante il chiaro rallentamento della crescita in atto da inizio 2022, l'economia USA è ancora in espansione, con inflazione elevata e mercato del lavoro sotto pressione. La Fed si è impegnata a riportare l'inflazione al 2%, attuando una riduzione della domanda attraverso una politica monetaria restrittiva duratura e rendendo **sempre più probabile una recessione nel 2023**. L'assenza di squilibri finanziari e i bilanci in ordine di famiglie e imprese fanno prevedere che un'eventuale svolta ciclica possa essere **relativamente poco profonda** e meno violenta rispetto alle tre precedenti recessioni.

- Dopo un'estate passata a temere che l'economia USA fosse già sull'orlo di una recessione e a prevedere una svolta dei tassi ravvicinata, i mercati sono stati travolti dal ciclone Powell, che ha cancellato le interpretazioni *dovish* dei dati e della comunicazione della Fed. Il nostro scenario non ha mai condiviso con il mercato i timori di una recessione imminente (pur segnalando da diversi trimestri i rischi crescenti di recessione nel 2023), né le previsioni di una Fed *dovish*. Facciamo ora il punto sullo scenario congiunturale per crescita, mercato del lavoro e prezzi, alla luce dei dati usciti a luglio e agosto, e aggiorniamo la valutazione del sentiero dei Fed Funds e dei rischi di recessione.
- **Recessione sì, recessione no?** Lo **scenario di crescita**, come in ogni fase di transizione, è di difficile lettura. Le informazioni disponibili, a nostro avviso, indicano che una recessione non è in atto, ma è probabile nel 2023.
  - I **dati non sono compatibili con una recessione (oggi)**, nonostante due trimestri di PIL in calo nella prima metà dell'anno. Dal 2020, le stime di PIL e reddito mostrano una

**La crescita rallenta, ma rimane positiva: l'economia non è sull'orlo di una recessione**

discrepanza crescente (Fig. 2). In base ai dati di reddito, l'economia è cresciuta a ritmi in media pari a circa 1,5% t/t ann. con indicazioni più in linea con l'andamento degli occupati (variazione media mensile da inizio anno pari a 471 mila). Prevediamo revisioni verso l'alto per il PIL. Tuttavia, anche utilizzando come riferimento una media fra reddito e PIL, è evidente che la crescita sta rallentando e che stanno aumentando i rischi di recessione (Figg. 3 e 4).

- I **consumi** restano in espansione, con variazioni intorno a 1,5% t/t ann. attese anche nei prossimi trimestri, grazie al reddito da lavoro (spinto dalla dinamica solida di salari e occupazione) e al risparmio accumulato durante la pandemia. Il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro, generato dalla politica monetaria restrittiva, dovrebbe frenare la crescita dei consumi nella parte centrale del 2023, quando sono concentrati i rischi di recessione.
- Gli **investimenti non residenziali** sono già in significativo rallentamento da inizio anno, e le indagini di settore mostrano un indebolimento degli ordini, con indicazioni di quasi-stagnazione. I colli di bottiglia all'offerta in alcuni settori persistono, ma l'attività delle imprese appare frenata principalmente da domanda meno forte e da continua scarsità di manodopera.
- Gli **investimenti residenziali** sono in caduta libera da metà 2021, anche prima del rialzo dei tassi, con contributi negativi alla crescita previsti ancora nel 2022 e nel 2023. Va però rilevato che il 2022 non è il 2006: il settore immobiliare residenziale è in una fase di carenza strutturale di abitazioni. La correzione delle vendite è causata non solo dal rialzo dei tassi sui mutui, ma anche da prezzi troppo elevati e ancora in forte crescita (intorno al 20% a/a), che hanno ridotto l'accessibilità all'acquisto sui minimi storici. Il risultato di eccesso di domanda e prezzi elevati è un ulteriore spostamento delle scelte abitative verso l'affitto, con aumento delle pressioni indirette sull'inflazione.

■ **Il mercato del lavoro rimane sotto pressione, i salari sono su un sentiero incompatibile con la stabilità dei prezzi.** La **crescita occupazionale** rimane forte (470 mila nuovi occupati in media nei primi sette mesi del 2022), nonostante la **partecipazione quasi stagnante** da un anno e ancora 1,3pp al di sotto del livello pre-Covid. Il **tasso di disoccupazione**, a 3,5% a luglio, è ampiamente sotto il livello di più lungo termine stimato dalla Fed al 4%. Le posizioni aperte sono tornate a crescere a luglio, a 11,2 mln, e sono pari al doppio dei disoccupati (Fig. 5). Le imprese riportano ancora carenza diffusa di manodopera disponibile. La relazione fra posizioni aperte e disoccupazione (curva di Beveridge, v. Fig. 6) in questo ciclo si è spostata verso l'alto e segnala che, in caso di riduzione delle posizioni aperte, è probabile un rialzo non marginale della disoccupazione. Le posizioni vacanti e le dimissioni volontarie sono i migliori precursori della dinamica salariale e indicano che le pressioni sulle retribuzioni resteranno elevate ancora per diversi trimestri, con aumento dei rischi sull'inflazione. L'azione della Fed si dovrà sentire (dolorosamente) su questo fronte. In passato, **ogni volta che il tasso di disoccupazione è aumentato di più di 0,3pp, è seguita una recessione.**

■ **Inflazione forse al picco, ma il 2% è ancora (troppo) lontano.** L'inflazione in questo ciclo è stata **spinta sia dall'aumento della domanda sia dai vincoli all'offerta.** Secondo la NY Fed, la dinamica dei prezzi sarebbe stata più bassa di circa il 30% in assenza dei colli di bottiglia all'offerta. Un'altra analisi, sempre della NY Fed, rileva che in questo ciclo la trasmissione delle pressioni dai prezzi all'import e dal costo del lavoro è circa raddoppiata. L'inflazione ciclica, al 6,4% a/a, rimane su un trend verso l'alto ancora a luglio, mentre la componente aciclica ha svoltato all'inizio dell'estate.

Il rientro recente dei prezzi energetici, il rafforzamento del dollaro e la stabilizzazione delle strozzature delle catene globali del valore stanno riducendo i vincoli dal lato dell'offerta di beni. Il rallentamento della domanda, sia domestica sia globale, spinto dagli effetti delle politiche monetarie restrittive, dovrebbe contribuire nei prossimi trimestri a riportare verso il basso l'inflazione. Sul mercato del lavoro invece, un indicatore ciclico tipicamente ritardato, per ora non ci sono segni di svolta della domanda.

**Mercato del lavoro:  
osservato speciale**

**L'inflazione è troppo elevata  
e non scenderà senza una  
significativa e duratura  
restrizione monetaria**

**I prezzi rispondono sempre con ritardo alla politica monetaria: qual è il quadro dell'inflazione oggi e quali sono i trend?** Il rallentamento dell'inflazione core a luglio (Fig. 7) deve essere considerato provvisorio. Come ha detto Powell, un singolo dato non è evidenza convincente di svolta, soprattutto se rialzi elevati restano diffusi alla maggior parte delle voci (Fig. 8). A luglio, il 45% dei consumi aveva aumenti dei prezzi superiori al 5% m/m ann. e la persistenza di incrementi sostenuti rischia di alimentare ulteriormente la spirale inflazionistica.

L'inflazione core rimane elevata sia per i beni sia per i servizi. Per i **beni core**, il ritmo di aumento dei prezzi è ancora su **livelli storicamente elevati, ma sembra aver passato il picco** in molti settori, grazie al miglioramento dal lato dell'offerta e allo spostamento dei consumi verso i servizi. Per quanto riguarda i **servizi**, che hanno un peso dominante nei panieri dei consumi, i prezzi restano in rialzo solido in gran parte dei settori: tariffe aeree, servizi sanitari, ricreazione e abitazione hanno prezzi in aumento compreso fra 20 e 30% a/a. Il principale fattore di rischio viene dai **prezzi dell'abitazione**, in rialzo medio di 0,6% m/m fra maggio e luglio, con gli affitti e gli affitti figurativi in aumento in media intorno a 0,7% m/m (Fig. 10). La mancanza di case con prezzi accessibili sta spingendo una quota crescente di famiglie verso l'affitto, alimentando ulteriormente l'inflazione nel comparto. Come mostra la Fig. 9, i prezzi delle case si sono stabilizzati intorno al 20% a/a, ma la loro relazione storica con la componente abitazione del CPI punta a un'attesa di più di un anno prima di vedere una svolta di questa voce. Infine, per i **servizi ex-abitazione**, i salari rappresentano una quota elevata dei costi e mantengono il trend dei prezzi verso l'alto, come riportato dalle indagini.

In conclusione, **l'inflazione non può rientrare autonomamente in assenza di una restrizione della domanda generata dalla politica monetaria.**

- Questa è la conclusione a cui è arrivata anche la Fed e che è stata riassunta in modo esplicito e incisivo dal **discorso di Powell** al simposio di Jackson Hole del 26 agosto scorso. La banca centrale ritiene che l'economia sia ancora in espansione, il mercato del lavoro sia sotto pressione e l'inflazione sia troppo elevata. Pertanto, la politica monetaria deve diventare restrittiva e restarlo per un "certo tempo", indipendentemente dai costi sul fronte della crescita e del mercato del lavoro. Come ha detto Powell, un periodo prolungato di crescita sotto il trend e un indebolimento del mercato del lavoro sono gli inevitabili "costi dolorosi" della disinflazione.

**Il sentiero dei tassi deve essere inizialmente ripido e successivamente piatto**, in modo da garantire che il rientro dell'inflazione sia credibile e duraturo. Powell ha sottolineato che la Fed oggi non vuole ripetere gli errori del passato. L'esperienza storica insegna che è molto costoso interrompere prematuramente la restrizione monetaria. "Il successo della disinflazione di Volcker all'inizio degli anni '80 ha seguito molteplici tentativi falliti di ridurre l'inflazione nei 15 anni precedenti. Per arginare l'elevata inflazione è stato necessario un lungo periodo di politica monetaria molto restrittiva" (J. Powell, 26.08.2022). Il messaggio della Fed è che la banca centrale ora ha un solo obiettivo dominante, l'inflazione, e che è disposta a sopportare il costo di una recessione, se necessario.

**Previsioni per i tassi: ancora rialzi rapidi e stabilità per gran parte del 2023.** Powell ha affermato che "un altro aumento inusualmente ampio potrebbe essere appropriato alla prossima riunione", a seconda dei dati e dell'evoluzione dello scenario. I dati principali da monitorare sono quelli del mercato del lavoro e dell'inflazione di agosto (previsione: CPI core +0,5% m/m). Tuttavia, vanno anche seguite le indicazioni delle aspettative, della fiducia e della domanda di lavoro. Le informazioni disponibili finora, le previsioni per gli indicatori in uscita nelle prossime settimane e i commenti dei partecipanti al FOMC sono in linea, a nostro avviso, con un altro rialzo di 75pb: **alziamo quindi la nostra previsione per la riunione di settembre da 50 a 75pb**. Manteniamo l'aspettativa di un intervento di 50pb a novembre, seguito da due rialzi da 25pb a dicembre e gennaio, con i **Fed Funds attesi a 4,25% a fine 2022 e un punto di arrivo a 4,5% a inizio 2023. La svolta verso il basso, a nostro avviso, potrebbe avvenire nel 2024.**

**L'inflazione ora è l'obiettivo dominante della politica monetaria**

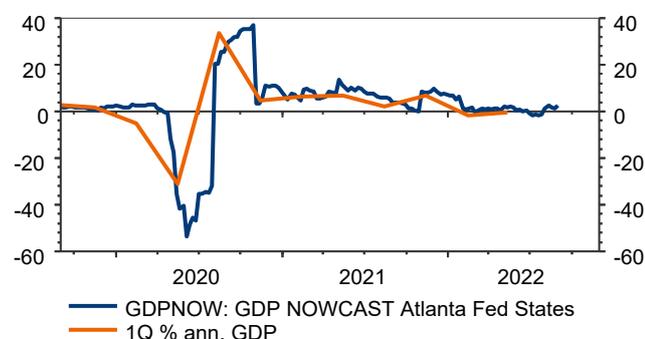
**Previsioni per i Fed Funds: +75pb a settembre, punto di arrivo a 4,5% a inizio 2023, svolta nel 2024**

