

Weekly Economic Monitor

Il punto

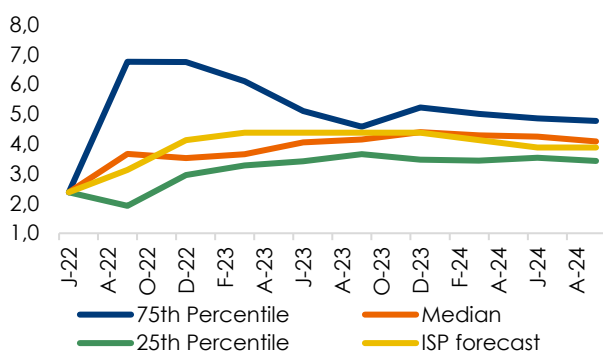
**L'inflazione continua a correre, la Fed non può rallentare.** La riunione del FOMC del 20-21 settembre dovrebbe concludersi con un nuovo rialzo dei Fed Funds di 75pb, a 3,25% e con la conferma dell'impegno della Fed a proseguire la marcia spedita verso condizioni finanziarie restrittive. Dopo la sorpresa del CPI di agosto, è però probabile che venga discusso un rialzo di 100pb, da attuare nelle prossime riunioni se i dati lo richiederanno. La comunicazione diventerà più *hawkish*, sia attraverso la conferenza stampa sia con ampie revisioni delle proiezioni macroeconomiche.

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** sarà incentrata sulla pubblicazione delle indagini di fiducia di settembre (saranno diffusi l'INSEE francese, i PMI flash per l'Eurozona e la fiducia dei consumatori della Commissione Europea), che dovrebbero mostrare un generalizzato deterioramento del morale di famiglie e imprese. Nell'area euro, la produzione nelle costruzioni potrebbe essere tornata a crescere a luglio dopo quattro flessioni consecutive. Infine, la seconda lettura dei dati sul PIL spagnolo e olandese per il 2° trimestre dovrebbe confermare le stime preliminari.

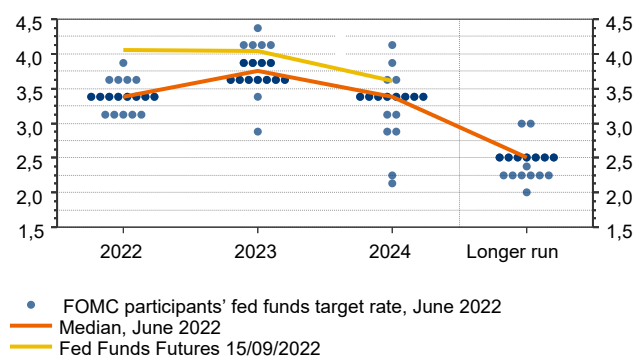
Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà dominata dalla riunione del FOMC che dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb e indicazioni di ulteriori interventi mirati a riportare l'inflazione sotto controllo. I toni della conferenza stampa e le nuove proiezioni macroeconomiche dovrebbero essere generalmente *hawkish*. Sul fronte dei dati, le vendite di case esistenti, i cantieri residenziali e le licenze di agosto dovrebbero proseguire sul trend in calo in atto dal 2021. Gli indici PMI Markit flash di settembre dovrebbero dare indicazioni di attività circa stabile e di riduzione delle pressioni sui prezzi.

Le regole di politica monetaria "prescrivono" tassi dei fed funds oltre 4% nel 2023



Fonte: Cleveland Fed, previsioni Intesa Sanpaolo

La rincorsa verso l'alto delle previsioni dei tassi ha ancora strada da fare



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

16 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

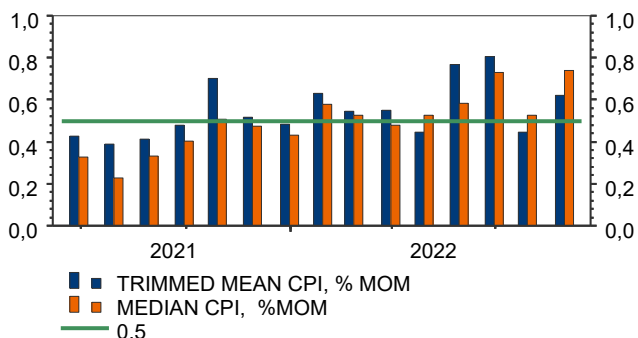
Economista - Asia Ex Giappone

## Il punto

**L'inflazione continua a correre, la Fed non può rallentare.** La riunione del FOMC del 20-21 settembre dovrebbe concludersi con un nuovo rialzo dei Fed Funds di 75pb, a 3,25% e con la conferma dell'impegno della Fed a proseguire la marcia spedita verso condizioni finanziarie restrittive. Dopo la sorpresa del CPI di agosto, è però probabile che venga discusso un rialzo di 100pb, da attuare nelle prossime riunioni se i dati lo richiederanno. La comunicazione diventerà più *hawkish*, sia attraverso la conferenza stampa sia con ampie revisioni delle proiezioni macroeconomiche.

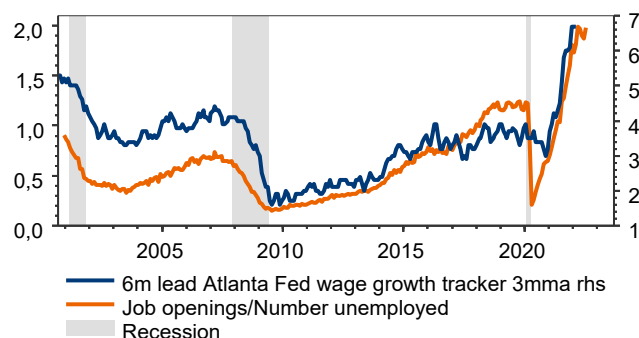
- La **riunione del FOMC del 20-21 settembre dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb** votato all'unanimità, e con la conferma dell'intenzione di portare i tassi in territorio restrittivo e mantenerli fermi al picco ciclico per un certo tempo prima di considerare una svolta. La sorpresa del CPI di agosto ha sradicato i segnali preliminari di moderazione visti a luglio, indicando che la dinamica dei prezzi elevata è persistente, rigida e diffusa.
- A nostro avviso, **è probabile che il Comitato discuta anche** una possibile accelerazione dei rialzi, considerando **l'ipotesi di un aumento di 100pb o a settembre, o in seguito**. La nostra previsione è che incrementi da 100pb, pur entrando nel radar della Fed alla prossima riunione, restino condizionati al ricevimento di nuove informazioni. Il punto centrale è però che l'aspettativa di un rallentamento del sentiero dei tassi in autunno è messa in discussione e il punto di arrivo dei tassi ha di nuovo rischi verso l'alto. Molte informazioni saranno rinviate alla pubblicazione dei verbali, ma **la conferenza stampa dovrebbe essere decisamente hawkish** e sottolineare che, con l'economia ancora in espansione e il mercato del lavoro sotto pressione, la Fed ha ampi margini per concentrarsi su quello che è ora il suo obiettivo dominante cioè l'inflazione, adeguando gli interventi agli sviluppi dei dati e alla valutazione dei rischi.
- Le nuove **proiezioni macroeconomiche** saranno determinanti per le aspettative, dato che il Comitato concorda su una strategia di azione aggressiva e concentrata in tempi rapidi, piuttosto che prolungata nel tempo. Dopo settembre restano solo due riunioni e il grafico a punti fornirà indicazioni quasi in tempo reale: prevediamo che la mediana a fine 2022 sia intorno al 4%. Il punto di arrivo per il 2023 dovrebbe essere superiore al 4% e il grafico non dovrebbe mostrare un calo fino al 2024.
- **L'inflazione e il mercato del lavoro richiedono una politica monetaria restrittiva.** Sul mercato del lavoro permane un ampio eccesso di domanda che si riflette sulle retribuzioni, ancora in accelerazione, senza probabilità di svolta prima di diversi trimestri, in rialzo a ritmi record. L'inflazione core mantiene una dinamica mensile elevata, diffusa e persistente, con l'eccezione di luglio. L'inflazione **mediana e la media troncata** riassumono efficacemente il quadro, con aumenti di 0,7% m/m e 0,6% m/m, rispettivamente, ad agosto, e indicano che i rialzi dei prezzi "extra-large" sono distribuiti alla maggior parte delle voci. La nostra previsione per il CPI core è di variazioni annue di 6,1% nel 2022, 3,7% nel 2023 e 2,4% nel 2024, con ipotesi relativamente ottimistiche sull'aggiustamento del mercato del lavoro.
- In conclusione, le persistenti **pressioni sul mercato del lavoro** e i **rischi di aumenti dei prezzi dei servizi core ancora sostenuti**, in un contesto di domanda aggregata complessivamente positiva, a nostro avviso manterranno la **Fed ancora in fase hawkish**. Dopo settembre, la politica monetaria entrerà in una fase particolarmente difficile, con l'avvicinarsi del picco dei tassi. Dall'autunno in poi le decisioni su quando e per quanto fermarsi metteranno alla prova la determinazione della banca centrale a evitare gli errori del passato, soprattutto se inizieranno a materializzarsi i primi segnali recessivi a inizio 2023. **La nostra previsione per ora è di un punto di arrivo dei Fed Funds a 4,5% entro inizio 2023, con rischi verso l'alto. I tassi dovrebbero calare a partire dal 2024.**

**Inflazione: la diffusione dei rialzi dei prezzi "extra-large" è ancora ampia**



Fonte: Cleveland Fed

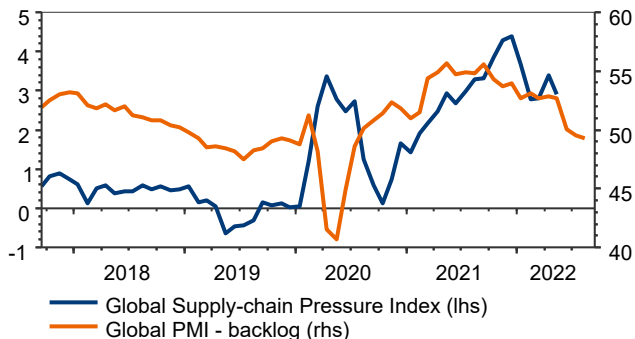
**Mercato del lavoro: eccesso di domanda e costo del lavoro ancora lontani da un ritorno verso l'equilibrio**



