

Weekly Economic Monitor

Il punto

Niente sorprese dalla **BCE**, che annuncia un rialzo parallelo dei tassi ufficiali di 75pb, avvisa che i rialzi continueranno e non modifica i reinvestimenti APP. Le revisioni delle previsioni vanno nella direzione attesa. Le proiezioni di inflazione per il 2024 segnalano che i tassi a brevissimo termine dovranno probabilmente salire oltre il 2%, e ciò anche in caso di scarsità di gas. La Presidente suggerisce che si arriverà rapidamente al punto terminale, entro la fine del 1° trimestre 2023.

I market mover della settimana

In **area euro** si conclude la tornata di dati sulla produzione industriale di luglio, che dovrebbe riportare un recupero parziale e verosimilmente effimero in Italia, e un'ampia contrazione nel complesso dell'Eurozona. Riteniamo che la debolezza della manifattura europea sia destinata a proseguire anche nei prossimi mesi. In Germania l'indice di fiducia ZEW è visto sostanzialmente stabile a settembre in un contesto di complessiva debolezza. In calendario anche le stime finali d'inflazione di agosto.

La settimana ha molti dati importanti in uscita negli **Stati Uniti**, con le principali informazioni su prezzi e attività per agosto e le prime indagini di settembre. Il focus sarà sul CPI core dello scorso mese, previsto in aumento di 0,5% m/m, con indicazioni di miglioramento contenuto della dinamica mensile dei prezzi, in particolare nei servizi. Anche produzione industriale e vendite al dettaglio di agosto dovrebbero essere in modesto aumento. Le prime indagini di settembre dovrebbero mostrare segnali di espansione nel manifatturiero e stabilizzazione della fiducia delle famiglie e delle aspettative di inflazione. Il quadro complessivo dovrebbe rimanere in linea con la previsione di un altro rialzo dei fed funds di 75pb alla riunione del FOMC del 21 settembre.

9 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

Niente sorprese dalla **BCE**, che annuncia un rialzo parallelo dei tassi ufficiali di 75pb, avvisa che i rialzi continueranno e non modifica i reinvestimenti APP. Le revisioni delle previsioni vanno nella direzione attesa. Le proiezioni di inflazione per il 2024 segnalano che i tassi a brevissimo termine dovranno probabilmente salire oltre il 2%, e ciò anche in caso di scarsità di gas. La Presidente suggerisce che si arriverà rapidamente al punto terminale, entro la fine del 1° trimestre 2023.

- Come era ormai atteso dai più, i tassi ufficiali della BCE salgono tutti di 75pb: DRF a 0,75%, MRO a 1,25% e MLF a 1,50%. I discorsi pre-meeting, dunque, per la seconda volta di fila hanno modificato le aspettative del mercato in modo che l'esito della riunione non fosse sorprendente. **La BCE prospetta nuovi rialzi dei tassi ufficiali nelle prossime riunioni**, senza fornire alcuna indicazione aggiuntiva riguardo all'estensione degli stessi: quest'ultima dipenderà dai dati e dal loro impatto sulle previsioni. Tuttavia, in due delle risposte fornite ai giornalisti, la presidente Lagarde si è sbilanciata ad affermare che **le aspettative dei mercati sono ragionevoli** e che **il rialzo dei tassi dovrebbe esaurirsi entro la fine del 1° trimestre 2023** (in 4 riunioni al massimo).
- **Non ci sono novità sul fronte dei reinvestimenti** – e anche questo è in linea con le nostre aspettative. Secondo Lagarde, la priorità è sul livello dei tassi. Una vittima predestinata del rialzo dei tassi sopra lo zero è il sistema di remunerazione della riserva: il *tiering* viene sospeso abbassando il coefficiente a zero. Ora le riserve in eccesso saranno remunerate a zero (minimo tra zero e il DFR), ma le banche possono incassare il tasso sulla DRF (0,75%) versandole come depositi overnight. Non c'è *tiering* inverso, come qualcuno invece si attendeva. Nei prossimi mesi, la BCE continuerà a focalizzarsi sui tassi: con uno shock energetico in pieno sviluppo e asimmetrico, eviterà misure che possano amplificare gli effetti di spiazzamento delle misure fiscali che i governi saranno obbligati ad adottare.
- Le **proiezioni macroeconomiche dello staff** sono state oggetto di ampie revisioni (si veda la tabella alla pagina seguente). La BCE è stata costretta a rivedere al rialzo la stima 2022 (3,1%, uguale alla nostra dopo la revisione del 2° trimestre annunciata questa settimana) e a tagliare drasticamente quella per il 2023 (0,9%). Quest'ultima resta più alta della proiezione di Intesa Sanpaolo (0,5%), in quanto la BCE si attende una crescita negativa soltanto nel 4° trimestre 2022. Per quanto riguarda l'inflazione, le revisioni sono ancora una volta molto ampie: il 2022 sale a 8,1%, il 2023 a 5,5% e il 2024 resta sopra l'obiettivo (2,4%).
- La BCE ha pubblicato anche uno **scenario negativo**, che assume non soltanto l'interruzione totale delle forniture russe di gas (che ormai è quasi completa), ma anche problemi a trovare fonti alternative di gas. Inoltre, sono state incluse tensioni su altre materie prime, domanda estera più debole e un deterioramento delle condizioni finanziarie maggiore rispetto allo scenario base. In questo scenario alternativo, il PIL dell'Eurozona si contrae di -0,9% nel 2023 ma rimbalza di 1,9% nel 2024; la dinamica dell'inflazione core è quasi identica a quella dello scenario base, a indicare che **nello scenario negativo non bisognerebbe prevedere minori rialzi dei tassi ufficiali**.

Proiezioni macroeconomiche dello staff BCE e confronto con le nostre stime

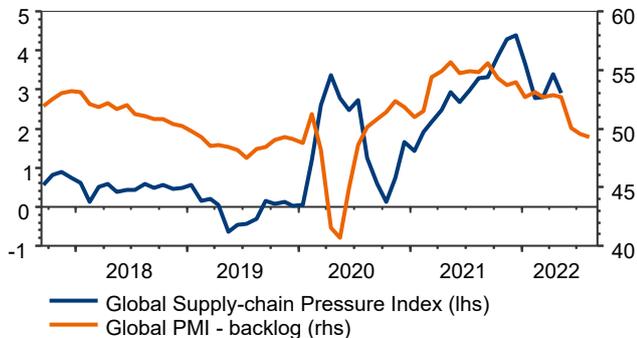
	BCE			Intesa Sanpaolo		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIL	3.1 (2.8)	0.9 (2.1)	1.9 (2.1)	3.1	0.5	2.1
Inflazione	8.1 (6.8)	5.5 (3.5)	2.4 (2.1)	8.2	6.6	2.1
Inflazione core	3.9 (3.3)	3.4 (2.8)	2.3 (2.3)	4.5	4.6	2.1
Disoccupazione (%)	6.7 (6.8)	6.9 (6.8)	7.0 (6.7)	6.7	6.8	6.6

Fonte: BCE e Intesa Sanpaolo. Tra parentesi, i valori di giugno 2022

- **Nelle prossime due riunioni ci attendiamo rialzi dei tassi di 50 punti base, per finire il 2022 a 1,75% di tasso sui depositi. Il punto di arrivo dovrebbe essere superiore al 2%**. La previsione dello staff prevede che l'inflazione core resti ben superiore al 2% anche con un tasso Euribor 3-mesi al 2,0% nel 2023 e al 2,1% nel 2024, malgrado un netto calo del prezzo del gas e del petrolio. Quindi, pur con tutte le cautele del caso, è probabile che l'orientamento interno sia che i tassi dovranno salire ben oltre tali livelli. La nostra proiezione attuale è coerente con tale interpretazione: collochiamo il punto di massimo a 2,25% per il tasso sui depositi, che implicherebbe un Euribor 3 mesi a 2,50% circa.

