

Weekly Economic Monitor

Il punto

Cronaca di una vittoria annunciata: le elezioni del 25 settembre in Italia si sono concluse, come atteso, con la vittoria della coalizione di centro-destra. Le prime dichiarazioni, soprattutto di membri di Fratelli d'Italia, menzionano l'intenzione di muoversi all'interno degli obiettivi di bilancio tracciati dal precedente Governo, ma occorrerà aspettare le scelte che verranno fatte in alcuni ministeri-chiave (in primis l'economia) per capire meglio gli orientamenti del nuovo esecutivo.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** i primi dati di produzione industriale di agosto dovrebbero confermare un quadro di debolezza per il settore, con una contrazione in Germania e un rimbalzo solo modesto in Francia, mentre i prezzi alla produzione dovrebbero ribadire la presenza di forti pressioni inflattive a monte delle filiere. Nel complesso dell'Eurozona le vendite al dettaglio dovrebbero essere tornate a calare ad agosto mentre le stime finali dei PMI di settembre e le prime letture in Italia sono attese sottolineare che la ripresa è ormai in fase di stallo, con rischi di recessione in progressiva crescita.

Negli **Stati Uniti** questa settimana verranno pubblicati i principali dati macro di settembre. Il rapporto sul mercato del lavoro dovrebbe mostrare ancora una dinamica occupazionale sostenuta, con il tasso di disoccupazione poco variato, appena sopra 3,5%, i salari orari in aumento di 0,3% m/m e conferme di persistente eccesso di domanda. Gli indici ISM di settembre sono previsti in modesta correzione, ma sempre in territorio espansivo. Il deficit della bilancia commerciale di agosto dovrebbe essere ancora ampio e confermare le aspettative di un significativo contributo del canale estero alla crescita estiva.

30 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

Cronaca di una vittoria annunciata: le elezioni del 25 settembre in Italia si sono concluse, come atteso, con la vittoria della coalizione di centro-destra. Le prime dichiarazioni, soprattutto di membri di Fratelli d'Italia, menzionano l'intenzione di muoversi all'interno degli obiettivi di bilancio tracciati dal precedente Governo, ma occorrerà aspettare le scelte che verranno fatte in alcuni ministeri-chiave (in primis l'economia) per capire meglio gli orientamenti del nuovo esecutivo.

- **Il risultato delle elezioni politiche generali dal 25 settembre in Italia non ha smentito le attese di una vittoria della coalizione di centro-destra**, che potrà disporre di 237 seggi sui 400 totali alla Camera e di 115 su 200 al Senato (i dati non sono ancora ufficiali: Fig. 1), ovvero di una maggioranza piuttosto chiara ma insufficiente a raggiungere il quorum previsto per le modifiche alla Costituzione. Il peso relativo dei partiti all'interno dell'alleanza ha seguito il trend degli ultimi anni, con un'ulteriore avanzata di Fratelli d'Italia, ora al 26% dei consensi, e viceversa un risultato inferiore al previsto per la Lega, fermatasi sotto il 9% dei voti (ottenendo peraltro una sovrarappresentanza in Parlamento, con il 17% dei seggi alla Camera e il 15% al Senato).
- Il risultato elettorale segnala la possibilità della **formazione di un Governo in tempi rapidi**, verosimilmente guidato dalla leader di Fratelli d'Italia, Giorgia Meloni, che potrebbe essere nella pienezza dei poteri entro una decina di giorni dalla prima riunione delle camere, in calendario il 13 ottobre. Inoltre, la maggioranza raggiunta potrebbe preludere a una certa **stabilità di Governo** (piuttosto inusuale in Italia), purché non emergano divisioni tra i partiti di maggioranza più avanti nel corso della legislatura. Che cosa ci si può attendere dal nuovo esecutivo?
- In tema di **politica estera**, le posizioni espresse da Fratelli d'Italia e dalla maggior parte degli alleati segnalano la possibilità di una linea di continuità rispetto al precedente esecutivo, con una conferma della stretta collaborazione con le altre forze dell'Alleanza Atlantica e di sostegno all'Ucraina dopo l'invasione russa.
- Ad oggi, sembra difficile immaginare che il nuovo Governo possa ridiscutere in toto le linee-guida del **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, a meno di non mettere a rischio il pagamento delle ulteriori tranche attese nei prossimi semestri. La Commissione Europea ha già rimarcato a più riprese che il PNRR non può essere ridisegnato nelle sue priorità di policy, se non per "aggiustamenti" dovuti a circostanze oggettive come l'aumento dell'inflazione e la necessità di coerenza con gli obiettivi di risparmio energetico e maggiore indipendenza dall'energia russa; quindi riteniamo improbabile che l'attuazione del PNRR possa essere molto diversa da quella corrente. Piuttosto, non si possono escludere **ritardi nell'implementazione**: il Governo uscente punta al completamento entro fine ottobre di 29 delle 45 condizioni richieste entro il 31/12/2022, ma sarà sfidante per il nuovo esecutivo concludere il lavoro entro fine anno (in concomitanza con la necessità di approvazione della manovra di bilancio, la cui approvazione parlamentare rischia anch'essa di slittare a inizio 2023); d'altronde, la decisione circa la corresponsione dei fondi "Next Gen EU" è in qualche modo discrezionale e "politica", e potrebbe essere dato più tempo all'Italia per il completamento del programma in considerazione delle difficoltà oggettive dovute alle elezioni anticipate. Soprattutto, la fase di transizione nel passaggio di governo potrebbe accentuare i **ritardi nella capacità di spesa effettiva**, che sinora è molto più bassa di quanto previsto (secondo la NADEF, nel 2022 saranno spesi solo 15 miliardi, poco più della metà dei 29,4 miliardi previsti nel DEF sei mesi fa: Fig. 2), soprattutto per persistenti lungaggini nei procedimenti autorizzativi e per problemi di coordinazione tra enti locali e Governo centrale.
- Il punto più importante sarà capire l'orientamento del nuovo esecutivo in materia di **politica economica** e di confronto con la UE sul tema delle regole di bilancio. Recenti dichiarazioni da parte di importanti esponenti di Fratelli d'Italia (ad esempio, Maurizio Leo, consigliere economico di Giorgia Meloni, e Guido Crosetto) appaiono piuttosto rassicuranti in tal senso, in quanto menzionano esplicitamente l'**intenzione di muoversi all'interno degli obiettivi di bilancio tracciati dal precedente Governo**. A tal proposito, la NADEF, rivedendo al ribasso di

mezzo punto i livelli attesi di deficit nello scenario a legislazione vigente per il biennio in corso, crea uno **spazio fiscale "teorico" da 10 miliardi** per eventuali nuove misure espansive, nel caso in cui il nuovo esecutivo opti per un nuovo quadro programmatico in linea con quello predisposto dal Governo Draghi nel DEF di sei mesi fa (Fig. 3). Non escludiamo che un pacchetto almeno di questa entità possa essere approvato già nelle prossime settimane, frutto di una sorta di "collaborazione" tra il Governo uscente e le indicazioni della coalizione risultata vincente alle elezioni, vista l'ampiezza dello shock in corso (stimiamo per la famiglia tipo una spesa energetica nel 2023 di oltre 6.800 euro, oltre il doppio rispetto al 2021: Fig. 4).

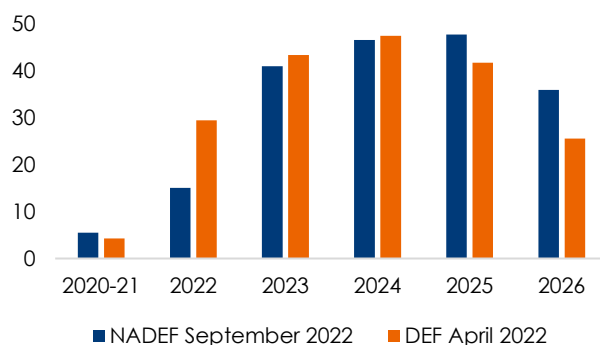
- Il rischio è che il nuovo esecutivo opti, forse già nella manovra di bilancio per il 2023, per una politica fiscale meno disciplinata. C'è da ricordare in proposito che, a differenza di quanto accadde nel 2018 con il governo Lega-5 Stelle (che peraltro, dopo una contrattazione di qualche settimana, recepì le richieste di correzione al budget fatte da Bruxelles), **oggi le regole di bilancio sono sostanzialmente sospese**, ed è concesso agli Stati di implementare pacchetti fiscali anche di entità significativa per contrastare gli effetti del caro-energia. Le regole di bilancio dovrebbero essere ripristinate nel corso del 2023 (a meno di una congiuntura particolarmente severa, che peraltro non si può escludere del tutto), anche se verosimilmente in una forma diversa da quella sinora vigente (la Commissione nei prossimi mesi dovrebbe presentare una proposta ufficiale in tal senso). Pertanto, i rischi di un eventuale confronto con Bruxelles sembrano rimandati quantomeno al prossimo autunno.
- Il programma elettorale della coalizione di centro-destra (e dei partiti che la compongono) contiene in effetti **diverse proposte che, se attuate integralmente, avrebbero un impatto significativo sui saldi di finanza pubblica** (al pari, a dire il vero, delle misure contenute nei programmi degli altri partiti, la maggior parte dei quali è stata stimata avere un costo superiore ai 100 miliardi l'anno a regime): si va dalla cosiddetta "flat tax", ai tagli al cuneo fiscale, alla riduzione delle imposte sulle imprese, sino alle proposte di aumento dei trasferimenti alle famiglie e a quelle riguardanti le pensioni (aumento degli assegni minimi, nuove forme di pensionamento anticipato come "quota 41"). D'altro canto, alcune delle misure presentate potrebbero costituire una forma di **almeno parziale copertura**: i tagli fiscali potrebbero essere accompagnati da uno sfolgimento delle "tax expenditures"; inoltre, l'intenzione espressa di riformare (o, secondo Fratelli d'Italia, cancellare) il Reddito di Cittadinanza, e rendere meno generosi i bonus edilizi, potrebbe ridurre le spese; infine, la "pace fiscale" menzionata nei programmi del centro-destra potrebbe anch'essa aumentare il gettito fiscale, sebbene si tratti di incremento una tantum.
- Quanto alla "flat tax", essa, nei programmi elettorali dei partiti della nuova maggioranza, è pensata come un **processo graduale in tre tappe**: 1) l'estensione dell'attuale regime forfettario (15%) ai lavoratori autonomi con un fatturato inferiore a 100.000 euro (rispetto agli attuali 65.000 euro), che dovrebbe costare circa 1 miliardo, cioè lo 0,05% del PIL; 2) l'estensione dell'aliquota del 15% a tutte le famiglie non sul reddito complessivo ma sull'aumento di reddito rispetto all'anno precedente (con un costo stimato di circa 13 miliardi, pari allo 0,65% del PIL); 3) il programma di Fratelli d'Italia, e dell'intera coalizione, menziona poi la "prospettiva di un ulteriore ampliamento per famiglie e imprese". In altri termini, solo il programma della Lega fissa a regime l'obiettivo di una "flat tax" al 15% per tutte le famiglie e imprese (che è stimata, a seconda delle forme di copertura, costare dall'1% al 3% del PIL), mentre i programmi degli altri partiti, e dell'intera coalizione, paiono molto più sfumati su questo punto. In sintesi, anche su questo punto, sembra emergere una **differenza di orientamento soprattutto tra la Lega da una parte, e gli altri partiti** dell'alleanza dall'altra (che sembrano improntati a maggiore moderazione fiscale). Verosimilmente, **le scelte che verranno fatte in sede di composizione della compagine governativa, in particolare in alcuni ministeri-chiave (in primis l'economia), saranno cruciali per capire i futuri orientamenti del Governo**.