■ In conclusione, la Fed si è impegnata ad agire fino a quando l'inflazione non sarà domata in modo convincente, con una **restrizione monetaria duratura**. L'esperienza storica mostra che i cicli di rialzo dei tassi attuati in fase di inflazione superiore al 4% e in aumento, e accompagnati da una ripresa della disoccupazione, si sono sempre conclusi con una recessione. **È improbabile che questa volta sia diverso.**

**Recessione: probabilmente sì, ma non un'altra "grande recessione"**

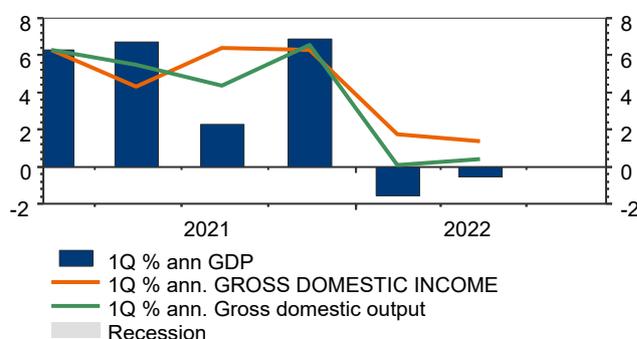
Tuttavia, non tutte le recessioni sono uguali. Nel caso attuale, alcune caratteristiche rilevanti implicano che **la recessione attesa per il 2023 potrebbe essere relativamente poco profonda**: non ci sono evidenti eccessi finanziari, i bilanci delle famiglie e delle imprese sono in ordine, la Fed è tornata a un atteggiamento credibilmente anti-inflazionistico. Le fonti di amplificazione della volatilità finanziaria viste nelle recessioni causate dalle bolle delle dot-com e del mercato immobiliare sono ora assenti e riducono i rischi di un'altra "grande recessione".

**Fig. 1 – Dopo due trimestri di contrazione, il PIL dovrebbe tornare a crescere nel 3° trimestre**



Fonte: BEA, Atlanta Fed

**Fig. 2 – Se la divergenza fra PIL e reddito si chiuderà, la crescita potrebbe risultare positiva anche nel 1° semestre**



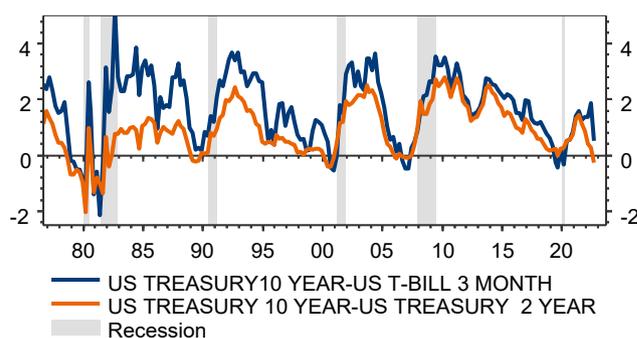
Nota: gross domestic output= media fra PIL e reddito. Fonte: BEA, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 3 – Indicatori di recessione: i segnali premonitori dai sussidi di disoccupazione si sono interrotti in estate...**



Fonte: BLS

**Fig. 4 – ...mentre le curve dei rendimenti danno indicazioni preoccupanti**



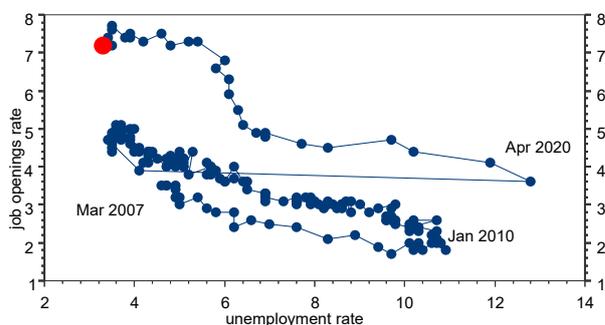
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – Posizioni vacanti di nuovo in aumento a luglio e pari al doppio dei disoccupati**



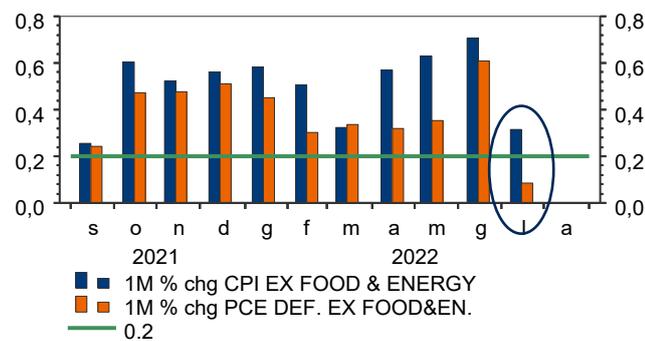
Fonte: BLS

**Fig. 6 – La nuova curva di Beveridge fa prevedere disoccupazione in rialzo in caso di riduzione delle posizioni vacanti**



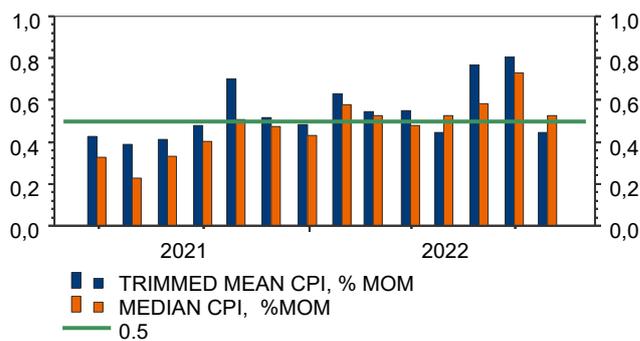
Fonte: BLS

**Fig. 7 – Variazioni mensili dei prezzi core: una rondine non fa primavera...**



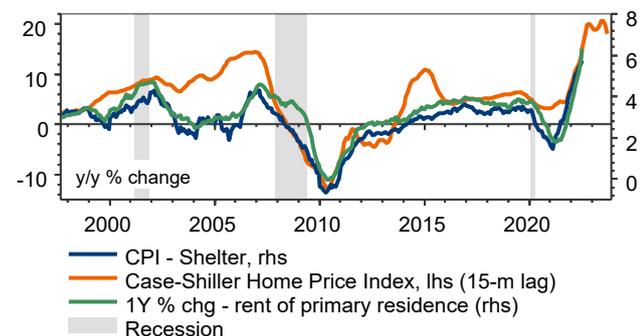
Fonte: BLS, BEA

**Fig. 8 – ...soprattutto se la diffusione di variazioni elevate rimane ampia**



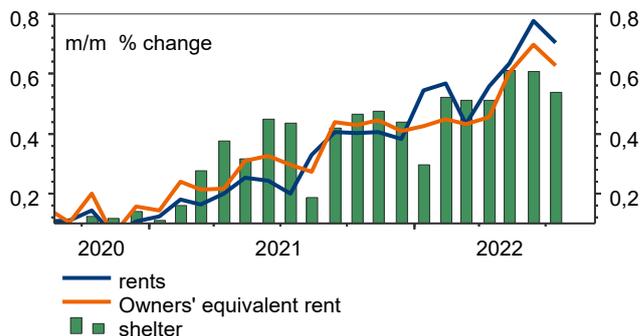
Fonte: Atlanta Fed

**Fig. 9 – Prezzi delle case e componente abitazione del CPI: la svolta è ancora lontana**



Fonte: BLS, Refinitiv-Datastream

**Fig. 10 – Affitti e affitti figurativi spingono l'inflazione verso l'alto**



Fonte: BLS

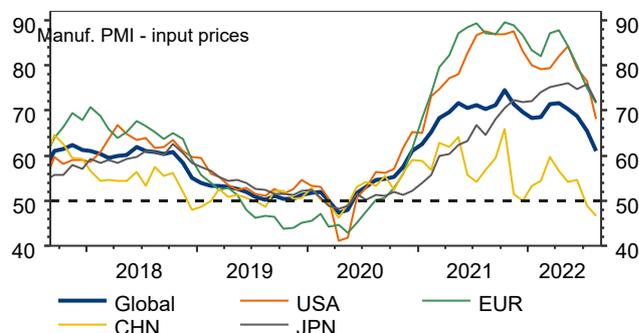
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



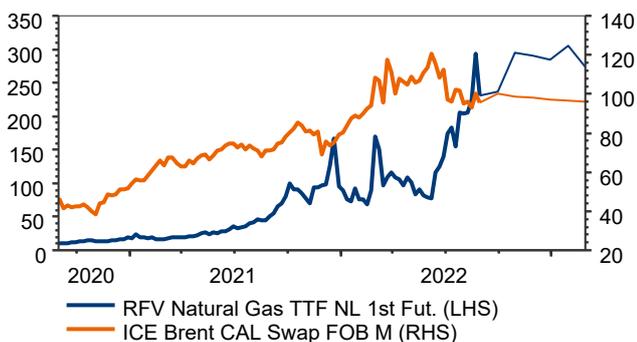
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



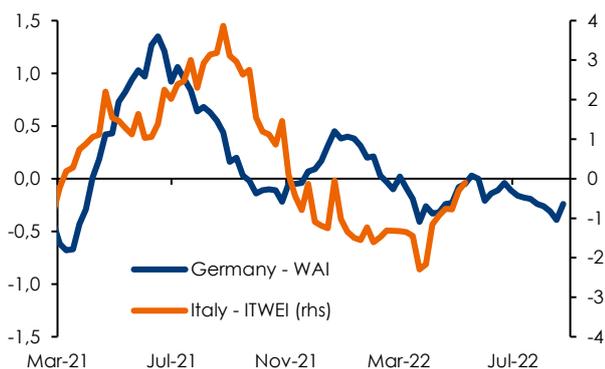
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



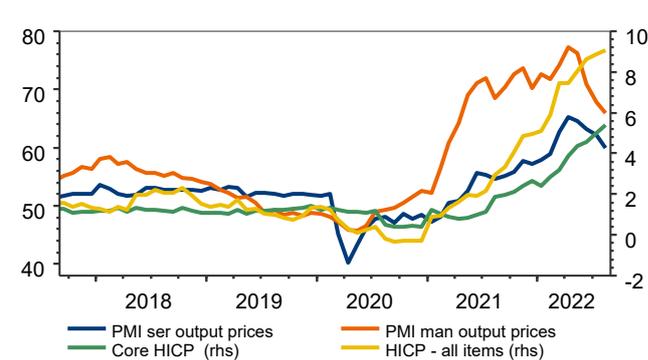
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### Indici settimanali di attività nell'Eurozona (Germania e Italia)



Nota: l'indice tedesco WAI misura il tasso di crescita del PIL nelle ultime 13 settimane rispetto alle 13 settimane precedenti, l'indice italiano ITWEI misura la crescita trimestrale del PIL calcolata implicitamente dalla variazione settimanale tendenziale. Fonte: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia

### Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

## I market mover della settimana

Oltre che sulla riunione della BCE, la prossima settimana nell'**area euro** l'attenzione sarà sul Consiglio straordinario UE di venerdì, convocato per cercare soluzioni all'aumento dei prezzi dell'energia. Sul fronte dei dati congiunturali, verranno pubblicati i primi numeri sulla produzione industriale a luglio, che dovrebbero registrare una contrazione sia in Germania che in Francia. Nel complesso dell'Eurozona le vendite al dettaglio potrebbero mostrare un rimbalzo solo parziale a luglio dopo il calo di giugno, mentre la stima finale potrebbe riportare una contenuta revisione al rialzo della crescita del PIL nel 2° trimestre. In calendario anche le letture finali dei PMI servizi di agosto e la prima stima per l'Italia, che dovrebbe risultare coerente con una contrazione dell'attività economica.

La settimana è povera di dati in uscita negli **Stati Uniti**. Le uniche informazioni in arrivo saranno l'ISM dei servizi di agosto, previsto in calo ma sempre in territorio espansivo, e la bilancia commerciale di luglio, che dovrebbe mostrare un'ampia chiusura del deficit.