Fonte: Atlanta Fed, BLS

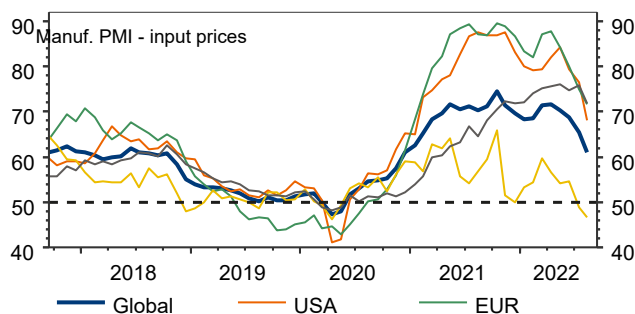
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



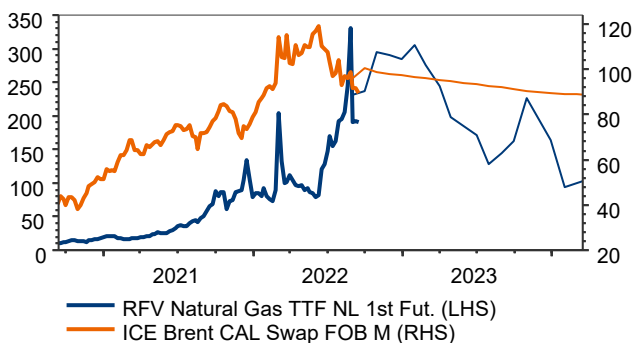
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



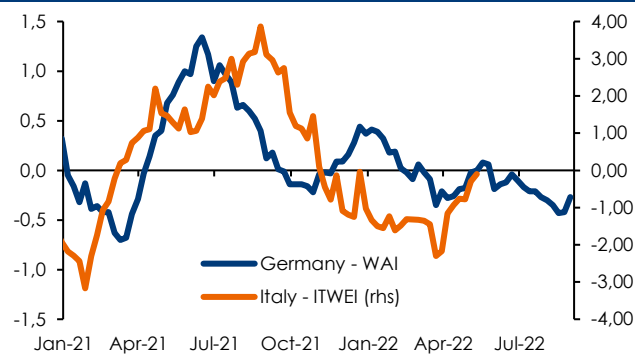
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



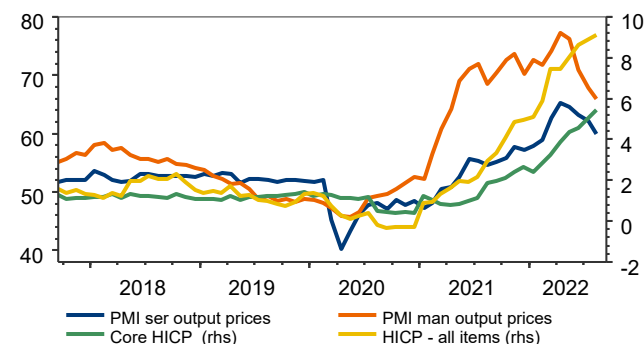
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

### 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

La settimana nell'**area euro** sarà incentrata sulla pubblicazione delle indagini di fiducia di settembre (saranno diffusi l'INSEE francese, i PMI flash per l'Eurozona e la fiducia dei consumatori della Commissione Europea), che dovrebbero mostrare un generalizzato deterioramento del morale di famiglie e imprese. Nell'area euro, la produzione nelle costruzioni potrebbe essere tornata a crescere a luglio dopo quattro flessioni consecutive. Infine, la seconda lettura dei dati sul PIL spagnolo e olandese per il 2° trimestre dovrebbe confermare le stime preliminari.

Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà dominata dalla riunione del FOMC che dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb e indicazioni di ulteriori interventi mirati a riportare l'inflazione sotto controllo. I toni della conferenza stampa e le nuove proiezioni macroeconomiche dovrebbero essere generalmente *hawkish*. Sul fronte dei dati, le vendite di case esistenti, i cantieri residenziali e le licenze di agosto dovrebbero proseguire sul trend in calo in atto dal 2021. Gli indici PMI Market flash di settembre dovrebbero dare indicazioni di attività circa stabile e di riduzione delle pressioni sui prezzi.

### Lunedì 19 settembre

#### Area euro

■ **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** potrebbe essere tornata a crescere a luglio dopo quattro flessioni consecutive, stimiamo di 0,8% m/m da un precedente -1,3%. Le indagini di fiducia continuano però a mostrare segnali di rallentamento in chiave prospettica, anche in relazione all'aumento dei costi di costruzione.

### Martedì 20 settembre

#### Stati Uniti

■ I **cantieri residenziali** ad agosto sono previsti in calo a 1,438 mln da 1,446 mln di luglio, segnalando che il sentiero di correzione è in fase di rallentamento. Le **licenze** dovrebbero flettere a 1,615 mln da 1,685 mln dopo due mesi di quasi-stabilità. La recessione del settore immobiliare residenziale è in uno stadio avanzato, ma non è ancora terminata.

### Mercoledì 21 settembre

#### Stati Uniti

■ Le **vendite di case esistenti** ad agosto sono attese in calo a 4,72 mln da 4,81 mln. L'indice dei contratti di compravendita a luglio è ancora calato, ma a un ritmo più contenuto rispetto ai mesi precedenti; le scorte di case in vendita sono in aumento e la crescita dei prezzi sta rallentando. Pertanto, sembra probabile che il crollo verticale delle vendite in atto da febbraio possa entrare in una fase di correzioni più moderate.

■ La riunione del FOMC di settembre dovrebbe concludersi con un nuovo rialzo dei Fed Funds di 75pb, a 3,25% e con la conferma dell'impegno della Fed a proseguire la marcia spedita verso condizioni finanziarie restrittive. Dopo la sorpresa del CPI di agosto, è però probabile che venga discusso un rialzo di 100pb, da attuare a settembre o nelle riunioni successive. La comunicazione diventerà più *hawkish*, sia attraverso la conferenza stampa sia con ampie revisioni delle proiezioni macroeconomiche. La nostra previsione è che incrementi da 100pb, pur entrando nel radar della Fed alla prossima riunione, restino condizionati al ricevimento di nuove informazioni. Le nuove **proiezioni macroeconomiche** saranno determinanti per le aspettative, dato che il Comitato concorda su una strategia di azione aggressiva in tempi rapidi, piuttosto che prolungata nel tempo. Dopo settembre restano solo due riunioni e il grafico a punti fornirà indicazioni quasi in tempo reale: prevediamo che la mediana a fine 2022 sia intorno al 4%. Il punto di arrivo per il 2023 dovrebbe essere superiore al 4% e il grafico non dovrebbe mostrare un calo fino al 2024. **Manteniamo la nostra previsione per un picco a 4,5%, ora con rischi verso l'alto.**

## Giovedì 22 settembre

### Area euro

- **Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è atteso tornare a flettere a settembre dopo il parziale recupero visto ad agosto, stimiamo a -25,6 da -24,9. Inflazione e timori per lo scenario tra l'autunno e l'inverno dovrebbero continuare a pesare sul morale dei nuclei familiari, e frenare le spese private anche nei prossimi mesi.
- **Francia.** INSEE pubblica il dato sulla **fiducia delle imprese** per il mese di settembre. Nel settore manifatturiero l'indice dovrebbe segnare un calo da 104 a 102, rimanendo poco sopra la media di lungo periodo. Il morale dovrebbe essere ancora frenato dall'aumento dei costi energetici e da aspettative più deboli sulla domanda. Vediamo una flessione di entità analoga (da 103 a 101) sull'indice composito di fiducia delle aziende (anche i servizi, pur dopo tre cali mensili consecutivi, potrebbero vedere un ulteriore calo del morale).

## Venerdì 23 settembre

### Area euro

- **Area euro.** Le stime flash degli indici **PMI** di settembre dovrebbero confermare il quadro di contrazione dell'attività economica già emerso dalle indagini del mese precedente. Nella manifattura la tendenza al calo degli ordini e l'aumento delle scorte di prodotti invenduti, in corso ormai da qualche mese, dovrebbe proseguire anche a settembre, sulla scia di una domanda in progressivo indebolimento, mentre prezzi di gas ed elettricità su livelli record potrebbero pesare sugli indici di produzione. Vediamo quindi un PMI manifatturiero in calo a 48,6 da 49,6 di agosto. L'indagine presso i servizi dovrebbe ribadire come il rimbalzo post-pandemico dell'attività sia ormai alle spalle: l'indice è atteso in ulteriore calo a 49,4 da 49,8 precedente. Il PMI composito dovrebbe quindi attestarsi al di sotto della soglia d'invarianza per il terzo mese, portandosi a 48,2 da un precedente 48,9.
- **Spagna.** La lettura finale del dato sul **PIL** dovrebbe confermare che nel secondo trimestre l'economia iberica è cresciuta di 1,1% t/t (6,3% a/a), grazie alla forza della domanda interna e in particolare di investimenti e consumi privati, mitigata da un calo nella spesa pubblica e da un apporto negativo del canale estero. La crescita acquisita per il 2022 è al 4,3% (ben al di sopra della media europea), ma anche per l'economia iberica vi sono rischi almeno di stagnazione nella seconda parte dell'anno.
- **Paesi Bassi.** La seconda lettura del **PIL** del 2° trimestre è attesa confermare la forte crescita della stima preliminare (2,6% t/t, 5,4% a/a). Lo spaccato confermerebbe un contributo positivo sia della domanda interna (+1,5%), grazie alla crescita degli investimenti fissi (5,2% t/t) e, in minor misura, dei consumi privati (0,9% t/t), che dell'export netto (+1,2%). Secondo le nostre stime, il 2022 potrebbe chiudersi con una crescita di 4,6%, meglio delle attese di inizio anno, ma si prospetta un deciso rallentamento l'anno prossimo (a 0,9% nelle nostre stime, con rischi verso il basso).