Fig. 1 - La ripartizione dei seggi nel nuovo Parlamento

	Camera	Senato
FdI	119	66
Lega	67	29
FI	44	18
Noi Moderati	7	1
Coraggio Italia	0	1
TOT CENTRO DESTRA	237	115
PD	69	40
Verdi/Sinistra	12	4
+Europa	2	0
Impegno Civico	1	0
TOT CENTRO SINISTRA	84	44
M5S	52	28
Azione-IV	21	9
SVP	3	2
Sud Chiama Nord (De Luca)	1	1
MAIE	1	1
Autonomia Val d'Aosta	1	0
TOTALE	400	200

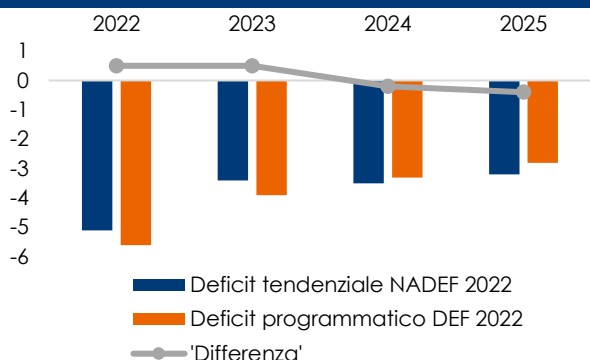
Nota: al Senato non sono compresi i 6 senatori a vita. Fonte: Intesa Sanpaolo (i dati ufficiali del Ministero dell'Interno non sono ancora disponibili)

Fig. 2 - Risorse RRF (miliardi di euro), confronto NADEF-DEF



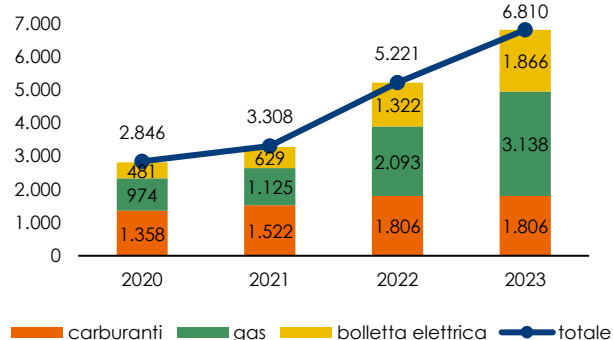
Fonte: NADEF 2022

Fig. 3 - La revisione in senso migliorativo delle previsioni sul deficit tendenziale crea uno "spazio fiscale" da mezzo punto di PIL



Nota: in % del PIL. Fonte: NADEF 2022

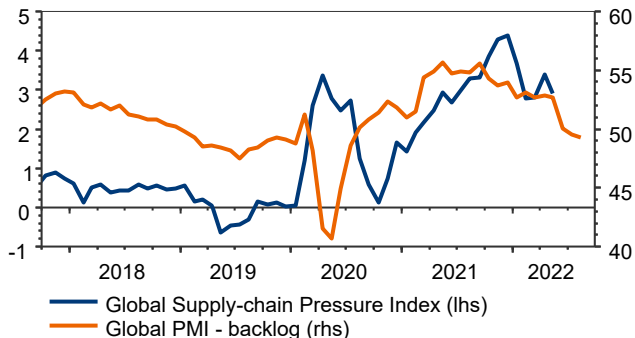
Fig. 4 - La spesa energetica della famiglia tipo, nelle nostre stime, più che raddoppierà nel 2023 rispetto al 2021



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

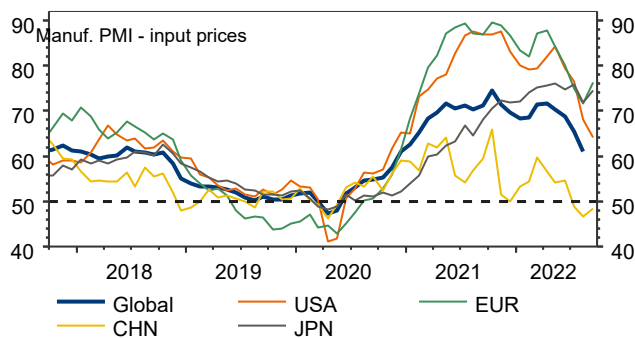
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



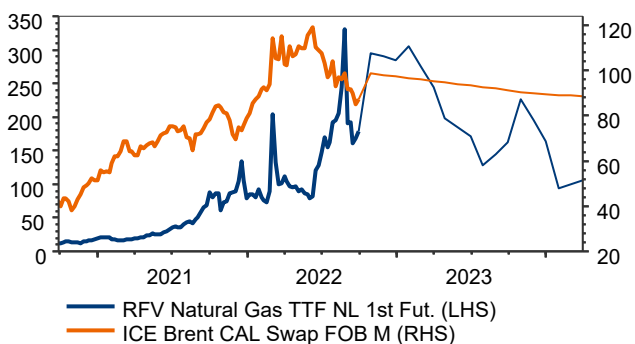
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



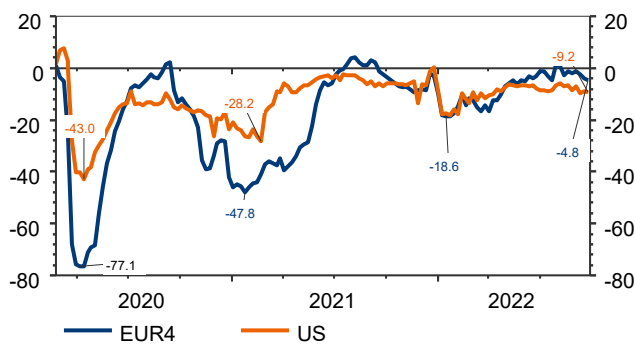
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



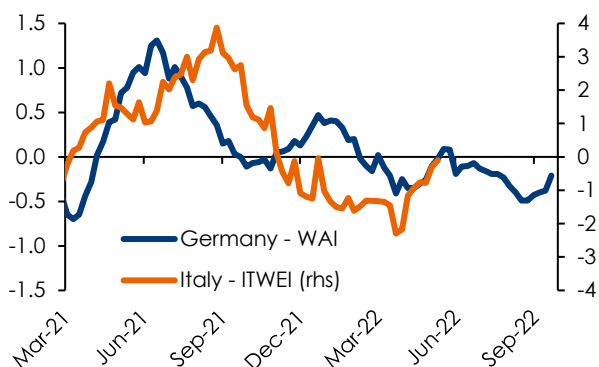
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



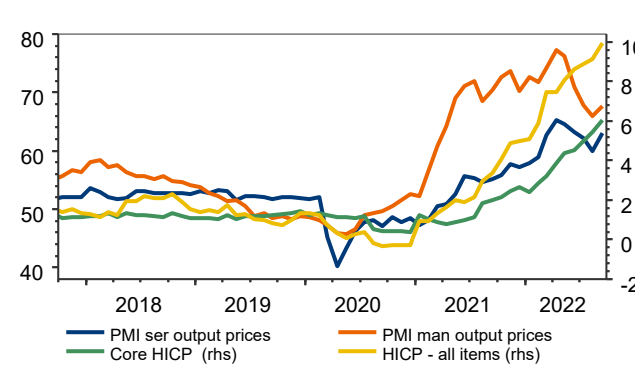
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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

Nell'**area euro** i primi dati di produzione industriale di agosto dovrebbero confermare un quadro di debolezza per il settore, con una contrazione in Germania e un rimbalzo solo modesto in Francia, mentre i prezzi alla produzione dovrebbero ribadire la presenza di forti pressioni inflattive a monte delle filiere. Nel complesso dell'Eurozona le vendite al dettaglio dovrebbero essere tornate a calare ad agosto mentre le stime finali dei PMI di settembre e le prime letture in Italia sono attese sottolineare che la ripresa è ormai in fase di stallo, con rischi di recessione in progressiva crescita.

Negli **Stati Uniti** questa settimana verranno pubblicati i principali dati macro di settembre. Il rapporto sul mercato del lavoro dovrebbe mostrare ancora una dinamica occupazionale sostenuta, con il tasso di disoccupazione poco variato, appena sopra 3,5%, i salari orari in aumento di 0,3% m/m e conferme di persistente eccesso di domanda. Gli indici ISM di settembre sono previsti in modesta correzione, ma sempre in territorio espansivo. Il deficit della bilancia commerciale di agosto dovrebbe essere ancora ampio e confermare le aspettative di un significativo contributo del canale estero alla crescita estiva.

Lunedì 3 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI manifatturieri** di settembre sono attese confermare il quadro di contrazione dell'attività nel settore in tutte le principali economie. In Italia prevediamo un calo in prima lettura a 47,7 da un precedente 48.

Stati Uniti

■ L'**ISM manifatturiero** a settembre è atteso a 52,1 da 52,8 di agosto. L'indagine dovrebbe mostrare produzione e ordini in territorio solo marginalmente positivo, ulteriore espansione degli occupati, a fronte di un rallentamento della crescita dei prezzi, un ridimensionamento dei tempi di consegna e debolezza degli ordini dall'estero. Il settore dovrebbe rimanere in modesta espansione nei prossimi mesi, pur in presenza di domanda in rallentamento.

■ La **spesa in costruzioni** ad agosto dovrebbe essere in calo di -0,3% m/m, dopo -0,4% m/m, con contrazioni diffuse sia al settore residenziale, sia a quello non residenziale.

Martedì 4 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** Il **PPI** è atteso in crescita del 5% m/m ad agosto, in accelerazione dal 4% registrato nel mese precedente. Dovrebbero essere stati ancora una volta i rincari dell'energia, in particolare delle tariffe elettriche, a trainare i costi produttivi. Se al netto dell'energia la tendenza annua sta iniziando a rallentare, per via dell'assorbimento delle strozzature all'offerta e della minore domanda, l'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe comunque continuare a risentire degli shock sui mercati energetici e toccare un nuovo massimo storico al 43,2% a/a da un precedente 37,9%.

Mercoledì 5 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** Le seconde letture degli indici **PMI servizi** di settembre non dovrebbero riportare significative revisioni. Su base nazionale le stime flash hanno registrato un peggioramento del ritmo di contrazione in Germania, a fronte di una moderata riaccelerazione in Francia. In Italia l'indice di fiducia Istat di settembre è calato di oltre sette punti: il PMI servizi potrebbe quindi tornare al di sotto della soglia critica a 49,5 da 50,5 di agosto.

- **Francia.** La **produzione industriale** potrebbe calare per il secondo mese ad agosto, stimiamo di -0,3% m/m da un precedente -1,6% m/m, lasciando l'output in rotta per una contrazione nel 3° trimestre. La tendenza è destinata a restare debole nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- Il deficit della **bilancia commerciale** ad agosto è previsto a -67,6 mld, da -70,7 mld di luglio. Le importazioni dovrebbero registrare un calo (-1,7% m/m) di dimensione più ampia rispetto a quello previsto per le esportazioni (-0,9% m/m), sulla base delle informazioni della bilancia preliminare dei beni.
- L'**ISM dei servizi** di settembre è atteso a 56,3 da 56,9 di agosto. I servizi restano in espansione, nonostante gli aumenti dei prezzi, grazie al sostegno del reddito da lavoro e del risparmio e alla domanda compressa durante il periodo della pandemia. Nell'estrattivo, incluso nell'indagine, si dovrebbe registrare una modesta contrazione.

Giovedì 6 ottobre

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere tornate a calare ad agosto, stimiamo di -0,7% m/m (-1,8% a/a) da un precedente 0,3%. Il calo dei prezzi dei carburanti potrebbe aver offerto qualche sollievo ai nuclei famigliari ma il forte rincaro del costo della vita, ormai diffuso a gran parte delle componenti di spesa, dovrebbe continuare a rappresentare il principale fattore destinato a frenare i consumi nei prossimi mesi.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** potrebbero rimbalzare solo assai parzialmente ad agosto, stimiamo di +0,5% m/m, dopo cinque mesi di cali consecutivi (-7,8% tra febbraio e luglio). Le indagini congiunturali di settembre segnalano la possibilità di una nuova contrazione nei prossimi mesi sulla scia della debolezza della domanda e al difficile contesto geopolitico.