### Lunedì 5 settembre

#### Area euro

- **Area euro.** La stima finale dell'indice **PMI servizi** di agosto è attesa confermare il quadro di sostanziale stagnazione del settore emerso dalle letture flash (50,2) che, congiuntamente con le indicazioni recessive relative alla manifattura, dovrebbe lasciare l'indice composito in territorio coerente con una contrazione dell'attività economica (49,2). In **Italia** ci aspettiamo che il PMI dei servizi cali a 48 da 48,4 di luglio, portando l'indicatore composito a 47 da un precedente 47,7.
- **Area euro.** I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con un parziale rimbalzo delle **vendite al dettaglio** a luglio, di 0,4% m/m (-0,7% a/a) dopo la flessione di -1,2% m/m registrata il mese precedente. Il calo dei prezzi dei carburanti potrebbe aver alleviato leggermente le pressioni sui consumatori, ma l'inflazione continua ad erodere i redditi disponibili e l'incertezza sullo scenario congiunturale non offre segnali incoraggianti per i consumi nel 2° semestre.

#### Stati Uniti

- Mercati chiusi per **Labor Day**.

### Martedì 6 settembre

#### Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi rimbalzare parzialmente a luglio, stimiamo di 0,2% m/m, dopo il calo di -0,4% m/m registrato a giugno. Le indagini PMI e IFO segnalano che gli ordinativi potrebbero tornare a calare in agosto, a causa della nuova fiammata dei prezzi dell'energia e dei nuovi lockdown in Cina.

#### Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** di agosto è previsto in calo a 54 da 56,7 di luglio. Le indagini dei servizi ad agosto hanno dato risultati misti, con il PMI in ulteriore calo e ampiamente sotto 50, la Business Leaders Survey e la Philadelphia Fed Survey in territorio solo marginalmente negativo, in linea con attività circa stabile. La debolezza dell'indice PMI è sorprendente alla luce delle indicazioni positive dei consumi delle famiglie, pertanto prevediamo che l'indice ISM confermi il trend verso il basso senza però varcare la soglia di 50.

### Mercoledì 7 settembre

#### Area euro

- **Area euro.** I dati nazionali già pubblicati suggeriscono che la crescita del **PIL** nel 2° trimestre potrebbe essere rivista al rialzo di un decimo allo 0,7% t/t (4,0% a/a). Dovrebbe essere stata

la domanda interna, soprattutto di consumi, a sostenere la crescita, a fronte di un contributo negativo da parte delle esportazioni nette. Dal lato dell'offerta, manifattura e servizi dovrebbero aver fornito un apporto positivo alla formazione del valore aggiunto mentre le costruzioni hanno probabilmente agito da freno. La lettura finale dovrebbe altresì confermare che nel trimestre primaverile l'**occupazione** è cresciuta dello 0,3% t/t (2,4% a/a).

- **Germania.** La **produzione industriale** è attesa subire una contrazione in luglio, stimiamo di -0,5% m/m dopo il +0,4% di giugno; l'output stazionerebbe in territorio negativo su base annua (a -1,3% rettificato per gli effetti di calendario). Se confermato, il dato lascerebbe la produzione in rotta per una contrazione di -0,8% t/t nel 3° trimestre; il freno al PIL potrebbe risultare più significativo nella parte finale dell'anno.

#### Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** di luglio dovrebbe registrare una netta chiusura del deficit a -70,5 mld da -79,6 mld di giugno. La stima preliminare della bilancia dei beni ha mostrato una riduzione del disavanzo pari a 9,5 mld, dovuta a contrazioni delle importazioni di -3,5% m/m e delle esportazioni di -0,2% m/m. In parte la correzione dei flussi commerciali è dovuta al calo dei prezzi dell'energia, ma anche in termini reali il disavanzo dovrebbe flettere, con la previsione di un significativo contributo alla crescita da parte del canale estero nel 3° trimestre.

### Giovedì 8 settembre

#### Area euro

- Si tiene una riunione cruciale del Consiglio direttivo della **BCE**, che potrebbe decidere per un rialzo dei tassi di 75 punti base. La stretta potrebbe continuare a ritmo sostenuto fino a dicembre, rallentando poi a inizio 2023 per fermarsi poco sopra il 2%.

### Venerdì 9 settembre

#### Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** dovrebbe riportare una contrazione a luglio (-0,3% m/m), dopo l'aumento registrato il mese precedente (+1,4%). Le indagini mensili condotte dalla Banque de France tra le imprese confermano la resilienza dell'industria transalpina pur in un contesto di ampia incertezza. La debolezza del settore manifatturiero è attesa comunque accentuarsi nei prossimi mesi.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (5 – 9 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	5/9	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	ago	55.5		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	ago	48.4	48.2	48.0
	09:50	FRA	PMI servizi finale		ago	prel 51.0	51.0	51.0	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	ago	prel 48.2	48.2	48.2	
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	ago	prel 49.2	49.2	49.2	
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ago	prel 50.2	50.2	50.2	
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	ago	52.5	52.5		
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		lug	-1.2	%	0.4	0.4
Mar	6/9	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	lug	3.5	%	4.2
		08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	lug	-0.4	%	-0.4
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		ago	45.0			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		ago	44.1			
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ago	56.7		54.8	54.0
Mer	7/9	05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	ago	2.3	%	1.8
		05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	ago	101.3	Mld \$	93.0
	05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	ago	18.0	%	13.0	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	lug	0.4	%	-0.4	-0.5
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		lug	1.4	%		
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.6	%	0.6	0.7
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T2	prel 3.9	%	3.9	4.0
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T2	0.3	%	0.3	0.3
	14:30	USA	Bilancia commerciale		lug	-79.6	Mld \$	-72.3	-70.5
	Gio	8/9	00:00	CN	Riserve in valuta estera		ago	3.104	1000Mld \$
01:50			GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T2	prel 2.2	%	2.9
01:50		GIA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.5	%	0.7	
14:30		USA	Richieste di sussidio	*	settim	232	x1000		
14:30		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.438	Mln		
Ven	9/9	03:30	CN	CPI a/a	*	ago	2.7	%	2.8
		03:30	CN	PPI a/a	*	ago	4.2	%	3.1
	03:30	CN	CPI m/m		ago	0.5	%	0.2	
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	lug	1.4	%	-0.5	-0.3
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		lug	7.0	%		

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

### Calendario degli eventi (5 – 10 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	5/9	GB	Discorso di Mann (BoE)	
Mer	7/9	11:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		20:00	USA	Discorso di Barr (Fed)
Gio	8/9	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +75pb a 1,25%, depo rate +75pb a +0,75%)
		14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		15:10	USA	* Discorso di Powell (Fed)
Ven	9/9	16:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
			EUR	* Riunione Eurogruppo
			UE	* Riunione informale Ecofin
Sab	10/9	UE	* Riunione informale Ecofin	

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	giu	20.5		%	19.5	18.6
Indice dei prezzi delle case m/m	giu	1.3	(-1.4)	%		0.1
Fiducia consumatori (CB)	ago	95.3	(95.7)		97.7	103.2
Nuovi occupati: stima ADP	ago	268		x1000		132
PMI (Chicago)	ago	52.1			52.0	52.2
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2	10.8		%	10.7	10.2
Produttività (ex-agricol.) t/t ann. finale	T2	-4.6		%	-4.5	-4.1
Richieste di sussidio	settim	237	(243)	x1000	248	232
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.412	(1.415)	Mln	1.438	1.438
Markit PMI manifatturiero finale	ago	51.3				51.5
Spesa in costruzioni	lug	-0.5	(-1.1)	%	-0.4	-0.4
Indice ISM manifatturiero	ago	52.8			52.0	52.8
Tasso di disoccupazione	ago	3.5		%	3.5	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ago	528		x1000	300	
Salari orari m/m	ago	0.5		%	0.4	
Ordinativi industriali m/m	lug	2.0		%	0.2	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug	0.0		%		
Ordini beni durevoli ex-trasporti m/m finale	lug	0.3		%		

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

La Job Openings and Labor Turnover Survey di luglio ha confermato la persistenza di un mercato del lavoro sempre sotto pressione, con **posizioni aperte** in rialzo a 11,2 mln e pari al doppio dei disoccupati. I dati sono un input importante nel quadro macro che la Fed sta valutando per decidere l'entità del prossimo rialzo dei tassi.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** ha registrato una variazione di 132 mila ad agosto, al di sotto delle attese di consenso. Il Chief Economist di ADP ha indicato che le politiche di assunzioni delle imprese potrebbero essere a un punto di flesso, verso un ritmo "più normale", dopo mesi di aumenti record dell'occupazione. Secondo ADP, la **retribuzione annua** ad agosto è aumentata di 7,6% a/a per gli individui che non hanno cambiato lavoro e di 16,1% per coloro che hanno cambiato occupazione.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** sono di nuovo in calo da più di un mese, dopo un periodo di modesto rialzo culminato poco sopra 250 mila a metà luglio. Nella settimana del 27 agosto, le richieste destagionalizzate sono scese a 232 mila. I dati non destagionalizzati, a 177 mila, mostrano un ritorno ai minimi della primavera. Complessivamente, i dati sono in linea con un mercato del lavoro ancora caratterizzato da indiscutibile eccesso di domanda.

L'indice **ISM manifatturiero** di agosto ha sorpreso verso l'alto, stabilizzandosi a 52,8. La correzione dell'output a 50,4 da 53,5 è più che compensata dai segnali positivi degli ordini (a 51,3 da 48), dell'occupazione (a 54,2 da 49,9) e degli ordini inevasi (a 53 da 51,3). L'indice dei prezzi dà segnali di moderazione, con un calo a 52,5 da 60. Le imprese riportano continua crescita delle assunzioni e assenza di licenziamenti e riduzione di organico. Inoltre, si segnala ottimismo riguardo all'espansione della domanda anche alla luce del miglioramento sul fronte dei prezzi. I risultati dell'indagine sono un altro tassello a favore di un intervento di 75pb da parte del FOMC a settembre.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad agosto è balzata a 103,2 da 95,3 di luglio, con il terzo rialzo consecutivo e significativi miglioramenti delle condizioni correnti (a 145,4 da 139,7) e delle aspettative (a 75,1 da 65,6). L'indagine riporta incrementi delle intenzioni di acquisto e dei programmi di vacanze, con segnali positivi per il sentiero dei consumi.

## Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	lug	1.27	1.27	1.29
Tasso di disoccupazione	lug	2.6	%	2.6
Vendite al dettaglio a/a	lug	1.5	%	1.9
Produzione industriale m/m prelim	lug	9.2	%	-0.5
Fiducia delle famiglie	ago	30.2		32.5
PMI manifatturiero finale	ago	51.0		51.5

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

La stima preliminare della **produzione industriale** di luglio ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 1% m/m, spinta principalmente dalle auto e dai macchinari. Le proiezioni per i prossimi mesi sono positive, con aumenti attesi di 5,5% m/m ad agosto e 0,8% m/m a settembre, indicativi di una riaccelerazione prevista della produzione nel 3° trimestre, dopo il calo primaverile.

Le **vendite al dettaglio** di luglio hanno dato informazioni positive, con una variazione di 2,4% a/a. Su base mensile, le vendite sono in aumento di 0,8% m/m, spinte dalle auto e dagli alimentari. La crescita del PIL in estate dovrebbe accelerare verso un ritmo vicino a 1% t/t.