### Stati Uniti

- Il **PMI Markit** flash del **manifatturiero** dovrebbe essere poco variato a settembre, a 51,2 da 51,5 di agosto. L'indagine dovrebbe mostrare ulteriori correzioni dei tempi di consegna e degli indici di prezzo, sempre su livelli elevati. Ordini e occupazione dovrebbero essere modestamente positivi, con indicazioni di attività poco variata. Per i **servizi**, l'indice dovrebbe recuperare terreno, risalendo a 48,5 da 43,7 di agosto e riportandosi più in linea con le indicazioni delle altre indagini e dei dati di attività.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (19 – 23 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	19/9	16:00	USA					
			Indice Mercato Immobiliare NAHB		set	49		48
Mar	20/9	01:30	GIA	*	ago	2.6	%	
		01:30	GIA	*	ago	2.4	%	2.7
		03:15	CN	*	set	4.3	%	
		03:15	CN	*	set	3.7	%	
		08:00	GER		ago	37.2	%	37.5
		08:00	GER		ago	5.3	%	
		14:30	USA	*	ago	1.446	Mln	1.433
		14:30	USA		ago	1.685	Mln	1.615
Mer	21/9	16:00	USA		ago	4.81	Mln	4.62
Gio	22/9	08:45	FRA	**	set	104		102
		14:30	USA	*	T2	-291.4	Mld \$	
		14:30	USA	*	settim	213	x1000	
		14:30	USA	*	settim	1.403	Mln	
		16:00	USA		ago	-0.4	%	-0.1
		16:00	EUR	*	set	-24.9		-26.0
Ven	23/9	06:30	OLA	*	T2	prel 2.6	%	2.6
		09:00	SPA	*	T2	prel 1.1	%	1.1
		09:15	FRA	*	set	51.2		50.3
		09:15	FRA	*	set	50.6		49.8
		09:30	GER	*	set	47.7		47.2
		09:30	GER	*	set	49.1		48.4
		10:00	EUR	**	set	49.8		49.0
		10:00	EUR	**	set	48.9		48.1
		10:00	EUR	**	set	49.6		48.7
		10:30	GB	*	set	47.3		
		10:30	GB	*	set	50.9		49.9
		15:45	USA	*	set	51.5		51.2
		15:45	USA	*	set	44.6		
		15:45	USA	*	set	43.7		48.5

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 (19 – 25 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	19/9	11:00	EUR
		11:00	EUR
		14:45	EUR
Mar	20/9	10:00	EUR
Mer	21/9	09:00	EUR
		20:00	USA
		20:30	USA
Gio	22/9	10:00	EUR
		13:00	GB
Ven	23/9	10:00	EUR
		17:30	EUR
		20:00	USA
Dom	25/9		ITA

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	ago	0.0		%	-0.1	0.1
CPI a/a	ago	8.5		%	8.1	8.3
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ago	5.9		%	6.1	6.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ago	0.3		%	0.3	0.6
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ago	0.3	(0.2)	%	0.3	0.4
PPI m/m	ago	-0.4	(-0.5)	%	-0.1	-0.1
Richieste di sussidio	settim	218	(222)	x1000	226	213
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.401	(1.473)	Mln	1.475	1.403
Prezzi all'import m/m	ago	-1.5	(-1.4)	%	-1.2	-1.0
Indice Empire Manufacturing	set	-31.30			-13.00	-1.5
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ago	-0.0	(0.4)	%	0.1	-0.3
Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.4	(0.0)	%	0.0	0.3
Indice Philadelphia Fed	set	6.2			2.8	-9.9
Produzione industriale m/m	ago	0.5	(0.6)	%	0.1	-0.2
Impiego capacità produttiva	ago	80.2	(80.3)	%	80.3	80.0
Scorte delle imprese m/m	lug	1.4		%	0.6	0.6
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	set	58.2			60.0	
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	lug	121.8		Mld \$		

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

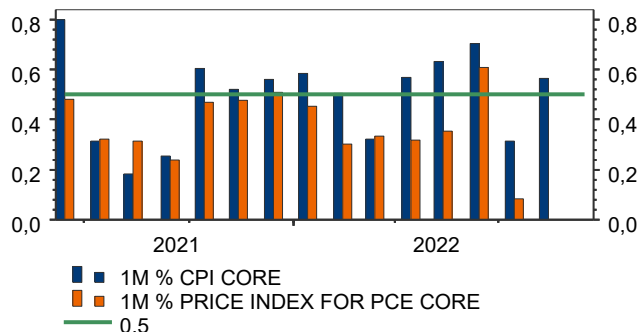
Il **CPI ad agosto è aumentato di 0,1% m/m**, e di 8,3% a/a. Energia e alimentari hanno confermato i trend contrastanti in atto da giugno, con la prima in calo e i secondi in costante crescita. L'energia (-5% m/m) è frenata dalla benzina, in calo di -10,6% m/m. Per gli alimentari, l'aumento complessivo è di 0,8% m/m (11,4% a/a, massimo dal 1979); risultano sempre in forte rialzo sia i beni consumati a casa (0,7% m/m, 13,5% a/a) sia quelli forniti dalla ristorazione (0,9% m/m, 8% a/a). Le variazioni di ampia entità sono diffuse alla maggior parte delle voci, con contributi particolarmente solidi da abitazione, sanità e alimentari. L'**indice core ha sorpreso ampiamente verso l'alto, con una variazione di 0,6% m/m**, dopo 0,3% m/m di luglio. La variazione tendenziale, a 6,3% a/a, è tornata sui livelli della primavera per via dell'effetto confronto con il 2021. Proseguono le correzioni di alcune voci volatili (auto usate, tariffe aeree), che però sono più che compensate dai rialzi significativi della maggior parte delle altre componenti.

I **beni core** hanno prezzi in rialzo di 0,5% m/m (7,1% a/a) con variazioni positive diffuse: auto nuove 0,8% m/m, abbigliamento 0,2% m/m, beni sanitari 0,2% m/m, arredamento ed elettrodomestici 1,1% m/m, articoli sportivi 0,9% m/m. La principale eccezione al trend di rialzi è quella delle auto usate, con un calo marginale (-0,1% m/m). I **servizi ex-energia** aumentano di 0,6% m/m (6,1% a/a), con indicazioni di pressioni persistenti. Per i servizi abitativi, la variazione complessiva è di 0,7% m/m, spinta da affitti (0,7% m/m) e affitti figurativi (0,7% m/m), e tariffe alberghiere stabili. I trasporti riflettono il ritracciamento delle tariffe aeree (-4,6% m/m) collegato alla correzione dei carburanti, e delle tariffe del noleggio auto (-0,5% m/m). I servizi sanitari accelerano (0,8% m/m, 5,6% a/a), spinti sia dai servizi medici e ospedalieri (entrambi +0,6% m/m) sia, soprattutto, dalle assicurazioni sanitarie (2,4% m/m). La sanità rappresenta un nuovo rischio di accelerazione dell'inflazione. Infatti, nei prossimi mesi verrà sancita la fine ufficiale del periodo di emergenza Covid, con un conseguente significativo adeguamento verso l'alto delle tariffe di servizi sia medici sia ospedalieri, oltre che dei premi assicurativi, già in discussione da tempo.

La **dinamica mensile core si mantiene quindi mediamente elevata e suggerisce che il dato moderato di luglio non era rappresentativo di un effettivo rallentamento del trend**. Abitazione e sanità mantengono il ruolo di freni al processo di disinflazione nei prossimi trimestri e saranno gli osservati speciali dell'indice, in considerazione del loro peso. Tuttavia, il quadro che emerge è di persistente diffusione di ampi rialzi.

