

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Crisi energetica e restrizione monetaria concretizzano il rischio di recessione per l'economia mondiale.** La prospettiva di una recessione inizia a entrare nello scenario di base, come riflesso di condizioni finanziarie più restrittive, distruzione di potere d'acquisto delle famiglie, erosione dei margini delle imprese, aumento dell'incertezza.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro** i dati di agosto dovrebbero riportare un calo della produzione industriale in Italia dopo il recupero registrato il mese precedente, mentre nel complesso dell'Eurozona l'output è atteso rimbalzare solo parzialmente. Le stime finali sui prezzi al consumo sono viste confermare che a settembre l'inflazione è calata in Francia e ha toccato un massimo da 70 anni in Germania.

Il focus negli **Stati Uniti** questa settimana sarà sul CPI di settembre e sui verbali della riunione del FOMC. I verbali dovrebbero confermare un messaggio *hawkish*, ribadendo l'impegno a mantenere la politica monetaria in territorio restrittivo per "un certo tempo" anche in presenza di segnali recessivi sia per la crescita sia per il mercato del lavoro. Il CPI è atteso in rialzo di 0,3% m/m, con l'aspettativa di un altro aumento extra-large del CPI core (0,5% m/m). Le vendite al dettaglio di settembre dovrebbero essere in modesto rialzo, ancora frenate dal calo del prezzo della benzina, ma sostenute dagli aumenti dei prezzi in altri comparti oltre che dall'andamento positivo delle auto.

7 ottobre 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

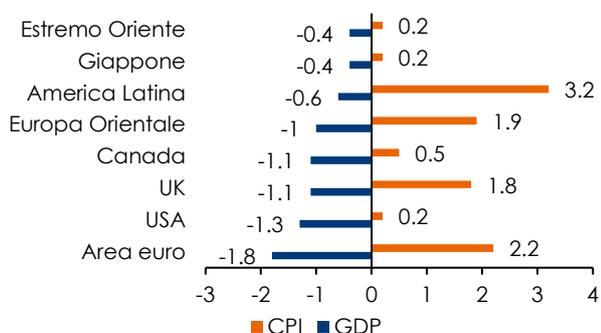
## Il punto

### Crisi energetica e restrizione monetaria concretizzano il rischio di recessione per l'economia mondiale.

La prospettiva di una recessione inizia a entrare nello scenario di base, come riflesso di condizioni finanziarie più restrittive, distruzione di potere d'acquisto delle famiglie, erosione dei margini delle imprese, aumento dell'incertezza.

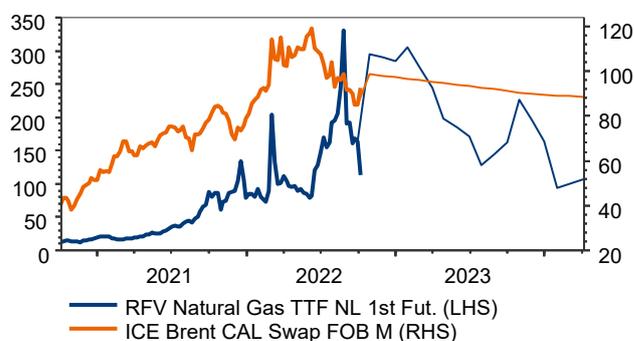
Negli ultimi tre mesi, le proiezioni di crescita reale per tutte le regioni economiche sono state riviste al ribasso, in taluni casi in misura molto ampia (v. Fig. 1). Di contro, le proiezioni di inflazione sono state riviste di nuovo al rialzo, molto marcatamente in Europa e America Latina. I segni delle revisioni indicano che il principale fattore di errore è ancora costituito dalla difficoltà di cogliere gli sviluppi e le implicazioni della crisi energetica, in particolare in Europa. Tuttavia, ormai è entrato in campo un secondo fattore: la restrizione delle politiche monetarie che sta avvenendo a passo veloce in quasi tutti i Paesi avanzati, con ripercussioni anche sulla volatilità dei mercati valutari.

**Fig. 1 – Variazione nelle stime medie di consenso su crescita e inflazione da giugno a settembre**



Fonte: elaborazione su dati Consensus Economics

**Fig. 2 – Lo scenario include ipotesi conservative sui prezzi di gas e petrolio a inizio 2023, seguite da una previsione di marcata flessione**



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

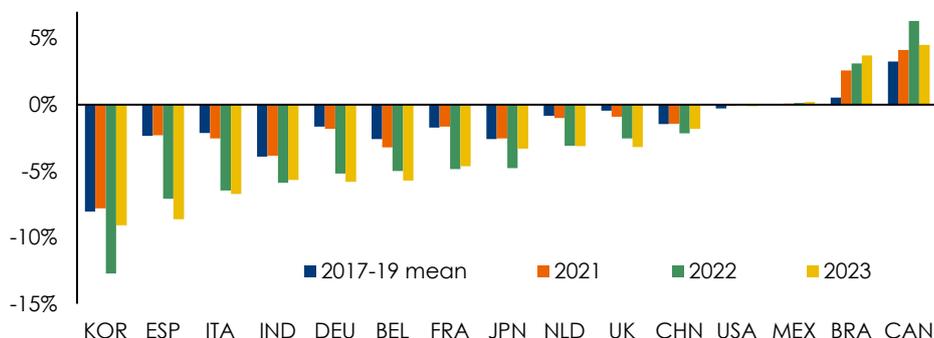
Sul fronte energetico, i problemi riguardano più il gas naturale che il petrolio, e più l'Europa che qualsiasi altra regione economica. Il nostro scenario di previsione incorpora una media 2023 del prezzo europeo del gas più alta rispetto a tre mesi fa di circa l'8%, con ipotesi che riteniamo prudenti su fine 2022 e inizio 2023, mentre le revisioni sono modeste e al ribasso per il petrolio. Ci attendiamo anche per il gas un miglioramento a partire dal secondo trimestre 2023, grazie ai progressi nella diversificazione delle fonti energetiche, anche se le quotazioni rimarranno più elevate rispetto alla situazione pre-bellica.

Nel 2023, nell'area euro il costo dell'approvvigionamento energetico supererà i livelli del 2022 di circa 4 punti percentuali di PIL (v. Fig. 3), un drenaggio di risorse che sarà solo in parte compensato dalle politiche fiscali e dalla riduzione della propensione media al risparmio delle famiglie. Né in Asia, né in Nord America l'impatto sarà, a nostro avviso, così significativo. Inoltre, lo shock energetico ha ripercussioni sulla competitività delle imprese europee, e può condurre a sostituzione di produzione interna con importazioni.

Lo scenario di riferimento sconta in parte il rischio che un inverno più freddo della norma o problemi di approvvigionamento accrescano lo squilibrio fra domanda e offerta, causando sia un'impennata dei prezzi più marcata, sia la necessità di tagliare i consumi di energia. Tuttavia, un significativo eccesso di domanda nei prossimi mesi sarebbe probabilmente associato a prezzi ancora più alti di quelli qui ipotizzati, e a effetti sull'attività economica più marcati. In tale scenario, il PIL dell'Eurozona si contrarrebbe di circa un punto percentuale in media annua nel 2023.

**Lo scenario energetico europeo resta difficile, ma potrebbe migliorare nel corso del prossimo anno**

Fig. 3 – Esportazioni nette di energia in % del PIL, a prezzi correnti



Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario include una ulteriore, generalizzata, restrizione della politica monetaria, un percorso dal quale divergeranno soltanto Banca del Giappone e PBOC. Le proiezioni sui tassi ufficiali americani ipotizzano un massimo a 4,75% per l'obiettivo sui Fed Funds, seguito da tagli dei tassi dal 2024. Per l'Eurozona, prevediamo un picco di 2,50% per il tasso sui depositi – inferiore a causa dell'impatto sulla domanda interna che deriverà nei prossimi mesi dalla crisi energetica. La previsione è soggetta ad ampi margini di incertezza. Il rialzo dei tassi dovrebbe accelerare drasticamente nel Regno Unito, dove l'allentamento intempestivo della politica fiscale ha destabilizzato la sterlina.