Venerdì 7 ottobre

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è vista calare nuovamente in agosto, di -0,7% m/m dopo il -0,3% m/m precedente. Secondo il report mensile della Bundesbank, la debolezza è dovuta principalmente al manifatturiero, in difficoltà per via dei rincari dei prezzi energetici e del rallentamento della domanda, cui nei prossimi si affiancherà il calo dell'edilizia. Se confermato, il dato di agosto lascerebbe la produzione in rotta per una nuova contrazione nel 3° trimestre, dell'ordine di -0,5% t/t.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a settembre sono previsti in aumento di 250 mila, dopo 315 mila di agosto. La domanda di lavoro rimane su livelli record, come evidente sia dalle indagini presso le imprese, sia dai dati relativi alle posizioni aperte, sia dal livello sempre compresso dei sussidi di disoccupazione. L'offerta rimane persistentemente insufficiente, nonostante il recente aumento della forza lavoro visto ad agosto dopo molti trimestri di stagnazione o calo. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe stabilizzarsi a 3,7%, con rischi verso il basso, sulla scia di una forza lavoro poco variata dopo il rialzo visto ad agosto. I **salari orari** dovrebbero aumentare di 0,3% m/m, come ad agosto e continuare a segnalare una dinamica solida del costo del lavoro. I dati non dovrebbero modificare il quadro di eccesso di domanda che preoccupa la Fed. Inoltre, in questa fase il FOMC ritiene più rilevanti le informazioni relative alla domanda e ai flussi di manodopera (posizioni aperte, dimissioni), che sono i migliori previsori della tendenza del costo del lavoro.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 8 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 3/10	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.	**	T3	13	13		
	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T3	9	11		
	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		set	prel 51.0			
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	set	48.0	47.5	47.7	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		set	prel 47.8	47.8	47.8	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 48.3	48.3	48.3	
	10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T2	9.0	%		
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 48.5	48.5	48.5	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	set	48.5			
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		set	51.8			
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		ago	-0.4	%		-0.3
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	set	52.8	52.8		52.1	
Mar 4/10	11:00	EUR	PPI a/a		ago	37.9	%	43.2	43.2
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ago	-1.0	%		
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ago	prel -0.2	%		
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ago	prel 0.2	%		
Mer 5/10	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ago	5.4	Mld €		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	-1.6	%	0.1	-0.3
	09:45	ITA	PMI servizi	*	set	50.5		50.0	49.5
	09:50	FRA	PMI servizi finale		set	prel 53.0	53.0		53.0
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	set	prel 45.4	45.4		45.4
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	set	prel 48.2	48.2		48.2
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	set	prel 48.9	48.9		48.9
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	set	49.2			
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		set	132	x1000		
	14:30	USA	Bilancia commerciale		ago	-70.7	Mld \$		-67.6
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		set	49.3			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		set	49.2			
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	set	56.9		56.5	56.3
Gio 6/10	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ago	-1.1	%	-0.9	0.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ago	5.3	%		
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ago	0.3	%	-0.5	-0.7
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	193	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.347	Mln		
Ven 7/10	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ago	3.4	%	6.7	
	08:00	GER	Prezzi import a/a		ago	28.9	%	29.9	
	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	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ago	-0.3	%	-0.5	-0.7
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ago	4.2	%		
	14:30	USA	Salari orari m/m		set	0.3	%	0.3	0.3
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	set	3.7	%	3.7	3.7
14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	set	315	x1000	250	250	
Sab 8/10	00:00	CN	Riserve in valuta estera		set	3.055	1000Mld \$	3.007	
	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	set	55.0			

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 (3 – 7 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	3/10	EUR	* Riunione Eurogruppo	
Mar	4/10	15:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
		15:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		15:15	USA	Discorso di Mester (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
			UE	* Riunione Ecofin
Mer	5/10	22:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Gio	6/10	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di settembre
		19:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Cook (Fed)
			UE	* Riunione della Comunità politica europea
Ven	7/10	00:30	USA	Discorso di Mester (Fed)
		16:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
			UE	* Riunione informale dei capi di Stato o di governo

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ago	-0.1	%	-0.4	-0.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ago	0.2	%	0.2	0.2
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	lug	18.7 (18.6)	%	17.0	16.1
Indice dei prezzi delle case m/m	lug	0.1	%		-0.6
Vendite di nuove case (mln ann.)	ago	0.532 (0.511)	Mln	0.500	0.685
Fiducia consumatori (CB)	set	103.6 (103.2)		104.5	108.0
Bilancia commerciale prelim	ago	-90.19	Mld \$		-87.30
Richieste di sussidio	settim	209 (213)	x1000	215	193
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.376 (1.379)	Mln	1.388	1.347
PIL t/t ann. finale	T2	-0.6	%	-0.6	-0.6
Deflatore consumi core t/t finale	T2	4.4	%	4.4	4.7
PIL, deflatore t/t ann. finale	T2	9.0	%	8.9	9.1
Deflatore consumi (core) a/a	ago	4.6	%	4.7	
Deflatore consumi a/a	ago	6.3	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	ago	0.1	%	0.2	
Redditi delle famiglie m/m	ago	0.2	%	0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	ago	0.1	%	0.5	
PMI (Chicago)	set	52.2		51.8	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	set	59.5		59.5	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **fiducia delle famiglie** rilevata dal Conference Board a settembre ha segnato il secondo rialzo consecutivo, salendo a 108 da 103,6, con incrementi diffusi sia alle condizioni correnti sia alle aspettative, spinti dalle prospettive favorevoli del mercato del lavoro e dal calo dei prezzi della benzina.

Le **aspettative di inflazione** rilevate dalla NY Fed hanno segnato nuovi ampi cali ad agosto, su tutti gli orizzonti, con segnali incoraggianti per lo scenario dei prezzi, anche se continua ad aumentare l'incertezza sulle previsioni, su massimi storici.

Gli **ordini di beni durevoli** (prelim.) di agosto hanno registrato un marginale calo di -0,2% m/m. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono cresciuti a un ritmo solido, 1,3% m/m, con indicazioni favorevoli per gli investimenti non residenziali. Alla luce delle informazioni delle indagini e del netto peggioramento delle condizioni finanziarie, è probabile che gli investimenti entrino in una fase di contrazione a inizio 2023.

Le **vendite di case nuove** di agosto hanno sorpreso verso l'alto, con un balzo di 28% m/m, a 685 mila da 532 mila (rivisto da 511 mila) di luglio. Le vendite sono amplificate dalla correzione stagionale, in presenza di un rialzo anomalo per il mese di agosto, potenzialmente causato dal temporaneo calo dei tassi sui mutui del mese scorso. Pertanto, a settembre potrebbe esserci una correzione ampia. I dati non devono essere letti come un'inversione del trend in calo dell'attività nel settore.

I **prezzi delle case** rilevati dall'indice Case-Shiller e da quello della Federal Housing Finance Agency hanno mostrato prezzi (corretti per le caratteristiche delle abitazioni vendute) in calo su base mensile a luglio, con un segnale credibile degli effetti restrittivi del rialzo dei tassi. Tuttavia, la trasmissione dai prezzi agli affitti e alla componente abitazione dell'inflazione ha dei ritardi lunghi, intorno a un anno, pertanto per ora la pressione su CPI e deflatore rimarrà elevata.

La terza stima del **PIL del 2° trimestre** ha confermato la variazione di -0,6% t/t ann. vista con la seconda stima, pur con una revisione verso l'alto dei consumi e verso il basso delle esportazioni. La divergenza fra PIL e reddito nel 1° semestre si è chiusa in parte con un'ampia revisione verso

il basso del reddito. L'aggiornamento delle serie annuali dal 2016 al 2021 vede una crescita media annua di 2,1%, 0,2pp al di sopra delle stime precedenti.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 24 settembre hanno registrato un nuovo calo, a 193 mila, sui minimi da maggio, da 213 mila della settimana precedente, e la media a 4 settimane è scesa a 207 mila. I dati confermano la persistenza di un mercato del lavoro sotto pressione e danno indicazioni in linea con un employment report forte anche a settembre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	set	51.5		51.0
Job to applicant ratio	ago	1.29	1.30	1.32
Tasso di disoccupazione	ago	2.6	% 2.5	2.5
Vendite al dettaglio a/a	ago	2.4	% 2.8	4.1
Produzione industriale m/m prelim	ago	0.8	% 0.2	2.7
Fiducia delle famiglie	set	32.5		30.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PMI manifatturiero** flash di settembre ha registrato un modesto calo a 51 da 51,5 di agosto. La produzione e gli ordini restano in territorio recessivo per il terzo mese consecutivo, mentre occupazione e prezzi continuano a segnalare trend in rialzo.

La **produzione industriale** ad agosto ha sorpreso ampiamente verso l'alto, con un incremento di 2,7% m/m (5,1% a/a), spinta da macchinari, metallurgia e chimica, mentre elettronica e auto hanno continuato a contrarsi. Le proiezioni raccolte dal METI sono positive anche per i prossimi due mesi, con aspettative di rialzi di 2,9% e 3,2% m/m a settembre e ottobre, rispettivamente. Fatturato e scorte sono in aumento ad agosto, con indicazioni positive per la crescita del 3° trimestre.

Il **tasso di disoccupazione** ad agosto è calato a 2,5% da 2,6% dei tre mesi precedenti, con la correzione della forza lavoro che ha più che compensato la modesta flessione degli occupati. Il jobs to application ratio ha toccato il massimo da aprile 2020, a 1,32, segnalando persistente eccesso di domanda di lavoro.

Le **vendite al dettaglio** ad agosto sono aumentate di 1,4% m/m (4,1% a/a). La crescita è diffusa alla maggior parte dei beni non durevoli, mentre per i beni durevoli persiste il trend negativo dovuto alle strozzature all'offerta.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	set	-5.8	-8.3	-11.8
EUR	M3 dest. a/a	ago	5.5	% 5.4	6.1
EUR	Fiducia consumatori finale	set	-28.8	-28.8	-28.8
EUR	Fiducia servizi	set	8.1	{8.7}	7.0
EUR	Indice di fiducia economica	set	97.3	{97.6}	95.0
EUR	Fiducia industria	set	1.0	{1.2}	-1.0
EUR	CPI a/a stima flash	set	9.1	% 9.7	10.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	5.5	% 5.6	6.1
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	6.6	% 6.6	6.6
FRA	Fiducia consumatori	set	82	80	79
FRA	Spese per consumi m/m	ago	-0.9	{-0.8}	% -0.1
FRA	IPCA a/a prelim	set	6.6	% 6.7	6.2
GER	IFO	set	88.6	{88.5}	87.0
GER	IFO (sit. corrente)	set	97.5	96.0	94.5
GER	IFO (attese)	set	80.5	{80.3}	79.0
GER	Fiducia consumatori	ott	-36.8	{-36.5}	-39.0
GER	IPCA m/m prelim	set	0.4	% 1.3	2.2
GER	IPCA a/a prelim	set	8.8	% 10.0	10.9
GER	CPI (Lander) a/a prelim	set	7.9	% 9.4	10.0
GER	CPI (Lander) m/m prelim	set	0.3	% 1.3	1.9
GER	Tasso di disoccupazione	set	5.5	% 5.5	5.5
GER	Variazione n° disoccupati	set	26	{28} x1000	20
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	ago	-2.83	Mld €	-5.79
ITA	Fiducia consumatori	set	98.3	95.1	94.8
ITA	Indice di fiducia delle imprese	set	104.0	{104.3}	102.1
ITA	Fatturato industriale a/a	lug	17.9	{18.0}	% 16.3
ITA	Fatturato industriale m/m	lug	-0.4	{-0.2}	% -0.1
ITA	PPI a/a	ago	36.9	% 40.1	40.1
ITA	PPI m/m	ago	5.0	% 2.8	2.8
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	7.9	% 7.9	7.8
ITA	IPCA m/m prelim	set	0.9	% 1.6	1.7
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	set	8.4	% 8.7	8.9
ITA	IPCA a/a prelim	set	9.1	% 9.4	9.5
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	set	0.8	% 0.1	0.3
SPA	IPCA a/a prelim	set	10.5	% 10.1	9.3

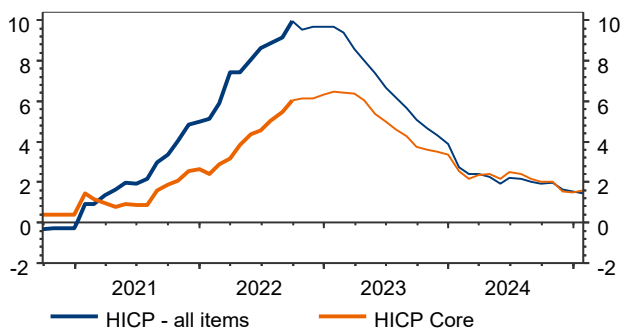
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. L'inflazione continua a crescere oltre le attese, e la persistenza dello scarto positivo tra stima flash e previsione di consenso potrebbe anticipare cambiamenti più strutturali. La combinazione tra pressioni a monte della catena produttiva e un mercato del lavoro meno reattivo al calo ciclico dovrebbe mantenere l'inflazione su livelli alti più a lungo del previsto. I **prezzi al consumo** a settembre hanno segnato un'accelerazione di 1,2% m/m e l'indice core è cresciuto di 0,9% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono da energia (+3% m/m), beni manifatturi non energetici (+2,8% m/m) e alimentari (+1%); sul mese calano lievemente i servizi (-0,1% m/m). **L'inflazione headline, salita vertiginosamente al 10% dal 9,1%** (sopra la stima di consenso di 9,7%), **e quella core, a 6,1% a/a, sono su nuovi massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili). **Sul dato di settembre continua a pesare il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici**, come dimostra l'accelerazione dei beni manifatturi ex-energia e la crescita della componente alimentari. Ha inciso anche il ritiro di alcune delle misure calmieranti decise dai Governi nazionali (in particolare la fine del taglio sul prezzo dell'abbonamento per il trasporto pubblico in Germania), nonché l'aumento del prezzo del gas.