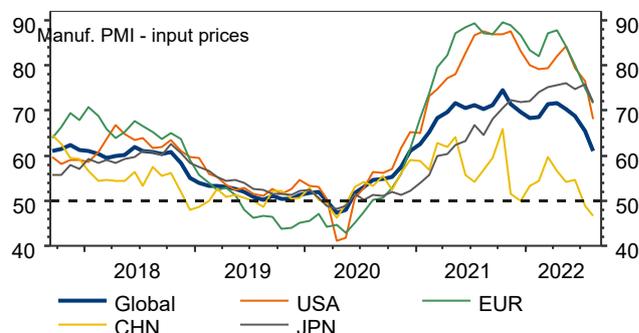
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



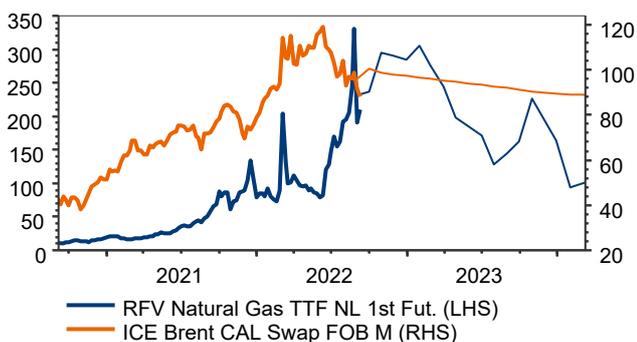
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



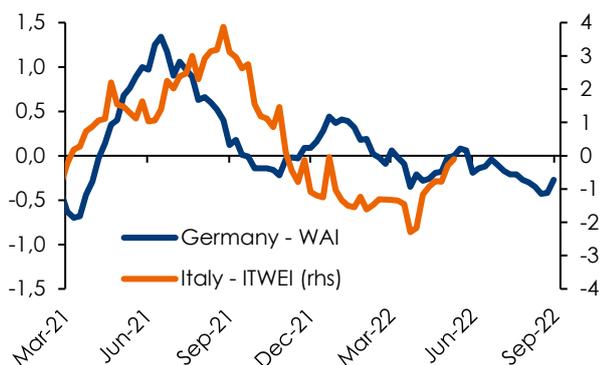
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



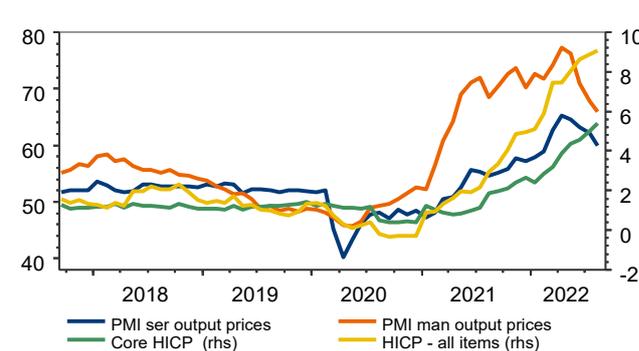
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

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

In **area euro** si conclude la tornata di dati sulla produzione industriale di luglio, che dovrebbe riportare un recupero parziale e verosimilmente effimero in Italia, e un'ampia contrazione nel complesso dell'Eurozona. Riteniamo che la debolezza della manifattura europea sia destinata a proseguire anche nei prossimi mesi. In Germania l'indice di fiducia ZEW è visto sostanzialmente stabile a settembre in un contesto di complessiva debolezza. In calendario anche le stime finali d'inflazione di agosto.

La settimana ha molti dati importanti in uscita negli **Stati Uniti**, con le principali informazioni su prezzi e attività per agosto e le prime indagini di settembre. Il focus sarà sul CPI core dello scorso mese, previsto in aumento di 0,4% m/m, con indicazioni di possibile contenimento della dinamica mensile dei prezzi, in particolare nei servizi. Anche produzione industriale e vendite al dettaglio di agosto dovrebbero essere in modesto aumento. Le prime indagini di settembre dovrebbero mostrare segnali di espansione nel manifatturiero e stabilizzazione della fiducia delle famiglie e delle aspettative di inflazione. Il quadro complessivo dovrebbe rimanere in linea con la previsione di un altro rialzo dei fed funds di 75pb alla riunione del FOMC del 21 settembre.

Lunedì 12 settembre

Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe mostrare un parziale rimbalzo a luglio (0,5% m/m) dopo gli ampi cali registrati tra maggio e giugno. Tuttavia, il recupero potrebbe dimostrarsi effimero: nella seconda metà dell'anno il settore dovrebbe agire da principale freno al PIL.

Martedì 13 settembre

Area euro

- **Germania.** La stima finale dai *Länder* dovrebbe confermare che 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 dal 7,5% di luglio, ritornando ai massimi dalla riunificazione. La variazione congiunturale dovrebbe di 0,4% m/m sulla misura armonizzata e di +0,3% su quella nazionale. 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.** L'indice **ZEW** è atteso pressoché stabile a settembre, visto il difficile contesto geopolitico e la forte incertezza sulle forniture energetiche. L'indice *headline* è atteso salire a -54,5 da -55,3 precedente; l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe restare quasi invariato a -47 punti da -47,6 di agosto.

Stati Uniti

- Il **CPI** di agosto è previsto in calo di -0,1% m/m (8,2% a/a). Il **CPI core** dovrebbe aumentare di 0,4% m/m (6,3% a/a), dopo lo 0,3% m/m di luglio. La variazione mensile dell'indice core dovrebbe essere intorno a 0,45% m/m, pertanto il risultato pubblicato sarà una questione di arrotondamenti, ma dovrebbe comunque confermare che la **dinamica mensile dei prezzi rimane elevata**. I dati di agosto dovrebbero mostrare l'effetto calmierante dell'energia, ma anche la prosecuzione di rialzi solidi per gli alimentari e, soprattutto, per i servizi. I prezzi dei beni core dovrebbero essere su un sentiero di moderazione, sulla scia di fattori che si rinforzano a vicenda: domanda globale in rallentamento, stabilizzazione delle strozzature all'offerta e rafforzamento del dollaro. Per i servizi invece non si vede ancora il picco, e ci sono diversi elementi che puntano in direzione opposta rispetto al caso dei beni: maggior rigidità dei prezzi, spostamento della domanda delle famiglie dai beni ai servizi, inerzia e pressioni per affitti e affitti figurativi, aumenti dei prezzi nella sanità. I dati del CPI saranno cruciali per l'entità dell'intervento sui tassi alla riunione del FOMC del 21 settembre. A nostro avviso, un aumento del CPI core di 0,4% m/m giustificerebbe un altro aumento di 75pb alla prossima riunione.

Mercoledì 14 settembre**Area euro**

- **Area euro.** I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con un ampio calo della **produzione industriale** di -1,8% m/m (-0,1% a/a) a luglio dopo l'incremento di 0,7% registrato nel mese precedente. Lo shock energetico e il rallentamento della domanda dovrebbero pesare sull'output anche nei prossimi mesi con un'industria prevista in contrazione nel 2° semestre del 2022.

Stati Uniti

- Il **PPI** ad agosto è atteso in aumento di 0,1% m/m, con una variazione dell'indice core di 0,3% m/m.