Il rialzo dei tassi ufficiali sarà accompagnato da crescenti aspettative di recessione, che porteranno all'inversione delle curve dei rendimenti e all'aumento dei premi per il rischio. Il tasso reale di interesse a breve termine medio per i paesi OCSE, deflazionato con l'inflazione osservata, dovrebbe tornare positivo nel 2023 per la prima volta dal 2009. I premi per il rischio saranno sostenuti anche dall'*escalation* dell'impegno militare russo in Ucraina, dopo i clamorosi rovesci subiti nel mese di settembre, e dalle minacce cinesi a Taiwan. Anche la riduzione dei portafogli di titoli delle banche centrali e la riduzione dell'eccesso di riserve contribuiranno alla restrizione delle condizioni finanziarie. Il calo delle riserve e l'aumento dei tassi dovrebbero ripercuotersi negativamente sulle condizioni e la disponibilità del credito.

Lo shock energetico asimmetrico e la restrizione globale delle condizioni finanziarie si sommeranno al rallentamento dell'economia cinese, che riteniamo continuerà malgrado lo stimolo di politica economica. Di conseguenza, la crescita del PIL mondiale dovrebbe rallentare dal 2,7% del 2022 a 2,0% nel 2023 (da 2,9% a 2,5% a cambi PPP), cioè ben 1,1 punti percentuali meno della stima di giugno. La marcata revisione riflette soprattutto il cambiamento delle prospettive in Europa e Stati Uniti, come evidente dalla Tabella 1. La crescita media annua calerà sotto l'1% negli Stati Uniti e nell'area euro, dove ci attendiamo di osservare anche alcuni trimestri di contrazione del PIL rispettivamente nella parte centrale del 2023 e tra fine 2022 e inizio 2023. Il volume del commercio mondiale di beni dovrebbe crescere ancor meno: 1,4%, contro il 3,7% del 2022 e il 2,9% in media registrato annualmente nel periodo 2012-21.

In scia al rallentamento della domanda, la dinamica più favorevole dei prezzi energetici e l'allentamento delle strozzature nelle catene internazionali del valore (v. Fig. 4) dovrebbero portare a un netto calo dei tassi di inflazione nel corso del 2023. Ci attendiamo che l'inflazione rallenti globalmente dal 7,9% medio del 2022 al 5,3% nel 2023, e quindi al 3,2% (circa lo stesso livello del biennio 2018-19, prima della pandemia). La prima fase della disinflazione sarà strettamente legata alle dinamiche del comparto energetico. Il rallentamento dei prezzi di altri beni e servizi frenerà la corsa più tardi e più lentamente, anche perché le imprese dovranno assorbire una coda di adeguamenti salariali legata al parziale recupero dello shock inflattivo del 2022, e gli indici dei prezzi al consumo di alcuni Paesi, come gli Stati Uniti, hanno un'inerzia legata alla componente del costo dell'alloggio.

**La restrizione delle politiche monetarie è (quasi) generalizzata, e si porta dietro anche una restrizione delle condizioni creditizie**

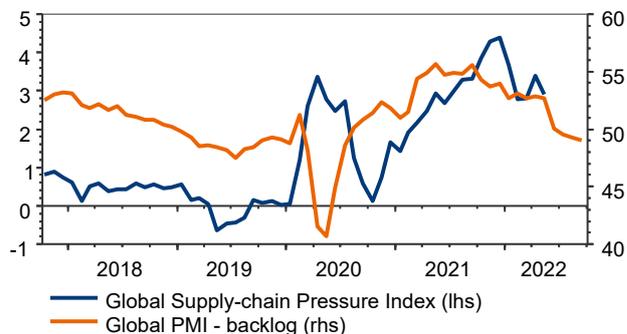
**Abbiamo drasticamente tagliato le proiezioni di crescita 2023**

**Nel 2023 assisteremo a un primo, marcato, calo dei tassi di inflazione**

**Tab. 1 – Arriva da Stati Uniti ed Eurozona il maggior freno alla crescita globale 2023**

Contributo alla crescita del PIL	giugno	settembre
Stati Uniti	0.4	0.1
Area euro	0.3	0.1
Giappone	0.1	0.1
Cina	1.0	0.9
India	0.2	0.2
UK	0.0	0.0
Altri	0.9	0.7
<b>Mondo</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>

Nota: contributo alla crescita media annua del PIL globale a prezzi e cambio costanti, in base alle previsioni ISP di giugno 2022 e correnti.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Il rallentamento della domanda allenta le tensioni sulle catene globali del valore**

Fonte: NY Fed, S&P Markit

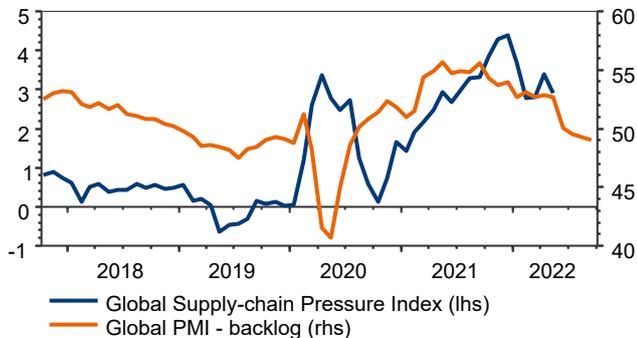
La diversa velocità di aggiustamento della politica monetaria e l'impatto asimmetrico della crisi energetica stanno agitando i mercati valutari. La crisi dei rapporti con la Russia ha conseguenze di medio e lungo termine che implicano un livello di equilibrio del cambio più basso rispetto a prima: l'aumento dei costi energetici fronteggiati dalle imprese nel breve e nel medio termine riduce la crescita potenziale dell'area dell'euro e ne peggiora la competitività, mentre il rischio geopolitico tende a favorire il dollaro. Riteniamo che l'aggiustamento sia pressoché completato, e che un miglioramento della situazione energetica potrebbe portare a un moderato recupero dell'euro nel corso del 2023. La debolezza dello yen riflette la divergenza della politica monetaria giapponese rispetto a quella degli altri Paesi avanzati, un fattore destinato a persistere nei prossimi mesi. Quella della sterlina, l'adozione di misure di politica economica sconcertanti quali un ampio taglio delle imposte finanziato in deficit in una fase di alta inflazione e ampio deficit delle partite correnti, i cui effetti saranno ora contrastati da una più rapida restrizione monetaria.

**Nel 2023 assisteremo a un primo, marcato, calo dei tassi di inflazione.**

**La restrizione monetaria americana agita i mercati valutari. Per motivi diversi, euro e yen sono stati penalizzati dagli eventi di quest'anno**

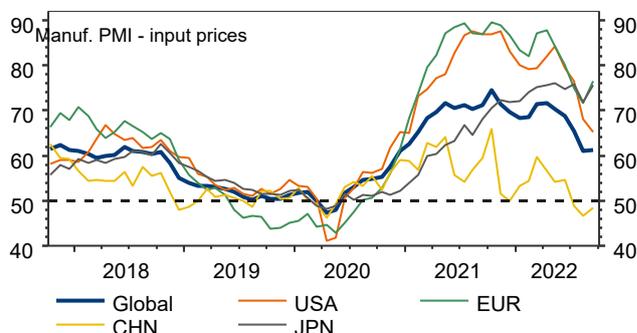
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



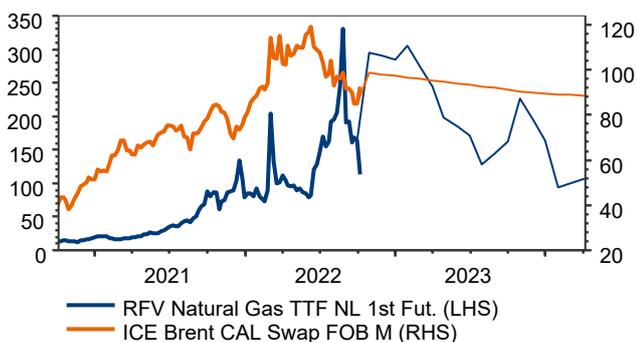
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