Pressioni al rialzo potrebbero arrivare, nei prossimi mesi, dal costo del lavoro, dal momento che una dinamica salariale in accelerazione e un wage *drift* positivo fino al 2024 potrebbero innescare effetti di seconda battuta e trainare l'inflazione da servizi. **Tra i (pochi) segnali rassicuranti, è da notare l'allentamento delle strozzature sulle catene del valore e sul sistema dei trasporti** a livello globale, anche se la dinamica del PPI, ancora spinta dall'energia, resta preoccupante (ad agosto, in Germania e in Italia il PPI ha raggiunto un nuovo massimo storico).

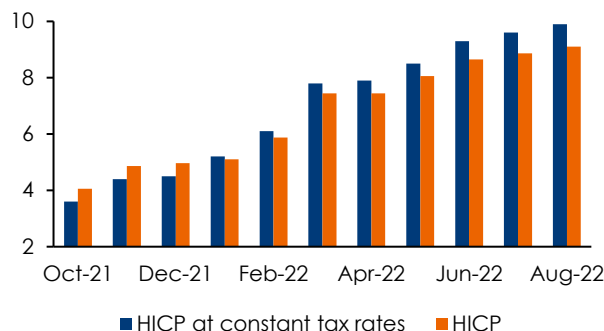
Riteniamo probabile che a partire da marzo l'inflazione segua una fase discendente guidata da un parziale rientro dei listini energetici e in particolare del gas naturale. **In media annua l'inflazione dovrebbe attestarsi all'8,3% nel 2022 e scendere solo di poco, intorno al 6,5%, nel 2023**, tornando vicino alla soglia del 2% solamente nel 2024. L'incertezza resta molto elevata: da un lato, i rischi sul profilo atteso dei prezzi energetici restano verso l'alto; dall'altro, **le misure adottate o in via di discussione da parte dei governi nazionali e a livello di Commissione UE potrebbero avere maggiori effetti "calmieranti" sui prezzi finali dell'energia rispetto a quanto visto nell'ultimo anno.**

Inflazione generale vs. Inflazione sottostante



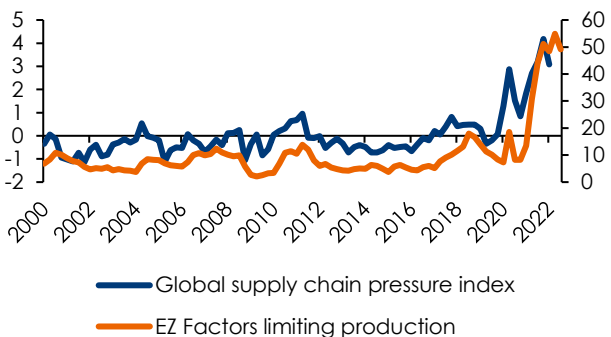
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Le misure dei Governi hanno contribuito sinora solo moderatamente a calmierare i rialzi dei prezzi



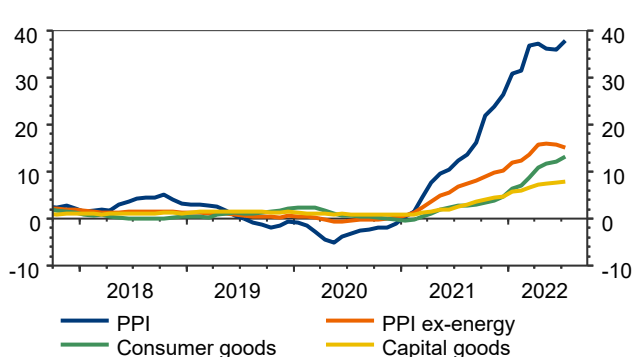
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

I colli di bottiglia sembrano aver raggiunto un picco



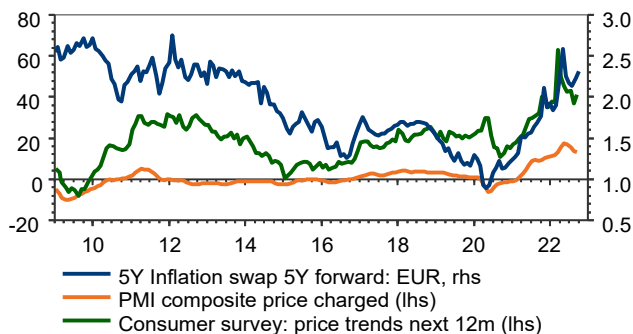
Nota: % degli intervistati che indicano la carenza di attrezzature/materiali come fattore limitante la produzione, dall'indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere. Fonte: Commissione UE, Haver Analytics

Prezzi alla produzione (% a/a)



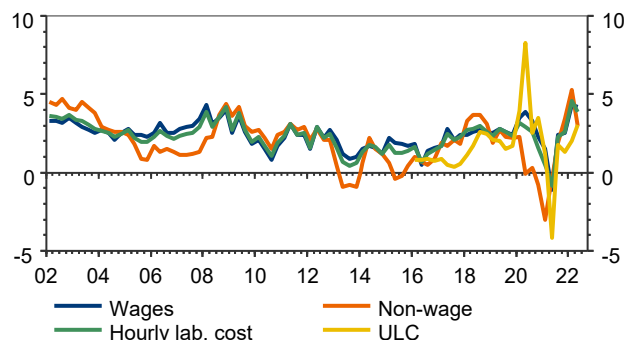
Fonte: Eurostat

Aspettative di inflazione



Nota: per il PMI, si riporta la differenza rispetto a 50.
Fonte: Commissione Europea, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

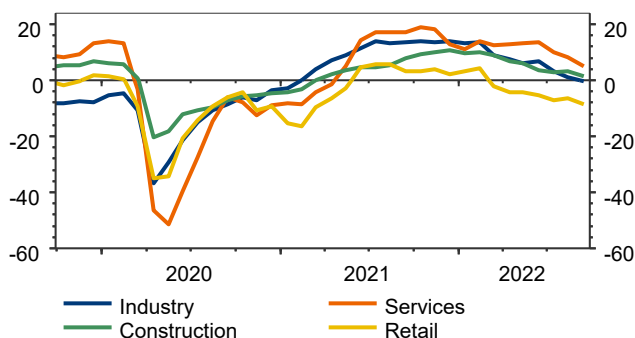
La crescita salariale staziona sotto l'inflazione, ma è in accelerazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

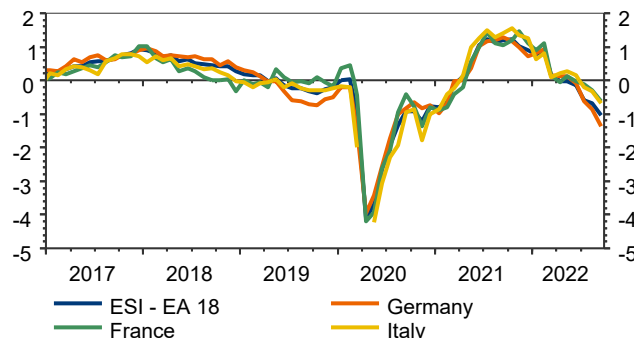
Area euro. A settembre l'indice composito di fiducia economica ESI è calato più del previsto a 93,7 da un precedente 97,3, con flessioni diffuse a tutte le principali economie e a tutti i macrosettori. In rallentamento anche la domanda di lavoro delle imprese mentre **riaccelerano le aspettative sui prezzi di vendita**. L'ESI si conferma dunque al di sotto della media di lungo periodo per il terzo mese e sui minimi da gennaio 2021, livelli coerenti con una frenata del PIL tra l'estate e l'autunno.

ESI cala ancora a settembre con flessioni diffuse a tutti i settori...



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

...e a tutte le principali economie

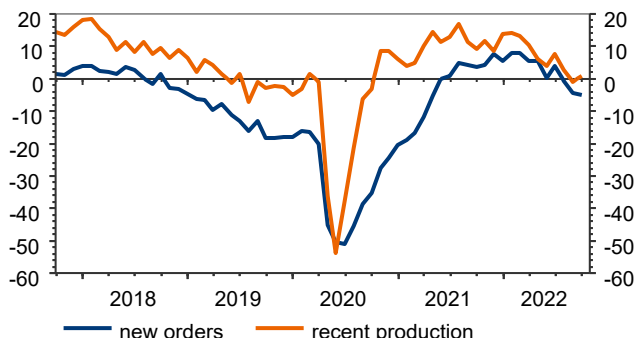


Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Su base settoriale il calo registrato nell'**industria** è più contenuto del previsto (-0,4 da 1): l'indice, seppur ancora al di sopra della media di lungo periodo, è sceso per il terzo mese portandosi al livello più basso da inizio 2021. L'indagine riporta un modesto rimbalzo della produzione recente (che rimane mantiene un trend in calo) mentre peggiorano ancora le aspettative per l'attività nei prossimi mesi.

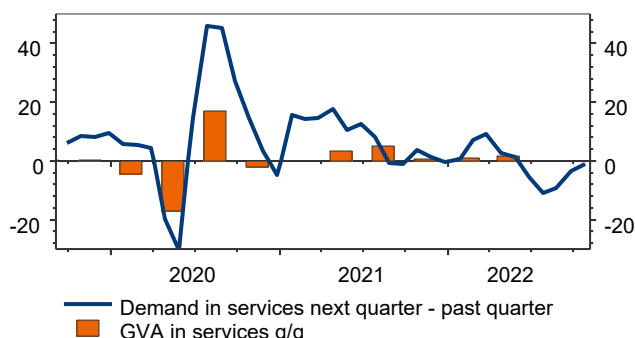
In diminuzione, più delle previsioni, il morale nei **servizi** (4,9 da 8,1), sui minimi da aprile 2021, con indicazioni di deciso rallentamento della domanda, sia corrente che attesa. A differenza dell'industria, dove la contrazione non sorprende alla luce dei rincari energetici, l'entità della frenata dei servizi è maggiore delle attese, un segnale di come il deterioramento della domanda interna e la debolezza manifatturiera si stanno rapidamente trasferendo anche sul terziario, amplificando i rischi al ribasso per il ciclo nei prossimi mesi. In calo il morale anche nel commercio al dettaglio (-8,4 da -6,5) e nelle costruzioni (1,6 da 3,4), con entrambi gli indici sui minimi da marzo dello scorso anno.

Nell'industria la tendenza resta al ribasso



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

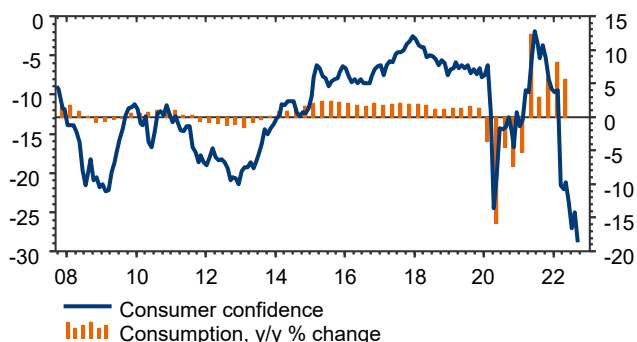
Anche nei servizi le prospettive per la fine dell'anno non sono incoraggianti



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

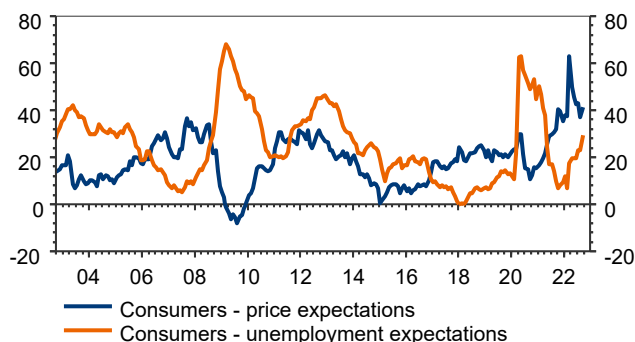
La stima finale dell'indice di fiducia dei **consumatori** conferma la caduta al nuovo minimo storico di -28,8 da -24,9 di agosto. I nuclei familiari riportano un significativo peggioramento delle aspettative sulle situazioni finanziarie e sul clima economico, con un conseguente calo delle intenzioni di acquisto di beni durevoli e un aumento delle preoccupazioni di disoccupazione.