Giovedì 15 settembre**Area euro**

- **Francia.** La lettura finale dovrebbe confermare che ad agosto l'**inflazione** è scesa 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 dovrebbero confermare l'aumento di quattro decimi su entrambe le misure. In prospettiva, il picco d'inflazione dovrebbe essere raggiunto a cavallo d'anno.

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** ad agosto dovrebbero correggere di -1,2% m/m, sulla scia del calo dei prezzi energetici e del rafforzamento del dollaro.
- Le prime indagini del manifatturiero di settembre dovrebbero essere in linea con un'espansione moderata del settore, dopo dati di agosto generalmente deboli a livello regionale. L'indice **Empire della NY Fed** è previsto in rialzo a -4,5 da -31,3 e l'indice della **Philadelphia Fed** dovrebbe essere poco variato a 5, dopo 6,2 di agosto. Entrambe le indagini dovrebbero mostrare ordini e occupazione in crescita, in linea sia con i segnali del Beige Book sia con i dati di attività. Un tratto comune a tutte le indagini da qualche mese è il rientro parziale delle pressioni sui prezzi. Gli indici dei prezzi degli input dovrebbero proseguire sul sentiero di ritracciamento, determinato sia dal calo dei prezzi energetici che dal miglioramento delle strozzature all'offerta, mentre sul fronte dei prezzi di vendita si dovrebbe confermare che il picco è alle spalle, anche se la maggioranza delle imprese continua a trasferire sui consumatori gli aumenti dei costi.
- Le **vendite al dettaglio** sono attese in aumento di 0,3% m/m, sia per l'aggregato totale sia per quello ex-auto. La variazione dovrebbe essere il risultato di effetti contrastanti provenienti da diverse voci. In primo luogo, la benzina dovrebbe esercitare di nuovo una spinta verso il basso, sia in termini di prezzo sia in termini di volumi. In secondo luogo, l'influenza delle auto dovrebbe essere mista: da un lato, i volumi sono attesi in calo; dall'altro, i prezzi sono calati nel comparto dell'usato e aumentati per il nuovo, con un effetto netto circa nullo. I consumi delle famiglie continuano a spostarsi verso i servizi, mentre gli acquisti di auto restano frenati da vincoli all'offerta. La previsione per il 3° trimestre è di aumento della spesa personale compreso fra 1,5 e 2% t/t ann.
- La **produzione industriale** è attesa in aumento di 0,2% m/m dopo 0,6% m/m precedente, con una moderata crescita del manifatturiero, una stabilizzazione dell'estrattivo e un'espansione delle utilities dovuta a un periodo di temperature sopra la norma nelle Regioni occidentali.

Venerdì 16 settembre**Area euro**

- **Area euro.** La lettura finale dovrebbe confermare che ad agosto i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,5% m/m, ancora al di sopra dell'usuale profilo stagionale. Il meccanismo

endogeno di trasmissione dei rincari energetici comporterà un aumento congiunturale più marcato dell'indice al netto di energia ed alimentari freschi, atteso confermare il +0,6% m/m della stima flash. L'**inflazione headline** dovrebbe quindi salire al 9,1% a/a da un precedente 8,9% mentre la dinamica core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è vista accelerare a 5,5% da 5% di luglio. Entrambe le letture rappresenterebbero un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni, ovvero dal 1998. Nei prossimi mesi l'inflazione sosterrà abbondantemente sopra il 9% visto l'ulteriore aumento del prezzo del gas, per chiudere il 2022 all'8,2% in media annua. I rischi per i prossimi mesi restano comunque verso l'alto.

- **Italia.** La stima finale dell'**inflazione** di agosto è attesa confermare la crescita, ben oltre le attese, sia sull'indice NIC, all'8,4% a/a da 7,9% di luglio, che sull'armonizzato UE, al 9% a/a da 8,4% precedente. Sia l'inflazione complessiva che il "carrello della spesa" risulterebbero ai massimi dalla metà degli anni Ottanta. Nel mese, i prezzi sono saliti di 0,8% m/m su entrambi gli indici. La componente di fondo (sul NIC) è attesa confermare il 4,4% a/a, dal 4,1% di luglio (non escludiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi). La media d'anno dell'inflazione potrebbe attestarsi intorno al 7,9% nel 2022 ed intorno al 6% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi ancora verso l'alto.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori**, rilevata dall'University of Michigan a settembre, dovrebbe stabilizzarsi a 58, dopo il rialzo a 58,2 di agosto che era stato spinto dalla correzione dei prezzi energetici e dal miglioramento dei mercati finanziari. Le **aspettative di inflazione** a 5-10 anni dovrebbero stabilizzarsi sui livelli relativamente elevati di agosto, ma sotto i picchi dei mesi precedenti.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (12 – 16 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 12/9	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	lug	-0.9	%	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		lug	-22.8	Mld £	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		lug	-12.3	Mld £	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	lug	-2.1	%	0.5
Mar 13/9	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.4	%	0.4
	08:00	GER	CPI a/a finale		ago	prel 7.9	%	7.9
	08:00	GER	IPCA a/a finale		ago	prel 8.8	%	8.8
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	ago	prel 0.3	%	0.3
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		lug	3.8	%	3.7
	08:00	GB	Retribuzioni medie		lug	5.1	%	5.2
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ago	prel 10.3	%	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	set	-55.3		-60.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		set	-47.6		-50.1
	14:30	USA	CPI m/m	*	ago	0.0	%	-0.1
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.3	%	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	5.9	%	6.2
	14:30	USA	CPI a/a		ago	8.5	%	8.2
	Mer 14/9	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		lug	0.9	%
06:30		GIA	Produzione industriale m/m finale		lug	prel 1.0	%	
08:00		GB	CPI m/m		ago	0.6	%	
08:00		GB	CPI a/a	*	ago	10.1	%	10.4
11:00		EUR	Produzione industriale m/m	**	lug	0.7	%	-0.7
14:30		USA	PPI m/m		ago	-0.5	%	0.1
Gio 15/9	01:50	GIA	Bilancia commerciale		ago	-1433.9	Mld ¥ JP	-2398.2
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.4	%	0.4
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ago	0.3	%	0.4
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		ago	prel 6.5	%	6.5
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T2	3.2	%	
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ago	-1.4	%	-1.2
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	set	-31.3		-12.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ago	0.4	%	0.2
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ago	0.0	%	0.2
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	set	6.2		4.6
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	222	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.473	Mln	
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		ago	0.6	%	0.2
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ago	80.3	%	80.4
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		lug	1.4	%	0.8
	Ven 16/9	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ago	5.7	%
04:00		CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		ago	-0.2	%	
04:00		CN	Produzione industriale cumulata a/a		ago	3.5	%	
04:00		CN	Produzione industriale a/a		ago	3.8	%	4.0
04:00		CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ago	2.7	%	4.0
08:00		GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ago	0.3	%	-0.5
08:00		GB	Vendite al dettaglio a/a		ago	-3.4	%	
10:00		ITA	Bilancia commerciale (totale)		lug	-2.2	Mld €	
10:00		ITA	Bilancia commerciale (EU)		lug	0.8	Mld €	
11:00		ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	ago	prel 0.8	%	0.8
11:00		ITA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.8	%	0.8
11:00		ITA	IPCA a/a finale		ago	prel 9.0	%	9.0
11:00		ITA	Prezzi al consumo a/a finale		ago	prel 8.4	%	8.4
11:00		EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ago	prel 5.5	%	5.5
11:00		EUR	CPI a/a finale	*	ago	prel 9.1	%	9.1
11:00		EUR	CPI m/m finale	*	ago	prel 0.5	%	0.5
16:00		USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		set	58.2		58.0
22:00		USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		lug	121.8	Mld \$	