## Area euro

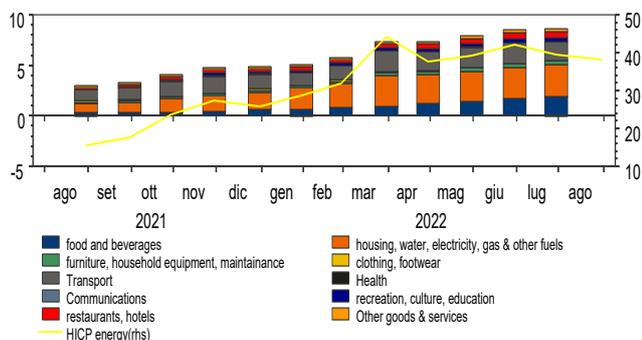
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T2	0.2	%	0.2
EUR	Fiducia consumatori finale	ago	-24.9		-24.9
EUR	Fiducia servizi	ago	10.4	(10.7)	8.7
EUR	Indice di fiducia economica	ago	98.9	(99.0)	97.6
EUR	Fiducia industria	ago	3.4	(3.5)	1.5
EUR	CPI a/a stima flash	ago	8.9	%	9.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ago	5.1	%	5.1
EUR	PMI manifatturiero finale	ago	49.7		49.7
EUR	Tasso di disoccupazione	lug	6.7	(6.6)	%
EUR	PPI a/a	lug	36.0	(35.8)	%
FRA	Spese per consumi m/m	lug	0.1	(0.2)	%
FRA	IPCA a/a prelim.	ago	6.8	%	6.7
FRA	PMI manifatturiero finale	ago	49.0		49.0
GER	IPCA m/m prelim.	ago	0.8	%	0.4
GER	IPCA a/a prelim.	ago	8.5	%	8.8
GER	CPI (Lander) a/a prelim.	ago	7.5	%	7.8
GER	CPI (Lander) m/m prelim.	ago	0.9	%	0.3
GER	Prezzi import a/a	lug	29.9	%	29.1
GER	Tasso di disoccupazione	ago	5.4	%	5.5
GER	Variazione n° disoccupati	ago	45	(48) x1000	28
GER	Vendite al dettaglio a/a	lug	-9.6	(-8.8)	%
GER	Vendite al dettaglio m/m	lug	-1.5	(-1.6)	%
GER	PMI manifatturiero finale	ago	49.8		49.8
GER	Bilancia commerciale destag.	lug	6.2	(6.4) Mld €	4.8
ITA	Fatturato industriale a/a	giu	23.6	%	18.0
ITA	Fatturato industriale m/m	giu	1.2	(1.4)	%
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	lug	-2.82	Mld €	
ITA	IPCA m/m prelim.	ago	-1.1	%	0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	ago	7.9	%	8.1
ITA	IPCA a/a prelim.	ago	8.4	%	8.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	ago	0.4	%	0.6
ITA	PPI a/a	lug	34.1	%	36.9
ITA	PPI m/m	lug	1.0	%	5.0
ITA	PMI manifatturiero	ago	48.5		48.0
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	lug	8.0	(8.1)	%
ITA	PIL a/a finale	T2	4.6	%	4.6
ITA	PIL t/t finale	T2	1.0	%	1.1
SPA	IPCA a/a prelim.	ago	10.7	%	10.3

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

**Area euro. L'inflazione è salita al 9,1% a/a ad agosto, dall'8,9% registrato a luglio**, sorprendendo nuovamente al rialzo (consenso: 9%). Lo spaccato parziale conferma che sono ancora le componenti energia (38,3% a/a) e alimentari (a 10,6% da 9,8% precedente) a trainare l'inflazione. Tuttavia, anche **l'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) ha mostrato una brusca accelerazione, al 5,5% a/a (+0,6% m/m)** dopo il 5% a/a di luglio; l'accelerazione ha riguardato tanto i servizi (3,8% a/a) che i beni industriali non energetici (a 5% da 4,5% a/a precedente). **Sul mese i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,5%**, ancora al di sopra dell'usuale profilo stagionale, spinti soprattutto da alimentari lavorati (1,1%) e beni (0,8%).

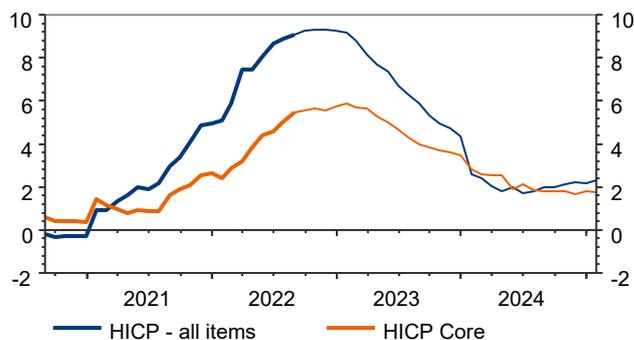
**Sul rialzo di agosto continua a pesare il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici**, come dimostrano l'accelerazione della componente alimentare e la crescita dei beni manufatti ex-energia, nonostante i segnali di attenuazione delle pressioni a monte della catena produttiva. Nei prossimi mesi l'inflazione potrebbe sfiorare, o addirittura superare, il 10% visto l'ulteriore aumento del prezzo del gas e il possibile ritiro di alcune delle misure calmieranti implementate dai Governi nazionali (ad esempio, in Germania membri dell'esecutivo hanno annunciato di non voler rinnovare il taglio sul prezzo dell'abbonamento per il trasporto pubblico).

**Le principali pressioni inflazionistiche su base annua vengono ancora da energia e alimentari**



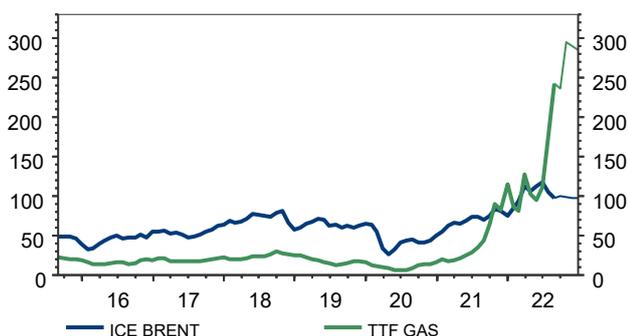
Fonte: Eurostat

**Inflazione generale vs. inflazione sottostante**



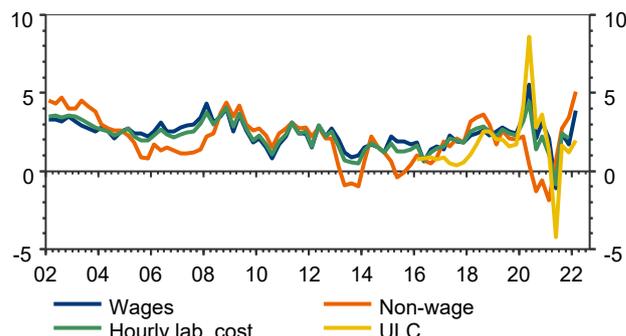
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Il prezzo del gas naturale salirà ancora nei prossimi mesi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

**I salari sono già in accelerazione (sia pure su ritmi inferiori all'inflazione)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Area euro. In agosto l'indice composito di clima economico ESI della Commissione Europea è calato** più del previsto **a 97,6** da un precedente 98,9 (rivisto al ribasso di un decimo), **al di sotto della media di lungo periodo per il secondo mese consecutivo e sui minimi da febbraio 2021**. Il calo del morale è diffuso all'industria e ai servizi, a fronte di una sostanziale stabilizzazione nel

commercio al dettaglio e nelle costruzioni. La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori conferma il rialzo già registrato dalla lettura preliminare.

Nell'**industria** il morale è calato circa in linea con le attese a 1,2 da 3,4 di luglio: è la seconda flessione consecutiva, che porta l'indicatore sui minimi da 18 mesi. L'indagine riporta un quadro di contrazione per il settore con l'indice relativo alla produzione che è tornato al di sotto della media di lungo periodo per la prima volta dal 2020, con prospettive di ulteriore deterioramento nei prossimi mesi. Rispetto al mese precedente è infatti peggiorata ancora la tendenza al calo degli ordinativi e all'aumento delle scorte di prodotti invenduti, un segnale particolarmente negativo per la produzione futura, che appare coerente con le nostre previsioni di contrazione dell'industria nel 2° semestre.

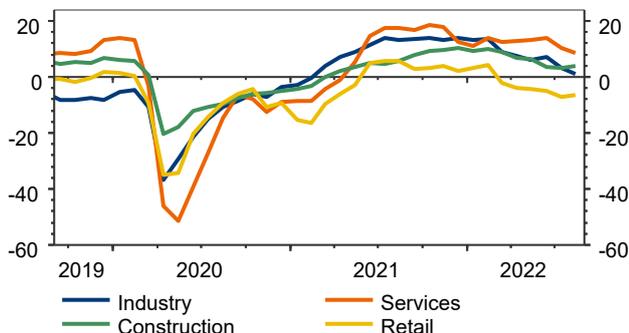
Nei **servizi** la fiducia è scesa a 8,7 da 10,4 precedente, sotto la media storica e sui minimi da aprile 2021. L'indagine riporta un rallentamento dell'attività a fronte di un contenuto miglioramento delle aspettative, che restano però inferiori ai livelli medi registrati negli ultimi 12 mesi. Come già emerso dai PMI, il rimbalzo post-pandemico nei servizi appare in fase di esaurimento, e il settore comincia a subire il calo della domanda in scia alla contrazione del reddito reale delle famiglie. In sintesi, dopo un trimestre estivo che potrebbe comunque restare positivo grazie a una solida stagione turistica, le prospettive per i servizi a partire dall'autunno si vanno facendo progressivamente meno rosee.

Nel **commercio al dettaglio** la fiducia delle imprese è salita a -6,3 da -7,1, allineandosi alla media di lungo periodo; tuttavia, i livelli depressi del morale dei consumatori suggeriscono che anche la fiducia delle imprese del commercio possa tornare a calare nei prossimi mesi. Nelle **costruzioni** il clima è migliorato a 3,9 da 3,2 di luglio, ancora su livelli espansivi ma inferiori a quelli toccati nei mesi precedenti, un segnale che anche l'attività edilizia è destinata a decelerare sul finale d'anno.

Per quanto riguarda i **consumatori**, il rialzo del morale (a -24,9 da -27 di luglio) è spiegato soprattutto da contenuti rimbalzi registrati dalle componenti che nel mese precedente avevano subito le flessioni più importanti. L'indice e le sue principali componenti rimangono comunque su livelli coerenti con una contrazione delle spese private nei prossimi mesi; i recenti sviluppi sul fronte energetico e, più in generale, dei prezzi al consumo, suggeriscono come la fiducia delle famiglie difficilmente potrà migliorare nei prossimi mesi.

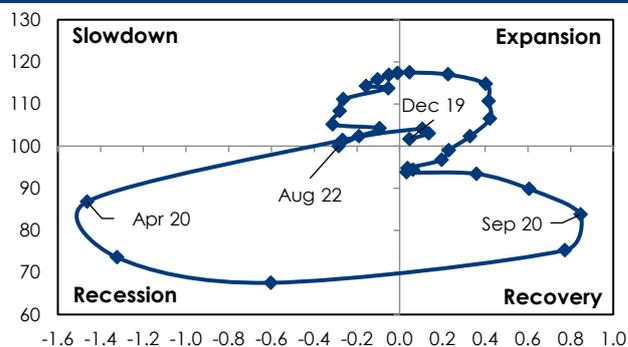
**In sintesi, le indagini sono coerenti con una sostanziale stagnazione del PIL nel 3° trimestre** quando i servizi dovrebbero riuscire a compensare l'attesa contrazione industriale. Tuttavia, le indagini suggeriscono come anche il terziario sia entrato in fase di rallentamento che, sulla base delle aspettative delle imprese, potrebbe accentuarsi nei prossimi mesi. **Dopo un robusto 1° semestre, le prospettive per la seconda metà dell'anno sono decisamente più cupe: prezzi energetici su livelli insostenibilmente elevati e il rischio di un razionamento delle forniture di gas lasciano intravedere un possibile quadro recessivo tra lo scorcio finale del 2022 e l'inizio del 2023.**

**Ad agosto il morale delle imprese è calato sia nell'industria che nei servizi; tengono per ora commercio al dettaglio e costruzioni**



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

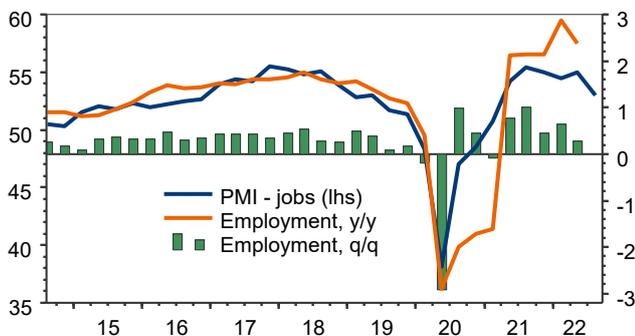
**L'indagine segnala ampi rischi al ribasso sul finale d'anno**



