

Weekly Economic Monitor

Il punto

FOMC: "non c'è un modo indolore per ridurre l'inflazione". La riunione del FOMC ha deciso un altro rialzo dei fed funds di 75pb e fornito segnali *hawkish* per il sentiero dei tassi, con indicazioni di altri interventi ampi nelle prossime due riunioni e un punto di arrivo a 4,75% a inizio 2023. Alziamo di 25pb le nostre previsioni per i fed funds, a 4,5% a fine 2022 e 4,75% a inizio 2023.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati. Le rilevazioni sui prezzi al consumo dovrebbero riportare che a settembre l'inflazione è salita ancora nelle principali economie (e non ci aspettiamo che torni a calare prima dei primi mesi del prossimo anno). Le indagini nazionali di settembre, nonché quelle della Commissione Europea relative al complesso dell'Eurozona, sono attese confermare il quadro di brusco rallentamento del ciclo tra l'estate e l'autunno, sull'onda della crisi geopolitica ed energetica. Il contesto di debolezza congiunturale dovrebbe essere confermato anche dalla terza flessione consecutiva dei consumi di beni in Francia. I dati sul mercato del lavoro dovrebbero infine riportare un tasso di disoccupazione in aumento in Italia e stabile nell'area euro in agosto, mentre i senza-lavoro potrebbero essere aumentati a settembre in Germania.

In settimana i dati di attività in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare per agosto i trend già visti nei mesi scorsi, con ulteriore calo delle vendite di case nuove, quasi-stagnazione degli ordini di beni durevoli, modesto incremento di spesa e reddito personale. Il deflatore dovrebbe essere in marginale rialzo (0,1% m/m) e l'indice core dovrebbe riaccelerare con un rialzo di 0,4% m/m dopo il dato sorprendentemente contenuto di luglio. La fiducia dei consumatori a settembre dovrebbe mostrare una ripresa degli indici delle condizioni correnti e delle aspettative. La stima finale del PIL del 2° trimestre dovrebbe mantenersi modestamente negativa, ma l'aggiornamento annuale dovrebbe mostrare revisioni verso l'alto per i trimestri precedenti.

23 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

Il punto

FOMC: “non c’è un modo indolore per ridurre l’inflazione”. La riunione del FOMC ha deciso un altro rialzo dei fed funds di 75pb e fornito segnali *hawkish* per il sentiero dei tassi, con indicazioni di altri interventi ampi nelle prossime due riunioni e un punto di arrivo a 4,75% a inizio 2023. Alziamo di 25pb le nostre previsioni per i fed funds, a 4,5% a fine 2022 e 4,75% a inizio 2023.

- La riunione del FOMC ha attuato il previsto rialzo di 75pb e confermato il messaggio *hawkish* di Jackson Hole: la riduzione dell’inflazione è l’obiettivo dominante della Fed e verrà perseguito senza esitazioni, a qualunque costo. Il **comunicato stampa** è praticamente identico a quello precedente, rileva “modesta crescita di spesa e produzione”, ma continua a segnalare un mercato del lavoro sotto pressione e un’inflazione elevata e diffusa. Pertanto, restano appropriati “continui” rialzi dei tassi per riportare l’inflazione verso l’obiettivo del 2%.
- L’elemento principale della comunicazione a questa riunione sono le **proiezioni macroeconomiche** aggiornate (v. tabella), con l’estensione del periodo previsivo fino al 2025. Come atteso, lo scenario macroeconomico è rivisto in direzione negativa.
 - La **crescita** subisce una revisione massiccia, con previsioni di 0,2% a/a a fine 2022, a 1,2% a/a nel 2023 e a 1,7% nel 2024, con un ritorno alla crescita di più lungo termine solo nel 2025, a 1,8%. Un elemento importante delle previsioni di crescita è che nonostante la politica monetaria restrittiva prevista, la dinamica del PIL attesa nel 2023 si indebolisce in misura molto contenuta, senza avere i connotati di una chiara recessione.
 - Il **tasso di disoccupazione** è nettamente più elevato nella parte centrale dell’orizzonte previsivo, in rialzo a 4,4% a fine 2023 e 2024, e in modesto calo a 4,3% nel 2025. Lo spostamento verso l’alto della disoccupazione nel 2023 implica un calo di circa 1,2 mln di occupati: questo è il **principale segnale di una possibile recessione nello scenario del FOMC**, nonostante le previsioni non particolarmente pessimistiche sulla crescita.
 - L’**inflazione** è rivista di un paio di decimi verso l’alto fra il 2022 e il 2024, con l’inflazione core a 4,5% a/a a fine 2022, a 3,1% a/a nel 2023 e al 2,1% solo nel 2025. L’aggiustamento macroeconomico è causato da tassi più elevati e dalla crescita sotto il potenziale fra il 2022 e il 2024.
 - Il **sentiero dei tassi** viene spostato ampiamente verso l’alto, anche se permane una notevole dispersione nel grafico a punti (v. grafico). I fed funds sono previsti a 4,4% a fine 2022 e a 4,6% a fine 2023, con una svolta a 3,9% nel 2024 e tassi ancora sopra il livello di più lungo termine nel 2025, a 2,9%. La mediana per il 2022 è solo marginalmente a favore di 4,5%, con 10 punti sopra 4,5% e 9 punti sotto, e segnala incertezza concentrata fra tassi a 4,25% e a 4,5%. Ovviamente, saranno le nuove informazioni a determinare se il prossimo rialzo sarà di 50 o 75pb. Tuttavia, le indicazioni di mercato del lavoro e prezzi per settembre puntano a dati simili a quelli della media degli ultimi mesi, quindi in linea con il mantenimento del ritmo attuale di rialzo anche alla riunione di novembre.

Il messaggio delle proiezioni è chiaro: la Fed intende proseguire con la strategia di anticipare i rialzi in modo da contrastare la possibilità che l’inflazione resti elevata a lungo e da evitare una riedizione degli anni '70, anche a costo di una recessione.

- Nella **conferenza stampa**, Powell ha esordito riaffermando che il Comitato è “fortemente impegnato a riportare l’inflazione sotto controllo” attraverso una politica monetaria “sufficientemente restrittiva”. Powell ha anche detto esplicitamente che il messaggio è lo stesso di quello di Jackson Hole: “continueremo fino a quando il lavoro sarà concluso”. Secondo Powell, l’inflazione ha continuato a sorprendere verso l’alto con una persistenza maggiore di quanto atteso, mentre il mercato del lavoro è rimasto straordinariamente solido. Molte domande hanno riguardato la probabilità e le caratteristiche di una possibile recessione. Powell ha detto di non sapere attribuire una probabilità a una svolta ciclica, ma di ritenere che sia piuttosto elevata, affermando anche che “non c’è un modo indolore per ridurre l’inflazione”.

■ Secondo la Fed, **il rientro dell'inflazione vero il 2% richiede una crescita sotto il trend e un riequilibrio del mercato del lavoro**, ma nello specifico queste condizioni dipenderanno dall'evoluzione dei dati. Powell ha sottolineato il forte disallineamento di domanda e offerta di lavoro e ha riconosciuto che le **posizioni aperte** sono, insieme alle dimissioni, la variabile principale per valutare le condizioni del mercato del lavoro. Per ora i segnali sono di forte disequilibrio, con livelli di domanda record, tuttavia, alcune caratteristiche di questo ciclo potrebbero attutire la profondità dell'aggiustamento richiesto alle variabili reali. In particolare, Powell ha citato tre fattori potenzialmente positivi:

- Le posizioni aperte potrebbero ridursi senza richiedere un drammatico aggiustamento del mercato del lavoro. Questo punto si riassume osservando la curva di Beveridge, che in questo ciclo si è spostata verso l'alto (vedi grafico). Se la relazione fra posizioni aperte e disoccupazione tornasse a essere simile a quella degli ultimi decenni, l'aggiustamento della domanda attraverso una riduzione delle posizioni aperte potrebbe avvenire con un costo relativamente limitato in termini di disoccupazione. Tuttavia, al momento non ci sono indicazioni di spostamento verso il basso della curva.
- Le strozzature all'offerta potrebbero continuare a ridimensionarsi, contribuendo a ridurre l'eccesso di domanda.
- Le aspettative di inflazione sono in calo e possono dare una spinta verso il basso alla dinamica dei prezzi.

■ Il punto più ripetuto durante la conferenza stampa è stato il riferimento alla **necessità di una politica monetaria restrittiva** per riportare l'inflazione sotto controllo. Alle domande riguardo a quanta restrizione sia necessaria e per quanto tempo, Powell ha risposto affermando che la Fed vorrà vedere crescita sotto il trend, mercato del lavoro più debole ed evidenza "convincente" di inflazione in calo prima di rallentare il ritmo dei rialzi e fermarsi. A suo avviso la Fed intende mantenere i tassi fermi "per un certo tempo" in modo da essere sicura che l'inflazione sia definitivamente in calo. Le nuove previsioni incorporano tassi a 4,5% a fine 2022 e a 4,75% nel 2023, coerenti con **un rialzo da 75pb a novembre, uno da 50pb a dicembre e uno da 25pb a febbraio 2023**. Alziamo di 25pb le nostre previsioni per fine 2022, allineandole con quelle del FOMC e portiamo il punto di arrivo a 4,75% a inizio 2023.