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 (12 – 17 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	12/9	09:30	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
Gio	15/9	11:15	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		13:00	GB	* Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +50pb a 2,25%)
		13:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
Ven	16/9	10:00	EUR	Discorso di Rehn (ECB)
Sab	17/9	19:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito finale	ago	45.0			44.6
Markit PMI Servizi finale	ago	44.1			43.7
Indice ISM non manifatturiero composito	ago	56.7		55.1	56.9
Bilancia commerciale	lug	-80.88 (-79.6)	Mld \$	-70.3	-70.65
Richieste di sussidio	settim	228 (232)	x1000	240	222
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.437 (1.438)	Mln	1.435	1.473

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

L'**ISM dei servizi** di agosto ha dato informazioni positive, con l'indice a 56,9 (da 56,7 di luglio e contro aspettative per una correzione), con indicazioni diffusamente ottimistiche: attività a 60,9, ordini a 61,8, tempi di consegna in aumento e occupazione a 50,2. L'indice dei prezzi ha corretto per il quarto mese consecutivo, a 71,5, pur restando su livelli storicamente elevati e coerenti con inflazione persistente. Le imprese riportano attività elevata, nonostante le strozzature all'offerta e la carenza di manodopera che allungano i tempi di produzione e vendita. L'ISM dà un quadro più in linea con i dati di attività reale rispetto a quello delineato dal PMI Markit, in territorio recessivo.

La **bilancia commerciale** di luglio ha mostrato una netta chiusura del deficit, sceso a -70,6 mld da -80,9 mld di giugno. I flussi commerciali sono in calo, con esportazioni in modesto aumento e importazioni in diminuzione, in termini nominali. In termini reali, i dati di luglio mostrano un aumento dell'export di 3,5% t/t e un calo dell'import di -2,5% t/t rispetto alla media del 2° trimestre, con indicazioni di un probabile ampio contributo positivo, superiore a 1pp, alla crescita estiva.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	lug	3.5	%	4.2	3.4
PIL t/t, ann. finale	T2	2.2	%	2.9	3.5
PIL t/t finale	T2	0.5	%	0.7	0.9

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La seconda stima del **PIL del 2° trimestre** ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 0,9% t/t e 3,5% t/t ann., da un precedente 0,5% t/t e 2,2% t/t ann., rispettivamente. L'ampia revisione è dovuta principalmente agli investimenti non residenziali e alle scorte, oltre a un marginale miglioramento sia dei consumi sia del canale estero. I dati mostrano una dinamica solida della domanda domestica, in parte spinta dalla riapertura dell'economia dopo l'ondata pandemica di inizio anno. La previsione per il 3° trimestre è di crescita positiva, ma in fisiologico rallentamento rispetto alla primavera.

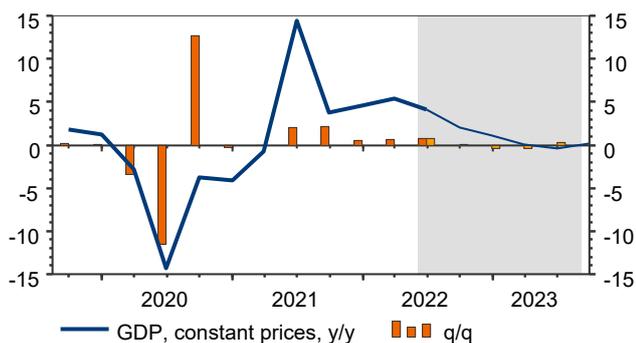
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI servizi finale	ago	50.2	50.2	49.8
EUR	PMI composito finale	ago	49.2	49.2	48.9
EUR	Vendite al dettaglio m/m	lug	-1.0 (-1.2)	0.4	0.3
EUR	PIL a/a finale	T2	3.9	%	4.1
EUR	PIL t/t finale	T2	0.6	%	0.8
EUR	Occupazione t/t	T2	0.3	%	0.4
FRA	PMI servizi finale	ago	51.0	51.0	51.2
FRA	Produzione industriale m/m	lug	+1.2 (+1.4)	%	-0.5 -1.6
GER	PMI servizi finale	ago	48.2	48.2	47.7
GER	Ordini all'industria m/m	lug	-0.3 (-0.4)	%	-0.5 -1.1
GER	Produzione industriale m/m	lug	0.8 (0.4)	%	-0.5 -0.3
ITA	PMI servizi	ago	48.4	48.3	50.5
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	1.3 (+1.4)	%	4.2
SPA	Produzione industriale a/a	lug	7.0	%	+5.3

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

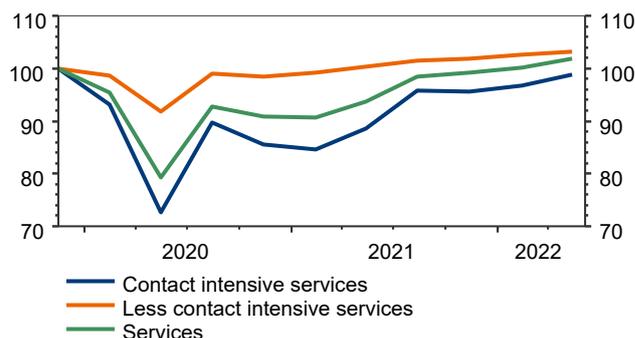
Area euro. La crescita del **PIL** nel 2° trimestre è stata rivista al rialzo di due decimi a 0,8% t/t (4,1% a/a). È stata la domanda interna a guidare la crescita (i consumi privati sono aumentati di 1,3% t/t, quelli pubblici di 0,6% e gli investimenti fissi di 0,9%), mentre il canale estero ha fornito un contributo negativo per via di importazioni in rialzo a ritmi superiori alle esportazioni (1,8% contro 1,3% t/t) mentre è risultato nullo quello delle scorte. Dal lato dell'offerta sono stati i servizi a trainare l'espansione ma con un apporto positivo proveniente anche dall'industria a fronte di contributi marginalmente negativi di agricoltura e costruzioni. Grazie a un solido 1° semestre (anche il dato relativo ai primi tre mesi dell'anno è stato rivisto al rialzo a 0,7% t/t), la variazione acquisita per il 2022 è pari al 3,2%. Le nostre previsioni contemplano una sostanziale stagnazione del PIL nel 3° trimestre e una contrazione tra fine 2022 e inizio 2023, coerenti con una crescita annua al 3,1% nel 2022 e intorno allo 0,5% nel 2023. Anche l'aumento degli occupati è stato rivisto verso l'alto di un decimo a 0,4% t/t (2,7% a/a).