Consumi privati verso una contrazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

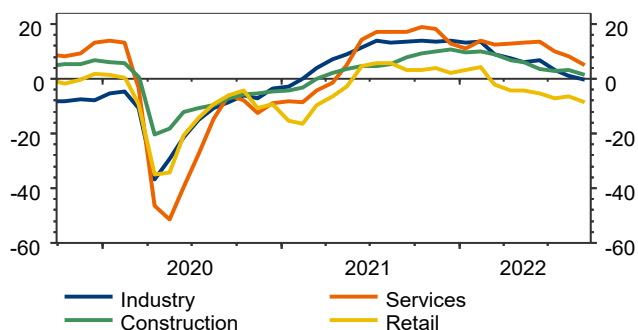
Tornano a salire anche le preoccupazioni sulla disoccupazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

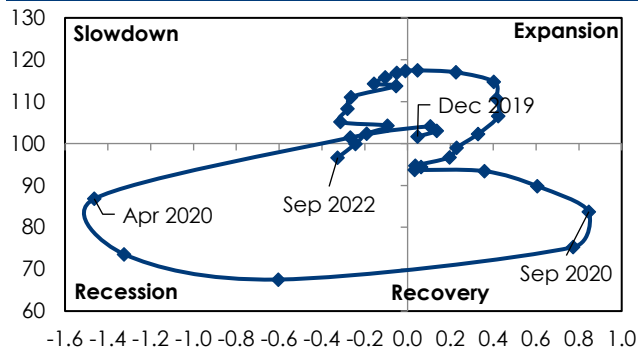
In sintesi, le indagini di settembre confermano la presenza di rischi al rialzo sul profilo d'inflazione e di aumento dei rischi recessivi. Dopo un 1° semestre più robusto delle attese, la ripresa economica è già entrata in una fase di deciso rallentamento che riteniamo sfocerà in una recessione tra l'autunno e l'inverno, quando le tensioni geopolitiche, il surriscaldamento dei prezzi e i timori per le forniture energetiche peseranno sull'attività. Dopo il 3,1% stimato per quest'anno, il PIL nel 2023 è quindi previsto crescere solo dello 0,5% (con rischi verso il basso).

Riaccelerano le aspettative sui prezzi



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

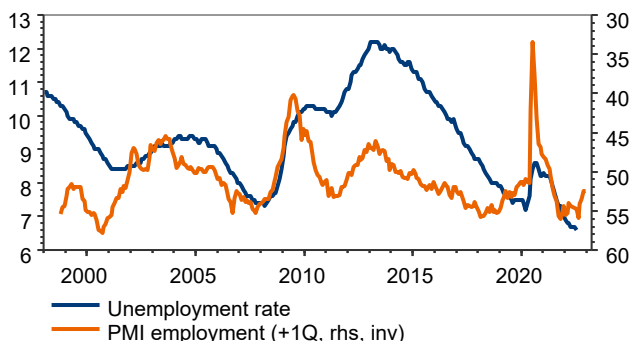
La recessione è ormai alle porte



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

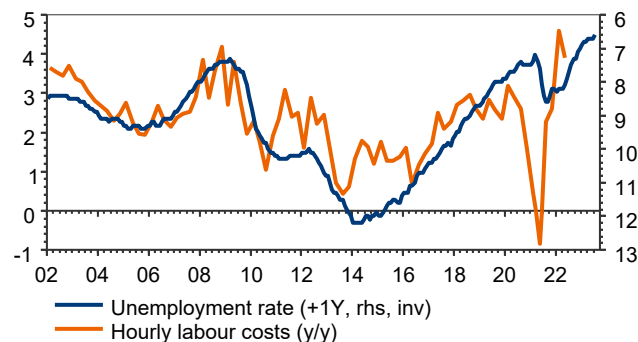
Area euro. Ad agosto il numero di persone in cerca di occupazione è calato di 30 mila unità ed il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile al 6,6%, sui minimi dall'introduzione della moneta unica. La disoccupazione giovanile è invece calata per il secondo mese, al 13,9% da un precedente 14%, anch'essa ai minimi da almeno il 1998. Il tasso dei senza lavoro è risultato stabile in Germania (3%) e Spagna (12,4%) mentre è calato di un decimo in Francia (7,3%) e Italia (7,8%). Le rilevazioni sono quindi coerenti con un mercato del lavoro ancora robusto, coerente con una accelerazione salariale destinata a proseguire nei prossimi mesi nonostante il rallentamento ciclico e la conseguente diminuzione della domanda di lavoro. Riteniamo, tuttavia, che l'incremento del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri possa risultare complessivamente contenuto: prevediamo un picco intorno al 6,9% a metà 2023. In aggiunta alla protezione fornita dalle reti pubbliche di sostegno non escludiamo che nel contesto corrente, in cui le imprese continuano a riportare difficoltà nel reperire manodopera, l'aggiustamento del mercato del lavoro possa verificarsi con un calo delle posizioni vacanti (al momento ancora a livelli record) a fronte di un costo in termini di occupazione più limitato.

Le indagini anticipano un rallentamento della domanda di lavoro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il mercato del lavoro resta robusto e coerente con una crescita dei salari nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

Area euro. La crescita di **M3** di agosto ha sorpreso al rialzo a 6,1% a/a, in accelerazione da un precedente 5,7%. Nonostante il rallentamento del credito al settore pubblico (5,5% da 7%), per via del progressivo ridimensionamento degli acquisti da parte dell'Eurosistema, si registra una stabilizzazione dei prestiti alle famiglie (al 4,5%) e una accelerazione per quelli verso le imprese (8,7% da 7,6%).

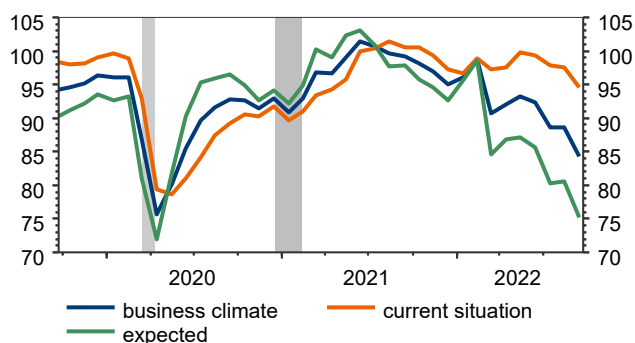
Germania. A settembre, **l'inflazione è cresciuta ben oltre ogni attesa, portandosi al 10,9% a/a** dall'8,8% precedente sull'indice armonizzato UE (massimo dall'inizio delle rilevazioni nel 1997). **Su base nazionale l'inflazione è invece balzata al 10% a/a** dal 7,9% di agosto, record dagli anni '50.

Lo spaccato parziale dell'indice nazionale suggerisce come siano ancora le componenti energia (43,9% a/a) e alimentari (a 18,7% da 16,6% precedente) a trainare l'inflazione ma con un'accelerazione della crescita dei listini diffusa però anche ai servizi (3,6% a/a da 2,2%). Cala invece all'1,7% a/a l'inflazione degli affitti. La variazione congiunturale è stata di +2,2% m/m sulla misura armonizzata e di +1,9% su quella nazionale, fortemente al di sopra sia delle attese che dell'usuale profilo stagionale. **La stima flash dai Länder indica che il rialzo viene soprattutto da carburanti e trasporti**, saliti, ad esempio, del 15,1% m/m e del 10,5% m/m in Baviera; in particolare, l'aumento della componente trasporti è legato alla fine della riduzione a 9€ al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico. La crescita di abbigliamento e alimentari conferma che la trasmissione dei rincari energetici sta diventando più pervasiva. Nei prossimi mesi l'inflazione continuerà a salire e sarà solo parzialmente frenata da nuove misure calmieranti; verso la fine del 1° trimestre 2023 la crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe poi spostarsi su un trend di moderata discesa. L'incertezza è maggiore sulla componente core, dal momento che un wage drift positivo anche nel 2024 potrebbe innescare effetti di seconda battuta. **Ci aspettiamo che l'inflazione armonizzata si attesti in media all'8,7% nel 2022 e oltre il 7% nel 2023.**

Germania. Il tasso di disoccupazione è risultato stabile al 5,5% in settembre. Tuttavia, le indagini congiunturali segnalano un (contenuto) rallentamento delle intenzioni di assunzione per i prossimi mesi. Come nel 2020-21, ci aspettiamo che l'aggiustamento passi più per una riduzione delle ore lavorate, tramite gli accordi negoziati a livello di singola impresa, che attraverso una massiccia espulsione di occupati. Prevediamo, quindi, una crescita del tasso dei senza lavoro al 5,5% il prossimo anno (da 5,3% del 2022); il punto di svolta per la dinamica occupazionale dovrebbe vedersi verso la fine del trimestre estivo, dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo.

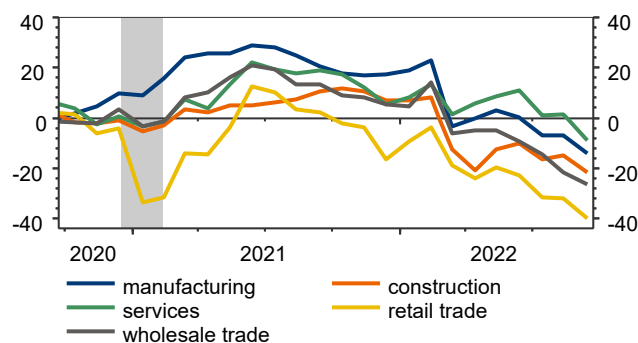
Germania. L'indice IFO è sceso a 84,3 da 88,6 precedente in settembre: è il quarto calo mensile di fila, che porta l'indice ai minimi da maggio 2020. La flessione è stata guidata dal deterioramento delle aspettative (75,2 da 80,5, la lettura più bassa da aprile 2020), penalizzate dall'elevata incertezza legata al contesto internazionale e alle preoccupazioni di tenuta della domanda sia domestica che estera. La situazione economica attuale del Paese è peggiorata a 94,5 da 97,5 precedente (un minimo da aprile dello scorso anno). La flessione coinvolge tutti i principali comparti. L'indice manifatturiero scende infatti a -14,2 da -6,8 di agosto, con indicazioni di calo della produzione e di rallentamento della domanda; il calo delle aspettative e l'accumulo di scorte di merce invenduta anticipano una contrazione della produzione industriale nel 2° semestre. La flessione più ampia è stata registrata nei servizi (-8,9 da 1,4) e nel commercio al dettaglio (-39,8 da -31,9), anche in questo caso per via soprattutto del crollo delle aspettative, un segnale che le imprese iniziano ad anticipare una frenata della domanda esaurita oramai la spinta delle riaperture. Infine, cala anche il morale nelle costruzioni (a -21,6 da -14,8) e nel commercio all'ingrosso (-26,4 da -21,6).