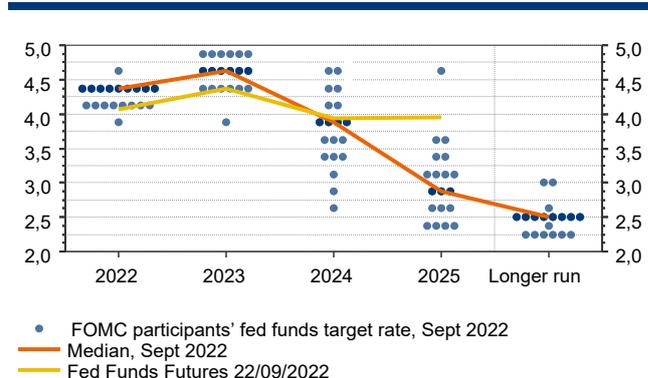
■ In conclusione, il messaggio del FOMC è invariato e credibile: **la stabilità dei prezzi è l'obiettivo dominante** e richiede un costo inevitabile in termini di crescita e occupazione. Sul fronte dell'economia reale, una **recessione sarà, a nostro avviso, difficilmente evitabile nel 2023**.

Proiezioni macroeconomiche dei presidenti delle Federal Reserve Bank regionali e dei presidenti del Board

Variable	Median				Longer run
	2022	2023	2024	2025	
Real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.4	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

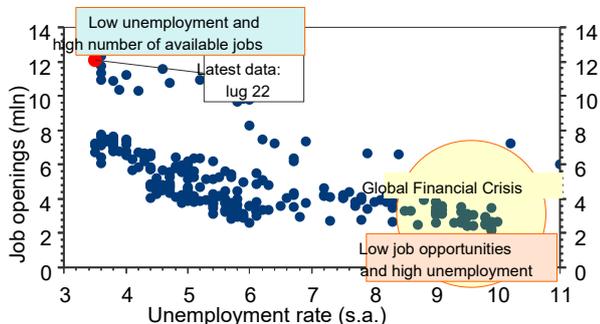
Fonte: Federal Reserve Board, settembre 2022

Nuovo balzo verso l'alto per il grafico a punti



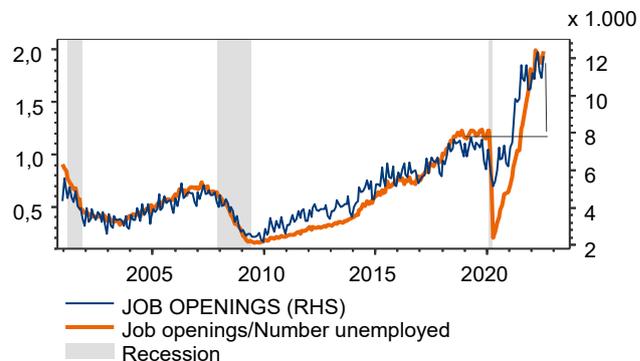
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

La curva di Beveridge si è spostata verso l'alto in questo ciclo: la profondità di una futura recessione dipenderà da quanto salirà la disoccupazione con l'inevitabile riduzione delle posizioni aperte



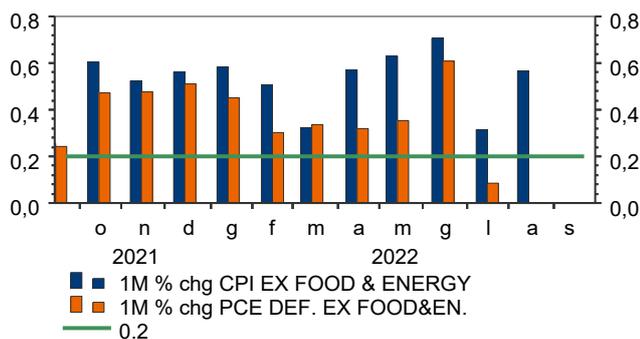
Fonte: BLS

Se le posizioni aperte scenderanno verso i livelli pre-pandemici, il tasso di disoccupazione dovrebbe risalire verso 4,6%



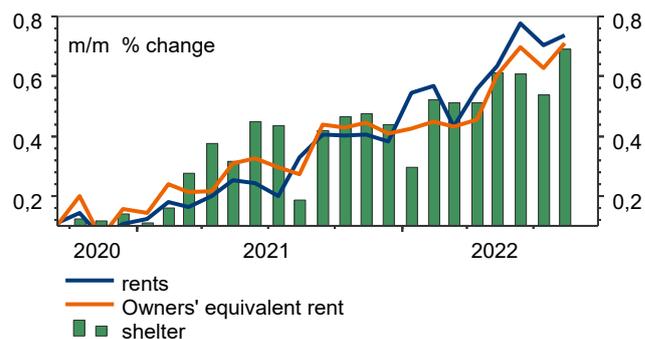
Fonte: BLS

La Fed vuole vedere evidenza convincente di rallentamento della dinamica mensile: per ora non ce n'è traccia



Fonte: BLS, BEA

Il trend del costo dell'abitazione è rigido e richiederà tempo prima di rallentare, frenando la disinflazione



Fonte: BLS

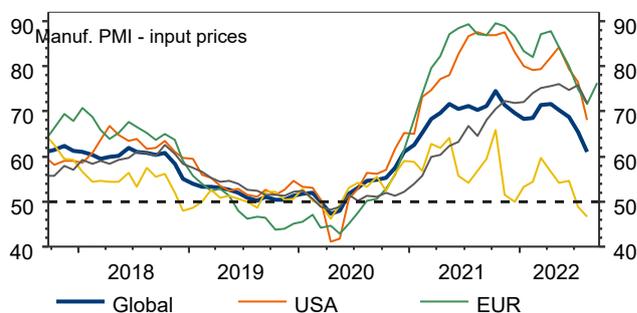
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



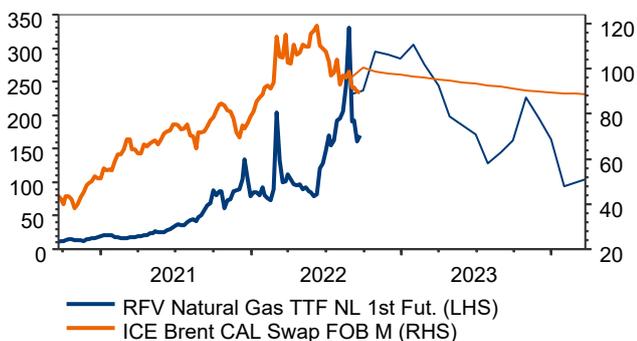
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



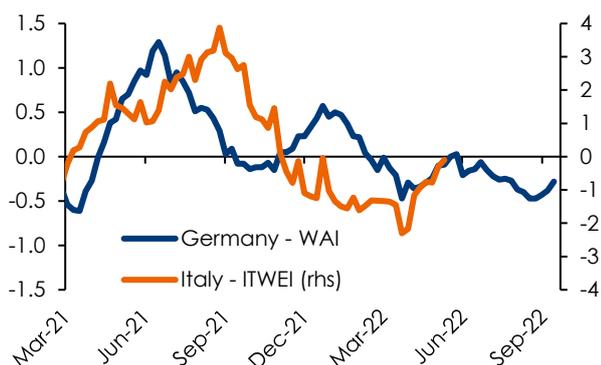
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



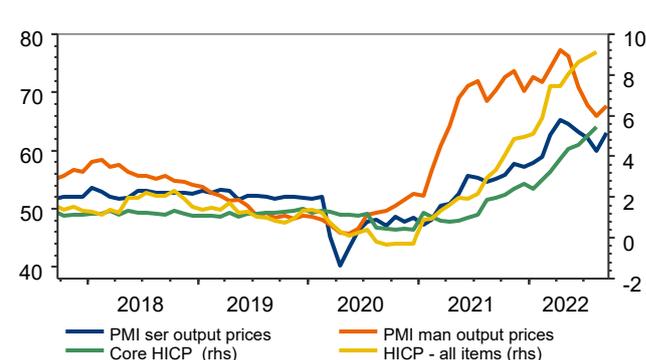
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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



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

Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati. Le rilevazioni sui prezzi al consumo dovrebbero riportare che a settembre l'inflazione è salita ancora nelle principali economie (e non ci aspettiamo che torni a calare prima dei primi mesi del prossimo anno). Le indagini nazionali di settembre, nonché quelle della Commissione Europea relative al complesso dell'Eurozona, sono attese confermare il quadro di brusco rallentamento del ciclo tra l'estate e l'autunno, sull'onda della crisi geopolitica ed energetica. Il contesto di debolezza congiunturale dovrebbe essere confermato anche dalla terza flessione consecutiva dei consumi di beni in Francia. I dati sul mercato del lavoro dovrebbero infine riportare un tasso di disoccupazione in aumento in Italia e stabile nell'area euro in agosto, mentre i senza-lavoro potrebbero essere aumentati a settembre in Germania.