Dopo un solido 1° semestre vediamo una sostanziale stagnazione del PIL in estate e una contrazione a cavallo d'anno



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

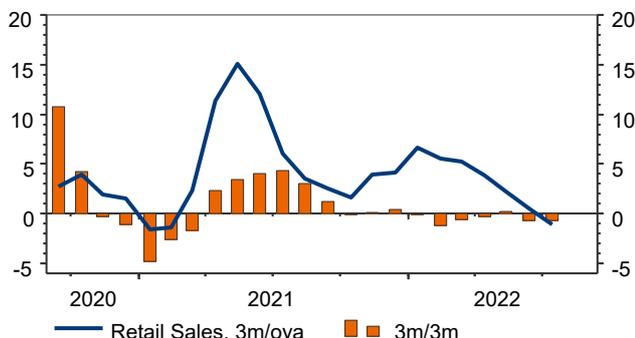
Nel 3° trimestre il recupero dei servizi contact intensive potrebbe compensare l'ampia contrazione attesa per l'industria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Area euro. Le **vendite al dettaglio** sono rimbalzate solo parzialmente a luglio (0,3% m/m, -0,9% a/a) dopo il calo di -1% di giugno. Sul mese si registra una marginale crescita degli acquisti di beni alimentari (0,1% da 0% m/m) mentre tornano a salire le vendite di carburanti (0,4% da -1,2% m/m) probabilmente per via del modesto calo dei prezzi. In contrazione per il secondo mese invece gli acquisti di beni non alimentari (-0,4% da -1,5%) nonostante la vivace dinamica del canale online (4,2% da -1,9%). Ci attendiamo comunque una contrazione delle vendite al dettaglio nel trimestre estivo mentre il contesto di elevata inflazione e incertezza non offre prospettive incoraggianti per i consumi nel 2° semestre.

Nonostante il rimbalzo di luglio la tendenza delle vendite al dettaglio rimane negativa



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Il crollo del morale dei consumatori è coerente con una contrazione delle spese private nei prossimi trimestri

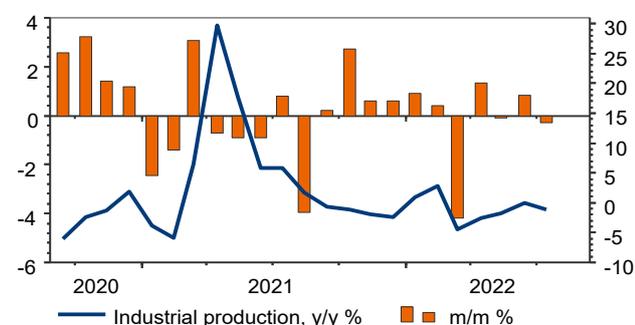


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Area euro. L'indice **PMI servizi** di agosto è stato rivisto al ribasso a 49,8 da 50,2 della stima flash, il che, congiuntamente alla limatura dell'indice manifatturiero della settimana precedente, porta l'indicatore composito a 48,9 da 49,2, un minimo da gennaio 2021. È dal primo lockdown del 2020 che sia l'indice relativo ai servizi che quello sull'industria non erano entrambi su livelli coerenti con una contrazione dell'output. Il PMI servizi è stato rivisto al rialzo in Francia (51,2 da 51; 53,2 a luglio) e al ribasso in Germania (47,7 da 48,2; 49,7 il mese precedente).

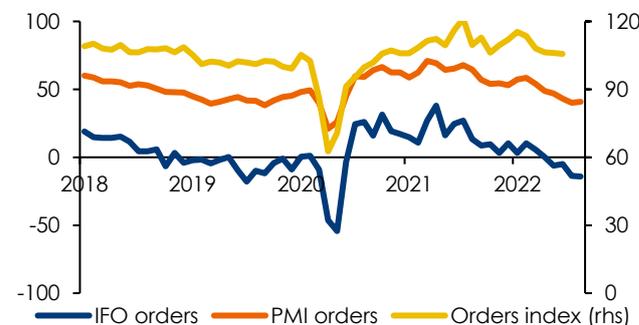
Germania. La **produzione industriale** ha subito un calo di -0,3% m/m a luglio, dopo il +0,8% (rivisto al rialzo da 0,4%) registrato a giugno. Rispetto a un anno fa, l'output risulta più basso di -1,1%. Il manifatturiero ha visto una contrazione di -1% m/m, diffusa tra le principali componenti; la flessione ha riguardato, infatti, sia i beni di consumo (-2,4% m/m), spinti al ribasso dal crollo dei beni non durevoli (-3% m/m), che i beni di investimento (-0,8% m/m) e intermedi (-0,6% m/m); anche la produzione di veicoli, in ripresa nei tre mesi precedenti, è scesa del -4,6% m/m. All'opposto, hanno registrato una crescita sia il settore costruzioni (+1,4% m/m), che la produzione di energia (+2,8% m/m). In sintesi, il dato di luglio lascia la produzione in rotta per una contrazione nel trimestre corrente, e non escludiamo nuovi cali nei prossimi mesi. Le indagini congiunturali e i dati sugli ordini anticipano, infatti, un rallentamento della domanda e un indebolimento ulteriore dell'attività produttiva; il freno al PIL potrebbe risultare anche più ampio nel trimestre finale dell'anno.

Germania: la produzione industriale cala a luglio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Le indagini PMI e i dati sugli ordini anticipano un rallentamento della domanda nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis, S&P Global

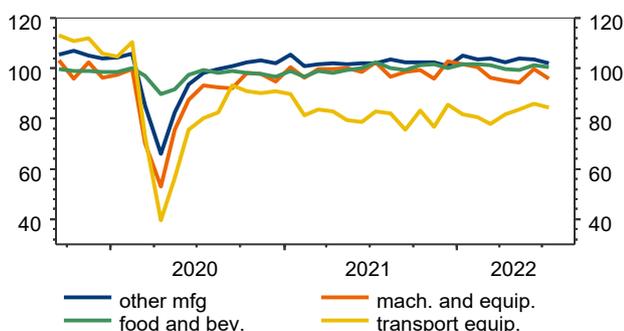
Germania. I dati sugli **ordinativi industriali** di luglio hanno mostrato un calo di -1,1% m/m (dopo il -0,3% m/m di giugno, rivisto al rialzo di un decimo). La flessione ha riguardato sia il mercato interno (-4,5% m/m) che gli ordini dai Paesi dell'area euro (-6,4% m/m); di contro, sono aumentate le commesse dai Paesi extra-UE (+6,5% m/m), per una crescita degli ordinativi esteri totali di 1,3% m/m. A luglio le aziende hanno registrato una contrazione marginale dei beni capitali (-0,2% m/m), e ben più marcata per i beni di consumo (-16,9% m/m), questi ultimi spinti al ribasso dal crollo dei prodotti farmaceutici. Il fatturato è calato di -1,8% m/m.

Italia. Il volume delle **vendite al dettaglio** è tornato a crescere a luglio, ma il rimbalzo dell'1% m/m non è sufficiente a recuperare la pesante flessione (-1,7%) registrata nel mese precedente. Sul mese l'aumento risulta diffuso ai beni alimentari (0,5% m/m) e non (1,4% m/m) mentre su base tendenziale il maggior dinamismo è registrato dagli acquisti di dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia (8,2%) e dagli elettrodomestici (6,9%) mentre risultano in contrazione cartoleria, libri e giornali (-1,2%). Alla luce dell'erosione dei redditi disponibili a causa dell'elevata inflazione, dello shock energetico, nonché dell'incertezza sullo scenario internazionale, ci aspettiamo che la dinamica delle vendite al dettaglio, e più in generale dei consumi privati, rimanga complessivamente debole nel 2° semestre.

Italia. Sorprende al rialzo il **PMI servizi**, a 50,5 da 48,4 di luglio, con l'indice composito che risale a 49,6 da 47,7 nonostante il deterioramento manifatturiero. L'indagine continua però a riportare una contrazione dell'attività nei servizi, seppur su ritmi più lenti rispetto a luglio, a fronte di un rallentamento della crescita degli ordinativi. Decelerano anche le intenzioni di assunzione, sui minimi da febbraio, così come rallentano anche i prezzi, pagati e ricevuti, con gli indici relativi che rimangono però su livelli ancora elevati. Anche in agosto si confermano quindi le indicazioni sulla perdita di spinta della ripresa nei servizi: è possibile che durante il trimestre estivo la dinamica del settore sia rimasta espansiva prima di un più marcato rallentamento in autunno.