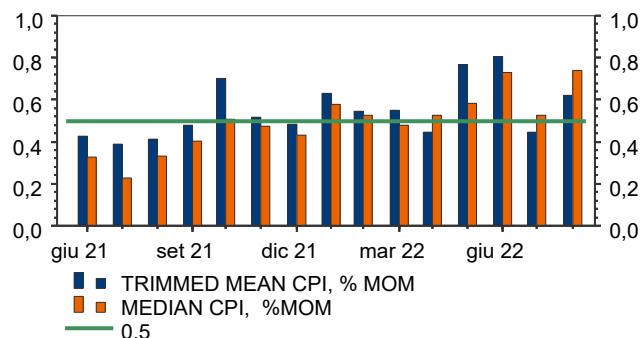


**La variazione contenuta del CPI core di luglio non era l'inizio di un nuovo trend**



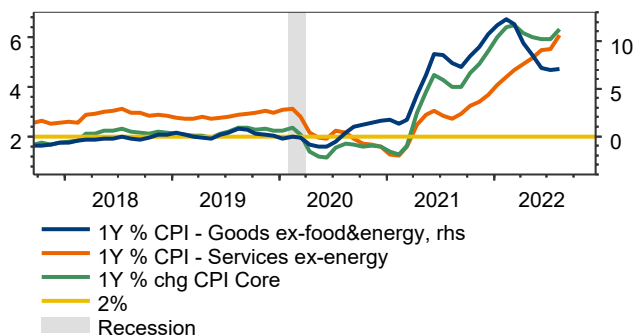
Fonte: BLS, BEA

**La diffusione dei rialzi di dimensione elevata è ancora ampia**



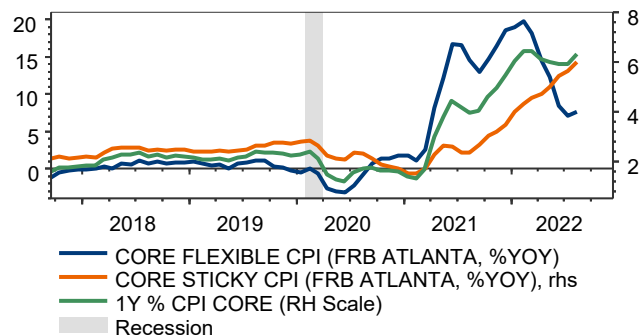
Fonte: BLS

**Prezzi dei beni core in via di stabilizzazione, i servizi accelerano ancora**



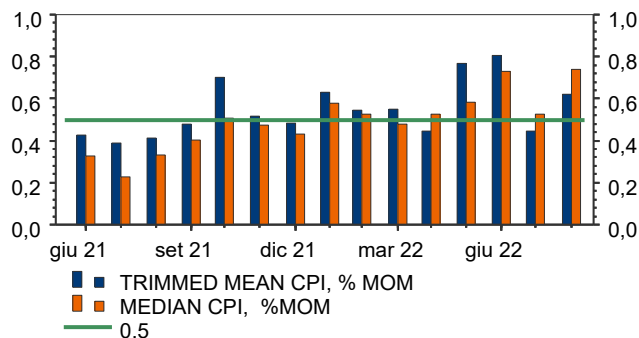
Fonte: BLS

**I prezzi dei servizi sono rigidi e danno inerzia al trend complessivo**



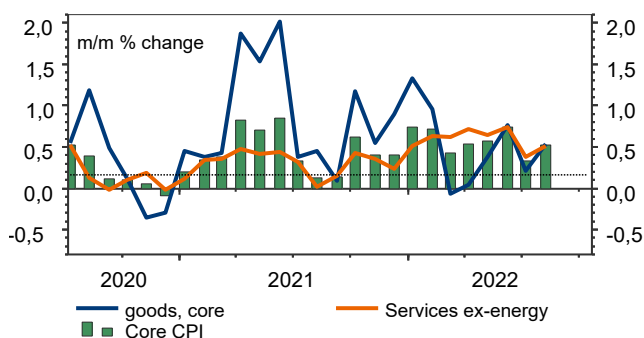
Fonte: BLS, Atlanta Fed

**La diffusione dei rialzi di dimensione elevata è ancora ampia**



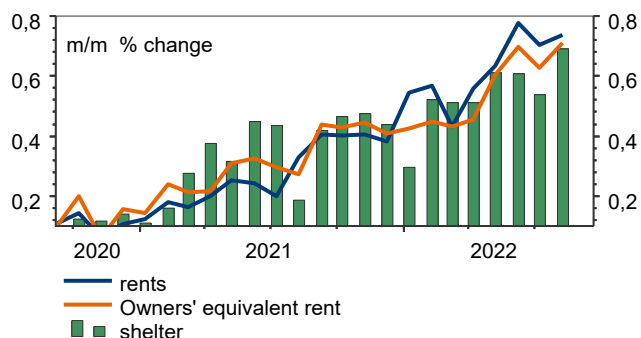
Fonte: Cleveland Fed

**Prezzi dei servizi core sempre preoccupanti**



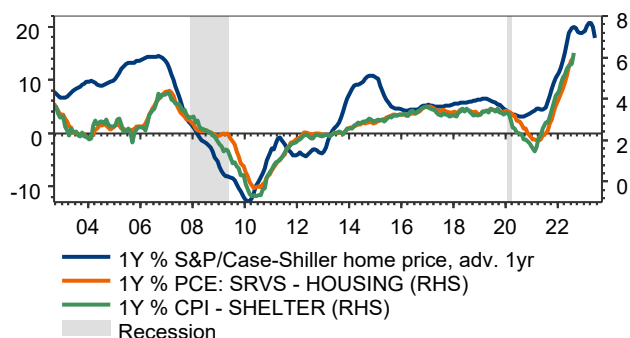
Fonte: BLS

## Pressioni persistenti sulla componente abitazione...



Fonte: BLS

## ... guidate dalla dinamica dei prezzi delle case



Fonte: BLS, S&amp;P

Il **PPI** di agosto ha registrato una contrazione di -0,1% m/m (8,7% a/a). I prezzi al netto di alimentari, energia e commercio sono in rialzo di 0,2% m/m (5,6% a/a). I dati mostrano una netta correzione dei prezzi dei beni (-1,2% m/m), guidata dall'energia, a fronte di un aumento di 0,4% m/m per i servizi.

L'indagine delle **aspettative dei consumatori** condotta dalla NY Fed ad agosto ha rilevato un calo delle aspettative di inflazione a 1 anno a 5,7% da 6,2% di luglio e di quelle a 3 anni a 2,8% da 3,2%, mentre la divergenza fra le opinioni dei partecipanti ha continuato ad aumentare sull'orizzonte a 1 anno, ma è calata su quello a 3 anni. Le aspettative per il mercato del lavoro restano ampiamente positive, con un calo della probabilità che il tasso di disoccupazione sia più alto fra 1 anno e un aumento della probabilità di trovare lavoro. Le **aspettative per il reddito e la spesa** fra 1 anno sono in rialzo. Il miglioramento sul fronte delle aspettative di inflazione va letto, insieme all'aspettativa di consumi e reddito, in aumento, con indicazioni a nostro avviso sempre in linea con un sentiero piuttosto ripido dei tassi nei prossimi mesi.

Le **vendite al dettaglio** di agosto hanno registrato un incremento di 0,3% m/m, con il previsto ampio calo della benzina, dovuto al ritracciamento dei prezzi, più che compensato dalla netta ripresa delle auto (2,8% m/m), da un sorprendente aumento dei materiali da costruzione e da una riaccelerazione delle vendite nel settore della ristorazione. Il dato di luglio è stato rivisto verso il basso e nell'insieme le vendite puntano a una crescita dei consumi modesta nel 3° trimestre.

La **produzione industriale** di agosto ha corretto di -0,2% m/m, spinta verso il basso dalle utility, in calo per motivi climatici, ma con un moderato sostegno del manifatturiero in rialzo di 0,2% m/m. Il comparto auto ha registrato una contrazione di 1,4% m/m, dopo 3,2% m/m di luglio, in parte distorta da fattori di correzione stagionale. I dati confermano il rallentamento dell'attività, senza però segnalare un andamento recessivo. Le prime **indagini del manifatturiero di settembre** hanno mostrato generale debolezza, con l'indice Empire a -1,5 da -31 di agosto e il Philly Fed a -9,9. Le aspettative a sei mesi vedono espansione modesta con prezzi ancora in aumento ma a ritmi più contenuti.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 10 settembre sono scese a 213 mila da 218 mila della settimana precedente, dando ancora segnali positivi per l'andamento del mercato del lavoro.

## Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Ordinativi di macchinari m/m	lug	0.9	%	-0.8	5.3
Produzione industriale m/m finale	lug	1.0	%		0.8
Bilancia commerciale	ago	-1433.9	Mld ¥ JP	-2398.2	-2817.3

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordini di macchinari** di luglio hanno sorpreso ampiamente verso l'alto, con un aumento di 5,3% m/m, dopo 0,9% m/m di giugno. I dati mostrano una netta divergenza fra settori. Il manifatturiero registra una variazione di -5,4% m/m, con una netta contrazione rispetto al 2° trimestre, spinta anche dal calo della domanda estera. Invece, gli ordini nel settore non manifatturiero sono balzati di 15,1% m/m, con indicazioni positive per l'attività, anche alla luce della riduzione dei casi di Covid nel corso dell'estate.

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
EUR	Produzione industriale m/m	lug	1.1	(0.7)	%	-1.0	-2.3
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T2	4.2	(3.2)	%		4.0
EUR	CPI a/a finale	ago	9.1		%	9.1	9.1
EUR	CPI m/m finale	ago	0.1		%	0.5	0.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ago	5.5		%	5.5	5.5
FRA	IPCA m/m finale	ago	0.4		%	0.4	0.5
FRA	IPCA a/a finale	ago	6.5		%	6.5	6.6
FRA	CPI m/m Ex Tob	ago	0.3		%		0.5
GER	CPI m/m finale	ago	0.3		%	0.3	0.3
GER	CPI a/a finale	ago	7.9		%	7.9	7.9
GER	IPCA m/m finale	ago	0.4		%	0.4	0.4
GER	IPCA a/a finale	ago	8.8		%	8.8	8.8
GER	ZEW (Sit. corrente)	set	-47.6			-52.2	-60.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	set	-55.3			-60.0	-61.9
ITA	Produzione industriale m/m	lug	-2.0	(-2.1)	%	0.3	0.4
ITA	Bilancia commerciale (totale)	lug	-2.512	(-2.166)	Mld €		-0.361
ITA	Bilancia commerciale (EU)	lug	0.497	(0.844)	Mld €		2.466
ITA	IPCA a/a finale	ago	9.0		%	9.0	9.1
ITA	IPCA m/m finale	ago	0.8		%	0.8	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ago	0.8		%	0.8	0.8
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ago	8.4		%	8.4	8.4
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	lug	-2.82		Mld €		-2.83
SPA	IPCA a/a finale	ago	10.3		%	10.3	10.5

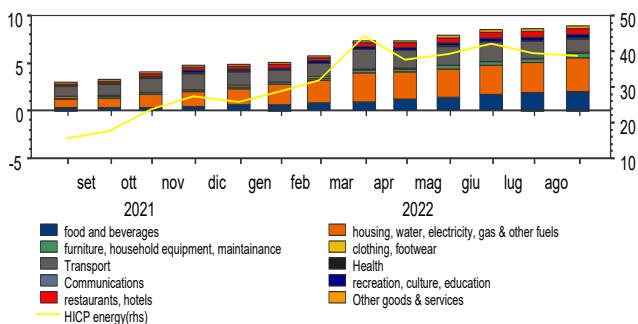
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro.** La seconda lettura conferma che ad agosto **l'inflazione è salita al 9,1% a/a, dall'8,9% registrato a luglio**. Lo spaccato conferma che sono ancora le componenti energia (38,6% a/a) e alimentari (a 10,6% da 9,8% precedente) a trainare l'inflazione. Anche l'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) conferma la brusca accelerazione della stima flash, al 5,5% a/a (+0,7% m/m) dopo il 5% a/a di luglio; l'impennata ha riguardato tanto i servizi (3,8% a/a) quanto i beni industriali non energetici (a 5,1% da 4,5% a/a precedente). **Nel mese i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,6%**, ancora al di sopra dell'usuale profilo stagionale, spinti soprattutto da alimentari lavorati (1,1%) e beni (0,9%).