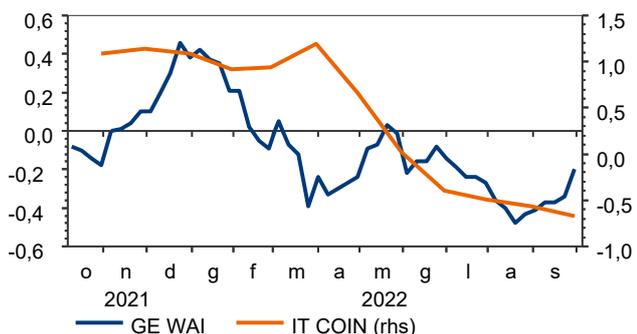
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



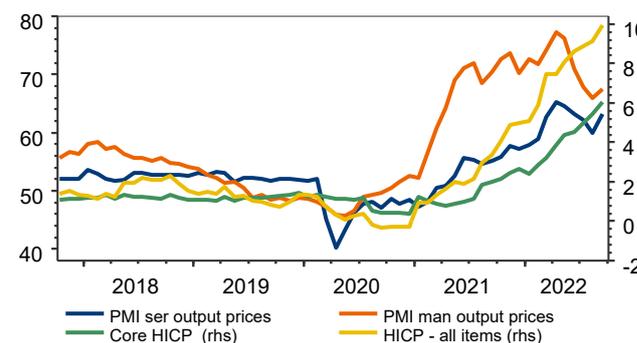
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### Indici coincidenti di attività in 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'indicatore italiano ITA-coin fornisce una stima mensile della crescita tendenziale dell'attività economica sottostante. 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 dati di agosto dovrebbero riportare un calo della produzione industriale in Italia dopo il recupero registrato il mese precedente, mentre nel complesso dell'Eurozona l'output è atteso rimbalzare solo parzialmente. Le stime finali sui prezzi al consumo sono viste confermare che a settembre l'inflazione è calata in Francia e ha toccato un massimo da 70 anni in Germania.

Il focus negli **Stati Uniti** questa settimana sarà sul CPI di settembre e sui verbali della riunione del FOMC. I verbali dovrebbero confermare un messaggio *hawkish*, ribadendo l'impegno a mantenere la politica monetaria in territorio restrittivo per "un certo tempo" anche in presenza di segnali recessivi sia per la crescita sia per il mercato del lavoro. Il CPI è atteso in rialzo di 0,3% m/m, con l'aspettativa di un altro aumento extra-large del CPI core (0,5% m/m). Le vendite al dettaglio di settembre dovrebbero essere in modesto rialzo, ancora frenate dal calo del prezzo della benzina, ma sostenute dagli aumenti dei prezzi in altri comparti oltre che dall'andamento positivo delle auto.

### Martedì 11 ottobre

#### Area euro

■ **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe tornare a calare su base congiunturale ad agosto, stimiamo di -0,5% m/m dopo il modesto rimbalzo di 0,4% m/m visto a luglio. Le indagini segnalano oramai univocamente che l'attività nell'industria potrebbe essere già in territorio recessivo, trascinata al ribasso dai settori energivori. Già nel trimestre estivo il comparto dovrebbe aver significativamente frenato il PIL, a fronte di un apporto verosimilmente ancora positivo dai servizi.

### Mercoledì 12 ottobre

#### Area euro

■ **Area euro.** Ad agosto la **produzione industriale** potrebbe essere tornata a crescere modestamente dopo la pesante flessione di luglio: i dati nazionali già pubblicati sono coerenti con un rimbalzo di 0,7% m/m da un precedente -2,3% m/m. In termini tendenziali l'output potrebbe tornare temporaneamente in territorio positivo, all'1,2% da -2,4%, per via del confronto favorevole con agosto 2021. Dopo un primo semestre sorprendentemente resiliente, vediamo una contrazione dell'attività industriale nella seconda metà dell'anno, sulla scia delle tensioni geopolitiche, della frenata della domanda e dello shock sui prezzi. Le indagini di fiducia, nonché i dati più recenti sull'attività reale, iniziano infatti a mostrare una tendenza di brusca decelerazione della produzione, soprattutto nei settori più energivori, che riteniamo sia destinata a peggiorare nei prossimi mesi.

#### Stati Uniti

■ Il **PPI** a settembre è previsto in aumento di 0,2% m/m, con un rialzo di 0,3% m/m per l'indice core. Anche a settembre, come ad agosto, il PPI dovrebbe registrare spinte verso l'alto degli alimentari circa compensate dalla correzione dell'energia.

■ I **verbali della riunione del FOMC** di settembre saranno molto importanti perché potrebbero fornire informazioni aggiuntive rispetto a quanto emerso dalla conferenza stampa di Powell. Il documento dovrebbe indicare che il Comitato ha discusso un rialzo di 100pb e valutato in quali condizioni verrebbe considerata un'ulteriore accelerazione del ritmo dei rialzi. Inoltre, dai verbali dovrebbe emergere un sostegno compatto a favore della necessità di vedere diversi dati di rallentamento della dinamica mensile dell'inflazione prima di ridurre la velocità degli aumenti, con possibili rischi verso l'alto per la previsione mediana di un rallentamento a 50pb a dicembre e 25pb a gennaio dopo l'aumento di 75pb previsto per novembre. Infine, il dibattito dovrebbe aver toccato i rischi di recessione e dovrebbe mostrare la disponibilità

dei partecipanti a mantenere condizioni finanziarie restrittive anche di fronte a segnali di svolta ciclica. Il messaggio dei verbali dovrebbe restare inequivocabilmente hawkish.

## Giovedì 13 ottobre

### Area euro

- **Germania.** La stima finale dovrebbe confermare che a settembre **l'inflazione** è balzata al 10,9% a/a dall'8,8% precedente sull'indice armonizzato UE (massimo dall'inizio delle rilevazioni nel 1997), e su base nazionale al 10% a/a dal 7,9% di agosto (record dagli anni '50). Sul dato ha inciso il venir meno della riduzione a 9 euro al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico. La variazione congiunturale è stata di +2,2% m/m sulla misura armonizzata e di +1,9% su quella nazionale. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe toccare l'8,7% sull'indice armonizzato per poi moderare al 7% nel prossimo anno, in un contesto di ampia incertezza e rischi ancora al rialzo.

### Stati Uniti

- Il **CPI** è previsto in aumento di 0,3% m/m (8,1% a/a), con contributi contrastanti da energia (verso il basso) e alimentari (verso l'alto) e spinte sempre forti dai servizi. L'indice **core** è atteso in aumento di 0,5% m/m (6,5% a/a), con una persistente crescita rapida nei servizi. Alcune voci potrebbero frenare la dinamica aggregata dei prezzi del mese scorso, senza però alterare il trend sottostante di aumenti ampi e diffusi. Infatti, i prezzi all'ingrosso delle auto usate segnalano correzioni da due mesi, mentre ad agosto il CPI ha ancora registrato un ampio aumento in questo comparto. Una possibile contrazione nel comparto a settembre potrebbe frenare la dinamica mensile, ma verrebbe letta comunque come un fattore transitorio. Lo stesso vale per le tariffe aeree, che potrebbero flettere senza però cambiare il sentiero previsto per i servizi ex-energia. Nell'insieme, i dati dovrebbero confermare un'inflazione mensile sempre elevata e diffusa, con indicazioni in linea con un altro rialzo dei tassi di 75pb alla riunione del FOMC di inizio novembre e rischi verso l'alto per i 50pb previsti per dicembre.

## Venerdì 14 ottobre

### Area euro

- **Francia.** La lettura finale dovrebbe confermare che ad agosto **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 dovrebbero aver segnato una flessione di cinque decimi su entrambi gli indici. In media annua, l'inflazione dovrebbe attestarsi al 5,7% (sull'indice armonizzato) nel 2022 per poi moderare al 4,9% il prossimo anno, livelli decisamente inferiori alla media eurozona.

### Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di settembre dovrebbero essere in rialzo di 0,2% m/m, con un contributo negativo della benzina e aumenti moderati nelle altre categorie. Le vendite settimanali sono in rialzo di 0,8% m/m e indicano che al netto di auto e benzina si registra un incremento maggiore rispetto ai tre mesi precedenti. Anche la ristorazione, unico servizio rilevato con i dati delle vendite, dovrebbero mantenersi in crescita. Tuttavia, arredamento e materiali da costruzione, finora relativamente sostenuti, dovrebbero iniziare a capitolare sulla scia della contrazione dell'edilizia residenziale. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere invariate in termini nominali e negative in termini reali.
- **La fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a ottobre (prel.) è attesa in marginale aumento a 59,5, con una previsione di stabilizzazione delle aspettative di inflazione.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (10 – 14 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Mar	11/10	00:00	CN	M2 a/a	*xxx	set	12.2	%		
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	set	1250	Mld ¥ CN		
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	set	2430	Mld ¥ CN		
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	3.6	%	3.6	
		08:00	GB	Retribuzioni medie		ago	5.5	%	5.8	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ago	0.4	%	0.0	-0.5	
Mer	12/10	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ago	5.3	%	-2.3	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ago	-0.3	%	-0.2	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ago	-19.4	Mld £		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ago	-10.2	Mld £		
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	ago	-2.3	%	0.5	0.7
		14:30	USA	PPI m/m		set	-0.1	%	0.2	0.2
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	set	0.4	%	0.3	0.3	
Gio	13/10	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	set	prel 2.2	%	2.2	2.2
		08:00	GER	CPI a/a finale		set	prel 10.0	%	10.	10.0
		08:00	GER	IPCA a/a finale		set	prel 10.9	%	10.9	10.9
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	set	prel 1.9	%	1.9	1.9
		14:30	USA	CPI m/m	*	set	0.1	%	0.2	0.3
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	set	0.6	%	0.5	0.5
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		set	6.3	%	6.5	6.5
		14:30	USA	CPI a/a		set	8.3	%	8.1	8.1
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	219	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.361	Mln			
Ven	14/10	03:30	CN	CPI a/a	*	set	2.5	%	2.8	
		03:30	CN	PPI a/a	*	set	2.3	%	1.0	
		03:30	CN	CPI m/m		set	-0.1	%	0.3	
		05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	set	0.3	%	1.0	
		05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	set	79.4	Mld \$	81.3	
		05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	set	7.1	%	4.8	
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.5	%	-0.5	-0.5
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	set	0.5	%		
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		set	prel 6.2	%	6.2	6.2
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		set	prel 9.3	%	9.3	9.3
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		set	-1.0	%	-1.2	
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	set	-0.3	%	0.0	0.0
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	set	0.3	%	0.2	0.2
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ago	0.6	%		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		ott	58.6		58.9	59.5		

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

**Calendario degli eventi (10 – 15 ottobre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Lun	10/10	10:15	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		15:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
	19:00	15:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Brainard (Fed)
Mar	11/10	14:45	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
	20:35	20:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		20:35	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
Mer	12/10	00:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		10:00	GB	Discorso di Haskel (BoE)
		13:35	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		15:30	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		16:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		17:00	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		19:00	GB	Discorso di L Mann (BoE)
		19:45	USA	Discorso di Barr (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
		23:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
Gio	13/10	01:00	GB	Discorso di Catherine Mann (BoE)
		09:30	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
Ven	14/10	10:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		16:30	USA	Discorso di Cook (Fed)
Sab	15/10	14:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		15:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		19:15	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		19:15	USA	Discorso di Bullard (Fed)

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Markit PMI Manif. finale	set	51.8			52.0	
Spesa in costruzioni	ago	-0.6	(-0.4)	%	-0.3	-0.7
Indice ISM manifatturiero	set	52.8		52.2	50.9	
Ordinativi industriali m/m	ago	-1.0		%	0.0	0.0
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	-0.2		%		-0.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.2		%		0.3
Nuovi occupati: stima ADP	set	185	(+32)	x1000	200	208
Bilancia commerciale	ago	-70.46	(-70.7)	Mld \$	-67.7	-67.40
Markit PMI Composito finale	set	49.3			49.5	
Markit PMI Servizi finale	set	49.2			49.3	
Indice ISM non manifatturiero composito	set	56.9		56.0	56.7	
Richieste di sussidio	settim	190	(+93)	x1000	203	219
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.346	(+347)	Mln	1.345	1.361
Tasso di disoccupazione	set	3.7		%	3.7	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	315		x1000	250	
Salari orari m/m	set	0.3		%	0.3	

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

L'indice **ISM manifatturiero** di settembre ha deluso le aspettative con una correzione a 50,9 da 52,8 di agosto, toccando il minimo da maggio 2020. Le componenti ordini e occupazione sono tornate in territorio recessivo a 47,1 e 48,7, rispettivamente, mentre gli ordini inevasi hanno dato segnali di rallentamento a 50,9. La produzione è aumentata marginalmente, a 50,6, e l'indice dei prezzi, in calo a 51,7, ha toccato il minimo da giugno 2020. L'indagine conferma il proseguimento dell'espansione nel settore, che tuttavia si assesta sui ritmi più contenuti dall'inizio della pandemia. Le imprese riportano un rallentamento della dinamica occupazionale, attraverso il congelamento delle assunzioni, senza considerare i licenziamenti, ma continuano a segnalare fiducia nella tenuta della domanda, anche se il livello dell'indice composito a settembre è coerente con una crescita di 0,8%.

L'**ISM dei servizi** a settembre è calato a 56,7 da 56,9 di agosto, con modeste correzioni delle componenti ordini e attività, sempre su livelli elevati, un miglioramento dell'occupazione e rallentamento del ritmo di crescita dei prezzi. Le imprese riportano difficoltà a operare in un contesto in cui i prezzi restano comunque elevati e l'offerta di manodopera scarsa, anche se la domanda è frenata dall'inflazione in alcuni settori.

I dati della **Jobs and Labor Turnover Survey** di agosto hanno mostrato un'ampia correzione delle posizioni aperte a 10,1 mln da 11,2 mln, con contrazioni relativamente marcate nei servizi sanitari e nel commercio al dettaglio. Il rapporto posizioni aperte/disoccupati è sceso a 1,7 da 2 di luglio, con un segnale di possibile riduzione dell'eccesso di domanda, pur restando ancora lontano dai livelli pre-pandemici, intorno a 1,1. Le posizioni aperte sono considerate dalla Fed la principale misura delle pressioni sul mercato del lavoro. Le assunzioni e le dimissioni sono rimaste pressoché invariate.

La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** di settembre ha registrato una variazione di 208 mila, dopo 185 mila di agosto, spinta dai servizi (+147 mila) che hanno più che controbilanciato moderate contrazioni nel manifatturiero (-13 mila) e nell'estrattivo (-16 mila). L'indagine ora rileva anche informazioni sui **salari**, in aumento di 7,8% a/a per gli occupati che non hanno cambiato lavoro e di 15,7% a/a per coloro che invece lo hanno cambiato. Secondo la chief economist di ADP, la domanda di lavoro rimane robusta, e l'offerta sta migliorando.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** a inizio ottobre sono aumentate a 219 mila, da 193 mila della settimana precedente, con la media mobile a 4 settimane a 206.500, sempre su livelli storicamente compresi.

## Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T3	9	11	8
Tankan, grandi imprese non manifat.	T3	13	13	14
PMI manifatturiero finale	set	51.0		50.8
Consumi delle famiglie a/a	ago	3.4	%	6.7

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

L'indice Tankan di settembre per le grandi imprese manifatturiere ha sorpreso verso il basso, calando a 8, contro attese per un recupero a 11 da 9, mentre l'indice per le grandi imprese non manifatturiere è aumentato a 14 da 13. Le previsioni per il prossimo trimestre sono di marginale miglioramento a 9 per il manifatturiero e di indebolimento a 11 per il non manifatturiero. Le imprese prevedono un cambio yen/dollaro circa stabile nei prossimi trimestri, a 134,3 e riportano condizioni di domanda e offerta circa in equilibrio sul mercato domestico, con persistente eccesso di domanda per beni e servizi dall'estero. Le proiezioni delle vendite sono positive, anche se si rileva una correzione degli utili. Le proiezioni per gli investimenti restano favorevoli, a 21,5% a/a, con modeste revisioni verso l'alto. Le imprese prevedono inoltre un **sentiero di inflazione moderato**: 2,2% quest'anno, 1,6% fra 3 anni e 1,4% fra 5 anni. Per i **prezzi di vendita**, invece, gli aumenti attesi sono intorno al 3% nel manifatturiero e in aumento da 1,9% fra 1 anno a 2,8% fra 5 anni nel non manifatturiero. Nel complesso, l'indagine dà indicazioni di prosecuzione dell'espansione e segnala l'assenza di eccessi, confermando la previsione che la BoJ mantenga la politica monetaria invariata anche nei prossimi trimestri.

La **spesa delle famiglie** a settembre è cresciuta di 5,1% a/a in termini reali, dopo 3,4% a/a ad agosto, con un'accelerazione diffusa a quasi tutti i comparti, ma particolarmente marcata nei servizi, sulla scia della riapertura delle attività dopo le chiusure dovute all'ultima ondata pandemica estiva.

## Area euro

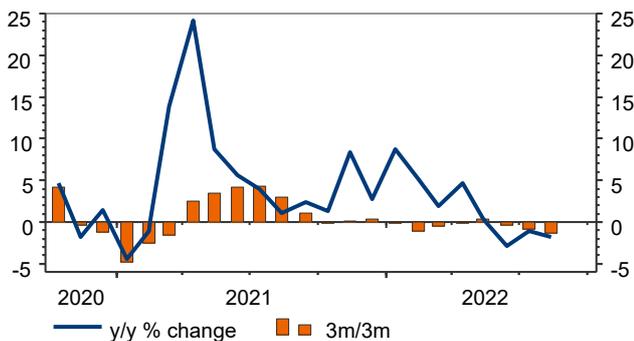
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	PMI manifatturiero finale	set	48.5	48.5	48.4	
EUR	PPI a/a	ago	38.0	{37.9}	%	43.1
EUR	PMI servizi finale	set	48.9	48.9	48.8	
EUR	PMI composito finale	set	48.2	48.2	48.1	
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.4	{0.3}	%	-0.4
FRA	PMI manifatturiero finale	set	47.8	47.8	47.7	
FRA	Produzione industriale m/m	ago	-1.6	%	0.0	
FRA	PMI servizi finale	set	53.0	53.0	52.9	
GER	PMI manifatturiero finale	set	48.3	48.3	47.8	
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	3.4	{5.4}	Mld €	4.0
GER	PMI servizi finale	set	45.4	45.4	45.0	
GER	Ordini all'industria m/m	ago	1.9	{1.1}	%	-0.7
GER	Prezzi import a/a	ago	28.9	%	29.9	
GER	Vendite al dettaglio a/a	ago	-2.3	{-2.6}	%	-4.3
GER	Vendite al dettaglio m/m	ago	0.7	{1.9}	%	-1.1
GER	Produzione industriale m/m	ago	0.0	{0.3}	%	-0.5
ITA	PMI manifatturiero	set	48.0	47.5	48.3	
ITA	PMI servizi	set	50.5	49.1	48.8	
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T2	9.0	%	3.1	
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	4.1	{4.20}	%	4.3
SPA	Produzione industriale a/a	ago	5.4	{5.3}	%	4.8

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

**Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono calate per il terzo mese ad agosto (-0,3% m/m, -2% a/a), mentre il dato di luglio è stato rivisto al ribasso a -0,4% m/m da un precedente 0,3%. Nel mese il calo dei prezzi della benzine alla pompa ha incentivato gli acquisti di carburanti (3,2% m/m), ma sono tornate a scendere le vendite di prodotti alimentari (-0,8% m/m), a fronte di un rimbalzo solo modesto per i beni non alimentari (0,2% m/m) dopo due mesi di calo. Il dato di agosto lascia le

vendite al dettaglio in rotta per una contrazione nell'ordine di -1% t/t nel 3° trimestre, e la debolezza per i consumi è destinata ad accentuarsi nei prossimi mesi. Il forte aumento dei prezzi, ormai non più concentrato sui soli beni energetici, e l'elevata incertezza prospettica dovrebbero continuare a frenare le spese (sia di beni che di servizi) tra l'autunno e l'inverno.

**Le vendite al dettaglio sono entrate in una fase di chiaro rallentamento**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

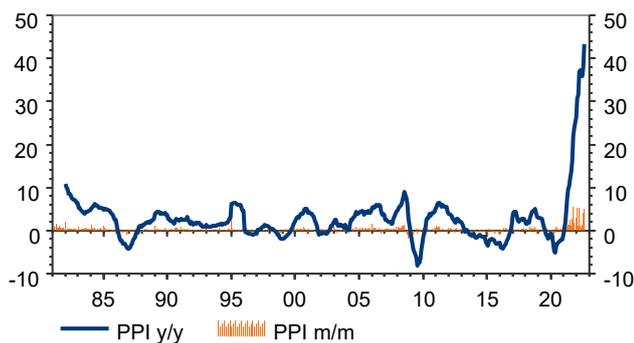
**Il crollo del morale dei consumatori è coerente con una contrazione dei consumi privati nei prossimi mesi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

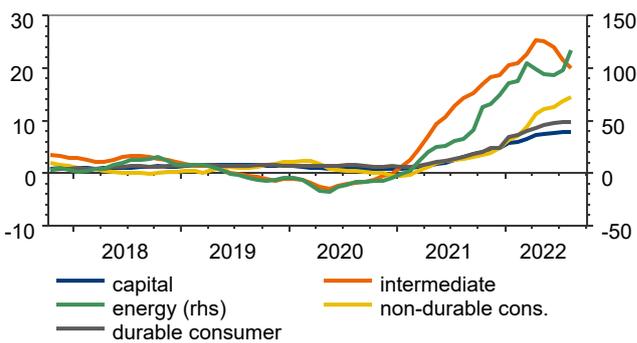
**Area euro.** Ad agosto il **PPI** è cresciuto del 5% m/m da un precedente 4%, guidato dal rincaro dell'energia (11,8% m/m, 116,8% a/a), e soprattutto dalle tariffe elettriche. Su base annua l'indice ha quindi toccato un nuovo record storico al 43,3% a/a dal 38% di luglio. Anche i comparti non energetici hanno registrato una crescita dei listini, ma la tendenza sembra essere quella di una moderazione rispetto ai ritmi registrati nella prima metà dell'anno, grazie alla parziale attenuazione delle strozzature all'offerta. Se si esclude la componente energetica, il PPI è rallentato a 14,5% a/a da un precedente 15,1%, sui minimi dallo scorso marzo. Nei prossimi mesi, e soprattutto tra l'autunno e l'inverno, saranno però ancora le dinamiche energetiche a guidare i costi di produzione: ci aspettiamo che le tensioni sulle tariffe di gas ed elettricità possano continuare ad esercitare significative pressioni al rialzo a monte delle filiere produttive.