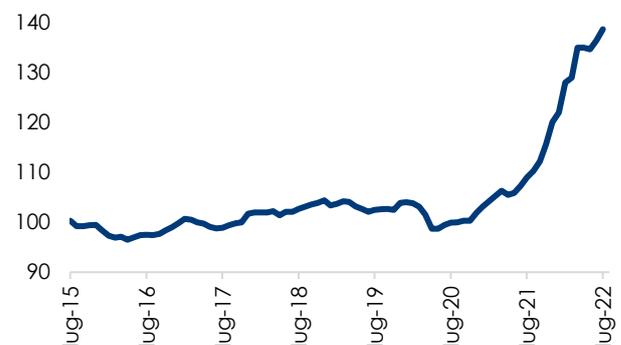
Francia. A luglio, **la produzione industriale** ha sorpreso verso il basso, riportando un calo di -1,6% m/m sia nel manifatturiero che nell'industria nel suo complesso (da, rispettivamente, +0,9% e +1,2% a giugno). L'aspetto meno incoraggiante della lettura di inizio trimestre è relativo al fatto che la contrazione abbia interessato pressoché tutti i comparti produttivi. Le variazioni più ampie riguardano l'estrattivo-energia-approvvigionamento idrico (-2,1% da +2,4%), i macchinari (-1,9% da +2,8%), i mezzi di trasporto dopo tre rialzi mensili consecutivi (-1,8% da +2,9%), ed infine gli "altri prodotti manifatturieri" (-1,7% da -0,2%). Più contenuta la discesa nell'alimentare (-0,8% da +2,0%), a fronte della crescita riportata dal settore dei prodotti della raffinazione. In recupero anche le costruzioni (+0,5% da -1,4%). Il dato di luglio è più negativo di quanto era emerso dalle indagini congiunturali. Sull'industria pesa il nuovo record raggiunto dai prezzi degli input a luglio (+27% a/a). Nel secondo semestre, ci attendiamo che l'industria offra un contributo negativo al PIL.

I rincari energetici iniziano a pesare anche sull'industria francese



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

A luglio, il PPI ha aggiornato nuovamente i massimi di periodo



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	ago	55.5			55.0
Esportazioni in USD a/a	ago	18.0	%	12.8	7.1
Importazioni in USD a/a	ago	2.3	%	1.1	0.3
Bilancia commerciale USD	ago	101.26	Mld \$	92.70	79.39
Riserve in valuta estera	ago	3.104	1000Mld \$	3.079	3.055
CPI m/m	ago	0.5	%	0.2	-0.1
CPI a/a	ago	2.7	%	2.8	2.5
PPI a/a	ago	4.2	%	3.1	2.3
M2 a/a	ago	12.0	%	12.1	12.2
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ago	679	Mld ¥ CN	1480	1250
Finanza sociale aggregata (flusso)	ago	756	Mld ¥ CN	2075	2430

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

Il **PMI dei servizi rilevato da Caixin Markit** è sceso meno delle attese (Consenso Bloomberg: 54), portandosi da 55,5 in luglio a 55 in agosto, e segnalando un ritmo di espansione dell'attività ancora robusto, in linea con l'allentamento delle misure di contenimento della pandemia. L'attività dei servizi è stata sostenuta da una espansione degli ordini, soprattutto domestici, nonostante il lieve rallentamento rispetto a luglio (la relativa componente è scesa da 53,8 in luglio a 53,6 in agosto), più marcato per gli ordini esteri. Le imprese hanno continuato a ridurre gli occupati a un ritmo simile a luglio e, sul fronte dei costi, hanno segnalato un netto aumento dei prezzi degli input mentre i rincari dei prezzi degli output sono stati più contenuti. Il **PMI composito** è sceso da 54 in luglio a 53 in agosto, registrando un minor ritmo di espansione dell'attività economica. La ripresa dei servizi potrebbe essere più contenuta rispetto a quanto segnalato dal PMI (l'indagine è stata condotta tra il 12 e il 22 agosto), e appare destinata a rallentare a causa delle nuove misure di contenimento del Covid-19 messe in atto tra la fine di agosto e l'inizio di settembre in alcune grandi città (Tianjin e Shijiazhuang vicino a Pechino, e Dalian) e del lockdown di 4 giorni annunciato a Chengdu (capitale del Sichuan, con circa 21 milioni di abitanti).

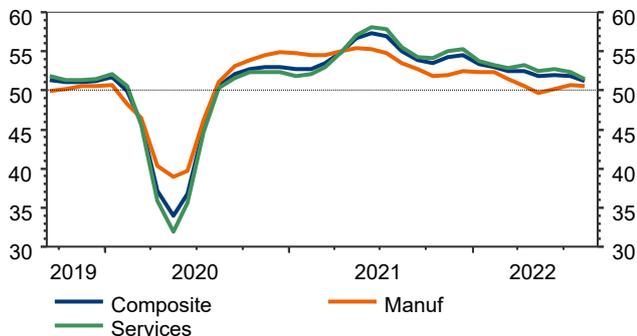
I dati relativi al **commercio estero** hanno continuato a registrare una dinamica migliore dell'export rispetto all'import, ma sono stati in rallentamento e inferiori alle attese, in linea con il minor vigore della domanda internazionale e domestica. Le **esportazioni** sono salite solo del 7,1% a/a in agosto, in netto rallentamento da 18% a/a in luglio, e molto meno delle attese di consenso (Bloomberg, 13%). Le esportazioni verso l'area ASEAN, pur rallentando, sono rimaste robuste (+24,5% a/a in agosto), mentre la decelerazione è stata molto marcata per l'export verso le tre principali economie dell'area euro (Italia, Germania, Francia: da 20,7% a/a in luglio a 6,5% in agosto) e il Giappone (da 19,7% a/a in luglio a 7,7% a/a in agosto), fino a trasformarsi in un calo tendenziale dell'export verso gli Stati Uniti (da +11% a/a in luglio a -3,8% a/a in agosto). I dati preliminari disponibili in valore segnalano un rallentamento delle esportazioni di prodotti high tech e dell'elettronica. La dinamica delle **importazioni** è decelerata da 2,3% a/a in luglio a 0,3% a/a in agosto (consenso Bloomberg, 1,3% a/a), spinta al ribasso dal calo tendenziale dell'import da Stati Uniti (da -4,5% a/a in luglio a -7,4% a/a in agosto) e Giappone (da -9,2% a/a in luglio a -7,7% a/a in agosto) e dal rallentamento dall'area ASEAN. Le importazioni dalle tre principali economie dell'area euro sono invece moderatamente riaccelerate (da -5,6% a/a in luglio a +2,9% a/a in agosto). I dati disponibili in volume indicano che continua il calo tendenziale delle importazioni di materie prime energetiche e industriali. La **bilancia commerciale** di agosto è stata pari a 79,4 miliardi di dollari, in calo da 101,3 miliardi in luglio, portando il surplus dei primi otto mesi del 2022 a 560,5 miliardi di dollari, in netto aumento rispetto allo stesso periodo del 2021 (357,6 miliardi).