Nota: livello (asse y) e variazione mensile (asse x) dell'indice ESI (media mobile a 3 mesi). Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

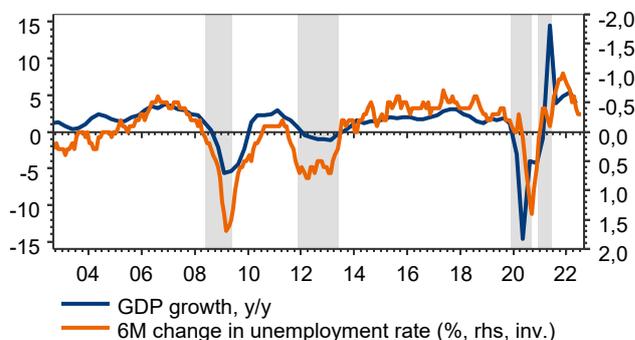
**Area euro.** Con un calo delle persone in cerca di occupazione di 77mila unità a luglio, il **tasso di disoccupazione** è sceso di un decimo al 6,6% (il dato di giugno è stato rivisto al rialzo a 6,7%): si tratta di un minimo dall'inizio delle rilevazioni nel 1998. Il tasso dei senza-lavoro è diminuito in Francia (7,5% da 7,6%) e Italia (7,9% da 8%), mentre è rimasto invariato in Germania (2,9%) e Spagna (12,6%). Le indagini congiunturali sono coerenti con un tasso di disoccupazione circa stabile anche ad agosto, ma la domanda di assunzioni è in fase di rallentamento e la frenata congiunturale non potrà non pesare sul mercato del lavoro nei prossimi trimestri. Il ricorso a schemi pubblici di protezione potrebbe offrire qualche sostegno ma ci aspettiamo comunque un moderato incremento del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi.

**Le indagini congiunturali puntano verso un rallentamento delle assunzioni nei prossimi mesi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

**Il deterioramento ciclico peserà sul mercato del lavoro nei prossimi mesi**

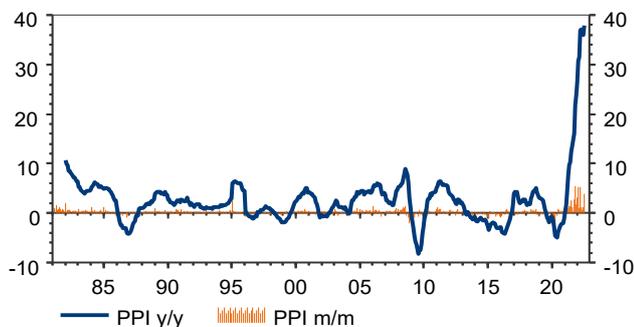


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Area euro.** A luglio il **PPI** è cresciuto del 4% m/m, accelerando bruscamente dall'1,3% (rivisto al rialzo di due decimi) del mese precedente. Sono stati ancora i rincari energetici (9% m/m) a guidare i prezzi, ma i rialzi sono diffusi anche alle altre componenti: al netto dell'energia i prezzi alla produzione sono in rialzo dello 0,6% m/m da un precedente 0,5%. Accelerano infatti i beni di consumo, durevoli (0,9% da 0,8%) e non (1,2% da 0,8%) - questi ultimi sostenuti dal rincaro degli alimentari. Riaccelerano anche i beni strumentali (0,8% da 0,4%), a fronte di un rallentamento per gli intermedi (0,1% da 0,4%, il tasso di crescita più lento da agosto 2020). L'inflazione dei prezzi alla produzione ha quindi toccato un nuovo record dall'inizio delle rilevazioni, quindi almeno dal 1982, al 37,9% a/a da 36% di giugno. Nei prossimi mesi l'allentamento delle strozzature all'offerta sull'onda della decelerazione del ciclo potrebbe continuare ad alleviare le tensioni sui prezzi

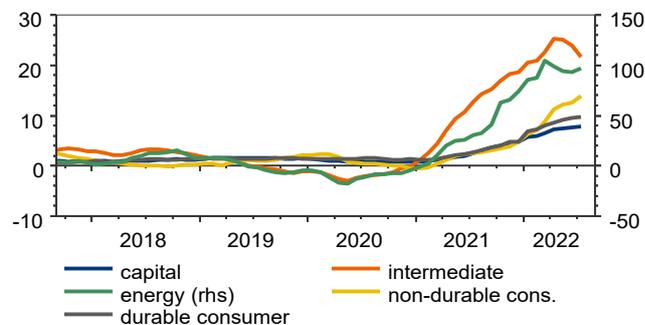
delle materie prime, ma lo shock sul mercato del gas dovrebbe continuare a pesare in maniera significativa sui costi di produzione, che si stanno facendo sempre meno sostenibili.

### L'inflazione dei prezzi alla produzione tocca un nuovo record a luglio



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

### Tornano a intensificarsi le pressioni sui prezzi dell'energia, in crescita del 97,2% a/a



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Germania.** Ad agosto l'inflazione armonizzata è salita all'**8,8% a/a** dall'8,5% precedente, portandosi sui massimi dall'inizio delle rilevazioni, ovvero dal 1998. Su base nazionale l'inflazione è invece balzata al **7,9% a/a** da 7,5% di luglio, ritornando ai massimi dalla riunificazione. Sul mese i prezzi sono cresciuti di 0,4% sull'indice armonizzato e di 0,3% su quello nazionale. Lo spaccato parziale dell'indice dei prezzi al consumo su base nazionale pubblicato da Destatis suggerisce come siano ancora le componenti energia (35,6% a/a) e alimentari (a 16,6% da 14,8% precedente) a trainare l'inflazione, ma con un'accelerazione della crescita dei listini diffusa anche ai servizi (2,2% a/a da 2%). Si conferma invece stabile all'1,8% a/a l'inflazione degli affitti.

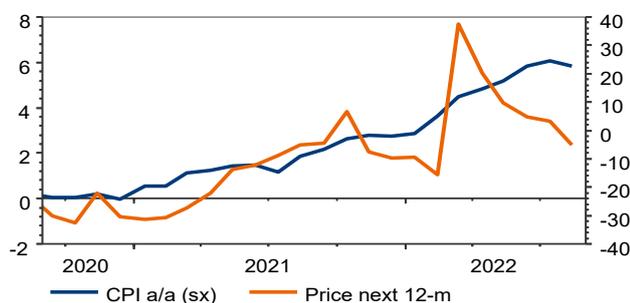
**Ci aspettiamo nuovi significativi rialzi dell'inflazione nei prossimi mesi**, sulla scia del possibile ritiro di alcune delle misure calmieranti approvate dal Governo (in particolare del ribasso dell'abbonamento per il trasporto pubblico a 9 euro al mese). Inoltre, la dinamica salariale è attesa accelerare ulteriormente nell'ultimo trimestre dell'anno, pur restando verosimilmente meno vivace di quella dei prezzi. **In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe superare l'8% sull'indice armonizzato**, in un contesto di ampia incertezza e rischi ancora al rialzo. L'indice core dovrebbe crescere intorno al 5% quest'anno e rimanere sopra il 4% anche nel 2023.

**Germania.** I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di luglio hanno evidenziato un calo sia delle esportazioni (-2,1% m/m) che, in minor misura, delle importazioni (-1,5% m/m). L'avanzo commerciale è risultato pari a 5,4 mld (in termini destagionalizzati) in luglio, da 6,2 mld di giugno.

**Germania.** Le **vendite al dettaglio** hanno mostrato un aumento di +1,9% m/m a luglio, dopo il -1,5% m/m (rivisto al rialzo di un decimo) di giugno. Rispetto a un anno fa i consumi sono calati del -2,6% in termini reali e cresciuti del 6,1% in termini nominali (il gap è spiegato dalla forte crescita dei prezzi).

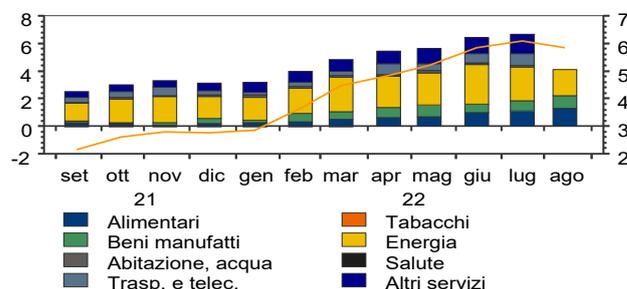
**Francia.** La **stima flash** indica che ad agosto l'**inflazione** ha visto un calo sia sull'indice nazionale, a 5,8% a/a da 6,1% di luglio, che sull'armonizzato, a 6,5% a/a da 6,8% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di quattro decimi su entrambe le misure. La flessione è interamente spiegata dal rallentamento dell'energia (22,2% a/a da 28,5% precedente) e degli alimentari freschi (a 3% a/a da 5,2% di luglio). I servizi rimangono stabili a 3,9% a/a; l'inflazione accelera sui beni manufatti (a 3,5% a/a dal 2,7% di luglio). In prospettiva, il picco dovrebbe essere raggiunto a cavallo d'anno.

## Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs. CPI



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

## Si attenuano le pressioni inflazionistiche di energia e alimentari freschi



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

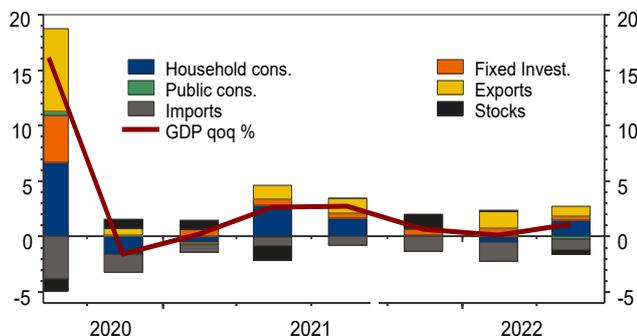
**Francia.** La lettura finale del **PIL** ha confermato che nel secondo trimestre l'economia transalpina è cresciuta di 0,5% t/t. La ripresa dei flussi turistici ha favorito un recupero della spesa privata (+0,3% da -1,2%), in particolare in servizi ricettivi e di ristorazione (+13,4% da -2,6%); un contributo positivo è giunto anche dagli investimenti, seppure la dinamica mostri un moderato rallentamento (a 0,2% da 0,4% precedente). Nel complesso, la domanda interna (al netto delle scorte) ha contribuito positivamente per +0,2% (da -0,5% precedente). Il canale estero ha dato un apporto positivo di tre decimi, grazie a un export ancora vivace (+0,9% da +1,8%) a fronte di importazioni stabili (da 1,9% precedente). Nella seconda parte dell'anno, ci attendiamo che l'economia resti pressoché stagnante, perlopiù frenata da una contrazione dei consumi privati a fronte di investimenti stabili e spesa pubblica in crescita.

**Francia.** La **spesa per consumi** delle famiglie a luglio è tornata a calare (-0,8% m/m), dopo il modesto recupero del mese precedente (rivisto verso il basso di un decimo, a +0,1%). I consumi alimentari hanno riportato il secondo calo mensile consecutivo (-0,4% dopo -0,3%), sebbene il contributo negativo più ampio sia giunto dai beni manufatti (-1,4% da -0,7%). La progressiva perdita di potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe mantenere la spesa privata su un percorso di calo.