In settimana i dati di attività in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare per agosto i trend già visti nei mesi scorsi, con ulteriore calo delle vendite di case nuove, quasi-stagnazione degli ordini di beni durevoli, modesto incremento di spesa e reddito personale. Il deflatore dovrebbe essere in marginale rialzo (0,1% m/m) e l'indice core dovrebbe riaccelerare con un rialzo di 0,4% m/m dopo il dato sorprendentemente contenuto di luglio. La fiducia dei consumatori a settembre dovrebbe mostrare una ripresa degli indici delle condizioni correnti e delle aspettative. La stima finale del PIL del 2° trimestre dovrebbe mantenersi modestamente negativa, ma l'aggiornamento annuale dovrebbe mostrare revisioni verso l'alto per i trimestri precedenti.

Lunedì 26 settembre

Area euro

- **Germania.** Il difficile contesto geopolitico, il surriscaldamento dei prezzi e i timori per le forniture energetiche dovrebbero portare a un calo dell'indice **IFO** di settembre, atteso a 87,5 da 88,5 di agosto. Le aspettative sono viste quasi invariate, a 79,9 punti da 80,3; le valutazioni sulla situazione corrente, invece, potrebbero mostrare una correzione più ampia, a 95,3 da 97,5 di agosto. Ci aspettiamo che il deterioramento del morale risulti diffuso a tutti i settori.

Martedì 27 settembre

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** (prel.) a settembre sono previsti in calo di -0,3% m/m, con un contributo positivo dell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero calare di -0,6% m/m, dando indicazioni di quasi stagnazione in termini nominali.
- Le **vendite di case nuove** ad agosto dovrebbero proseguire sul trend in calo, con una contrazione a 500 mila da 511 mila di luglio. Il trend di contrazione delle vendite dovrebbe rallentare, alla luce del fortissimo aumento delle scorte di case sul mercato, sui livelli del 2008 in percentuale delle vendite, e del calo del trend dei prezzi in atto da fine 2021.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a settembre dovrebbe risalire a 105 da 103,2 di agosto, con indicazioni di ripresa sia per le condizioni correnti sia per le aspettative. Tutte le indagini di fiducia hanno segnato una ripresa moderata dai minimi di giugno, grazie al calo del prezzo della benzina. Un elemento rilevante dell'indagine è la valutazione del mercato del lavoro che dovrebbe rimanere su livelli storicamente elevati.

Mercoledì 28 settembre

Area euro

- **Francia.** A settembre, la **fiducia dei consumatori** è attesa nuovamente in calo, a 80 da 82 del mese precedente (se si esclude il mese di luglio, si tratta dei livelli più bassi dal 2013). Sul morale delle famiglie dovrebbe incidere negativamente l'elevata inflazione, ormai diffusa sia

ai beni che ai servizi. Anche l'indice delle aspettative di disoccupazione, su livelli storicamente bassi, potrebbe mostrare un peggioramento a settembre.

- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** è attesa in calo a settembre, sull'onda della recrudescenza della crisi geopolitica ed energetica. Il morale dei consumatori, dopo l'inatteso rimbalzo a 98,3 ad agosto, è visto tornare a calare a settembre, stimiamo a 94 (sarebbe un minimo dai mesi del primo lockdown). La fiducia delle aziende è vista deteriorarsi ancora nel settore manifatturiero (a 103,5 da 104,3, si tratterebbe di un minimo da marzo 2021) ma anche per quanto concerne l'indice composito IESI (che stimiamo a 108,5 da 109,4 precedente); infatti, il commercio al dettaglio potrebbe correggere dopo il rimbalzo a sorpresa di agosto, e il settore delle costruzioni sembra aver intrapreso un trend di rallentamento.

Giovedì 29 settembre

Area euro

- **Area euro.** L'indice composito di fiducia economica **ESI** della Commissione Europea è atteso restare al di sotto della media di lungo periodo per il terzo mese a settembre, e calare ulteriormente a 96 da un precedente 97,6. Le indagini dovrebbero quindi confermare che la ripresa è ormai in stallo, con indicazioni di frenata diffuse all'industria (a -1,3 da 1,2) e ai servizi (a 7,6 da 8,7), nonché a costruzioni e commercio al dettaglio.
- **Germania.** A settembre i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita di sei decimi sull'indice armonizzato UE e di 0,8% sull'indice domestico. L'incremento congiunturale dovrebbe essere ancora trainato dai prodotti energetici visto l'aumento dei carburanti. La tendenza annua è attesa salire all'8,7% dal 7,9% precedente sulla misura nazionale e al 9,2% dall'8,8% di agosto su quella armonizzata. In media annua, l'inflazione armonizzata dovrebbe attestarsi intorno all'8,1% nel 2022 e al 6,9% nel 2023, in un contesto di ampia incertezza.

Stati Uniti

- La lettura finale del **PIL del 2° trimestre** dovrebbe mostrare una variazione di -0,6% t/t ann., come nella seconda stima. Il Bureau of Economic Analysis pubblicherà l'aggiornamento annuale dei conti nazionali, con revisioni ai dati dal 1° trimestre 2017 al 1° trimestre 2022. È probabile che il PIL venga rivisto verso l'alto almeno fra metà 2021 e inizio 2022, come già avvenuto con l'aggiornamento dei dati di occupazione. Se questo sarà il caso, la previsione per la crescita del 2022 sarebbe spinta verso l'alto, a causa del peso elevato della variazione del 1° trimestre su quella annua, rispetto alla nostra aspettativa corrente di 1,8%.

Venerdì 30 settembre

Area euro

- **Area euro.** L'**inflazione** è attesa toccare un nuovo massimo a settembre: l'indice *headline* dovrebbe salire al 9,3% a/a da 9,1% precedente, mentre la dinamica *core* BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è vista accelerare al 5,6% da 5,5% di agosto. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere cresciuti di 0,7%, ancora sopra l'usuale profilo stagionale. Nelle nostre stime, l'inflazione continuerà a salire nei prossimi mesi, sino a toccare un picco a 9,5% tra fine autunno e inizio inverno. A partire da marzo è possibile che inizi una fase discendente guidata da un parziale rientro dei prezzi energetici e in particolare del gas naturale. In media annua l'inflazione dovrebbe attestarsi all'8,2% nel 2022 e scendere solo di poco, al 6,4%, nel 2023, tornando sotto la soglia del 2% solamente nel 2024.
- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** potrebbe restare stabile al minimo storico di 6,6% ad agosto. Le indagini di fiducia pur restando su livelli espansivi iniziano a mostrare un rallentamento delle intenzioni di assunzione che dovrebbe riflettersi sui dati occupazionali a partire dall'autunno. Ci aspettiamo però che l'aumento della disoccupazione possa risultare complessivamente moderato (vediamo un tasso dei senza-lavoro al 6,9% nella prima metà del 2023).

- **Germania.** A settembre, il **tasso di disoccupazione** è atteso salire al 5,6%. Le indagini PMI hanno mostrato un lieve calo nelle intenzioni di assunzione sia nell'industria che nei servizi, che si rifletterà in un graduale aumento del tasso dei senza lavoro nei prossimi mesi.
- **Francia.** A settembre l'**inflazione** è attesa salire a 6,1% da 5,9% precedente sul CPI e a 6,7% a/a da 6,6% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero mostrare una stagnazione sull'indice domestico e un calo di -0,1% m/m sull'IPCA, per via della contrazione dei prodotti energetici. Il grado di incertezza è particolarmente elevato ma, in media annua, l'inflazione dovrebbe sfiorare il 6% (sull'indice armonizzato) nel 2022 e restare sopra il 5% nel 2023.
- **Italia.** Il **tasso di disoccupazione** potrebbe salire di un decimo all'8% ad agosto. Il calo di luglio era dovuto a un aumento degli inattivi, in un contesto di calo degli occupati. Le indagini hanno cominciato a segnalare una flessione delle intenzioni di assunzione. A nostro avviso, in conseguenza del rallentamento del ciclo ormai avviato, nei prossimi mesi la disoccupazione potrebbe salire di circa un punto rispetto ai livelli attuali, toccando un picco attorno a 8,8% tra fine inverno e inizio primavera.
- **Italia.** L'**inflazione** potrebbe salire ancora a settembre, toccando un nuovo massimo dalla metà degli anni '80, a 8,8% a/a sull'indice nazionale e a 9,5% sull'armonizzato. Nel mese i prezzi al consumo sarebbero cresciuti di due decimi sul NIC e di 1,7% m/m sull'IPCA. Il picco, nel nostro scenario di base, sarebbe raggiunto tra settembre e novembre, ma l'inflazione è attesa rimanere elevata in media d'anno anche nel 2023 (a 5,3% sul NIC e 6% sull'IPCA, nelle nostre stime).
- **Francia.** Ad agosto, i **consumi privati** dovrebbero riportare un nuovo calo, stimiamo di -0,5% m/m (si tratterebbe del terzo dato negativo mensile consecutivo). Sulla spesa privata dovrebbe pesare la contrazione dei consumi di beni durevoli e alimentari, a fronte di una sostanziale stabilità della spesa energetica. Se confermato, il dato lascerebbe i consumi in rotta per una contrazione pari a -0,9% t/t nel trimestre estivo.