Il calo dell'IFO di settembre è spiegato ancora una volta soprattutto dalle aspettative



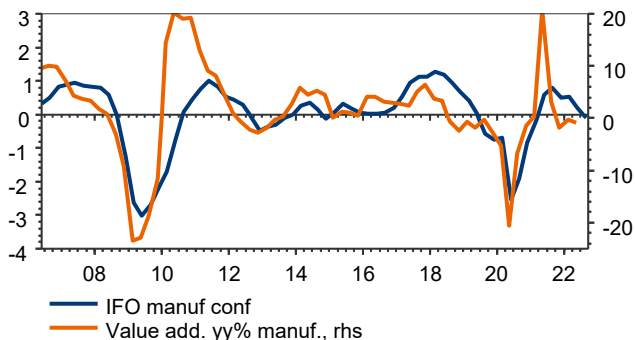
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

La flessione del morale risulta diffusa a tutti i principali settori



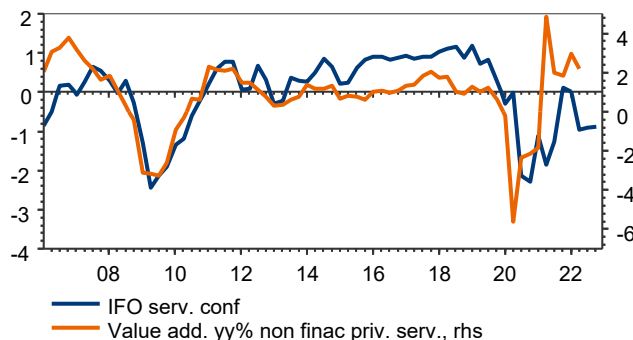
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

La debolezza manifatturiera difficilmente verrà meno nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

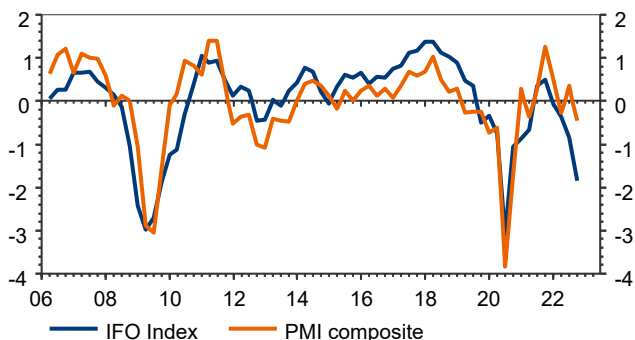
Nei servizi il morale rimane al di sotto della media di lungo periodo, un segnale di un rimbalzo post-pandemico incompleto ma che ha perso la spinta



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

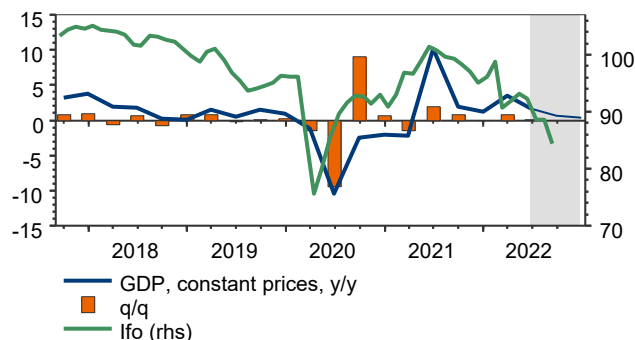
In sintesi, l'indagine IFO conferma la fase di forte debolezza dell'economia tedesca, aggravata dal rallentamento della domanda globale. Ci attendiamo ora una contrazione del PIL tra -0,2% t/t e -0,3% t/t nel 3° trimestre. Sui prossimi mesi pesa la minaccia di interruzione completa delle forniture di gas dalla Russia, anche se l'elevato livello delle scorte (che hanno superato il 90% della capacità) e il possibile aumento di produzione dell'impianto olandese di Groningen potrebbero impedire uno scenario di "hard rationing". **Rispetto a tre mesi fa, rivediamo le nostre stime di crescita per il 2022 a 1,6% (da un precedente 1,7%) e per il 2023 ad appena 0,1% da 2,8%.** A nostro avviso, i rischi sulla stima 2023 sono verso il basso.

IFO e PMI segnalano entrambi rischi al ribasso per la crescita nel 3° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, S&P Global

Le indagini anticipano un rallentamento del ciclo nei prossimi trimestri



Fonte: IFO Institute, Destatis, previsioni Intesa Sanpaolo

Francia. L'inflazione è scesa al 5,6% dal 5,9% sull'indice nazionale e al 6,2% dal 6,6% sull'armonizzato, contro attese di marginale aumento. Nel mese, i prezzi hanno segnato una flessione di cinque decimi su entrambi gli indici. Il ribasso tendenziale è legato principalmente al rallentamento dei servizi (a 3,2% da 3,9%) e dell'energia (a 17,8% a/a da 22,7%). Prosegue invece la crescita degli alimentari (9,9% da 7,9% precedente), in particolare degli alimentari freschi (a 11% da 3,5% precedente), e, in minor misura, dei beni manufatti (3,6% da 3,5% precedente). In media annua, l'inflazione dovrebbe attestarsi al 5,7% (sull'indice armonizzato) nel 2022 per poi moderare al 4,9% il prossimo anno.

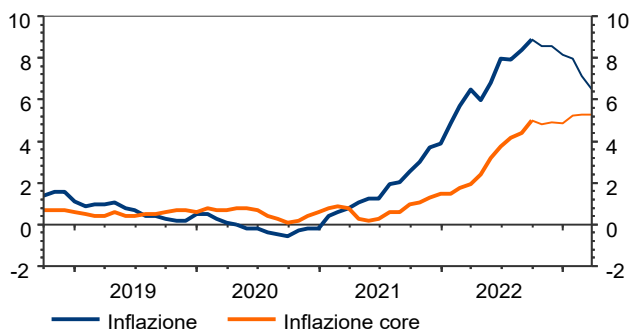
Francia. A settembre la **fiducia dei consumatori** è tornata a scendere dopo il rimbalzo di agosto, a 79 dal precedente 82, ritornando sui livelli di luglio e ben al di sotto della media di lungo

periodo. Gli intervistati riportano un peggioramento delle aspettative sia per quanto riguarda la situazione finanziaria che gli standard di vita, intenzioni di riduzione delle spese e di aumento dei risparmi a scopo precauzionale.

Francia. Ad agosto gli **acquisti di beni** sono risultati stagnanti, dopo che il mese precedente erano calati di -0,9% m/m (rivisto al ribasso di un decimo). Il rimbalzo dei beni durevoli (1,2% m/m da -1,6%), in particolare dell'abbigliamento, e il recupero dei mezzi di trasporto è stato compensato dal terzo calo consecutivo degli alimentari (-1% m/m da -0,4%) e dell'energia (-0,4% m/m, come a luglio). La lettura di luglio lascia le spese in rotta per una contrazione di quasi mezzo punto percentuale nel 3° trimestre. La serie mensile sugli acquisti delle famiglie rappresenta circa la metà dei consumi privati di contabilità nazionale ed è possibile che la componente relativa ai servizi possa mostrare un maggior dinamismo; tuttavia le indagini di fiducia e i primi dati reali relativi all'output nei servizi (in calo a luglio di -1,9% m/m da 1,7% precedente) non offrono segnali particolarmente incoraggianti per la domanda interna nel 2° semestre.

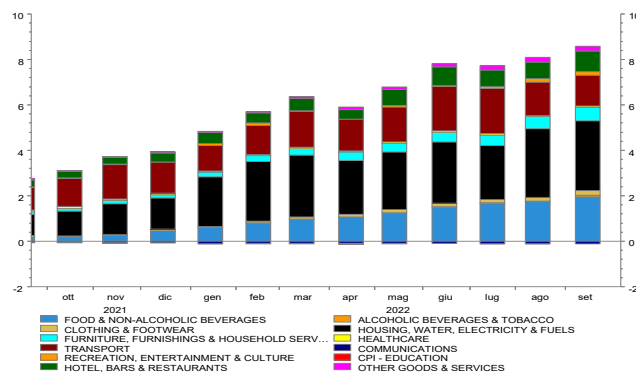
Italia. La stima preliminare dei prezzi al consumo ha spinto **l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC all'8,9% a/a da 8,4% di agosto, e quella armonizzata al 9,5% a/a da 9,1% precedente**, in linea con le nostre attese. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,3% m/m sull'indice nazionale e di 1,7% m/m sull'IPCA, con quest'ultima misura che ha beneficiato della fine dei saldi estivi. Il forte rialzo tendenziale è imputabile agli alimentari (da 10,1% a/a a 11,5%) e ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 4,6% a 5,7%). Un importante contributo è arrivato dai beni non durevoli (da 3,8% a 4,7%) e semidurevoli (da 2,3% a 2,8%). L'inflazione di fondo (sul NIC) è salita ancora a settembre, al 5% a/a da un precedente 4,4% (su livelli più bassi della media Eurozona). **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente a partire dal 1° trimestre 2023.** La media d'anno potrebbe attestarsi al 7,9% nel 2022 ed intorno al 6% nel 2023 (sull'indice armonizzato), ma i rischi restano verso l'alto.

Nuovo aumento dell'inflazione a settembre



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

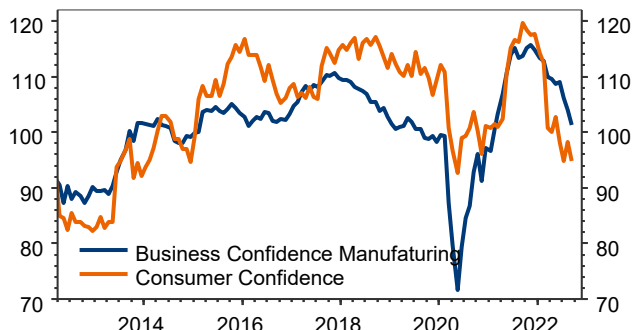
Trasmissione dei rincari in atto



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

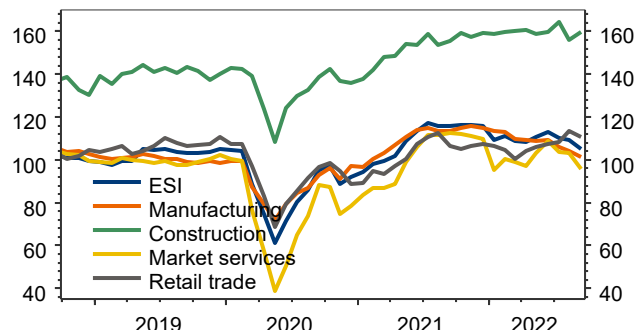
Italia. A settembre l'indice di fiducia manifatturiera è calato più delle attese a 101,3 da un precedente 104 (rivisto da 104,3), un minimo da marzo 2021 e in ribasso per il terzo mese consecutivo. Tra le imprese il morale è peggiorato anche negli altri settori (ad eccezione delle costruzioni), con l'indice composito IESI che quindi è calato per il terzo mese a 105,2 da 109,2 di agosto. **In deterioramento anche l'indice di fiducia dei consumatori, a 94,8 da 98,3**, che è tornato sui livelli di luglio dopo il modesto rimbalzo registrato nel mese precedente.

Fiducia manifatturiera in calo per il terzo mese a settembre, torna a calare anche il morale dei consumatori



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In calo la fiducia nei servizi e nel commercio al dettaglio, rimbalza tra le costruzioni

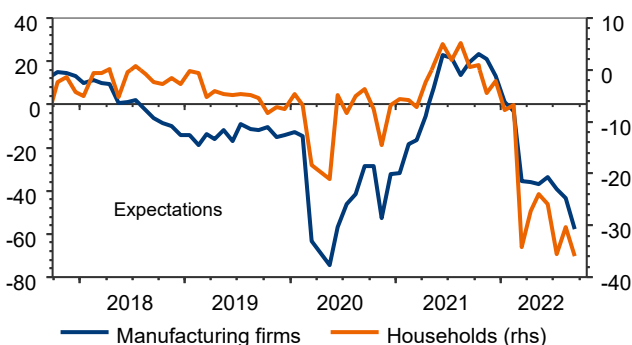


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tra i **consumatori** la flessione del morale risulta diffusa a tutte le componenti ma trainata soprattutto dalle valutazioni sul clima economico, che sono scese a un minimo da novembre 2020; anche l'indice relativo alla situazione personale ha registrato un notevole peggioramento portandosi sui minimi dal primo lockdown nella primavera del 2020. I nuclei familiari sono inoltre decisamente più preoccupati circa un aumento della disoccupazione e di conseguenza riportano un calo delle intenzioni di acquisto di beni durevoli. Dopo il record toccato ad agosto, è tornata a calare per la prima volta in oltre un anno l'inflazione percepita negli ultimi 12 mesi (che pure resta su livelli vicini ai record), mentre è tornata a salire, dopo la correzione dello scorso mese, l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi.

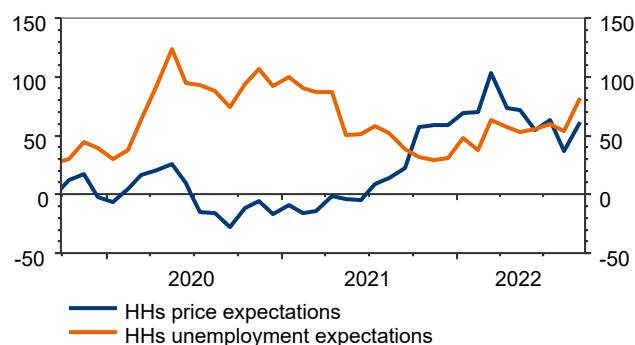
Le **imprese manifatturiere** registrano un peggioramento della tendenza al calo degli ordini già in atto da qualche mese, con flessioni diffuse sia alla domanda interna che a quella estera (in particolare gli esportatori riportano come i maggiori costi di produzione ne stiano intaccando la competitività internazionale). In calo anche l'indice sulla produzione, ai minimi dai primi mesi del 2021 e su livelli coerenti con una contrazione della produzione industriale tra l'estate e l'autunno. La fase di debolezza manifatturiera è attesa persistere nel breve termine: le aspettative sull'attività nei prossimi mesi vanno facendosi progressivamente più pessimiste, mentre le imprese stanno ridimensionando drasticamente le intenzioni di assunzione.