**Italia.** La crescita del **PIL** nel 2° trimestre è stata rivista al rialzo di un decimo all'1,1% t/t (4,7% a/a), portando la variazione acquisita per il 2022 (in caso di stagnazione nel 2° semestre) al 3,5%. Il dato primaverile è sintesi di un contributo positivo da parte della domanda interna (+1,6%) a fronte di un apporto negativo da parte delle scorte (-0,3%) e del canale estero (-0,2%). I consumi privati sono rimbalsati del 2,6% t/t da -0,9% t/t, trainati soprattutto dal recupero della spesa in servizi (5,3% da -1,3%), mentre si registra il secondo calo trimestrale consecutivo degli acquisti di beni non durevoli (-1,3% da -0,9%) e una modesta riaccelerazione dei durevoli (3,7% da 3,3%). In calo la spesa pubblica (-1,1% da 0,3%). Resta ampiamente positiva, ma rallenta, la dinamica degli investimenti (1,7% da 3,6%), grazie sia a impianti e macchinari che alle costruzioni (che pure rallentano a 1,8% da 5%), mentre calano gli investimenti in mezzi di trasporto. Le importazioni (3,3% da 5,4%) sono cresciute ancora a ritmi superiori alle esportazioni (2,5% da 4,7%), con il commercio internazionale che ha quindi frenato la crescita dell'economia per il terzo trimestre consecutivo. Dal lato dell'offerta si registra un aumento del valore aggiunto nell'industria in senso stretto (1,3% t/t), nelle costruzioni (1,8%) e nei servizi (1%) mentre il valore aggiunto è calato nel settore primario (-1,1%). La dinamica del settore terziario meno vivace rispetto all'industria è in realtà spiegata da una contrazione piuttosto marcata nelle attività professionali (-3,5%) e da una crescita solo modesta per informazione e comunicazioni (0,6%), attività immobiliari (0,8%) e pubblica amministrazione (0,2%), che nascondono la vivacità registrata da commercio, trasporto, alloggio e ristorazione (3,3%) e dalle attività artistiche e d'intrattenimento (4,2%). Il balzo del PIL nel trimestre primaverile è dovuto soprattutto al rientro dell'ondata invernale di Covid; ci aspettiamo che l'economia possa risultare sostanzialmente stagnante durante l'estate, mentre

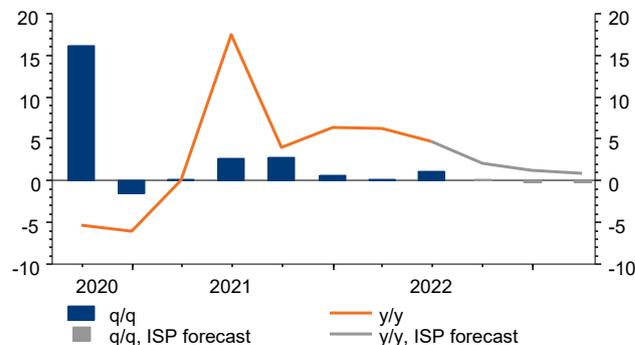
nei trimestri a cavallo d'anno l'elevata inflazione e i rischi di razionamento energetico potrebbero portare il PIL in territorio negativo.

**Nel 2° trimestre consumi e investimenti hanno trainato la crescita; negativi i contributi di spesa pubblica, scorte ed esportazioni nette**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

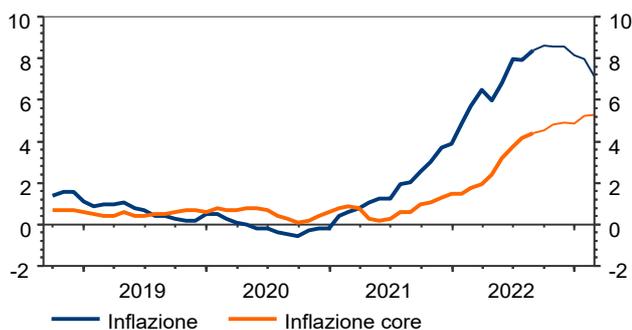
**L'economia potrebbe risultare sostanzialmente stagnante nel 3° trimestre e contrarsi a cavallo d'anno**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

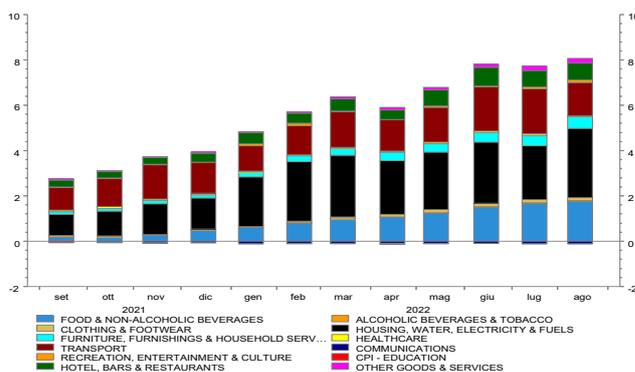
**Italia.** La stima preliminare dei prezzi al consumo ha spinto **l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC all'8,4% a/a da 7,9% di luglio, e quella armonizzata al 9% a/a da 8,4%** precedente, superando di gran lunga le attese. Sia l'inflazione complessiva che il "carrello della spesa" (al 9,7% a/a) sono i massimi dalla metà degli anni '80. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,8% m/m su entrambi gli indici. Ancora una volta, il forte rialzo è imputabile alla componente energetica (da 42,9% a 44,9% a/a): energia elettrica e gas sul mercato libero hanno più che compensato il rallentamento dei prezzi dei carburanti. Un importante contributo è arrivato anche dagli alimentari lavorati (da +9,5% a +10,5%); crescono anche i beni durevoli (da 3,3% a 3,9%). I servizi rimangono circa stabili (da 3,6% a 3,7%; +0,6% m/m), mentre rallentano i servizi relativi ai trasporti (da 8,9% a 8,4%); l'inflazione di fondo è salita ancora ad agosto, al 4,4% a/a da un precedente 4,1%, ma ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi.

**L'inflazione potrebbe non aver ancora raggiunto un picco**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv-Datastream

**Il contributo più ampio viene ancora da energia e alimentari**

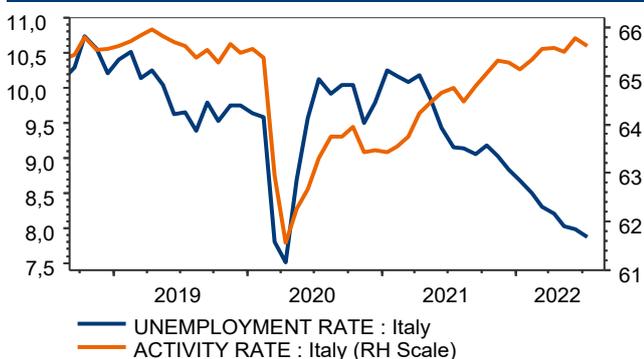


Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv-Datastream

**Italia.** A luglio il **tasso di disoccupazione** è calato a sorpresa al 7,9% da un precedente 8% (il dato relativo a giugno è stato rivisto al ribasso di un decimo). Il calo è avvenuto nonostante una diminuzione degli occupati (-22 mila unità); sono infatti tornati ad aumentare gli inattivi (+54 mila unità), il che riporta la forza lavoro a contrarsi dopo il rimbalzo di giugno. La prima diminuzione degli occupati da agosto 2021 è diffusa a uomini e donne ma concentrata tra i dipendenti permanenti e gli autonomi, confermando un trend in atto ormai dallo scoppio della pandemia. I dipendenti a termine sono infatti cresciuti per il sesto mese consecutivo, raggiungendo nuovi massimi dall'inizio della serie storica (quindi almeno dal 1977). Tale incremento dei lavoratori temporanei è avvenuto soprattutto a spese degli autonomi, in un trend in atto già prima della

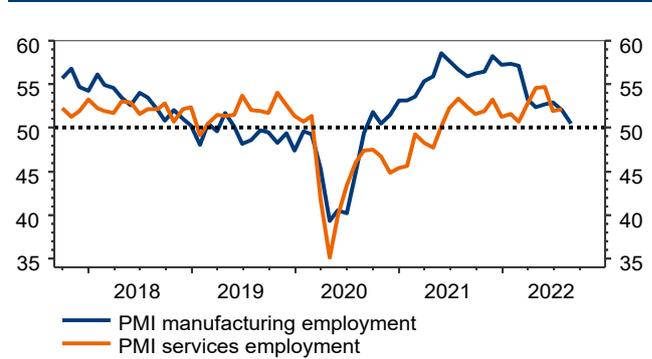
pandemia: dieci anni fa gli indipendenti pesavano per oltre il 14% del totale dei lavoratori contro il 12% di luglio 2022, mentre i dipendenti a termine rappresentano ora il 7,6% degli occupati da poco meno del 6% nel 2012; circa stabile la tendenza dei contratti a tempo indeterminato (36,4% contro 37% di dieci anni fa). Il numero di occupati rimane comunque superiore ai livelli pre-Covid, mentre le persone in cerca di occupazione sono calate per il nono mese consecutivo portandosi, se si escludono i mesi di lockdown della primavera del 2020, sui livelli minimi dall'aprile del 2011. Vediamo un rallentamento del mercato del lavoro nei prossimi mesi: le indagini di fiducia mostrano una diminuzione delle intenzioni di assunzione mentre il deterioramento dello scenario congiunturale non offre prospettive incoraggianti. Tuttavia, riteniamo che l'impatto sul tasso di disoccupazione possa risultare complessivamente moderato, soprattutto nel caso in cui vengano nuovamente allargate le maglie del ricorso alla cassa integrazione-guadagni.

**Il calo del tasso di disoccupazione di luglio è spiegato dalla diminuzione del tasso di attività**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

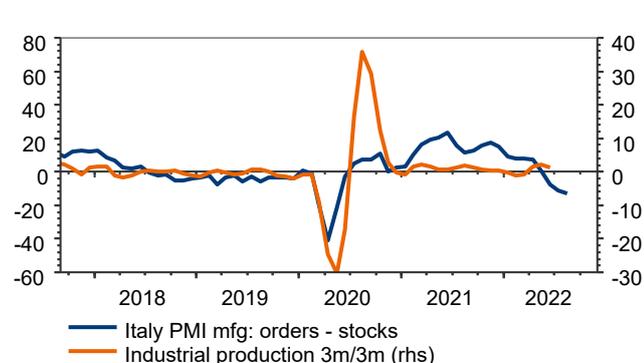
**Le indagini di fiducia anticipano un rallentamento della domanda di lavoro**



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

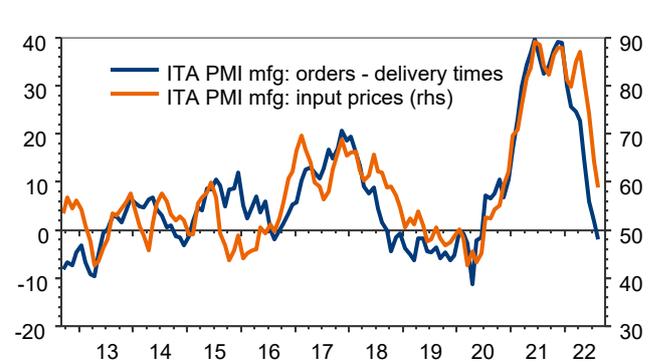
**Italia.** L'indice **PMI manifatturiero** di agosto è calato a 48 da 48,5 di luglio, al di sotto della soglia d'invarianza per il secondo mese. L'indagine continua a riportare una contrazione della produzione (47,0 da 45,8) e degli ordinativi (42,6 da 42,5), a fronte di un aumento delle scorte di prodotti finiti (55,7 da 53,6). Il calo della domanda e dell'attività si riflette anche in una diminuzione delle commesse inevase (45,5 da 47,7) e in un allentamento delle strozzature all'offerta riflesso nei tempi di consegna (44,5 da 40,8, un massimo da ottobre 2020) e nei prezzi degli input (58,9 da 64,3) - che pure rimangono in crescita a ritmi sostenuti. L'indagine anticipa una contrazione dell'attività industriale nei mesi finali dell'anno, con lo shock sui prezzi energetici e le tensioni sul mercato del gas che pongono severi rischi al ribasso sullo scenario.