Stati Uniti

- La **spesa personale** ad agosto dovrebbe essere in rialzo di 0,2% m/m, dopo 0,1% m/m, con un calo nel comparto dei beni dovuto all'ampia correzione della benzina e una variazione più sostenuta per i servizi. Il **reddito personale** è previsto in aumento di 0,3% m/m, con conferme di una ripresa della dinamica mensile del reddito reale, come già visto a luglio. Il **deflatore** dovrebbe registrare una variazione di 0,1% m/m (6% a/a), mentre l'indice **core** dovrebbe riaccelerare, con un aumento di 0,4% m/m (4,7% a/a) dopo 0,1% m/m di luglio. Le misure di inflazione da monitorare per prevedere l'andamento dei prezzi e della politica monetaria sono la mediana e la media troncata sia per il CPI sia per il deflatore, che danno il quadro della dispersione dei rincari di dimensione elevata.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (26 – 30 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 26/9	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim.		set	51.5		
	10:00	GER	IFO	**	set	88.5	87.1	87.5
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		set	97.5	96.0	95.3
	10:00	GER	IFO (attese)		set	80.3	78.6	79.9
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		set	-5.8		
Mar 27/9	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non-EU)		ago	-2.8	Mld €	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	ago	5.5	%	5.5
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim.	*	ago	-0.1	%	-1.1
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim.	*	ago	0.2	%	-0.6
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		lug	18.6	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		lug	0.1	%	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	ago	0.511	Mln	0.500
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	set	103.2		104.0
Mer 28/9	08:00	GER	Fiducia consumatori		ott	-36.5		-38.8
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		set	82		80
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		set	98.3		95.8
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	set	104.3		102.1
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		lug	-0.2	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		lug	18.0	%	
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim.		ago	-90.2	Mld \$	
Gio 29/9	08:00	GB	PIL t/t finale		T2	prel -0.1	%	-0.1
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim.		set	10.5	%	10.1
	10:30	GB	Credito al consumo		ago	1.425	Mld £	
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	set	97.6		96.0
	11:00	EUR	Fiducia servizi		set	8.7		7.6
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		set	prel -28.8		-28.8
	11:00	EUR	Fiducia industria		set	1.2		-0.5
	11:00	ITA	PPI a/a		ago	36.9	%	
	11:00	ITA	PPI m/m		ago	5.0	%	
	14:00	GER	IPCA a/a prelim.	*	set	8.8	%	9.8
	14:00	GER	IPCA m/m prelim.	**	set	0.4	%	0.7
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim.	*	set	7.9	%	9.3
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim.	**	set	0.3	%	0.9
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T2	prel 4.4	%	
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T2	prel 9.0	%	
	14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T2	prel -0.6	%	-0.6
14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	213	x1000		
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.379	Mln		
Ven 30/9	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		ago	2.6	%	2.5
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		ago	1.3		1.3
	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		ago	2.4	%	2.8
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim.		ago	0.8	%	0.2
	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	set	49.4		
	03:30	CN	PMI composito - Caixin		set	51.7		
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		set	52.6		
	03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	set	49.5		
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		set	32.5		
	08:00	GER	Prezzi import a/a		ago	28.9	%	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	ago	1.9	%	-1.0
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		ago	-2.6	%	-5.1
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	ago	-0.8	%	-0.5
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim.	*	set	6.6	%	6.8
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	set	28	x1000	20
09:55	GER	Tasso di disoccupazione		set	5.5	%	5.6	

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 dei dati macroeconomici (26 – 30 settembre) - continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Ven	30/9	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	ago	7.9	%	7.9	8.0
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	*	set	8.4	%		8.8
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	**	set	0.8	%		0.2	
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim.	*	set	9.1	%	9.5	9.5	
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim.	**	set	0.9	%	1.7	1.7	
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	set	9.1	%	9.6	9.3	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	set	5.5	%		5.6	
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	ago	6.6	%	6.6	6.6	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	ago	0.1	%		0.4	
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	ago	0.1	%	0.2	0.2	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	ago	4.6	%		4.7	
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	ago	6.3	%		6.0	
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		ago	0.2	%	0.3	0.3	
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	set	52.2				
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		set	prel 59.5		59.5	60.0	

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

Calendario degli eventi (26 settembre – 1° ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	26/9	09:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		11:00	EUR	* L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
		15:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		16:00	USA	Discorso di Collins (Fed)
		16:30	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		18:00	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
		22:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Mar	27/9	12:15	USA	Discorso di Evans (Fed)
		12:50	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		13:00	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		13:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		13:30	USA	* Discorso di Powell (Fed)
		13:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
Mer	28/9	15:15	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		02:35	USA	Discorso di Daly (Fed)
		09:15	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		14:35	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Gio	29/9	20:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		09:00	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		09:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		09:45	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Villeroy, Knot ed Elderson (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Rehn (ECB)
		10:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		10:15	EUR	Discorso di Kazaks (BCE)
		10:15	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		10:50	SPA	Discorso di De Cos (BCE)
		15:00	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		19:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		19:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
		22:45	USA	Discorso di Daly (Fed)
Ven	30/9	15:00	USA	Discorso di Brainard (Fed)
		17:30	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		22:15	USA	Discorso di Williams (Fed)
Sab	1/10	09:00	SPA	Discorso di De Cos (BCE)

Note: (**) molto importante; (*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Indice Mercato Immobiliare NAHB	set	49	47	46	
Licenze edilizie	ago	1.685	Mln	1.610	1.517
Nuovi cantieri residenziali	ago	1.404	(1.446) Mln	1.445	1.575
Vendite di case esistenti (mln ann.)	ago	4.82	(4.81) Mln	4.70	4.80
Richieste di sussidio	settim	208	(213) x1000	218	213
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.401	(1.403) Mln	1.400	1.379
Saldo partite correnti	T2	-282.5	(-291.4) Mld \$	-260.6	-251.1
Indice anticipatore m/m	ago	-0.5	(-0.4) %	-0.1	-0.3
Markit PMI Composito prelim.	set	44.6			
Markit PMI Manif. prelim.	set	51.5		51.1	
Markit PMI Servizi prelim.	set	43.7		45.0	

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

Le **vendite di case esistenti** di agosto hanno segnato il settimo calo consecutivo, con una correzione di -0,4% m/m (-19,9% a/a), a 4,8 mln. Le scorte di case sono in flessione, su livelli storicamente bassi, pari a 3,2 mesi di vendite. Il prezzo mediano è in rialzo di 7,7% a/a, ma in modesto calo su base mensile. Il mercato immobiliare residenziale resterà sotto pressione per via della scarsità di immobili anche nei prossimi anni, secondo il chief economist della National Realtors Association.

I **cantieri residenziali** di agosto hanno mostrato un aumento inatteso, salendo a 1,575 mln da 1,404 mln di luglio (+12,2% m/m, -0,1% a/a). Le **licenze** sono calate di -10% m/m, a 1,517 mln da 1,685 ml di luglio, chiudendo il differenziale con i cantieri.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	ago	2.4	%	2.7	2.8
CPI (naz.) a/a	ago	2.6	%		3.0

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

Il **CPI** ad agosto ha registrato una variazione di 3% a/a. L'indice **al netto degli alimentari freschi (core)** è in rialzo di 2,8% a/a, da 2,4% a/a di luglio, sulla scia di rincari di energia, tariffe telefoniche, e alimentari (ex-alimentari freschi) e beni durevoli, oltre che del deprezzamento dello yen. Il trend verso l'alto dell'inflazione dovrebbe proseguire, con il CPI core previsto oltre 3% a/a in autunno e nei primi mesi del 2023. Successivamente l'inflazione dovrebbe tornare verso il 2%, permettendo alla BoJ di mantenere intatta la propria *stance* espansiva anche l'anno prossimo.

Area euro

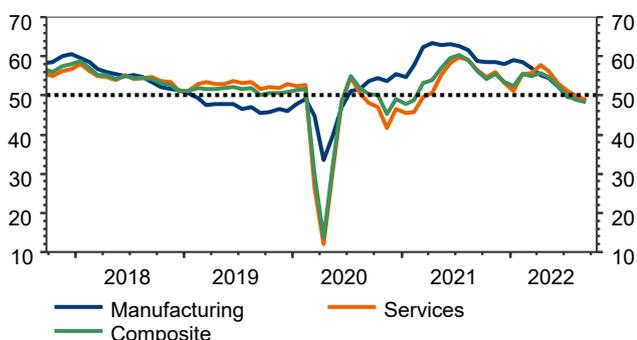
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	Fiducia consumatori flash	set	-25.0	(-24.9)	-25.8	-28.8
EUR	PMI servizi prelim	set	49.8		49.0	48.9
EUR	PMI manifatturiero prelim	set	49.6		48.7	48.5
EUR	PMI composito prelim	set	48.9		48.2	48.2
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	set	103	(104)	102	102
FRA	PMI servizi prelim	set	51.2		50.5	53.0
FRA	PMI manifatturiero prelim	set	50.6		49.8	47.8
GER	PPI m/m	ago	5.3	%	1.6	7.9
GER	PPI a/a	ago	37.2	%	37.1	45.8
GER	PMI servizi prelim	set	47.7		47.2	45.4
GER	PMI manifatturiero prelim	set	49.1		48.3	48.3
SPA	PIL t/t finale	T2	-0.2	(-1.1) %	1.1	1.5