Le aspettative di famiglie e imprese sono in deciso peggioramento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tra i consumatori torna a farsi sentire il rischio disoccupazione mentre risalgono le aspettative d'inflazione



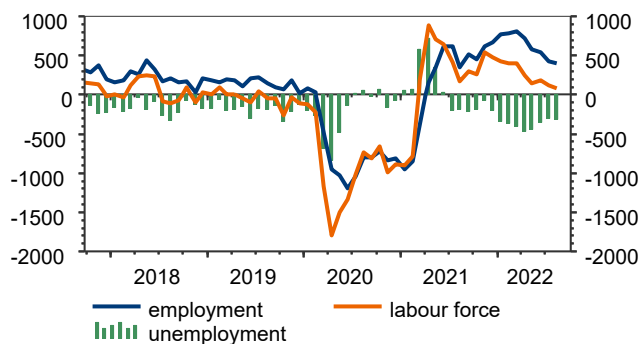
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Non particolarmente incoraggiante, per l'attività economica nei prossimi mesi, anche il marcato calo del morale nei **servizi** (95,9 da 103,3), che subisce la flessione mensile più ampia da fine 2020, mentre corregge anche la fiducia nel **commercio al dettaglio** (110,6 da 113,4) a fronte di un rimbalzo nelle **costruzioni** (159,5 da 155,8).

In sintesi, **le indagini di settembre indicano che la ripresa sta ormai decelerando piuttosto rapidamente, e che aumentano i rischi di recessione per i trimestri a cavallo d'anno**. Le rilevazioni sulla fiducia sono infatti coerenti con una contrazione dei consumi privati nei prossimi mesi, penalizzati dal caro-vita che erode i redditi disponibili e dall'elevata incertezza di fondo. I rischi sullo scenario e prezzi energetici su livelli record colpiscono anche le imprese, non solo nella manifattura ma, in misura crescente, nei servizi. Al momento solo commercio al dettaglio e costruzioni registrano livelli di fiducia superiori alla media di lungo periodo. Tuttavia, il peggioramento del morale dei consumatori non potrà non riflettersi anche sul settore retail, e le costruzioni, che al momento continuano a beneficiare dell'effetto degli incentivi fiscali, non potranno non risentire di condizioni finanziarie più restrittive e del rallentamento della domanda.

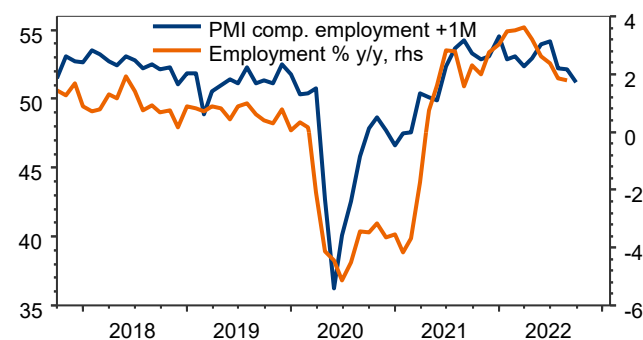
Italia. Ad agosto il **tasso di disoccupazione** è calato a sorpresa al 7,8% da un precedente 7,9% (se si escludono marzo e aprile 2020, quando i dati erano viziati dal primo lockdown, sarebbe un minimo da giugno 2009). Le persone in cerca di occupazione sono diminuite per il decimo mese consecutivo (-31 mila unità) e come nel mese precedente il calo della disoccupazione non si è tradotto in un maggior numero di lavoratori, ma in una flessione della forza lavoro con un calo degli occupati (-74 mila) concentrato tra i dipendenti (sia permanenti che precari) ed un aumento degli inattivi (+91 mila). Negli ultimi mesi il mercato del lavoro italiano ha perso spinta: il tasso di occupazione è tornato sui livelli di aprile (60%) mentre quello di attività è sceso a un minimo dallo scorso gennaio. È probabile che nei prossimi mesi la dinamica occupazionale rimanga fiacca: le indagini di fiducia mostrano un rallentamento della domanda di lavoro e anche i consumatori riportano maggiori preoccupazioni circa un possibile aumento della disoccupazione. Ci aspettiamo dunque un aumento moderato del tasso di disoccupazione, con un picco che potrebbe essere raggiunto tra il 1° e il 2° trimestre del prossimo anno, intorno al 9%.

In calo la disoccupazione ad agosto ma la flessione è spiegata da una contrazione delle forze di lavoro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini anticipano un rallentamento delle assunzioni



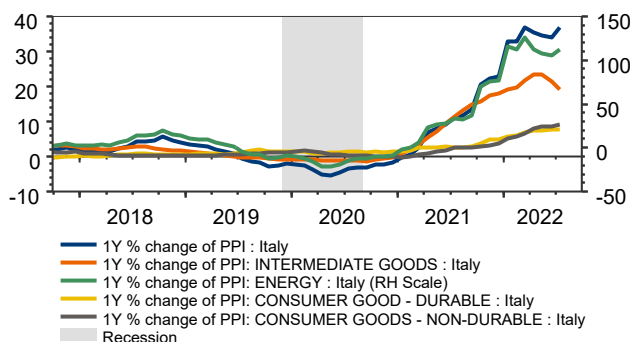
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Italia. Ad agosto il **PPI** è cresciuto del 2,8% m/m da un precedente 5% (40,1% a/a da 36,9%). Il ritmo più vivace è stato registrato sul mercato interno (3,5% m/m) dove l'inflazione dei prezzi alla produzione ha toccato un nuovo record assoluto a 50,5% a/a da 45,9% di luglio, a fronte di una sostanziale stagnazione sul mercato estero (0,3% m/m, 12,5% a/a). È ancora l'energia a trainare i rincari sul mercato domestico (6,6% m/m, 130,2% a/a), concentrati soprattutto nelle tariffe di gas ed elettricità, ma crescono i prezzi anche negli altri comparti. Tra i beni intermedi la tendenza annua sta iniziando a decelerare (a 19,2% da 21,6%) dopo il picco dello scorso aprile, in scia all'attenuazione delle strozzature all'offerta e al calo della domanda. Tuttavia, ciò non comporta

un conseguente riassorbimento delle pressioni inflattive a monte delle filiere produttive, che nei prossimi mesi continueranno a risentire dello shock energetico.

Italia. A luglio il **fatturato industriale** è calato per il secondo mese, di -0,1% m/m (16,3% a/a), sulla scia del mercato estero (-0,6%) a fronte di una stagnazione per quello interno. La flessione congiunturale riguarda soprattutto i beni intermedi (-2,2%), che si contraggono per il secondo mese, e l'energia (-3,4%), al netto della quale il fatturato sarebbe in crescita, seppur modesta (+0,1% m/m). In aumento i beni di consumo (0,3%) e strumentali (che rimbalzano di 3,6% dopo due mesi di cali piuttosto marcati). L'indice a prezzi costanti del fatturato industriale è invece cresciuto di 0,6% m/m da un precedente -1,6% m/m, e in termini tendenziali è in espansione di un ben più modesto +1,7%. Nonostante il parziale rimbalzo di luglio, il volume del fatturato resta in rotta per una contrazione nel 3° trimestre e le indagini confermano un quadro di generale debolezza.

Riaccelerano i prezzi alla produzione ad agosto



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sul fatturato manifatturiero mostrano segnali di rallentamento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. I dati di agosto sul **commercio con i paesi extra-UE** hanno registrato un calo delle esportazioni (-7% m/m), condizionato però dalle operazioni occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale registrate il mese precedente, al netto delle quali la flessione sarebbe pari a -2,4%. In diminuzione anche le importazioni (-3,6%), che risentono del calo dei prezzi dei beni energetici (al netto dell'energia l'import sarebbe in rialzo del 3,8%). Il disavanzo commerciale con i Paesi extra-UE è quindi pari a -5,8 miliardi (+1,3 miliardi lo scorso anno) mentre il saldo energetico è in deficit di -9,9 miliardi.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	set	51.7		50.9
PMI manifatturiero - NBS	set	49.4	49.6	50.1
PMI non manifatturiero - NBS	set	52.6		50.6
PMI manifatturiero - Caixin	set	49.5	49.5	48.1

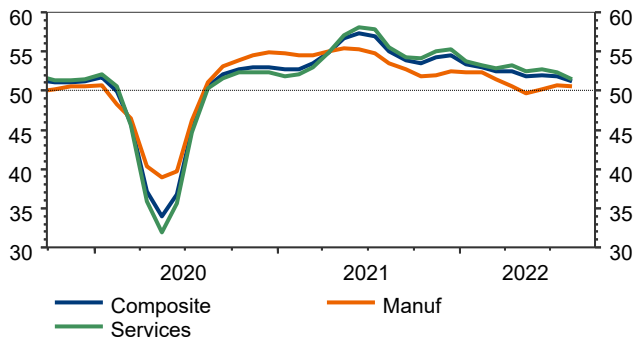
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **indici PMI** di settembre confermano che le misure di contenimento dei contagi continuano ad avere un impatto rilevante sull'attività del settore dei servizi. Il rallentamento della domanda estera comincia a pesare sull'attività del settore manifatturiero che, nonostante i miglioramenti concentrati soprattutto nelle grandi imprese, rimane comunque fiacca. Il **PMI manifatturiero** rilevato da **Caixin-Markit** è sceso da 49,5 in agosto a 48,1 in settembre, più delle attese di consenso (Bloomberg: 49,5), a causa di un calo generalizzato di tutte le componenti e, in particolare, della produzione (da 50,5 in agosto a 47,3 in settembre), degli ordini esteri (da 48,6 in agosto a 45,5 in settembre) e di quelli interni (da 48,9 in agosto a 47,1 in settembre). Il **PMI manifatturiero** rilevato dal **NBS** è, invece, lievemente salito, da 49,4 in agosto a 50,1 in settembre,

sostenuto da un miglioramento delle componenti della produzione (da 49,8 in agosto a 51,5 in settembre), delle scorte di prodotti finiti (che rimane al di sotto di 50) e da un significativo rimbalzo della componente dei prezzi degli input (da 44,3 in agosto a 51,3 in settembre). È scesa invece la componente degli ordini esteri (da 48,1 in agosto a 47 in settembre) mentre, nonostante un lieve miglioramento, quella degli ordini totali è rimasta in territorio di contrazione. Il **PMI non manifatturiero** del **NBS** è sceso di due punti (da 52,6 in agosto a 50,6 in settembre), più delle attese di consenso (Bloomberg: 52,4), trainato al ribasso dal calo del PMI del settore dei **servizi** (da 51,9 in agosto a 48,9 in settembre). Il PMI del settore **costruzioni** è invece salito a 60,2 in settembre recuperando ampiamente il calo di agosto (a 56,5, da 59,2 in luglio), pur con un rallentamento degli ordini.