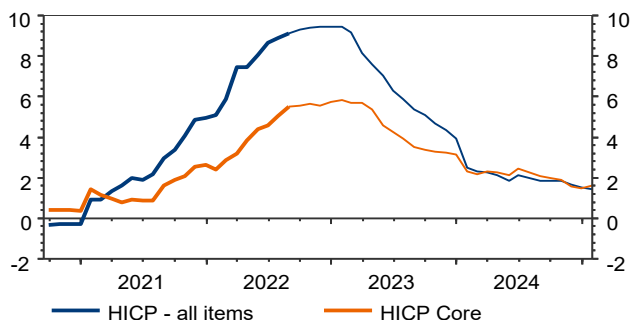
**Sul rialzo di agosto continua a pesare il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici**, come dimostrano l'accelerazione della componente alimentare e la crescita dei beni manufatti ex-energia, nonostante i segnali di attenuazione delle pressioni a monte della catena produttiva. La crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe toccare il picco nel trimestre invernale (9,5%) per poi intraprendere un trend di lenta discesa. In media annua ci aspettiamo un'inflazione all'8,2% nel 2022 e al 6,4% nel 2023.

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



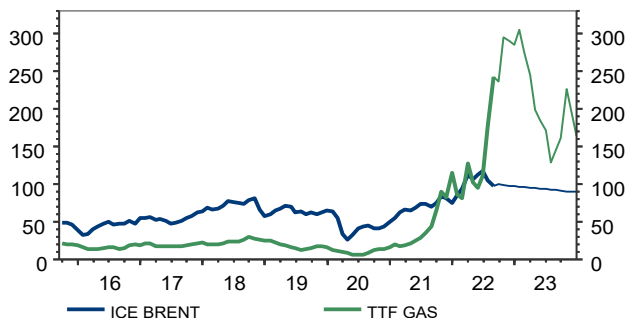
Fonte: Eurostat

**Inflazione generale vs. inflazione sottostante**



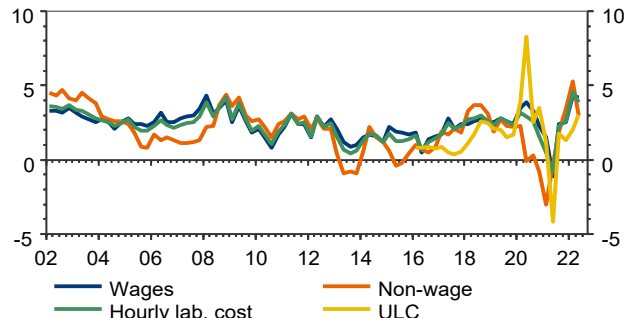
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Il prezzo del gas naturale potrebbe salire ancora nei prossimi mesi**



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

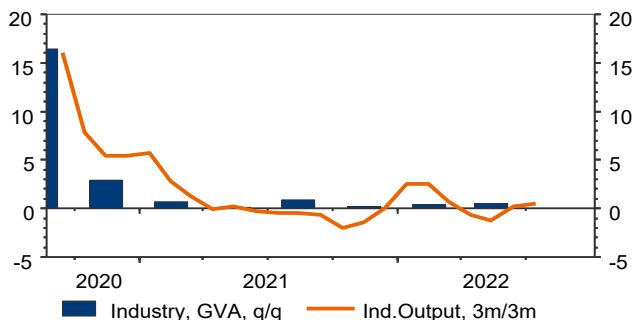
**I salari sono già in accelerazione (sia pure su ritmi inferiori all'inflazione)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

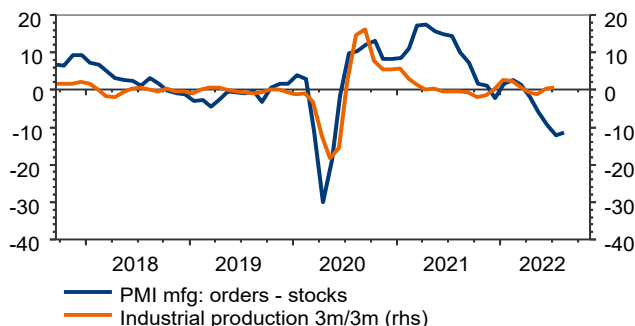
**Area euro.** La **produzione industriale** è calata più del previsto a luglio (-2,3% m/m, dopo il +1,1% di giugno). In termini tendenziali l'output è diminuito di -2,4% da un precedente 2,2%. La flessione è spiegata in gran parte dalla contrazione dei beni capitali (-4,2% m/m) e dei beni di consumo durevoli (-1,6% m/m); di contro, è cresciuta la produzione di energia (+0,4% m/m) e di beni di consumo non durevoli (+1,2% m/m). Il dato di luglio lascia l'output in rotta per una contrazione nel 3° trimestre intorno a -2% t/t. Le deboli prospettive per la domanda nei prossimi mesi, l'inflazione superiore alle attese e le incertezze relative alle forniture di gas sembrano anticipare un calo più accentuato nella parte finale dell'anno.

**Industria in calo a luglio, in rotta per una contrazione nel 3° trimestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

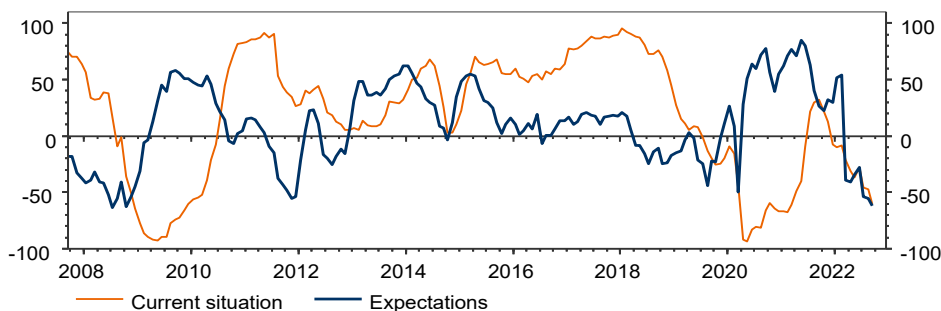
**Le indagini PMI non offrono prospettive incoraggianti per i prossimi mesi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

**Germania.** L'indagine **ZEW** di settembre ha visto un calo sia delle aspettative a sei mesi sull'economia, a -61,9 da -55,3 precedente, che dell'indicatore sulla situazione corrente, a -60,5 da -47,6. L'indice sulle attese è ai minimi dal 2008. Il timore degli analisti è legato alle preoccupazioni sulle forniture di energia in vista dell'inverno e ad una crescita cinese più bassa delle attese, e si riflette in un calo degli ordini, della produzione e delle esportazioni. L'indagine è coerente con una contrazione del PIL tra fine estate e inizio autunno.

**ZEW: nuovo calo delle aspettative a settembre**

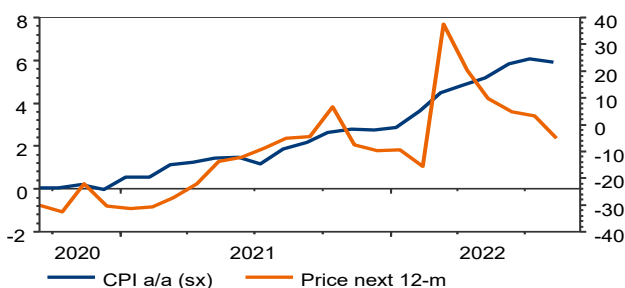


Fonte: ZEW

**Germania.** La **stima finale** ha confermato che ad agosto l'**inflazione** armonizzata è salita all'8,8% a/a, massimo dall'inizio delle rilevazioni (1998), dall'8,5% precedente, e quella nazionale al 7,9% a/a dal 7,5% di luglio, con un ritorno sui massimi dalla riunificazione. La variazione congiunturale è stata di +0,4% m/m sull'indice armonizzato e di +0,3% su quello nazionale. Lo spaccato dell'indice nazionale 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 diffusa anche ai servizi (a 2,2% a/a da 2%). Si conferma invece stabile all'1,8% a/a l'inflazione degli affitti. Nel nostro scenario, in media annua sull'indice armonizzato, **l'inflazione tedesca potrebbe superare l'8% quest'anno e attestarsi intorno al 7% l'anno prossimo.** L'indice core dovrebbe crescere intorno al 5% nel 2022 e rimanere sopra il 4% nel 2023.

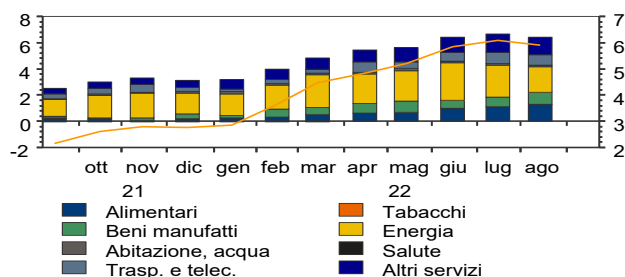
**Francia.** La **stima finale** ha rivisto al rialzo di un decimo l'**inflazione** di agosto rispetto alla lettura preliminare sia sull'indice nazionale, a 5,9% a/a (luglio: 6,1%), che sull'armonizzato, a 6,6% a/a (luglio: 6,8%). Nel mese, i prezzi al consumo sono cresciuti di mezzo punto su entrambe le misure. La flessione di agosto è interamente spiegata dal rallentamento dell'energia (a 22,7% a/a da 28,5% precedente) e degli alimentari freschi (a 3,5% 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). L'inflazione sottostante passa a 4,7% da 4,3% precedente. 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 INSEE

**Si attenuano le pressioni inflazionistiche su energia e alimentari freschi**



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati INSEE

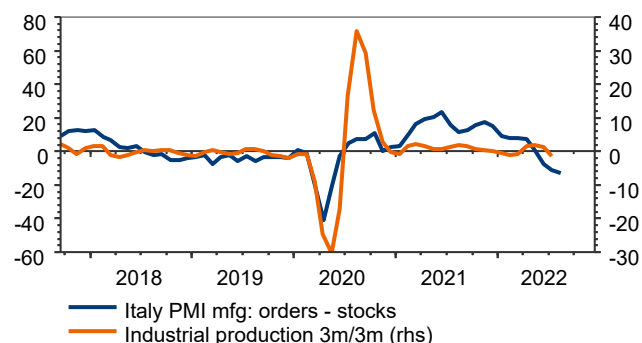
**Italia. La produzione industriale ha mostrato un parziale rimbalzo a luglio** (0,4% m/m) dopo gli ampi cali registrati tra maggio e giugno (rispettivamente -1,2% e -2% m/m). Su base annua, l'output è calato a -1,4% da un precedente -1,1% (corretto per gli effetti di calendario). **L'indice della produzione industriale è ora dell'1,2% al di sopra del livello pre-Covid** (rispetto a febbraio 2020), **ma resta al di sotto dei livelli pre-bellici** (-1,5% rispetto a febbraio 2022).