**L'inflazione dei prezzi alla produzione tocca un nuovo massimo storico ad agosto**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

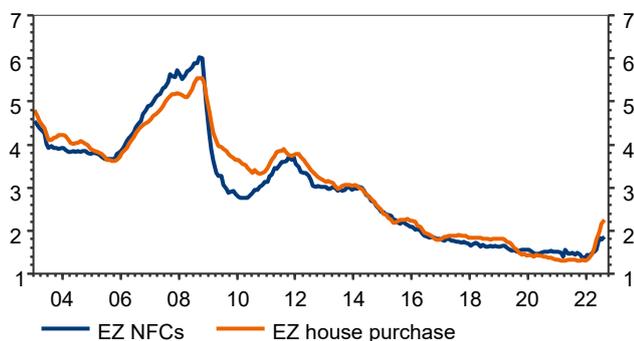
**La corsa dei beni intermedi sta iniziando a rallentare, ma lo shock energetico continuerà a trainare i costi totali di produzione**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

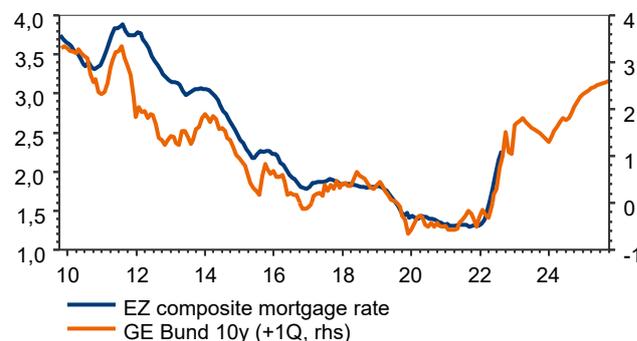
**Area euro.** I dati BCE di agosto sul costo del credito hanno evidenziato un incremento dei **tassi d'interesse** applicati ai **prestiti alle imprese** (1,86% da 1,78% a luglio) e ai **mutui** (2,26% da 2,15%), entrambi sui massimi dal 2015 e in deciso aumento rispetto ai minimi toccati lo scorso anno (rispettivamente a 1,36% e 1,30%). Il sentiero restrittivo intrapreso dalla BCE e il progressivo aumento dei tassi di mercato implicano ulteriori aumenti dei costi dei prestiti anche nei prossimi mesi.

**I tassi sui prestiti stanno tornando a crescere...**



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB

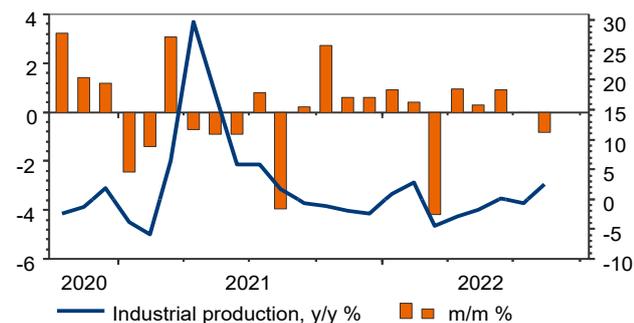
**...e l'incremento è destinato a proseguire nei prossimi mesi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB, Refinitiv Datastream

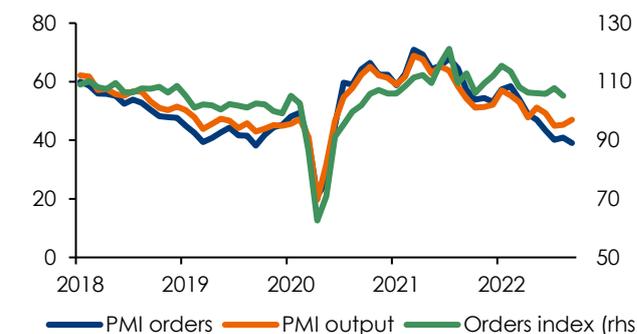
**Germania.** La **produzione industriale** ha registrato un calo di -0,8% m/m ad agosto (al di sotto delle attese di consenso), dopo la stagnazione registrata a luglio (dato rivisto al rialzo da -0,3%). Rispetto a un anno fa l'output risulta più alto del 2,1%. Il manifatturiero ha visto una flessione solo marginale (-0,1% m/m), spiegata dai beni intermedi (-2,4% m/m). La produzione di prodotti chimici, coke e prodotti petroliferi raffinati è stata danneggiata, tra l'altro, da limiti al trasporto fluviale interno causati dalla siccità dei mesi estivi. All'opposto, hanno registrato una crescita sia i beni di consumo (1,8% m/m) che i beni capitali (1,2%). Infine, crolla il settore energia (-6,1% m/m) e registrano un calo anche le costruzioni (-2,1% m/m). I settori energivori hanno subito una contrazione di -2,1% m/m. In sintesi, il dato di agosto lascia la produzione in rotta per una diminuzione solamente marginale nel 3° trimestre, meno marcata di quanto atteso in precedenza per via della revisione al rialzo del dato di luglio. Ci aspettiamo nuovi cali dell'output nei prossimi mesi. Le indagini congiunturali e i dati sugli ordini anticipano, infatti, un indebolimento ulteriore dell'attività produttiva nei prossimi mesi.

**Germania: la produzione industriale cala ad agosto**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

**Le indagini PMI e i dati sugli ordini anticipano un ulteriore rallentamento dell'attività produttiva nell'industria nei prossimi mesi**



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

**Germania.** I dati sugli **ordinativi industriali** di agosto hanno mostrato un calo di -2,4% m/m, spiegato in gran parte dall'ampia revisione al rialzo del dato di luglio (da -1,1% m/m a +1,9% m/m). La flessione ha riguardato sia il mercato interno (-3,4% m/m) che gli ordini esteri (-1,7% m/m). Si registra una contrazione per i beni capitali (-2,4% m/m), e soprattutto per i beni intermedi (-4,2% m/m); di contro, i beni di consumo sono cresciuti di ben 5,2% m/m, anche se trattasi di un rimbalzo parziale dopo il tonfo di -15,9% m/m visto a luglio. Nello stesso mese, il **fatturato** in volume è calato di -0,5% m/m (fonte: Destatis).

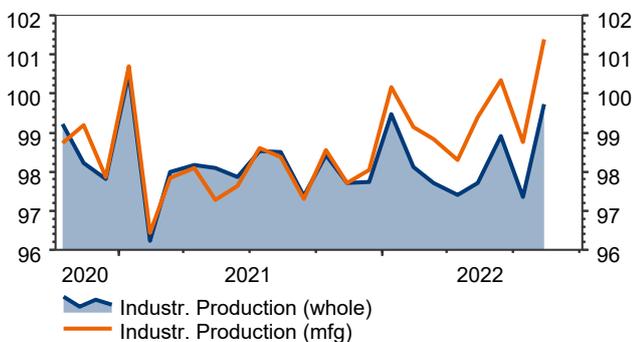
**Germania.** I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di agosto hanno evidenziato una crescita sia delle esportazioni (1,6% m/m) che, in maggior misura, delle importazioni (3,4% m/m). L'avanzo commerciale è risultato pari a 1,2 mld (in termini destagionalizzati) in agosto, da 3,4 mld di luglio: si tratta di un minimo da aprile del 1996, e i prossimi mesi potrebbero vedere anche un approdo in territorio negativo (era accaduto solo per un breve periodo nel 1991).

**Germania.** Le **vendite al dettaglio** in termini reali sono calate di -1,3% m/m ad agosto, dopo il +0,7% di luglio (rivisto al ribasso da 1,9% precedente), per una flessione su base annua di -1,7% (era -5,1% a luglio). Le vendite sono in rotta per una contrazione di quasi un punto percentuale nel trimestre estivo.

**Germania.** I **prezzi all'import** sono saliti ancora più del previsto ad agosto, di 4,3% m/m (da 1,4% precedente), raggiungendo un nuovo massimo da quasi 50 anni su base annua, a 32,7% (da 28,9% a luglio). Il rialzo è ancora guidato dall'energia (+162,4% a/a), al netto della quale si registra un rallentamento a 13,2% dal 14% di luglio.