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

Area euro. A settembre gli indici **PMI** sono calati in linea con le attese fornendo ulteriori **indicazioni di rallentamento del ciclo tra l'estate e l'autunno**, mentre **le componenti più forward-looking**

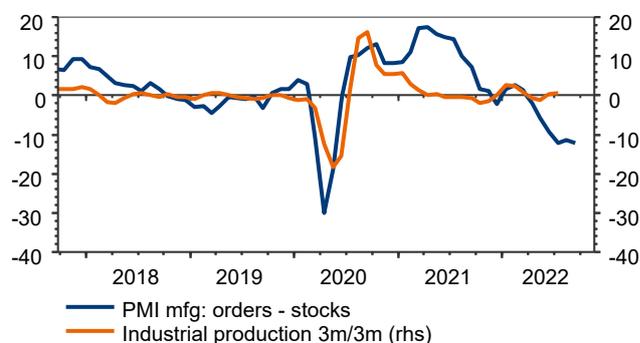
delle indagini offrono prospettive di ulteriore deterioramento nei prossimi mesi. L'indice PMI composito è al di sotto della soglia critica che separa l'espansione dalla contrazione per il terzo mese (48,2 da 48,9), con indicazioni di accelerazione del trend di flessione degli ordinativi e di progressivo esaurimento delle commesse inevase ormai diffuse sia alla manifattura che ai servizi. **Sia la manifattura (48,5 da 49,6) che i servizi (48,9 da 49,8) riportano un quadro di brusca frenata della domanda** con entrambi i settori che registrano una contrazione dei nuovi ordinativi e una riduzione delle commesse inevase. Anche le indicazioni più prospettiche non sono incoraggianti: nella manifattura l'accumulo di scorte di merce invenduta è coerente con una produzione industriale in contrazione nel 2° semestre, mentre nei servizi l'indicatore relativo alle aspettative scende ai minimi dal maggio del 2020, quando il morale delle imprese era ancora colpito dal primo lockdown.

PMI al di sotto della soglia d'invarianza sia nella manifattura che nei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

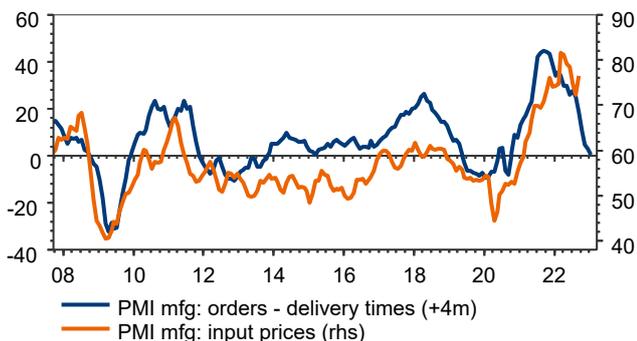
Il calo degli ordini e l'aumento delle scorte di prodotti finiti anticipano una contrazione della produzione industriale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Nonostante il calo della domanda e il conseguente attenuamento delle strozzature all'offerta, **tornano ad intensificarsi le pressioni inflattive** surriscaldate da tariffe energetiche a livelli record. Iniziano inoltre ad emergere le prime indicazioni su come anche l'aumento del costo del lavoro stia contribuendo a sostenere la dinamica sottostante dei prezzi, confermando la presenza di rischi al rialzo sia sull'inflazione headline che core.

Nonostante l'attenuazione delle strozzature all'offerta, riaccelerano le pressioni inflattive in scia alla fiammata energetica



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Gli indici relativi ai prezzi di vendita suggeriscono la presenza di ulteriori rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi

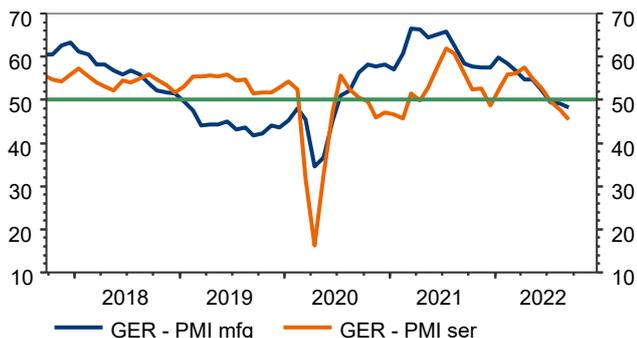


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

In **Germania** il PMI composito è calato di un punto a 45,9, sui minimi da maggio 2020, con indicazioni di contrazione dell'attività diffusa a manifattura (48,3 da 49,1) e servizi (45,4 da 47,7), entrambi ai livelli più bassi dal 2020. In **Francia** il PMI composito è invece tornato a salire (51,2 da 50,4) sostenuto dal rimbalzo dei servizi (53 da 51,2) che seppur su livelli inferiori alla media storica

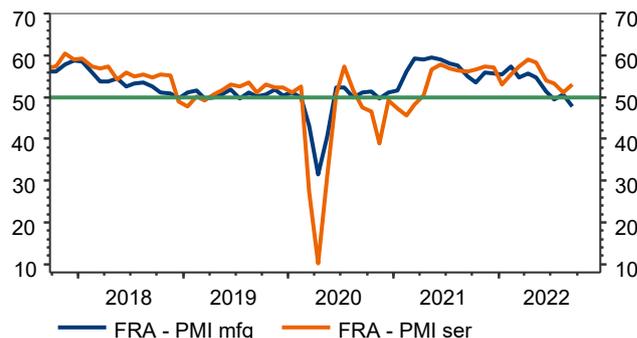
hanno compensato la pesante flessione registrata dall'indice manifatturiero (47,8 da 50,6) sceso a un minimo da maggio 2020. Lo spaccato nazionale conferma dunque come sia l'economia tedesca (oltre a quella italiana) la più vulnerabile allo shock su prezzi e forniture energetiche, ma anche la Francia, seppur relativamente più protetta, non appare esente dal rallentamento in corso.

In Germania sia l'indice manifatturiero che quello relativo ai servizi sono in territorio recessivo



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

In Francia riaccelerano modestamente i servizi, mentre il PMI manifatturiero tocca un minimo da maggio 2020



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

In sintesi, **le indagini PMI flash di settembre dipingono un quadro di contrazione dell'attività economica tra il 3° e il 4° trimestre del 2022**. Prevediamo comunque una sostanziale stagnazione del PIL durante l'estate in quanto la prima parte del trimestre estivo dovrebbe essere risultata positiva grazie a una stagione turistica complessivamente soddisfacente, ma riteniamo che nei prossimi mesi il deterioramento ciclico in atto non potrà che proseguire e, probabilmente, accentuarsi ancora. Nel nostro scenario centrale l'Eurozona, colpita dalla crisi energetica e geopolitica, subirà una contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023, per tornare a crescere solo a partire dalla prossima primavera. **Dopo il 3,1% stimato per l'anno in corso, abbiamo recentemente tagliato le nostre previsioni sulla crescita del PIL 2023 allo 0,5%, con rischi verso il basso.**

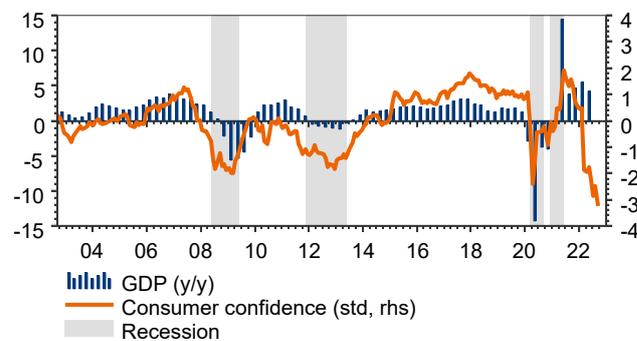
Area euro. L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è tornato a calare a settembre dopo il parziale recupero di agosto: -28,8 da -25 (rivisto da -24,9), un nuovo minimo storico dopo quello toccato a luglio. Il morale delle famiglie continua ad essere penalizzato dalla crisi energetica e geopolitica; non vediamo prospettive di significativo miglioramento prima della prossima primavera (prevediamo una contrazione dei consumi tra l'autunno e l'inverno).