**Le indagini PMI puntano verso una contrazione della produzione industriale nei prossimi mesi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

**Il calo di domanda e attività si riflette in un attenuamento delle strozzature all'offerta**

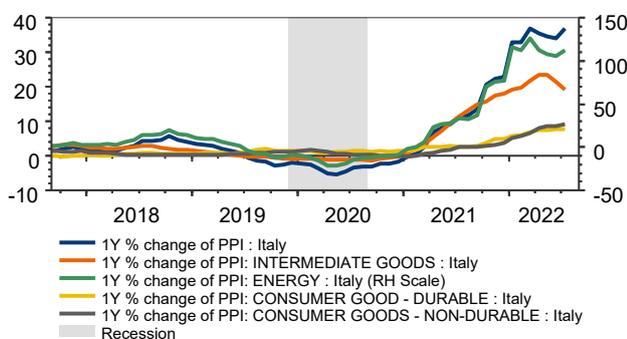


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Italia.** A luglio il **PPI** è cresciuto del 5% m/m, in accelerazione dall'1% del mese precedente. Sul mese è stata la crescita dei prezzi energetici (13,6%), soprattutto a causa delle forniture di gas ed elettricità (18,7%), a guidare i rincari. Al netto dell'energia il PPI è comunque in crescita dello 0,3% m/m, con incrementi per i beni strumentali (+0,8%) e di consumo (+0,6%) a fronte di un modesto calo per gli intermedi (-0,1%). L'inflazione dei prezzi alla produzione è quindi risalita sui massimi da marzo: al 36,9% a/a dal 34,1% di giugno (12,8% al netto dell'energia). Se l'attenuamento delle strozzature all'offerta di alcune materie prime (anche per via di un calo della domanda) sta iniziando a riflettersi sui prezzi dei beni intermedi, nei prossimi mesi le tensioni sulle forniture di luce e gas dovrebbero generare ulteriori rincari, non solo per la componente energetica ma anche nei costi di produzione per i beni strumentali e di consumo. Tali rincari a monte delle filiere si stanno già trasferendo sui consumatori finali; tuttavia, nel contesto congiunturale corrente difficilmente il trasferimento sarà completo ed è probabile che i maggiori costi andranno ad erodere i margini delle imprese.

**Italia.** A giugno il **fatturato industriale** è calato di -0,2% m/m (18% a/a) con flessioni diffuse sia al mercato interno (-0,3% m/m) che a quello estero (-0,1% m/m). La contrazione congiunturale riguarda soprattutto i beni strumentali (-1,7%) e intermedi (-0,6%), mentre crescono beni di consumo (0,5%) ed energia (3,4%). Come nei mesi precedenti però, i dati sul fatturato continuano ad essere gonfiati dai maggiori prezzi (l'indice destagionalizzato resta prossimo al massimo storico di maggio). L'indice a prezzi costanti del fatturato industriale è infatti calato del -1,6% m/m e in termini tendenziali è in espansione di un più modesto +1,8%. Il volume del fatturato industriale ha chiuso il 2° trimestre in crescita dello 0,9% t/t, ma il calo di giugno e le indicazioni di debolezza per il settore che emergono dalle indagini di fiducia puntano verso una contrazione di fatturato e produzione industriale nel 2° semestre.

#### Italia: riaccelera l'inflazione dei prezzi alla produzione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Il divario tra fatturato e produzione è più limitato se si considerano i dati a prezzi costanti



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Italia.** Nel 2° trimestre il **fatturato dei servizi** è cresciuto del 3,5% t/t (17% a/a), in espansione per il sesto trimestre consecutivo e con progressi diffusi a tutti i settori. Gli incrementi congiunturali maggiori sono stati registrati in particolare nei settori Trasporto e magazzinaggio (6%), Commercio all'ingrosso (3,8%) e Commercio e riparazione di veicoli (3,8%). Su base tendenziale invece i comparti più vivaci sono quelli legati alle attività turistiche come le Agenzie di viaggio (216,2%), l'Alloggio (189,5%) e il Trasporto aereo (120,6%). I dati confermano la ripresa dei servizi sull'onda del rimbalzo post-pandemico dell'attività ma è probabile che, essendo espressi in prezzi correnti, sovrastimino l'effettiva dinamica del settore per via dell'aumento dei listini.

**Belgio.** La stima finale ha confermato che nel 2° trimestre la crescita del **PIL** è rallentata allo 0,2% t/t (3,3% a/a). Dal lato dell'offerta sono stati i servizi e le costruzioni a sostenere l'espansione, mentre l'industria ha contribuito negativamente al valore aggiunto per il secondo trimestre consecutivo. Per quanto riguarda invece la domanda, si registra un aumento dei consumi privati

(0,7% t/t) e della spesa pubblica (0,5% t/t) a fronte di una flessione degli investimenti fissi (-1,1% t/t), diffusa sia alle imprese che alle famiglie. Negativo l'apporto del canale estero netto (-0,2%) per via di esportazioni in calo a ritmi superiori alle importazioni (-0,6% contro -0,4% t/t) mentre è risultato positivo l'apporto delle scorte (+0,2%). Durante l'estate il ritmo di crescita congiunturale del PIL potrebbe rimanere circa stabile, mentre crescono i rischi di contrazione nei trimestri a cavallo d'anno. Vediamo una crescita in media annua al 4,2% nel 2022 e allo 0,5% nel 2023.

## Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ago	52.5		51.7
PMI manifatturiero - NBS	ago	49.0	49.2	49.4
PMI non manifatturiero - NBS	ago	53.8		52.6
PMI manifatturiero - Caixin	ago	50.4	50.2	49.5

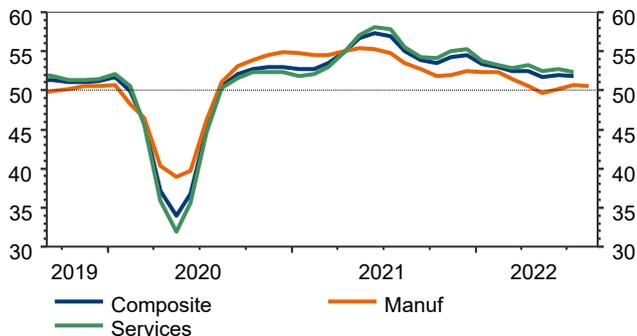
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Gli indici PMI pubblicati dal NBS** sono stati di poco superiori alle attese di consenso e segnalano la debolezza del settore manifatturiero e una moderazione nel ritmo di ripresa del settore dei servizi in agosto. Il **PMI manifatturiero** è infatti salito solo marginalmente da 49 in luglio a 49,4 in agosto (consenso Bloomberg: 49,2), registrando una diminuzione nel ritmo di contrazione dell'attività rispetto a luglio. Nonostante un marginale miglioramento, le componenti degli ordini, sia interni che esteri, sono rimaste al di sotto di 50, così come le indicazioni sull'occupazione. La componente della produzione è rimasta invariata a 49,8, e le imprese hanno continuato a ridurre le scorte. I tempi di consegna si sono riallungati (verosimilmente a causa delle nuove misure di contenimento del Covid-19), mentre i prezzi di acquisto hanno registrato una decelerazione. La scomposizione per tipologia di impresa indica un aumento dell'attività solo per le grandi aziende. La debolezza dell'attività nel settore manifatturiero è almeno in parte imputabile sia alle misure di contenimento del Covid-19 sia ai razionamenti dell'elettricità in seguito all'eccezionale ondata di calore che ha colpito il Paese, in particolare nelle province sud-occidentali. Il **PMI del settore non manifatturiero** è invece sceso da 53,8 in luglio a 52,6 in agosto (consenso Bloomberg: 52,3), spinto al ribasso dal calo sia del PMI dei servizi sia di quello delle costruzioni. Il **PMI servizi**, dopo il rimbalzo a 54,3 in giugno, è sceso infatti da 52,8 in luglio a 51,9 in agosto, a causa della contrazione degli ordini e di una diminuzione delle aspettative in seguito alla prosecuzione della strategia di tolleranza zero rispetto al Covid-19. Similmente il **PMI del settore costruzioni** è sceso da 59,2 in luglio (picco del 2022) a 56,5 in agosto, ritornando poco sotto i livelli di giugno (56,6), pur registrando un miglioramento sia degli ordini interni sia delle aspettative.

Il **PMI manifatturiero rilevato da Caixin-Markit**, dopo essere stato per due mesi in territorio espansivo, è sceso da 50,4 in luglio a 49,5 in agosto (consenso Bloomberg: 50), spinto al ribasso da un calo generalizzato di tutte le componenti ad eccezione degli ordini arretrati, dell'occupazione e dei tempi di consegna, in marginale aumento. Entrambe le componenti degli ordini sono ritornate sotto 50, ossia in territorio di contrazione, con il calo più marcato registrato dagli ordini esteri (da 50,7 a 48,6). Le imprese hanno continuato a ridurre le scorte sia di input sia di prodotti finiti, e la componente dei prezzi degli input è scesa al di sotto di 50 per la prima volta da giugno 2020, segnalando una diminuzione dei listini. Sulla flessione dell'attività delle aziende manifatturiere hanno influito sia le misure di contenimento del Covid-19 sia i razionamenti dell'elettricità in seguito all'eccezionale ondata di calore che ha colpito il Paese in particolare nelle province sud-occidentali, nonché il rallentamento del mercato immobiliare.

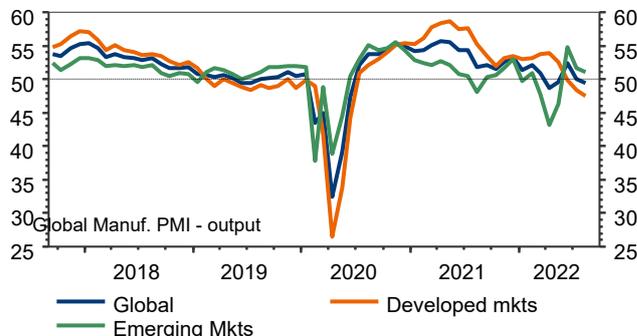
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



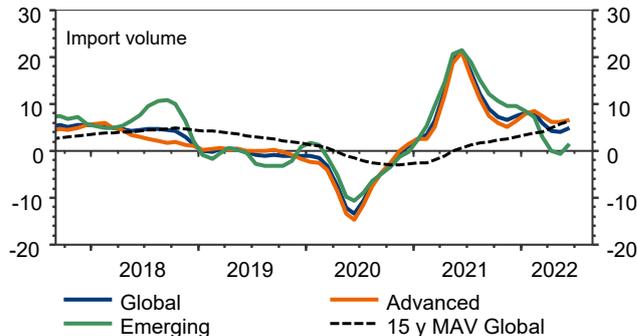
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



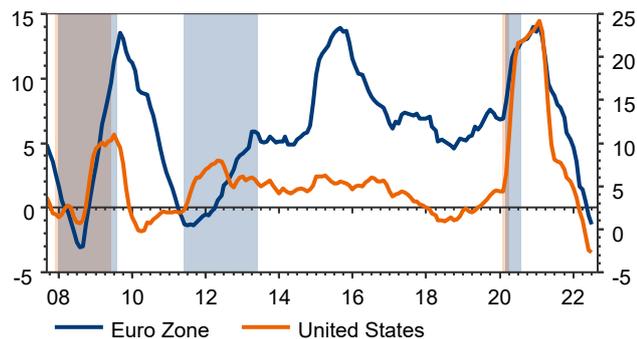
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



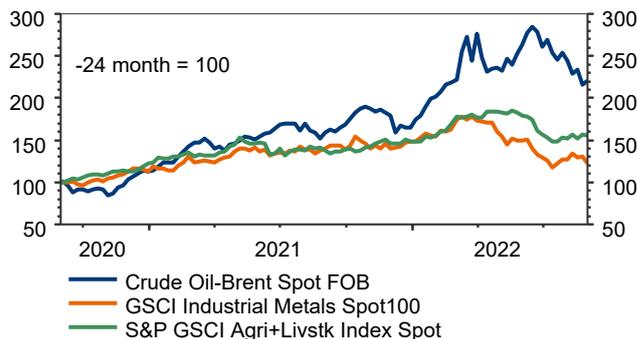
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

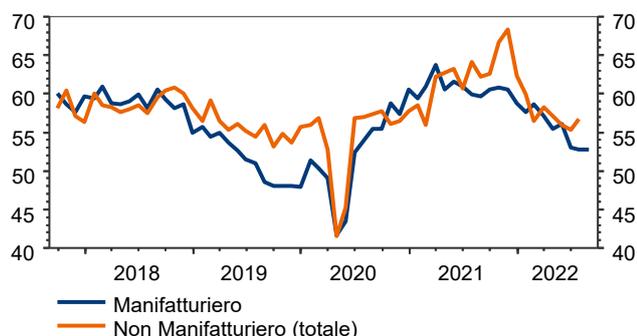
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