A luglio **il rialzo mensile è dovuto interamente ai beni strumentali**, che sono rimbalzati del 2% m/m dopo il calo di -3,2% m/m registrato a giugno. Potrebbe aver giocato un ruolo in tal senso la parziale attenuazione delle strozzature all'offerta evidenziata dalle indagini. Tutti gli altri raggruppamenti principali di industrie hanno subito un calo della produzione nel mese, in particolare i beni durevoli (-1,9% m/m dopo il -2,7% precedente). Tuttavia, su base annua sono proprio i durevoli a guidare la ripresa (3,9%), seguiti dall'energia (3,2%). Il dettaglio per settore mostra che, a parte il comparto della raffinazione (+15% sull'annuo), gli unici settori in crescita significativa rispetto a un anno prima sono il farmaceutico e il tessile (rispettivamente +3,3% e +1,4% a/a). **Sul versante negativo si collocano due dei comparti più energivori: metalli** (-8,1% a/a) **e gomma e plastica** (-6,8%).

**Nonostante il rimbalzo di luglio, la produzione industriale è in rotta per una contrazione di -1,4% t/t nel 3° trimestre** (in caso di stagnazione in agosto e settembre, ma sospettiamo che si possa tornare a registrare un calo nei due restanti mesi del trimestre estivo). Soprattutto, le indagini suggeriscono che la tendenza negativa può continuare, e anzi verosimilmente amplificarsi, nei prossimi mesi. **L'impatto dello shock sui prezzi energetici si sta rivelando più ritardato del previsto** (anche perché il sostegno fornito dagli ordini arretrati sta iniziando solo ora a scemare) e, unitamente ai rischi di razionamento dell'energia, **potrebbe essere più tangibile, in particolare sull'industria, nei mesi a venire.**

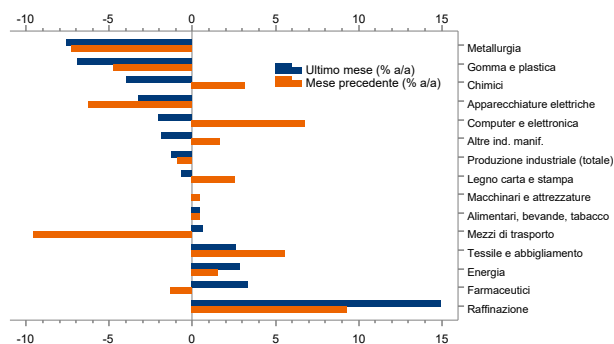
In prospettiva, dopo un 1° semestre robusto, **vediamo una possibile contrazione del PIL in termini congiunturali** nei prossimi trimestri, verosimilmente tra fine 2022 e inizio 2023, quando ci aspettiamo il picco dei prezzi del gas; la ripresa dell'attività economica, nello scenario di base, potrebbe cominciare a partire dalla prossima primavera. Di conseguenza, abbiamo recentemente rivisto al rialzo la nostra previsione sul PIL annuo 2022, dal 3% al 3,5%, ma **abbiamo tagliato di un punto percentuale la nostra stima per il 2023 (dall'1,6% allo 0,6%)**. I rischi su questa stima sono chiaramente orientati verso il basso.

**L'industria ha mostrato una certa resistenza a luglio, ma le indagini suggeriscono che il settore possa tornare a contrarsi nei prossimi mesi**



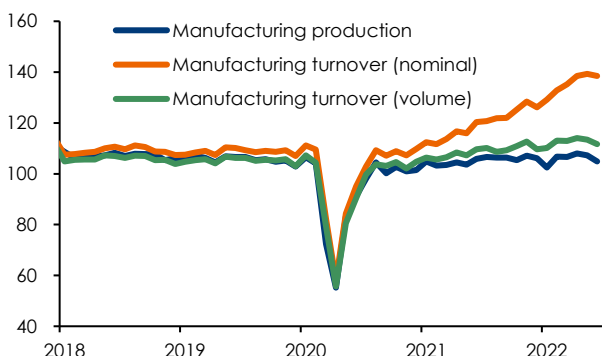
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

**Tra i settori maggiormente in difficoltà su base annua, due comparti energivori come metalli e gomma/plastica**



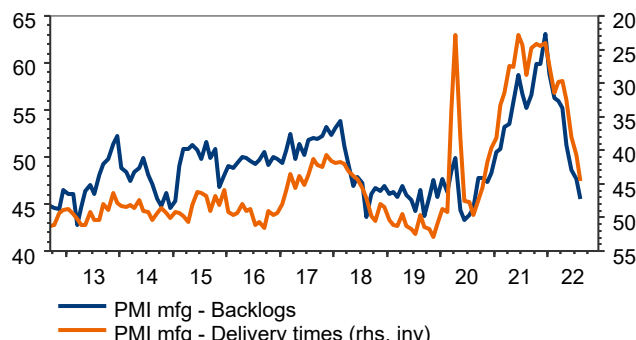
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**L'aumento del fatturato è dovuto quasi esclusivamente all'effetto della crescita dei prezzi...**



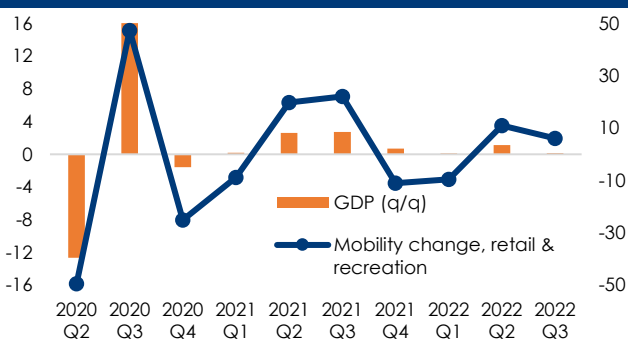
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**...e il supporto derivante dagli ordini arretrati sta iniziando a diminuire (ma si attenuano anche i ritardi nei tempi di consegna)**



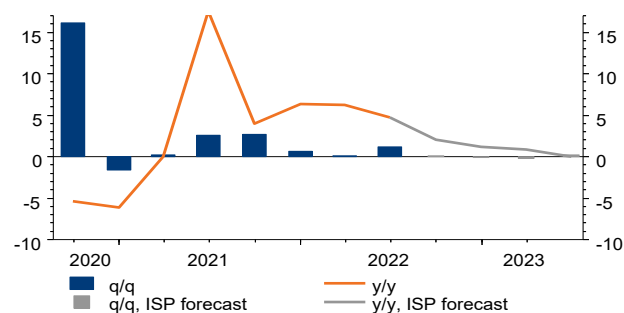
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Il balzo del PIL nel 2° trimestre (+1,1% t/t) era dovuto alla maggiore mobilità personale dopo il rientro dell'ondata invernale di Covid**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

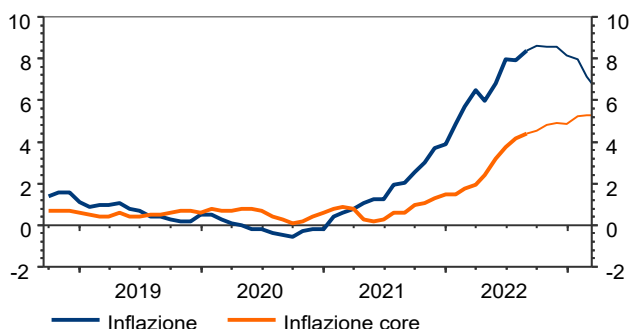
**Ma in prospettiva, l'impatto ritardato dello shock energetico, soprattutto sull'industria, potrebbe causare una contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023**



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

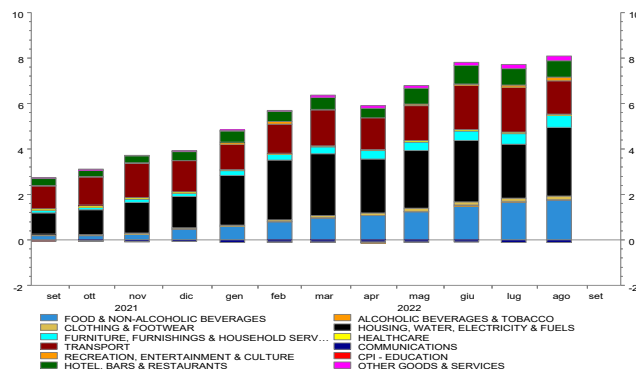
**Italia.** La **stima finale dei prezzi al consumo** di agosto ha confermato il dato preliminare dell'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC, all'8,4% a/a da 7,9% di luglio, e rivisto al rialzo di un decimo l'inflazione armonizzata, al 9,1% a/a (luglio: 8,4%). Sia l'inflazione complessiva che il "carrello della spesa" (al 9,6% a/a) sono ai massimi dalla metà degli anni '80. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,8% m/m sul CPI e di 0,9% m/m sull'IPCA. 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 +10,4%); crescono anche i beni durevoli (da 3,3% a 4,2%). I servizi salgono lievemente (da 3,6% a 3,8%), mentre rallentano i servizi relativi ai trasporti (da 8,9% a 8,4%); l'inflazione di fondo si conferma al 4,4% a/a da un precedente 4,1%, ma ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. In media annua l'inflazione è attesa chiudere il 2022 al 7,9% (sull'armonizzato) per poi moderare al 6% nel prossimo anno.