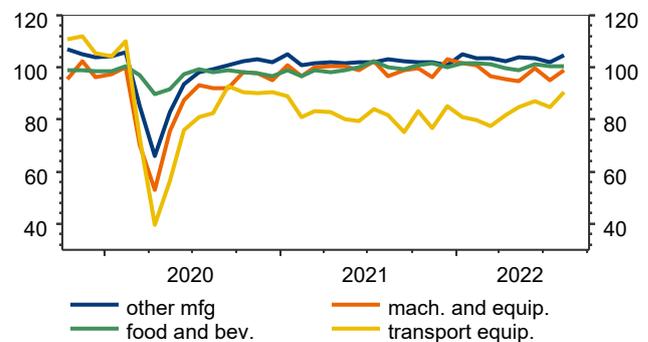
**Francia.** Ad agosto, la **produzione industriale** ha sorpreso verso l'alto, riportando una crescita di 2,7% m/m nel solo comparto manifatturiero e di 2,4% m/m nell'industria nel suo complesso (dopo il -1,6% m/m di luglio). Il recupero - che potrebbe rivelarsi effimero, a nostro giudizio - è spiegato principalmente dai mezzi di trasporto (6,9% m/m) e in particolare dalle auto (15,6% m/m). In crescita anche i prodotti della raffinazione (4,7%), i macchinari (+3,3%) e le attività estrattive (1,2%); stabili alimentari e bevande. Nel mese, solo le costruzioni riportano un calo (-1% m/m), dopo il +0,4% di luglio. L'attività produttiva potrebbe aver beneficiato di una diminuzione delle difficoltà di approvvigionamento di materiali. Nei prossimi mesi, tuttavia, ci aspettiamo che la produzione torni a contrarsi sulla scia delle persistenti tensioni sui prezzi delle materie prime, nonché della crescente incertezza sullo scenario.

**Ad agosto, torna a crescere la produzione sia nel manifatturiero che nell'industria nel suo complesso...**



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**... grazie all'apporto positivo giunto dalla quasi totalità dei settori produttivi.**



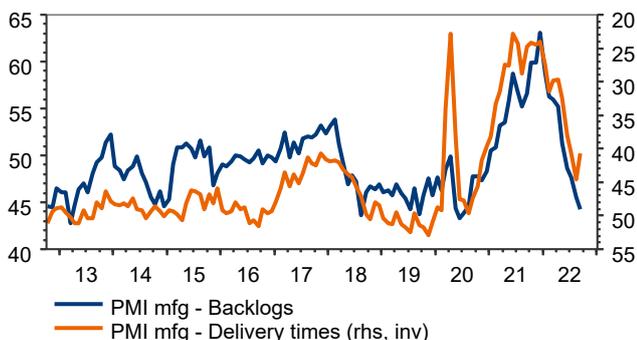
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Italia.** Ad agosto le **vendite al dettaglio** sono tornate a calare dopo il rimbalzo di luglio, sia in volume (-1,1% m/m da 0,9%) che in valore (-0,4% m/m da 1,3%). Stando ai dati in volume, che non risentono dell'effetto-prezzi, la contrazione riguarda sia gli alimenti (-1,4% m/m da 0,5%) che i beni non alimentari (-0,9% m/m da 1,3%); rispetto allo stesso mese dello scorso anno, le vendite sono più basse di -2,1% (la variazione tendenziale era pari a -1% a luglio). Il dato di agosto conferma la debolezza della domanda e lascia le vendite in rotta per una contrazione intorno a -0,5% t/t nel trimestre estivo. Ci aspettiamo che nei prossimi mesi i consumi, sia di beni che di servizi, subiscano l'impatto dell'erosione di potere d'acquisto delle famiglie, mentre l'elevata incertezza agirà da freno ulteriore alla propensione alla spesa dei consumatori.

**Italia.** L'indice **PMI manifatturiero** di settembre è salito a 48,3 da un precedente 48: è il terzo mese in territorio recessivo. L'indagine riporta una attenuazione solo marginale del ritmo di contrazione

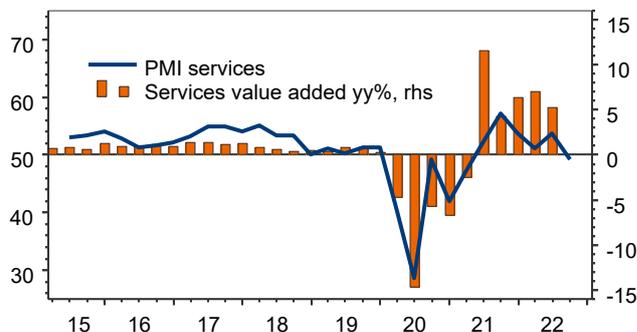
del settore ma non cambia il quadro di debolezza per il settore, destinata a proseguire anche nei prossimi mesi. Si registra inoltre un nuovo irrigidimento delle catene di approvvigionamento: è possibile che l'allungamento dei tempi medi di consegna possa essere imputabile alla frenata dell'attività nei settori più colpiti dai rincari energetici. La crescita dei prezzi, sia pagati che ricevuti, dopo aver rallentato negli ultimi quattro mesi, è tornata a riaccelerare. Resta infine modestamente positiva la crescita dell'occupazione, ma la tendenza rimane quella di un rallentamento e le prospettive per i prossimi mesi, visto il deterioramento ciclico, sembrano puntare verso un ulteriore indebolimento. Anche l'indice **PMI servizi** è tornato al di sotto della soglia critica che separa l'espansione dalla contrazione, portandosi a 48,8 da un precedente 50,5, e attestandosi solo poco al di sopra dei minimi di luglio. Le aspettative sull'attività futura restano in territorio espansivo, ma si registra un calo degli ordinativi per il terzo mese consecutivo e una brusca riaccelerazione dei prezzi sia pagati che ricevuti (l'indice relativo a questi ultimi tocca un nuovo massimo storico). L'indice **PMI composito** è quindi calato a 47,6 da 49,6, un minimo da gennaio 2021 e su livelli coerenti con una contrazione dell'economia tra l'estate e l'autunno.

#### Calano domanda e ordini inevasi, ma tornano ad allungarsi i tempi medi di consegna



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### Anche i servizi sembrano essere entrati in contrazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

**Italia.** I dati sui **conti delle pubbliche amministrazioni** hanno riportato che nel 2° trimestre l'indebitamento netto in rapporto al PIL è stato pari a -3,1% (da -7,6% un anno prima); sia il saldo primario che quello corrente sono risultati positivi, rispettivamente all'1,6% e allo 0,8% del PIL (da -3,7% e -0,7% nello stesso trimestre del 2021). I dati cumulati mostrano che nel 1° semestre l'indebitamento netto rispetto al PIL è risultato pari al -6%. Dal lato delle **famiglie**, la crescita del reddito disponibile nominale si è stabilizzata all'1,5% t/t ma il potere d'acquisto è calato, sia pur marginalmente, per il terzo trimestre, a causa dei rincari dei prezzi. Consumi finali e investimenti fissi lordi sono cresciuti, anche grazie al rilascio dei risparmi accumulati (il tasso di risparmio è calato al 9,3% da un precedente 11,6%).

#### Cina

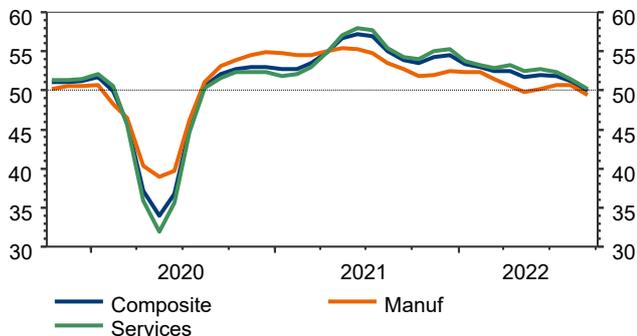
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	set	3.055	1000Mld \$	3.000
PMI servizi - Caixin	set	55.0		

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

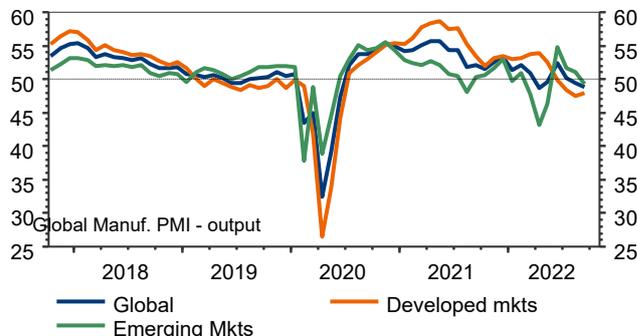
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