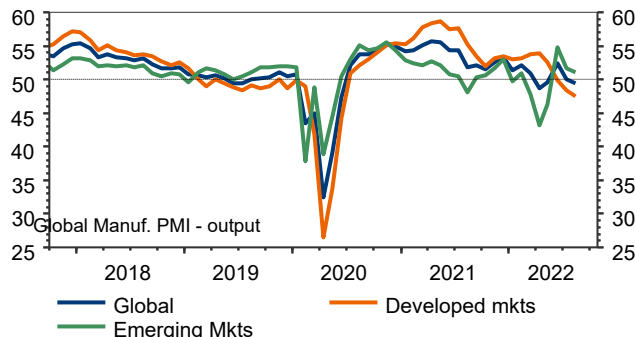
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



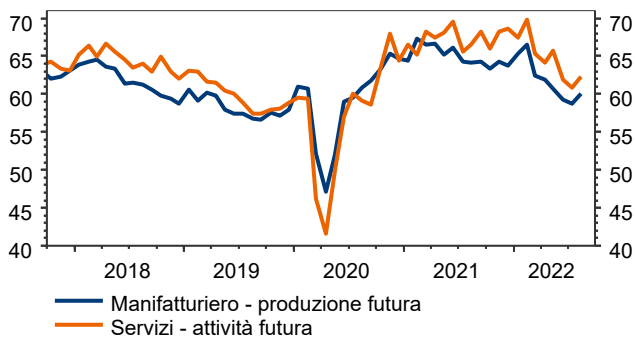
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



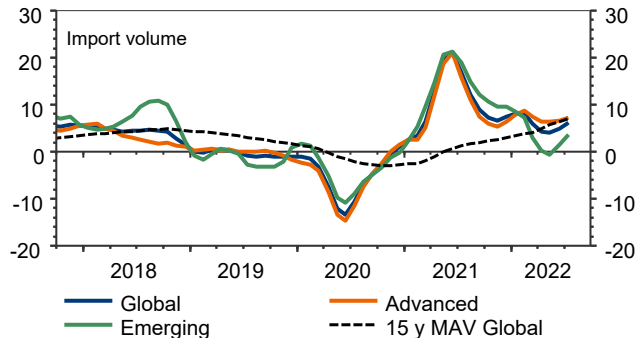
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



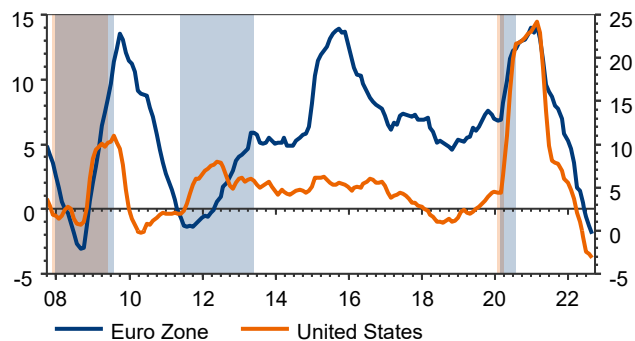
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



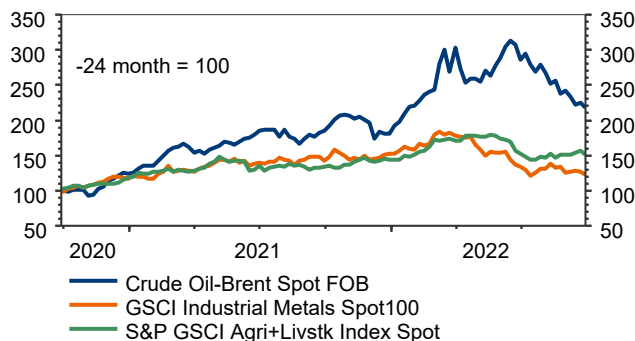
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

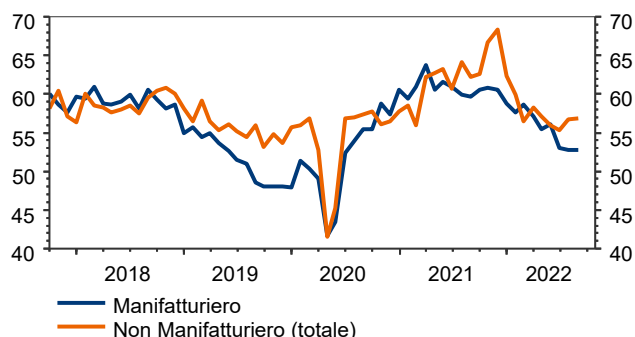
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

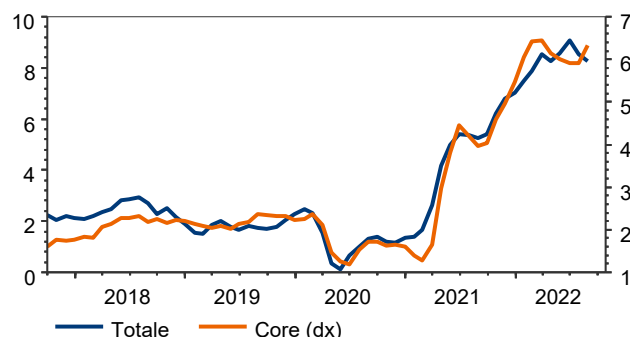
Stati Uniti

Indagini ISM



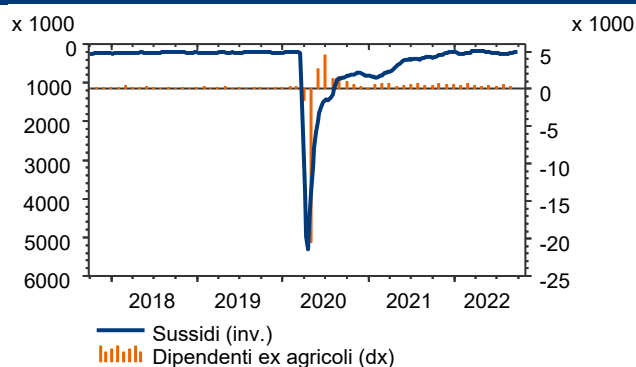
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



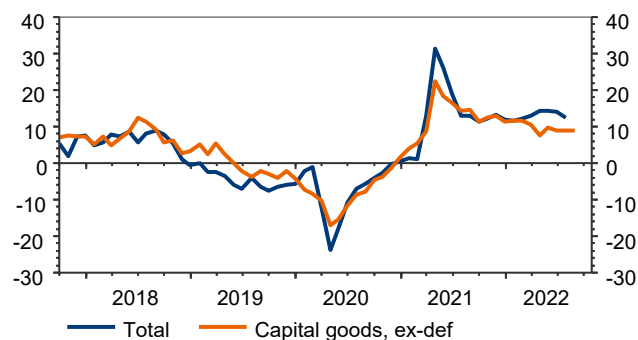
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

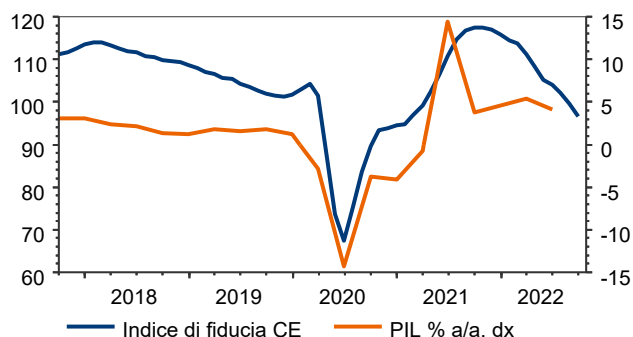
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	1.8	0.4	12.5	5.0	5.7	3.7	1.8	1.7	0.2	0.8
- trim./trim. annualizzato				7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.2	0.8	0.6
Consumi privati	8.3	2.6	0.3	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.5	0.7	0.0
IFL - privati non residenziali	6.4	3.3	0.5	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	3.0	2.0	-0.2
IFL - privati residenziali	10.7	-8.0	-9.0	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-15.5	-9.6	-7.2
Consumi e inv. pubblici	0.6	-1.1	0.9	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	0.6	0.9	1.5
Esportazioni	6.1	6.6	0.9	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	7.5	2.5	-4.5
Importazioni	14.1	9.3	-1.7	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-0.9	-1.0	-5.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.8	-0.2	-1.3	1.9	5.0	0.3	-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

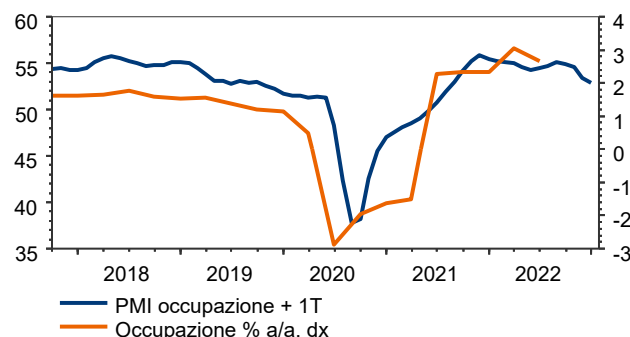
Area euro

PIL



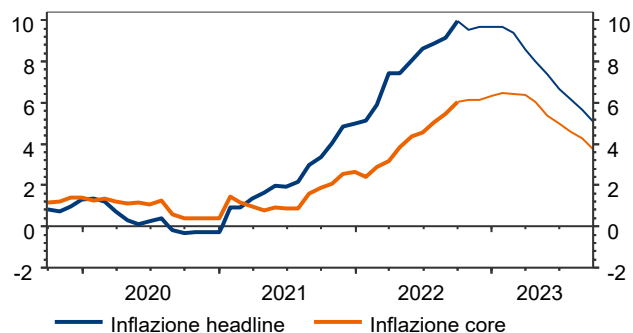
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	9.7
febbraio	0.9	5.9	9.4
marzo	1.3	7.4	8.6
aprile	1.6	7.4	8.0
maggio	2.0	8.1	7.4
giugno	1.9	8.6	6.7
luglio	2.2	8.9	6.2
agosto	3.0	9.1	5.6
settembre	3.4	10.0	5.1
ottobre	4.1	9.5	4.6
novembre	4.9	9.7	4.3
dicembre	5.0	9.7	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
- i/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	8.3	6.6	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	9.3	9.6	9.2
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	6.9
Euribor 3 mesi	-0.55	0.27	2.31	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.36	0.42	1.56	2.18

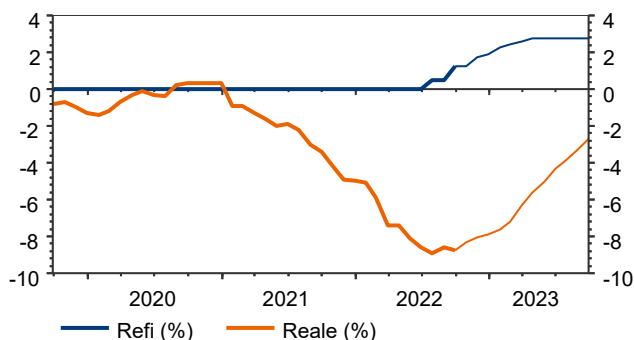
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	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	0.68	0.49	1.53	2.17	2.32
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	1.17	0.86	1.79	2.29	2.35

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

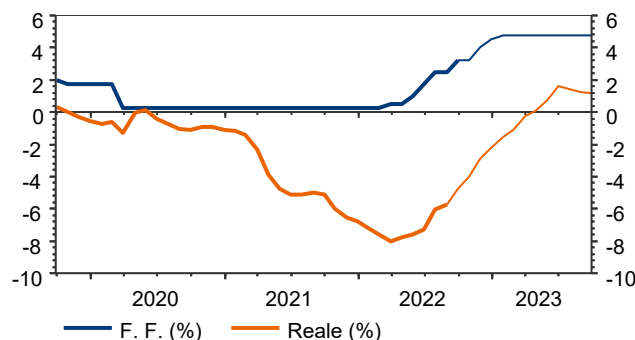


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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	3.64	3.29	4.79	5.15	5.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

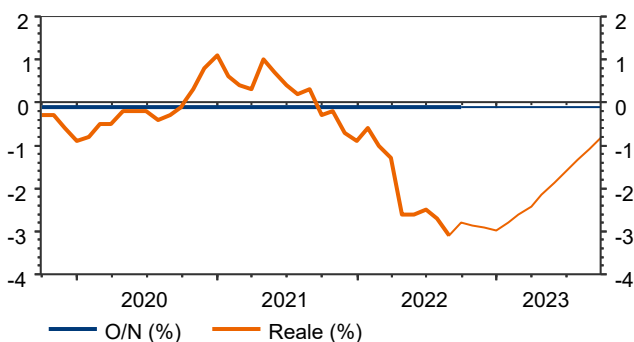


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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

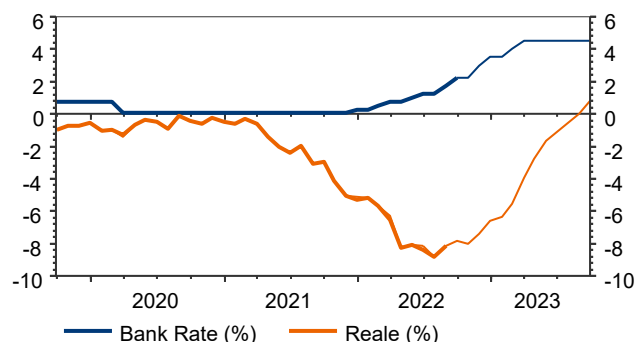


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	22/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	2.25	2.25	3.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	3.50	3.50	4.00	4.60	4.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	30/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.16	1.11	1.04	1.00	0.9762	0.92	0.93	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	106	112	122	136	139	144.56	145	142	136	128	124
GBP/USD	1.29	1.35	1.32	1.21	1.16	1.1059	1.05	1.03	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.08	1.08	1.03	1.00	0.97	0.9567	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	124	130	135	142	139	141.13	134	132	136	134	136
EUR/GBP	0.91	0.86	0.85	0.86	0.86	0.8824	0.88	0.90	0.90	0.89	0.89

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