## 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.** I dati sul **commercio estero** di luglio hanno mostrato un rimbalzo su base congiunturale per le esportazioni (4,1% m/m dopo il -1,9% di giugno) e un'accelerazione per le importazioni (3,4% da 2,6% precedente). Il rimbalzo dell'export è spiegato per oltre la metà dai beni strumentali, anche grazie alla vendita di mezzi di navigazione marittima. Entrambi i flussi rallentano lievemente ma mantengono una dinamica molto vivace su base annua (export 18%, import 44%), che però è spiegata esclusivamente dai prezzi: in volume, l'export risulta in calo rispetto a un anno prima (-4%) e l'import è sostanzialmente stagnante (0,6%). Il saldo commerciale registra l'ottava contrazione mensile consecutiva, che porta il saldo cumulato degli ultimi 12 mesi in territorio negativo per la prima volta da oltre 10 anni (-6,8 miliardi: il saldo era positivo per 68,4 miliardi un anno prima). Il deficit energetico si sta ampliando, avendo raggiunto a luglio -11,1 miliardi in termini destagionalizzati (contro i -3,6 mld di luglio 2021 e -1,9 mld di luglio 2020).

## Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	ago	3.5	%	3.6
Vendite al dettaglio cumulato a/a	ago	-0.21	%	0.48
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ago	5.7	%	5.8
Produzione industriale a/a	ago	3.8	%	4.2
Vendite al dettaglio a/a	ago	2.7	%	5.4

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

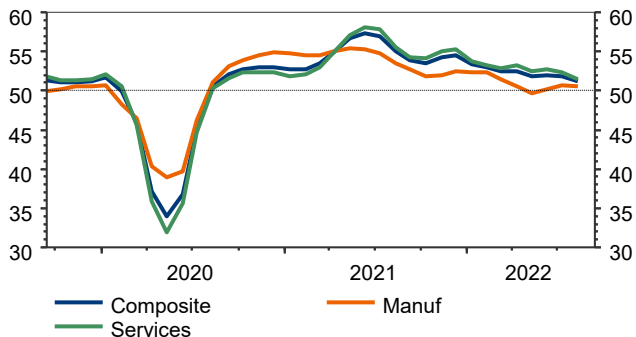
**Cina.** Ad eccezione del mercato immobiliare che ha continuato a contrarsi, i dati relativi al mese di agosto hanno registrato variazioni tendenziali superiori alle attese di consenso, favoriti in gran parte da un effetto base favorevole. Mentre prosegue l'accelerazione degli investimenti, i consumi rimangono, però, deboli, frenati anche dalle varie misure di contenimento dei contagi estese, poi, a settembre. La **produzione industriale** è salita del 4,2% in agosto, in accelerazione rispetto al 3,8% a/a contro attese di stabilità, trainata dalle imprese statali e da quelle a capitale straniero, con un ritmo di crescita mensile sostanzialmente stabile rispetto a luglio ma ancora sui minimi della serie (0,32% m/m destagionalizzato). Un sostegno eccezionale è venuto dalla produzione di energia elettrica, sostenuta dalla domanda in seguito all'eccezionale ondata di calore che ha colpito il Paese nel corso dell'estate (+15,3% a/a in agosto da 10,4% a/a in luglio, e dalla produzione di auto (+30,5% a/a). In altri comparti la produzione è rallentata o rimasta in calo (tessile, farmaceutica). Il recupero della produzione nel settore dei **servizi** resta più contenuto (1,8% a/a da 0,6% a/a in luglio). Il rimbalzo delle **vendite al dettaglio** da 2,7% a/a in luglio a 5,4% a/a in agosto è stato sostenuto sostanzialmente da un forte effetto base favorevole; la variazione mensile è stata invece marginalmente negativa (-0,05% m/m) per il secondo mese consecutivo (-0,12% m/m in luglio) e la fiducia dei consumatori in luglio è ulteriormente diminuita. Sul mercato del lavoro il **tasso di disoccupazione** urbano è calato da 5,4% in luglio a 5,3% in agosto, seppur accompagnato da una discesa dei nuovi occupati. Gli **investimenti fissi nominali**



sono saliti del 5,8% a/a nei primi otto mesi dell'anno, registrando un aumento dal 3,6% a/a in luglio a 6,4% a/a in agosto, sostenuto dall'accelerazione degli investimenti delle imprese statali, del manifatturiero e delle infrastrutture, mentre quelli del **settore immobiliare** hanno registrato un'ulteriore contrazione (da -12,1% a/a in luglio a -13,8% in agosto), accompagnata da un altro calo mensile dei prezzi delle abitazioni di nuova costruzione (-0,3% m/m in agosto da -0,1% m/m in luglio) esteso a un maggiore numero di città.

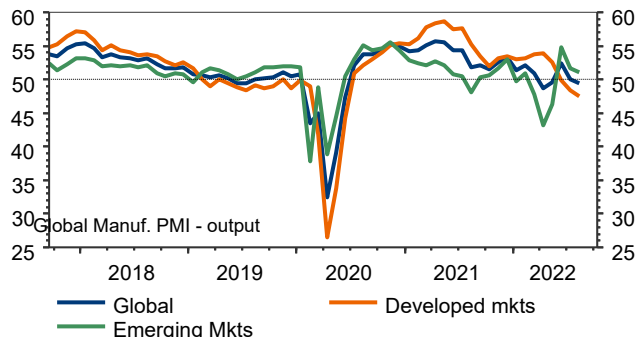
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



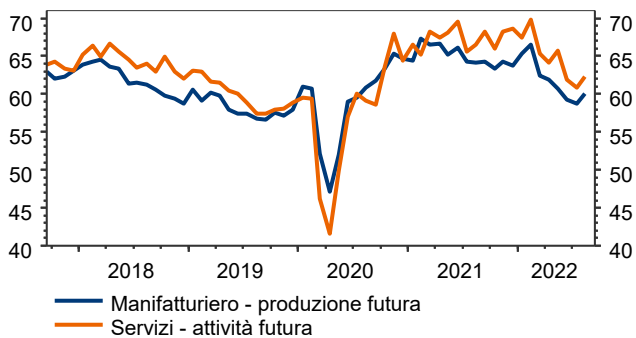
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



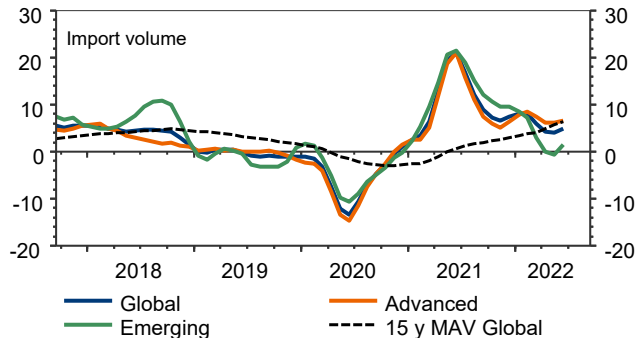
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



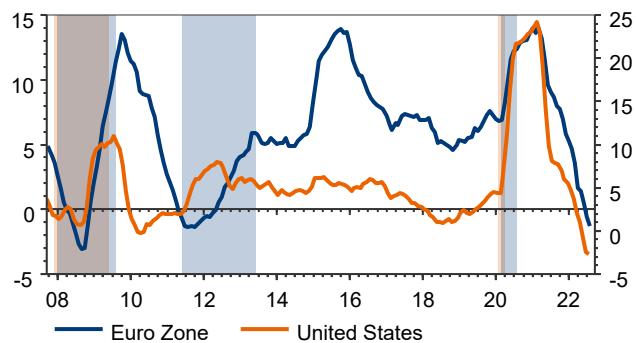
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



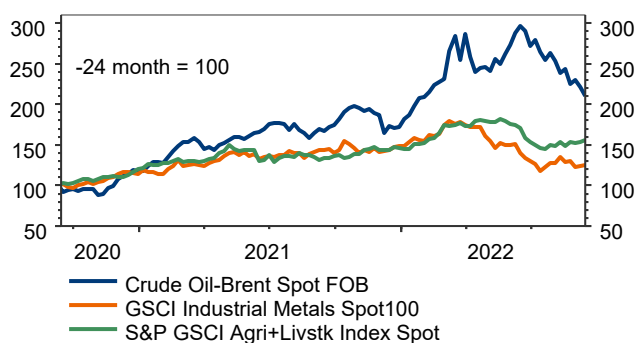
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

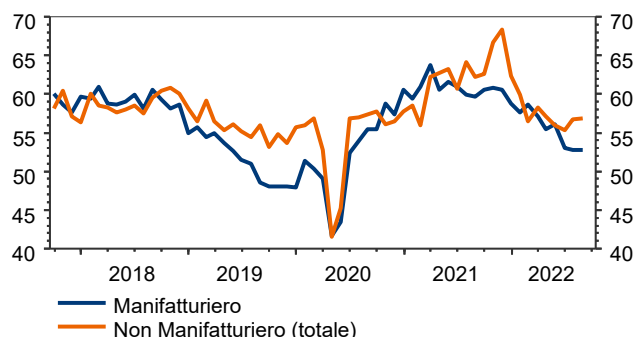
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