L'**inflazione dei prezzi alla produzione** è scesa da 4,2% a/a in luglio a 2,3% a/a in agosto, ben oltre le attese di consenso (3,2% a/a), toccando un minimo da marzo 2021. L'inflazione è stata

spinta verso il basso dal calo dei prezzi delle materie prime industriali e dei beni manufatti per l'industria, e da un forte effetto base favorevole che permarrà anche in ottobre. I prezzi alla produzione sono scesi di -1,2% m/m dopo un calo di -1,3% m/m in luglio. Similmente, l'indice dei **prezzi al consumo** è sceso di -0,1% m/m in agosto dopo un aumento di 0,5% m/m in luglio, frenando, insieme ad un effetto base favorevole, l'inflazione tendenziale, che è passata da 2,7% a/a in luglio a 2,5% a/a in agosto, contrariamente alle attese di consenso di aumento a 2,8% a/a. La flessione è spiegata principalmente dal rallentamento dell'inflazione nel comparto dei trasporti e delle comunicazioni (carburanti: da 24,25 a/a in luglio a 19,2% a/a in agosto, con un calo di -4,7% m/m) e degli alimentari (da 6,3% a/a in luglio a 6,1% a/a in agosto). L'**inflazione core** è rimasta invariata a 0,8% a/a, testimoniando l'assenza di pressioni di domanda. L'inflazione totale dovrebbe rimanere al di sotto del 3% (target del Governo) nei prossimi mesi, con un picco nei primi mesi del 2023, lasciando spazio per un ulteriore allentamento della politica monetaria.

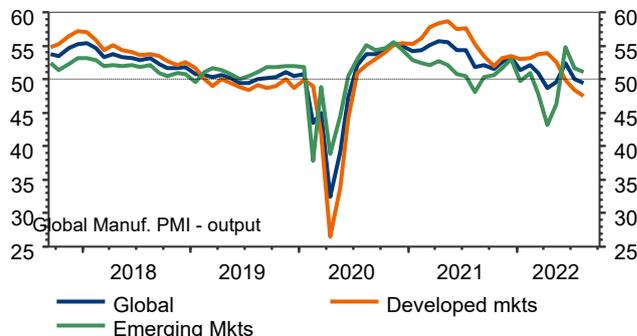
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



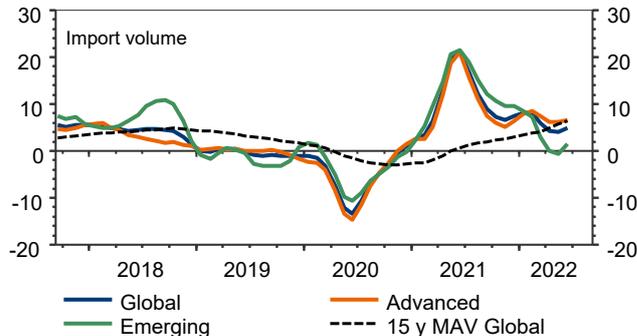
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



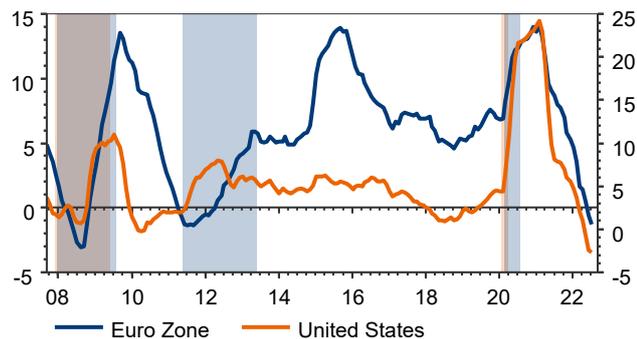
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



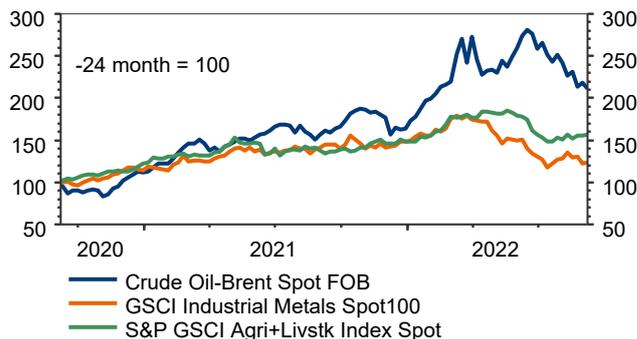
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

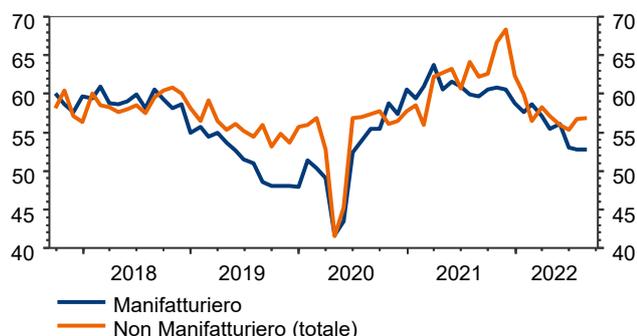
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

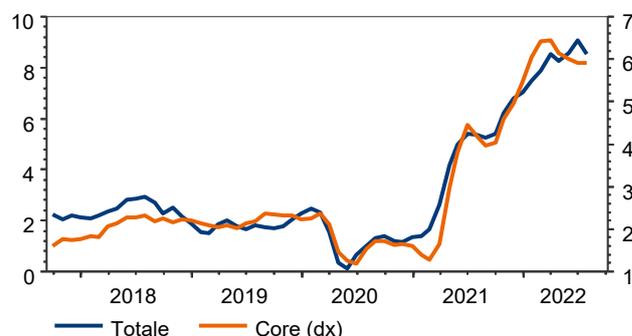
Stati Uniti

Indagini ISM



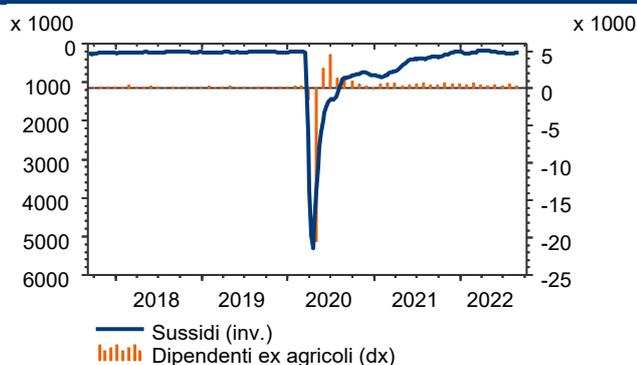
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



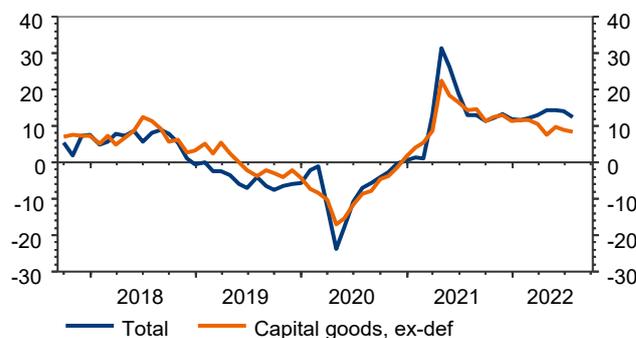
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

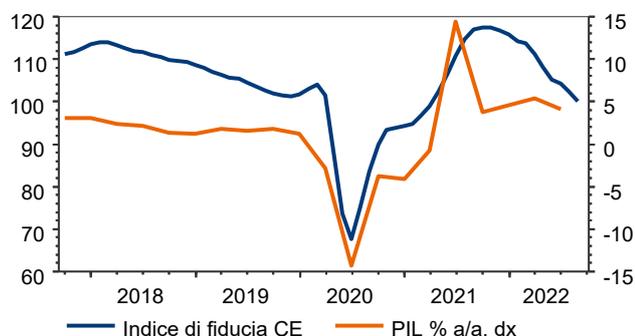
Previsioni

	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	2.1	1.6	0.9
Consumi privati	7.9	2.5	1.2	12.0	2.0	2.5	1.8	1.5	1.7	1.7	1.3
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	-0.3
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