Fiducia delle famiglie ai minimi storici e coerente con una contrazione dei consumi nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

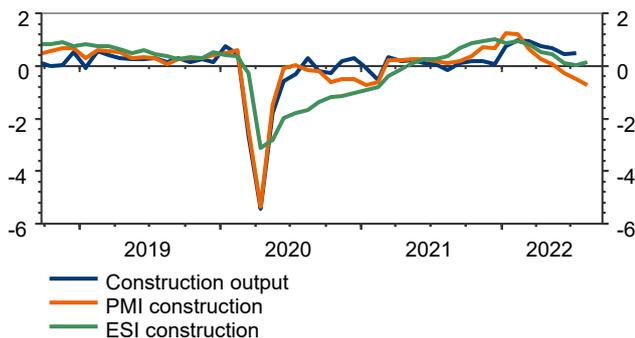
La frenata della domanda interna anticipa una contrazione del PIL tra l'autunno e l'inverno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

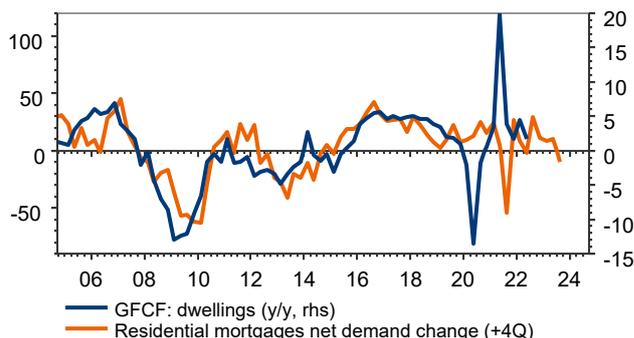
Area euro. A luglio la **produzione nelle costruzioni** è rimbalzata modestamente dopo quattro flessioni consecutive: 0,3% m/m da un precedente -1,2% (2,3% a/a da 1,7%). Il parziale recupero è dovuto all'edilizia (0,3% da -1,3%), mentre è diminuita per il secondo mese l'attività nell'ingegneria civile (-0,6% da -1,1%). Tra le principali economie, la crescita è risultata diffusa a Germania (1,4% da -0,9%), Francia (0,4% da -1,3%) e Spagna (6,7% da -0,9%), mentre l'output è calato in Italia (-3% da -2,3%). Le indagini condotte presso le imprese del settore e i dati su permessi di costruzione e domanda di mutui, su cui peseranno anche i rialzi dei tassi attesi per i prossimi mesi, puntano verso una frenata delle costruzioni a partire dall'autunno.

Le indagini congiunturali sono coerenti con un rallentamento dell'attività nelle costruzioni nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

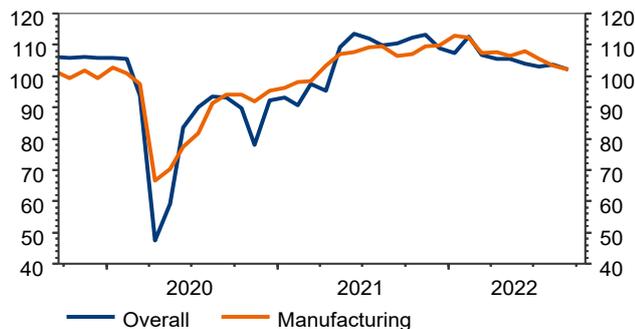
I dati sui mutui anticipano una frenata degli investimenti residenziali a cavallo d'anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, ECB

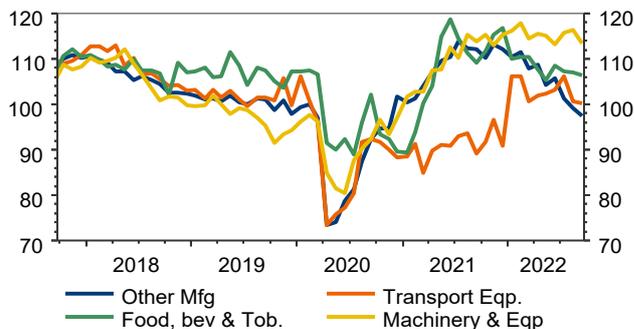
Francia. L'indice **INSEE di fiducia delle imprese** manifatturiere a settembre ha riportato il terzo calo mensile consecutivo, da 103 (rivisto al ribasso da 104 della prima stima) a 102. Si tratta di un minimo da marzo 2021, e di un livello di poco superiore alla media di lungo periodo. Il deterioramento del morale appare diffuso a quasi tutti i comparti manifatturieri: i macchinari segnano un calo da 113 a 111, alimentari e bevande da 107 a 106, i mezzi di trasporto da 101 a 100. In diminuzione anche il morale negli altri settori manifatturieri (da 99 a 97). L'indagine di settembre segnala, da un lato, un parziale ridimensionamento delle strozzature all'offerta e delle difficoltà di approvvigionamento, ma dall'altro conferma la persistenza di pressioni al rialzo sui prezzi degli input e di prospettive di indebolimento della domanda. L'indagine sui servizi mostra però una tenuta, soprattutto in merito alla domanda attesa per i prossimi mesi e alle intenzioni di assunzione. L'indice INSEE pare coerente con una sostanziale stagnazione dell'economia francese nei prossimi mesi (i rischi recessivi appaiono minori che in Germania o Italia, ma anche l'economia transalpina non sarà esente dagli effetti del caro-energia tra fine 2022 e inizio 2023). Stimiamo una crescita di 0,6% l'anno prossimo, da un 2,6% atteso per quest'anno.

Anche a settembre peggiora il morale delle imprese, sia nella manifattura che nei servizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

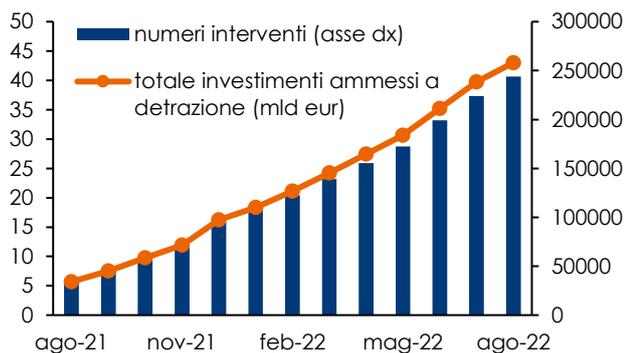
Il calo del morale è esteso alla maggior parte dei settori industriali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

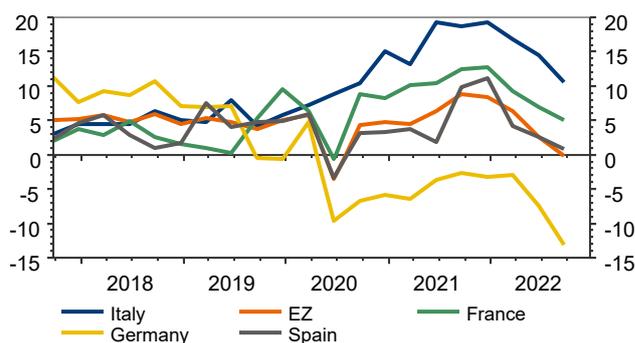
Italia. La **produzione nelle costruzioni** a luglio è calata per il quarto mese consecutivo, registrando la flessione più ampia da dicembre 2020: -3% m/m da un precedente -2,3%. La crescita tendenziale rallenta al 5,9% da 10,4% di giugno. Dopo un robusto 1° trimestre l'indice destagionalizzato di produzione nelle costruzioni è tornato ai minimi da fine 2021 e l'attività sembra essere entrata in una fase di rallentamento, come peraltro suggeriscono le indagini congiunturali. La presenza di commesse in completamento e degli incentivi fiscali lascia però supporre che nei prossimi mesi il settore possa continuare a sovraperformare il resto dell'Eurozona.

Il totale degli investimenti ammessi a detrazione per Super Ecobonus 110% ammonta a oltre 40 miliardi di euro



Nota: dati aggiornati al 31 agosto 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

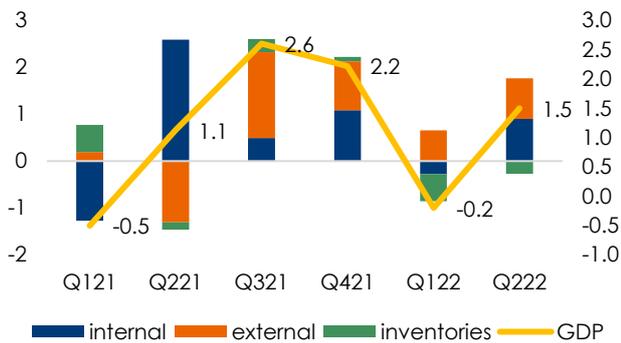
La presenza dei bonus edilizi spiega intenzioni di ristrutturazione delle abitazioni superiori al resto dell'Eurozona



Nota: deviazione rispetto alla media storica. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

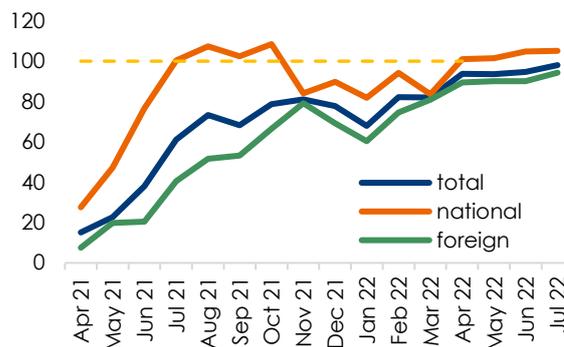
Spagna. La lettura finale del **PIL**, ha rivisto verso l'alto la crescita nel secondo trimestre, da 1,1% a 1,5% t/t (6,8% a/a); contestualmente, è stato rivisto verso il basso il dato relativo al 1° trimestre, da +0,2% a -0,2% t/t. La rilettura è spiegata esclusivamente dall'export, passato da 1,6% a 4,9% t/t (probabilmente grazie alla ripresa dei flussi turistici), a fronte di un calo dell'import da 4,6% a 2,8%. Il contributo al PIL giunto dal canale estero (+0,9%) ha dunque più che compensato la revisione verso il basso della domanda interna sia per consumi (da 3,2% a 1,2% t/t) che per investimenti (da 2,2% a 0,8% t/t). Un apporto negativo è giunto dalle scorte (-0,3%). Le nostre stime sul PIL iberico sono pari a 4,5% nel 2022 e 2,1% nel 2023.