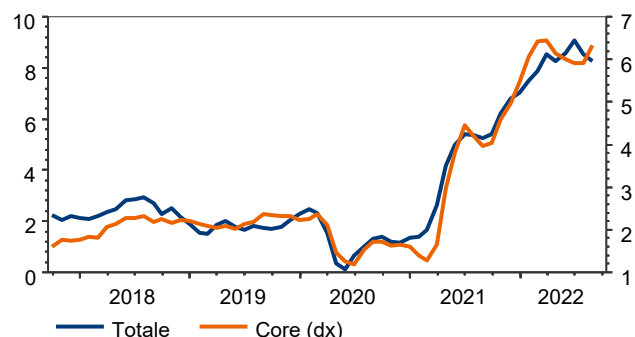
## Stati Uniti

## Indagini ISM



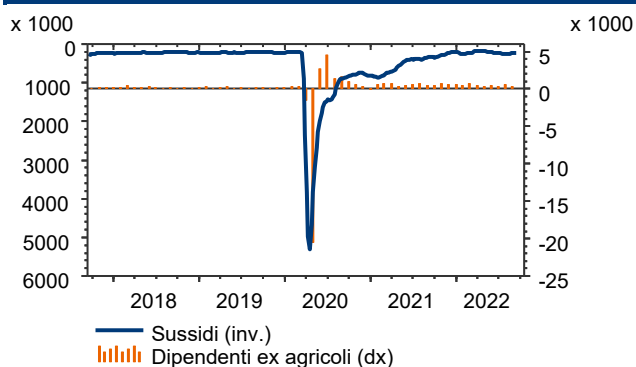
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



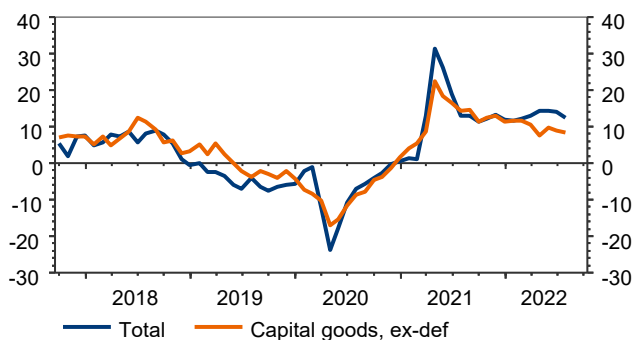
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

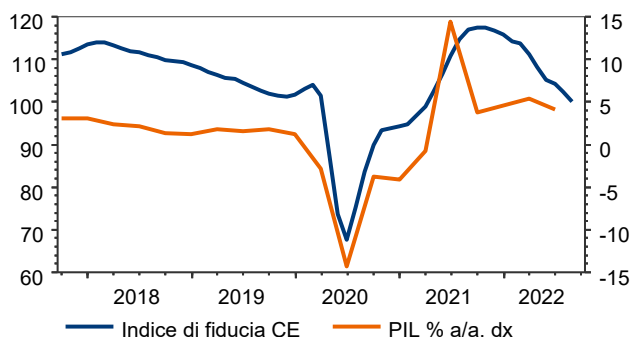
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				T2	T3	T4
				T1	T2	T3
				T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	1.8	0.4	12.2	4.9	5.5
- trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9
Consumi privati	7.9	2.5	0.5	12.0	2.0	2.5
IFL - privati non residenziali	7.4	4.2	0.5	9.2	1.7	2.9
IFL - privati residenziali	9.2	-6.3	-8.1	-11.7	-7.7	2.2
Consumi e inv. pubblici	0.5	-1.5	0.9	-2.0	0.9	-2.6
Esportazioni	4.5	6.6	0.8	7.6	-5.3	22.4
Importazioni	14.0	9.1	-1.7	7.1	4.7	17.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.7	-0.2	-1.7	2.1	5.3
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-4.3	-4.3			
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.9	-4.6	-6.0			
Debito pubblico (% PIL)	150.7	146.6	148.5			
CPI (a/a)	4.7	7.9	4.1	4.8	5.3	6.7
Produzione Industriale	4.9	4.0	0.5	1.6	0.9	1.2
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.4	5.9	5.1	4.2

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

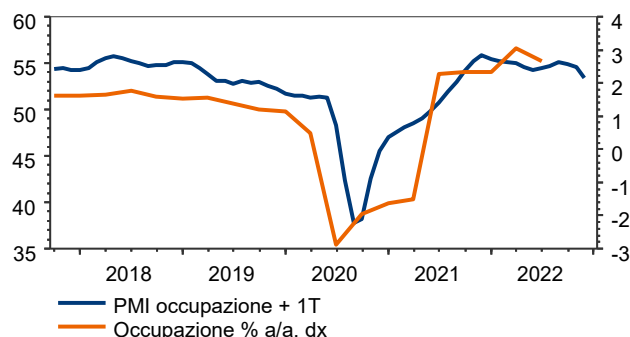
## Area euro

### PIL



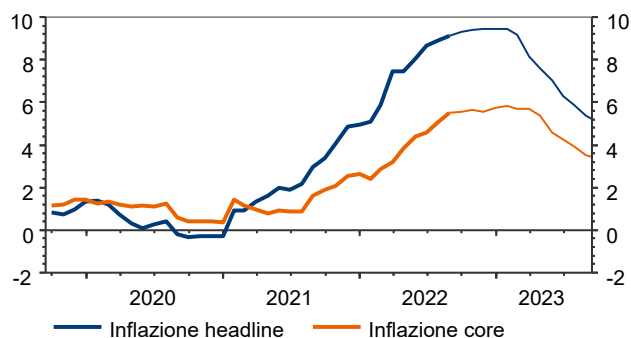
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	9.5
febbraio	0.9	5.9	9.2
marzo	1.3	7.4	8.2
aprile	1.6	7.4	7.6
maggio	2.0	8.1	7.0
giugno	1.9	8.6	6.3
luglio	2.2	8.9	5.9
agosto	3.0	9.1	5.4
settembre	3.4	9.3	5.1
ottobre	4.1	9.4	4.7
novembre	4.9	9.5	4.3
dicembre	5.0	9.5	3.9

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	-0.3
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	1.4	1.9	0.1	0.7	0.2	0.6	0.5	0.4	0.3
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	-0.6	-0.6	-0.2	0.5	0.1	0.0	-0.4	-0.3	-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	6.4	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	9.1	9.4	8.9
Produzione industriale (a/a)	8.0	-1.0	-0.5	23.7	5.9	0.2	-0.3	0.4	-1.1	-3.1	-4.7
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

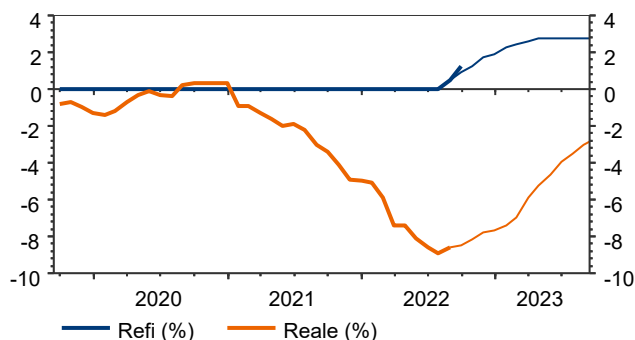
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	15/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>1.25</b>	1.25	2.25	2.75	2.75
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.51	<b>0.68</b>	0.49	1.53	2.17	2.32
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	<b>1.06</b>	0.86	1.79	2.29	2.35

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

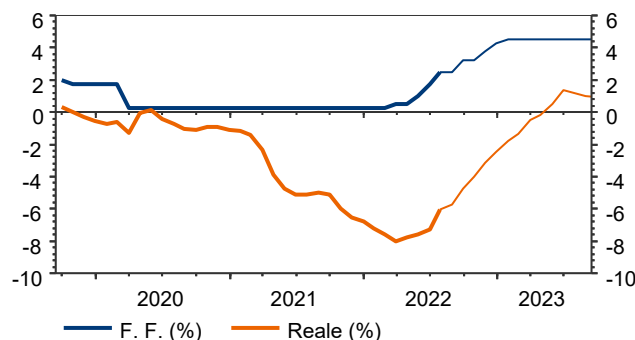


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	15/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.50	1.75	<b>2.50</b>	3.25	4.25	4.50	4.50
OIS 3m	0.12	0.72	2.18	<b>3.49</b>	3.08	4.22	4.47	4.47

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

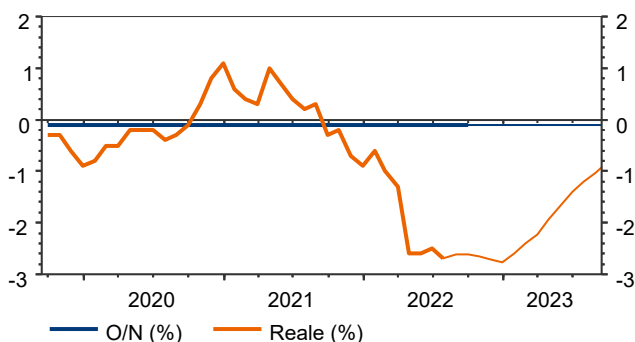


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	dic	mar	giu	15/9	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>-0.01</b>	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

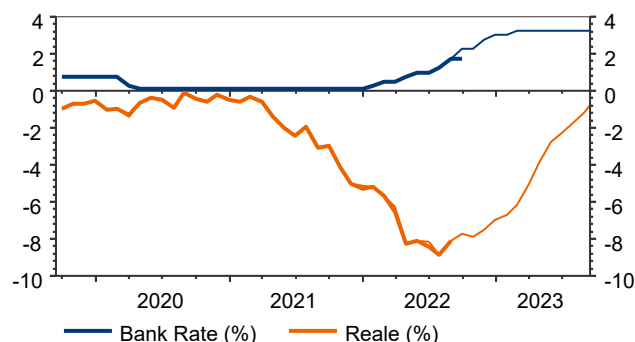


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	15/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	<b>1.75</b>	2.25	3.00	3.25	3.25
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	<b>2.74</b>	2.80	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	16/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.18	1.10	1.04	1.01	<b>0.9975</b>	0.97	0.95	1.02	1.07	1.12
USD/JPY	105	110	118	133	134	<b>143.23</b>	141	142	136	128	124
GBP/USD	1.30	1.38	1.31	1.23	1.21	<b>1.1397</b>	1.12	1.10	1.18	1.24	1.30
EUR/CHF	1.08	1.09	1.03	1.01	0.96	<b>0.9593</b>	0.96	0.95	1.00	1.04	1.08
EUR/JPY	125	129	130	138	136	<b>142.88</b>	137	135	139	137	139
EUR/GBP	0.91	0.85	0.84	0.86	0.84	<b>0.8751</b>	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
---------------	-------	---------------------------------