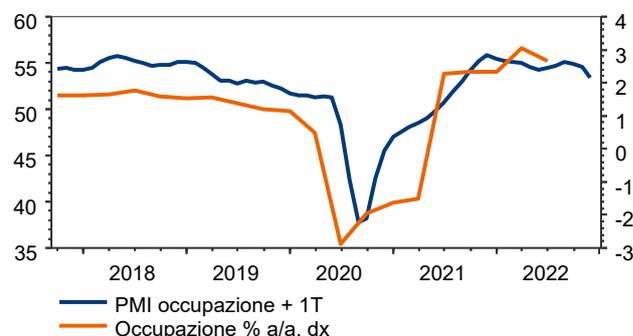
Area euro

PIL



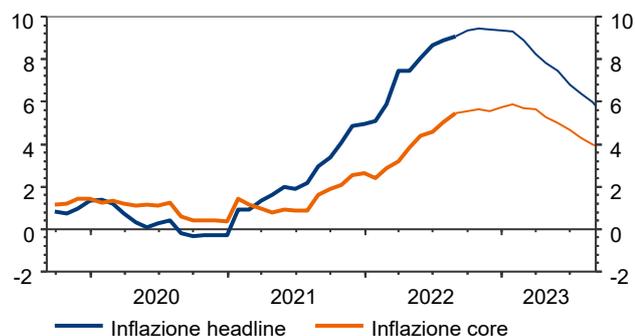
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	9.3
febbraio	0.9	5.9	8.9
marzo	1.3	7.4	8.2
aprile	1.6	7.4	7.8
maggio	2.0	8.1	7.5
giugno	1.9	8.6	6.8
luglio	2.2	8.9	6.4
agosto	3.0	9.1	6.0
settembre	3.4	9.3	5.3
ottobre	4.1	9.4	5.0
novembre	4.9	9.4	4.7
dicembre	5.0	9.4	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)	5.2	3.1	0.5	14.4	3.7	4.6	5.4	4.1	2.0	1.2	0.3
- t/t				2.0	2.2	0.5	0.7	0.8	0.1	-0.3	-0.2
Consumi privati	3.7	3.8	0.3	3.7	4.4	0.0	0.0	1.3	0.0	-0.4	-0.4
Investimenti fissi	4.1	3.1	1.8	1.6	-0.6	3.7	-0.8	0.9	0.8	0.1	0.2
Consumi pubblici	4.2	2.1	1.5	1.9	0.1	0.7	0.2	0.6	0.5	0.4	0.4
Esportazioni	10.3	6.2	2.3	2.5	2.3	2.4	1.2	1.3	0.5	0.4	0.4
Importazioni	8.0	6.7	2.1	3.0	2.1	4.7	-0.2	1.8	0.3	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.0	-0.5	-0.6	-0.2	0.5	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.0
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	9.4	8.8
Produzione industriale (a/a)	8.0	-0.2	0.1	23.7	5.9	0.2	-0.3	0.5	0.5	-1.6	-3.1
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	6.6	6.7	6.8
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

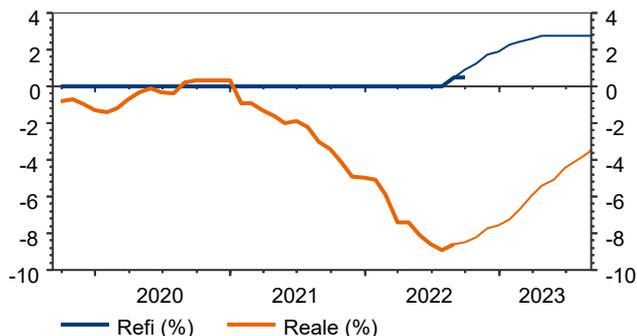
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	8/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.50	1.25	2.25	2.75	2.75
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.51	0.48	0.49	1.53	2.17	2.32
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	0.93	0.86	1.79	2.29	2.35

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

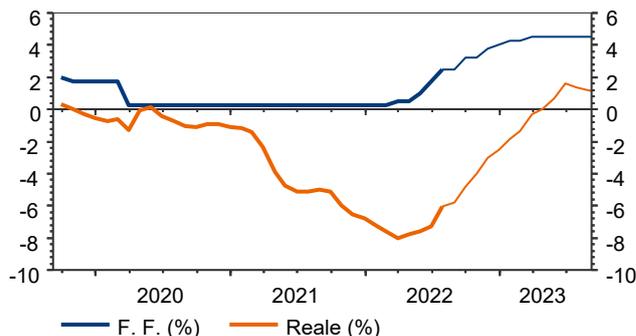


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	8/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.50	1.75	2.50	3.25	4.00	4.50	4.50
OIS 3m	0.12	0.72	2.18	3.20	3.08	4.04	4.43	4.49

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

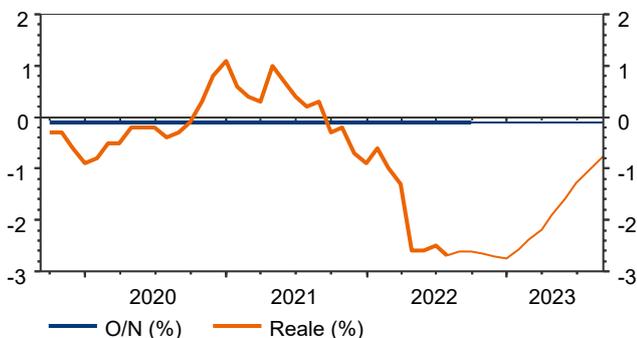


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	8/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	0.00	-0.03	-0.02	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

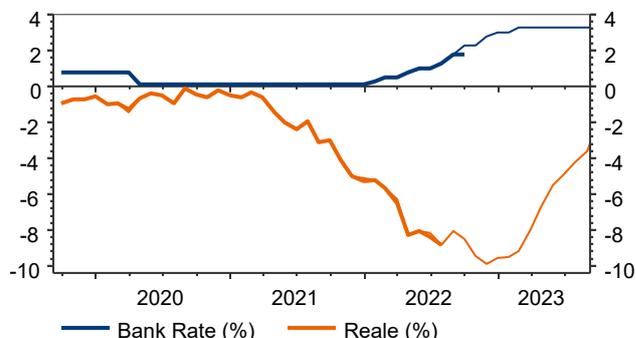


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	8/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	1.75	2.25	3.00	3.25	3.25
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	2.67	2.70	3.25	3.50	3.30

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	9/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.18	1.10	1.07	1.02	1.0062	0.97	0.95	1.02	1.07	1.12
USD/JPY	106	110	116	134	135	142.02	141	142	136	128	124
GBP/USD	1.30	1.38	1.32	1.25	1.21	1.1592	1.12	1.10	1.18	1.24	1.30
EUR/CHF	1.08	1.09	1.02	1.05	0.98	0.9659	0.96	0.95	1.00	1.04	1.08
EUR/JPY	125	130	127	144	138	142.93	137	135	139	137	139
EUR/GBP	0.91	0.86	0.84	0.86	0.85	0.8678	0.87	0.86	0.86	0.86	0.86

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
---------------	-------	---------------------------------