Il balzo del PIL nel secondo trimestre è dovuto in egual misura a domanda interna finale e domanda estera netta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

I flussi turistici dall'estero hanno quasi chiuso il gap con i livelli pre-crisi (100=flussi turistici nello stesso mese del 2019)

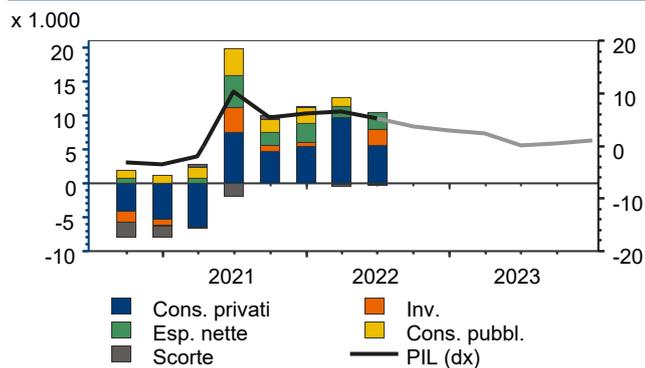


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INE

Paesi Bassi. La seconda stima ha confermato il balzo del **PIL** di 2,6% t/t (5,4% a/a) nel 2° trimestre. Lo spaccato mostra un contributo positivo della domanda interna di +1,5pp, trainata dalla forte crescita degli investimenti (+5,2% t/t) e dall'aumento dei consumi privati (+0,9% t/t); la spesa

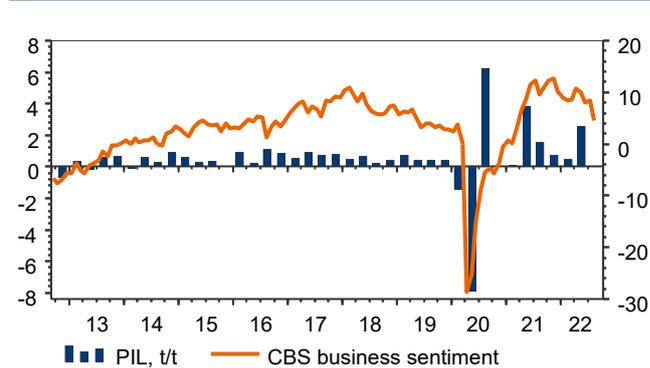
pubblica è risultata pressoché stagnante (0,1% t/t). Le esportazioni nette hanno fornito un contributo di +1,2pp, mostrando una crescita sia per l'export (2,7% t/t) che, in minor misura, per l'import (1,6% t/t). Sulla base dei dati più recenti, vediamo una stagnazione nei mesi estivi e una crescita marginalmente negativa (-0,1% t/t) per i trimestri a cavallo d'anno. La **crescita media annua è vista al 4,6% nel 2022 e in deciso rallentamento, a 0,9%, nel 2023**. Lo scenario è soggetto a rischi verso il basso, ma il Paese è meno esposto di altri, nell'Eurozona, agli effetti di un'eventuale interruzione delle forniture di gas dalla Russia (il Governo ha annunciato che, in questa eventualità, potrebbe aumentare la produzione di gas nella regione di Groningen).

Contributi alla formazione del PIL (a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CBS

Fiducia economica e andamento del PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CBS

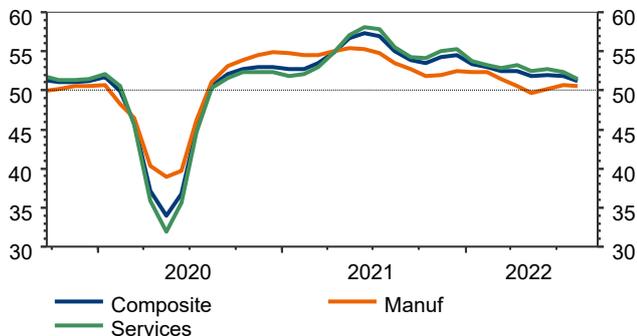
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	set	3.65	%	3.65
Tasso prime rate a 5 anni	set	4.30	%	4.30

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

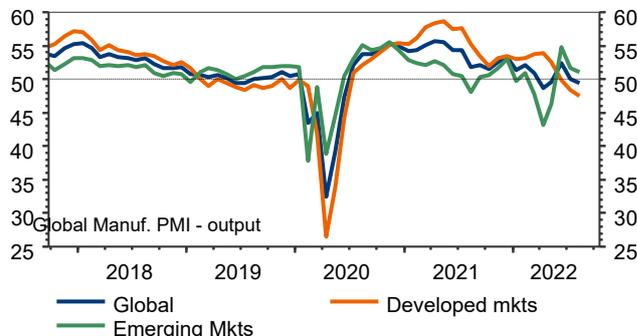
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



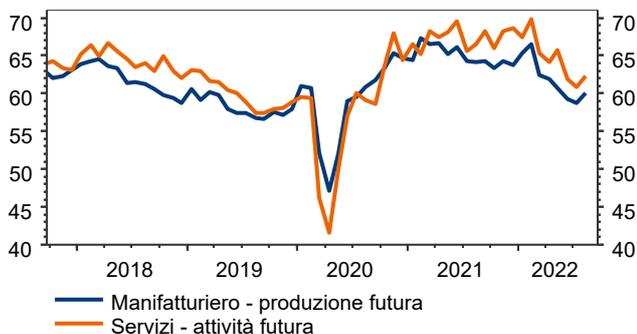
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



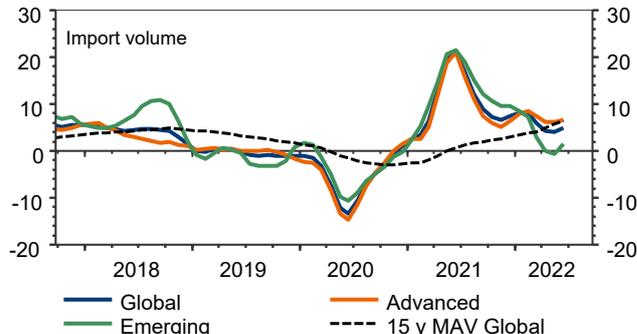
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



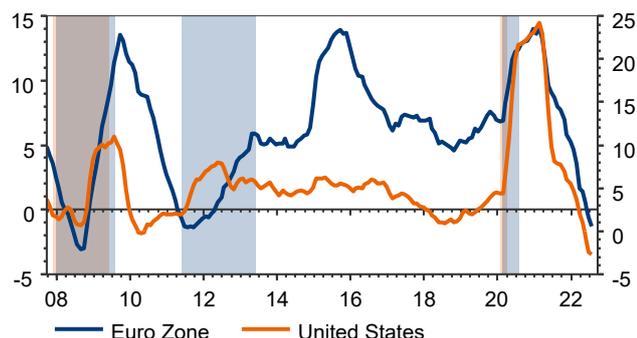
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



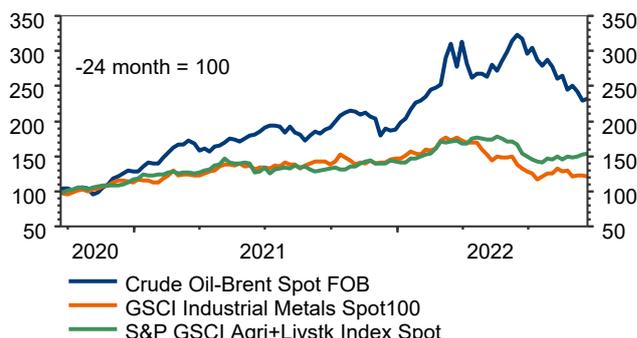
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

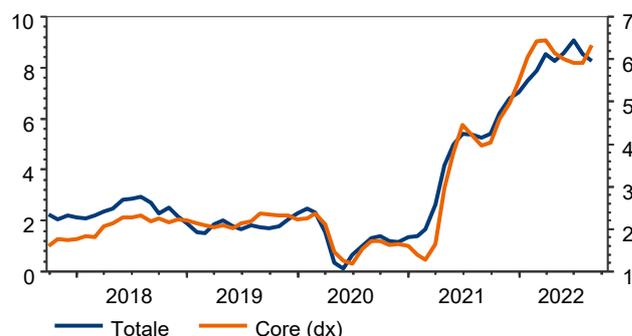
Stati Uniti

Indagini ISM



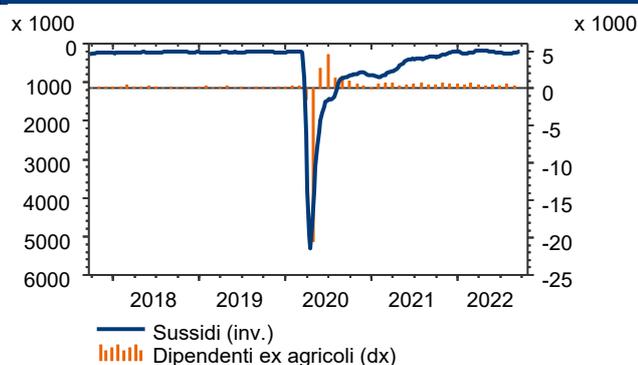
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