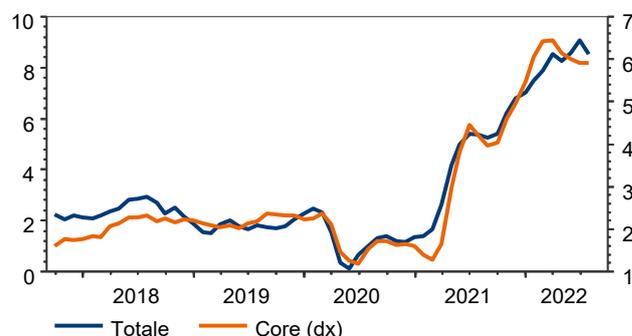
## Stati Uniti

## Indagini ISM



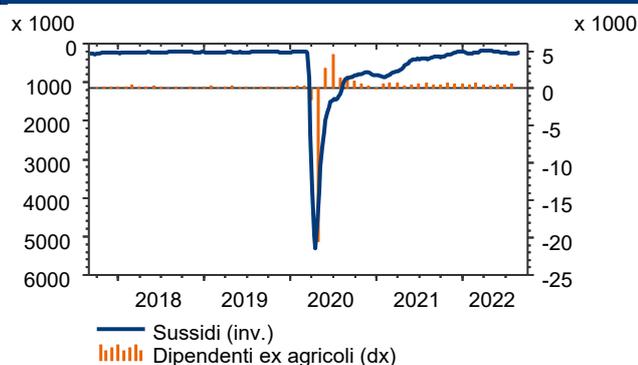
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



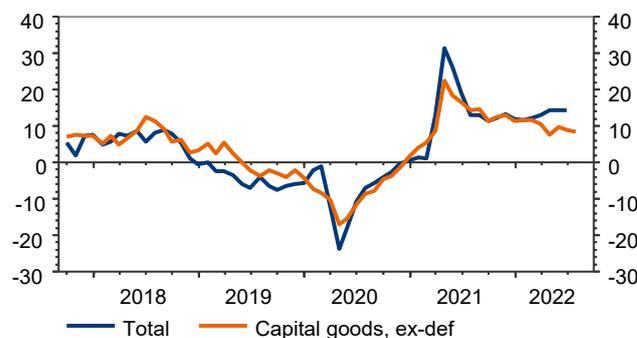
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

## Nuovi ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

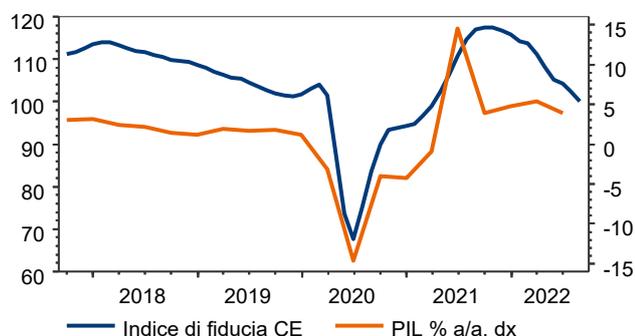
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	1.8	0.9	12.2	4.9	5.5	3.5	1.7	1.7	0.4	1.0
- trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.6	2.4	1.4	1.0
Consumi privati	7.9	2.5	1.3	12.0	2.0	2.5	1.8	1.5	1.7	1.7	1.5
IFL - privati non residenziali	7.4	4.1	1.6	9.2	1.7	2.9	10.0	0.0	2.1	2.0	1.8
IFL - privati residenziali	9.2	-6.4	-5.5	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-16.2	-12.5	-6.6	-4.7
Consumi e inv. pubblici	0.5	-1.4	0.6	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	0.8	0.8	0.8
Esportazioni	4.5	6.6	5.4	7.6	-5.3	22.4	-4.8	17.6	6.1	4.6	4.2
Importazioni	14.0	9.4	1.9	7.1	4.7	17.9	18.9	2.8	-0.2	2.3	2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.7	-0.3	-1.7	2.1	5.3	-0.1	-2.1	0.0	0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-4.4	-4.2								
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.9	-4.9	-5.8								
Debito pubblico (% PIL)	150.7	146.6	147.0								
CPI (a/a)	4.7	7.9	3.9	4.8	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	6.9	5.5
Produzione Industriale	4.9	4.2	0.9	1.6	0.9	1.2	1.2	1.3	0.5	0.2	0.0
Disoccupazione (%)	5.4	3.6	3.9	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.5	3.6

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

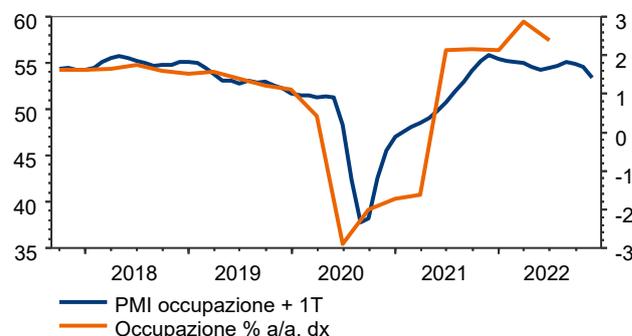
## Area euro

## PIL



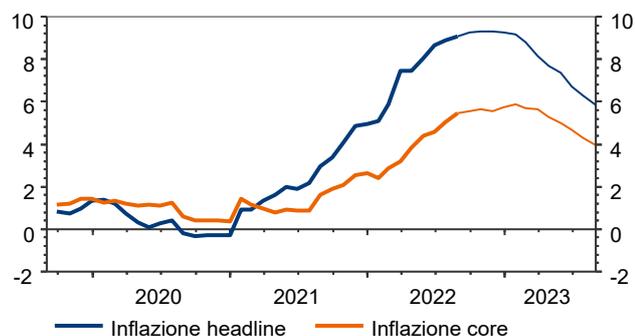
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	9.2
febbraio	0.9	5.9	8.8
marzo	1.3	7.4	8.1
aprile	1.6	7.4	7.7
maggio	2.0	8.1	7.4
giugno	1.9	8.6	6.7
luglio	2.2	8.9	6.3
agosto	3.0	9.1	5.9
settembre	3.4	9.2	5.3
ottobre	4.1	9.3	5.0
novembre	4.9	9.3	4.7
dicembre	5.0	9.2	4.3

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	2.9	0.5	14.6	3.9	4.8	5.4	3.9	1.6	1.0	0.2
- t/t				2.1	2.3	0.4	0.5	0.6	0.1	-0.2	-0.2
Consumi privati	3.6	3.4	0.3	3.8	4.6	-0.2	-0.4	1.1	0.1	-0.3	-0.5
Investimenti fissi	3.9	3.5	2.7	1.5	-0.7	3.6	-0.5	1.1	0.7	0.5	0.5
Consumi pubblici	3.9	1.4	1.5	1.8	0.2	0.3	-0.2	0.6	0.5	0.4	0.4
Esportazioni	10.4	5.8	2.7	3.0	2.1	2.7	0.4	1.0	1.2	0.4	0.4
Importazioni	8.1	6.3	2.9	3.4	1.5	4.8	-0.5	1.4	0.8	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.1	-0.6	-0.5	-0.3	0.5	0.4	-0.2	-0.5	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.5	0.8	1.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.9	-2.8								
Debito pubblico (% PIL)	95.7	96.3	95.2								
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	8.2	6.6	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	9.1	9.3	8.7
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.4	0.5	23.7	5.9	0.2	-0.3	0.5	1.5	0.0	-1.6
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	6.6	6.8	6.9
Euribor 3 mesi	-0.55	0.27	2.31	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.36	0.42	1.56	2.18

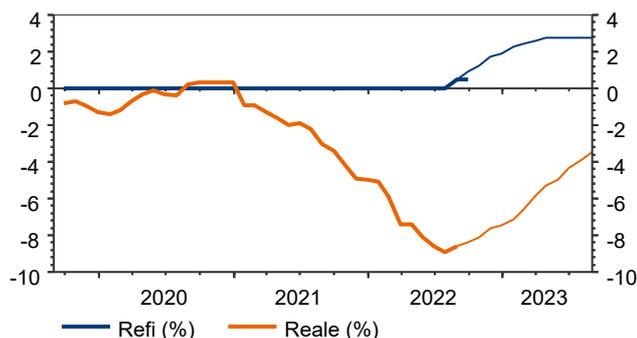
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	1/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.50</b>	1.00	2.00	2.50	2.50
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.51	<b>0.31</b>	0.49	1.53	2.17	2.32
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	<b>0.76</b>	0.86	1.79	2.29	2.35

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

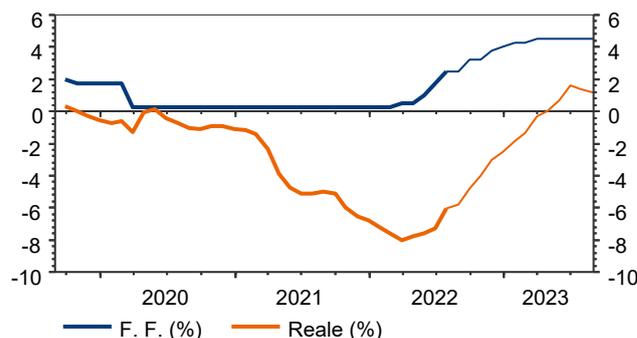


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	1/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.50	1.75	<b>2.50</b>	3.25	4.00	4.50	4.50
OIS 3m	0.12	0.72	2.18	<b>3.08</b>	4.58	6.04	6.54	6.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

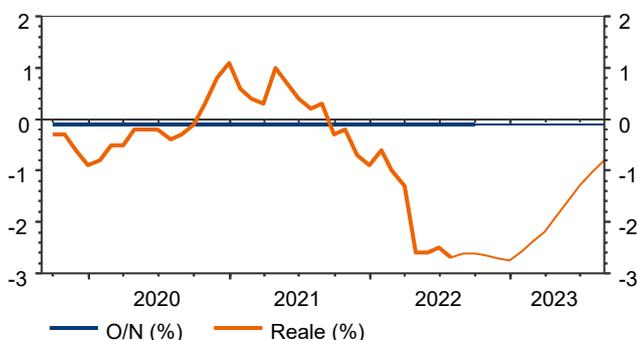


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	dic	mar	giu	1/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	0.00	-0.03	<b>-0.02</b>	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

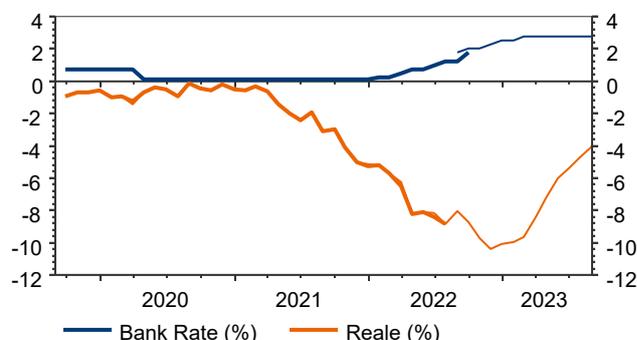


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	1/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	<b>1.75</b>	2.00	2.50	2.75	2.75
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	<b>2.53</b>	2.60	2.80	2.90	2.75

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	2/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.18	1.11	1.07	1.02	<b>1.0003</b>	0.98	1.03	1.05	1.10	1.15
USD/JPY	106	110	116	130	132	<b>140.32</b>	138	134	130	128	124
GBP/USD	1.33	1.38	1.33	1.25	1.22	<b>1.1562</b>	1.18	1.23	1.27	1.30	1.35
EUR/CHF	1.08	1.08	1.02	1.03	0.97	<b>0.9812</b>	0.96	1.00	1.04	1.06	1.10
EUR/JPY	126	130	128	139	134	<b>140.36</b>	136	139	137	141	143
EUR/GBP	0.89	0.86	0.83	0.85	0.84	<b>0.8647</b>	0.83	0.84	0.83	0.84	0.85

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 S.p.A.-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 S.p.A. 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 Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------