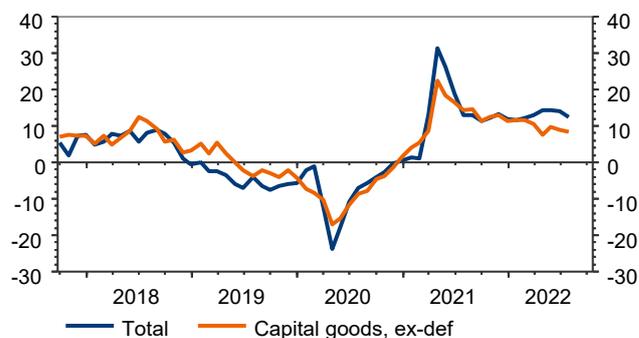
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

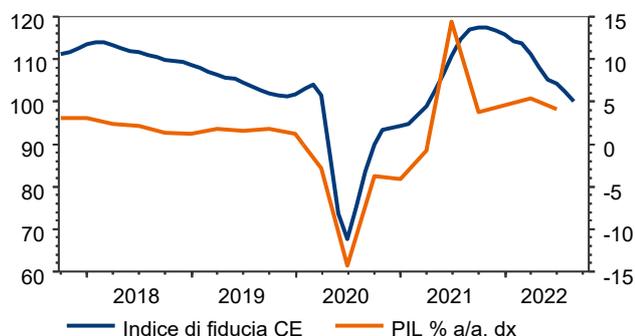
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023					
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	1.8	0.4	12.2	4.9	5.5	3.5	1.7	1.7	0.2	0.8
- trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.6	2.3	0.8	0.6
Consumi privati	7.9	2.4	0.3	12.0	2.0	2.5	1.8	1.5	1.5	0.7	0.0
IFL - privati non residenziali	7.4	4.2	0.5	9.2	1.7	2.9	10.0	0.0	3.0	2.0	-0.2
IFL - privati residenziali	9.2	-7.0	-8.8	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-16.2	-15.5	-9.6	-7.2
Consumi e inv. pubblici	0.5	-1.5	0.9	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	0.6	0.9	1.5
Esportazioni	4.5	6.6	1.1	7.6	-5.3	22.4	-4.8	17.6	7.5	2.5	-4.5
Importazioni	14.0	9.1	-1.7	7.1	4.7	17.9	18.9	2.8	-0.9	-1.0	-5.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.7	-0.2	-1.7	2.1	5.3	-0.1	-2.1	-0.1	-0.1	0.2
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	8.0	8.6	8.3	6.9	5.7
Produzione Industriale	4.9	4.0	0.5	1.6	0.9	1.2	1.2	1.3	0.4	-0.3	-0.5
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.4	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.7	3.9

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

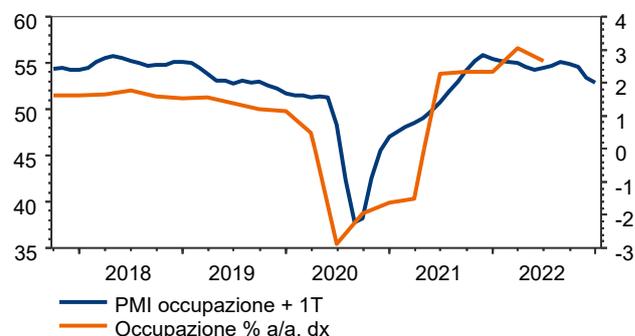
Area euro

PIL



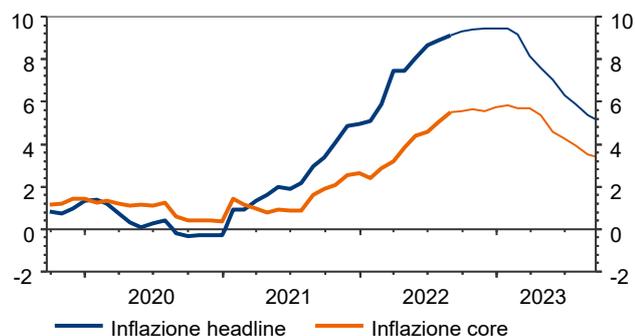
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	1.9	1.0	0.2
- t/t				2.0	2.2	0.5	0.7	0.8	0.0	-0.4	-0.2
Consumi privati	3.7	3.8	0.4	3.7	4.4	0.0	0.0	1.3	0.0	-0.4	-0.3
Investimenti fissi	4.1	3.1	1.9	1.6	-0.6	3.7	-0.8	0.9	0.7	0.1	0.1
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	6.3	1.9	2.5	2.3	2.4	1.2	1.3	0.7	0.1	0.1
Importazioni	8.0	6.7	1.9	3.0	2.1	4.7	-0.2	1.8	0.3	0.2	0.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.1	-0.6	-0.6	-0.2	0.5	0.1	0.0	-0.5	-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	6.4	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	9.1	9.4	8.9
Produzione industriale (a/a)	8.0	-0.8	0.7	23.7	5.9	0.2	-0.3	0.4	-0.9	-2.3	-3.3
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

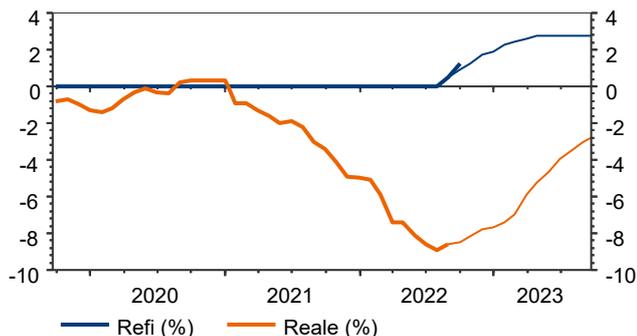
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	22/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	1.25	1.25	2.25	2.75	2.75
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.51	0.70	0.49	1.53	2.17	2.32
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	1.15	0.86	1.79	2.29	2.35

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

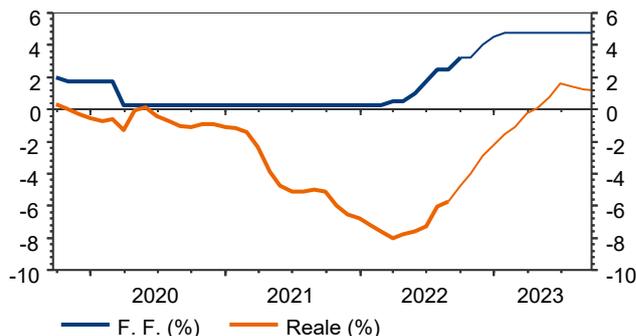


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	22/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.50	1.75	3.25	3.25	4.50	4.75	4.75
OIS 3m	0.12	0.72	2.18	3.58	3.29	4.79	5.15	5.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

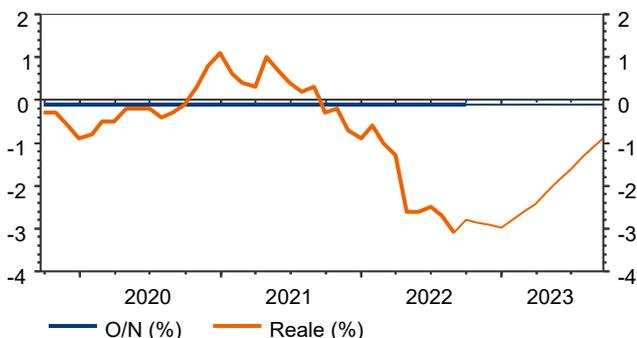


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	22/9	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

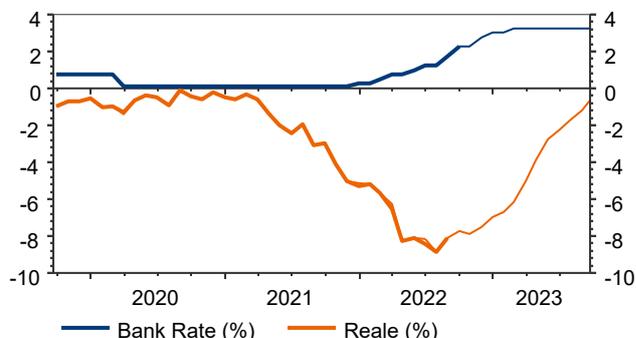


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	22/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	2.25	2.25	3.00	3.25	3.25
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	2.88	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	23/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.17	1.10	1.05	0.99	0.9753	0.95	0.93	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	105	110	121	134	136	143.11	145	142	136	128	124
GBP/USD	1.28	1.37	1.32	1.23	1.19	1.1032	1.10	1.08	1.16	1.22	1.26
EUR/CHF	1.08	1.08	1.03	1.01	0.96	0.9585	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	123	129	133	142	136	139.60	138	132	136	134	136
EUR/GBP	0.92	0.85	0.83	0.86	0.84	0.8839	0.87	0.86	0.86	0.86	0.87

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