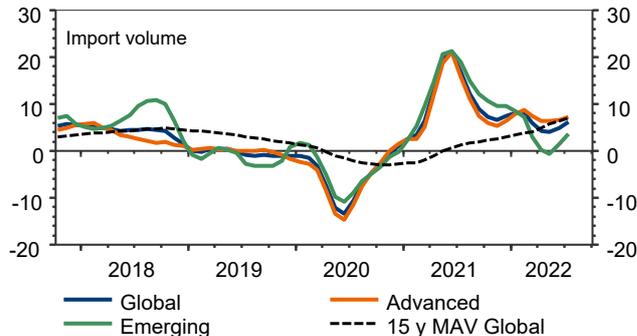
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



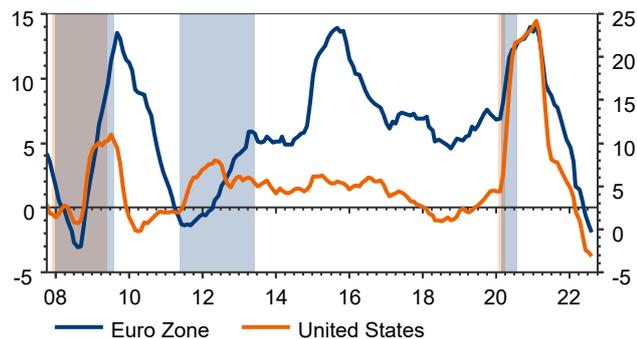
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



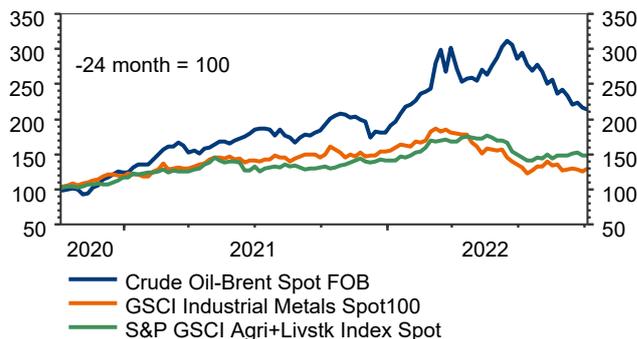
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

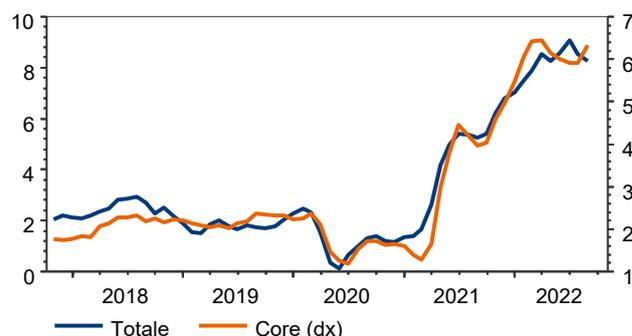
## Stati Uniti

## Indagini ISM



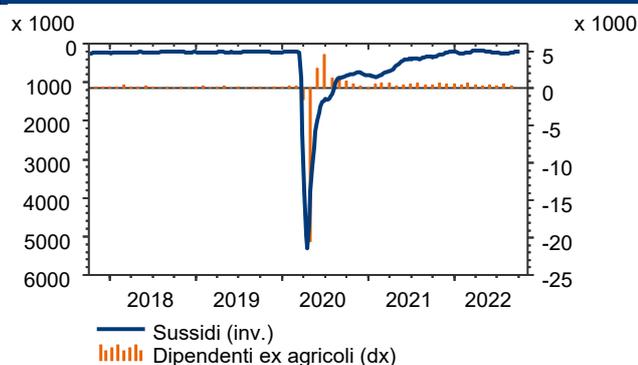
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



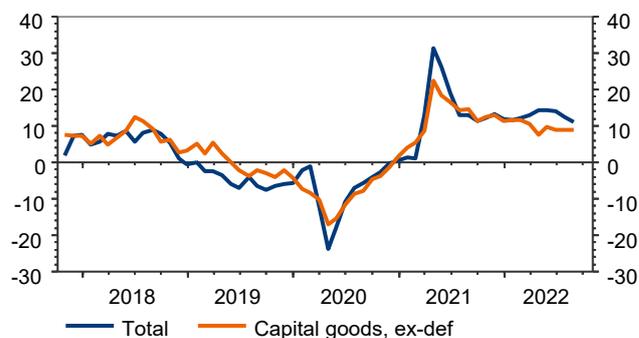
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

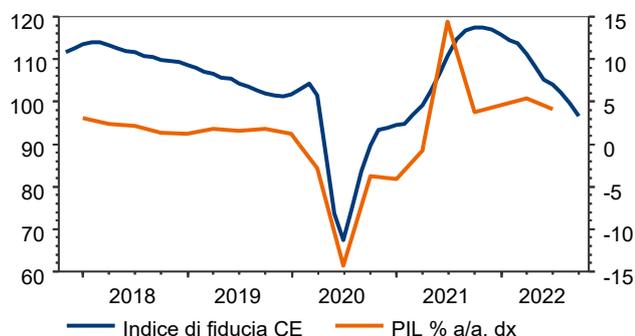
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	1.8	0.4	5.0	5.7	3.7	1.8	1.7	0.2	0.8	0.7
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.2	0.8	0.6	-0.8
Consumi privati	8.3	2.6	0.3	3.0	3.1	1.3	2.0	1.5	0.7	0.0	-0.7
IFL - privati non residenziali	6.4	3.3	0.5	0.6	1.1	7.9	0.1	3.0	2.0	-0.2	-1.2
IFL - privati residenziali	10.7	-8.0	-9.0	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-15.5	-9.6	-7.2	-6.5
Consumi e inv. pubblici	0.6	-1.1	0.9	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	0.6	0.9	1.5	1.1
Esportazioni	6.1	6.6	0.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	7.5	2.5	-4.5	-2.1
Importazioni	14.1	9.3	-1.7	6.6	18.6	18.4	2.2	-0.9	-1.0	-5.6	-2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.8	-0.2	1.9	5.0	0.3	-2.1	-0.1	-0.1	0.2	-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	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	6.9	5.7	3.9
Produzione Industriale	4.9	4.0	0.5	0.9	1.2	1.2	1.3	0.4	-0.3	-0.5	0.2
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.4	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.7	3.9	4.3

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

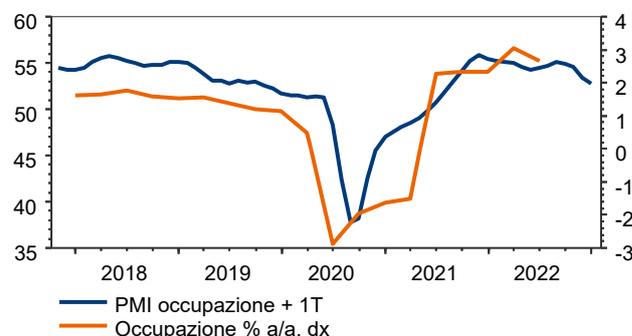
## Area euro

### PIL



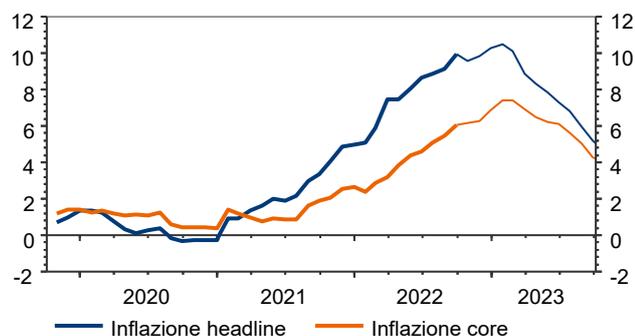
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	10.5
febbraio	0.9	5.9	10.1
marzo	1.3	7.4	8.9
aprile	1.6	7.4	8.3
maggio	2.0	8.1	7.8
giugno	1.9	8.6	7.3
luglio	2.2	8.9	6.8
agosto	3.0	9.1	6.0
settembre	3.4	10.0	5.2
ottobre	4.1	9.6	4.6
novembre	4.9	9.8	3.8
dicembre	5.0	10.3	2.9

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				T3	T4	T1
				T2	T3	T4
				T1	T2	T3
				T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.2	3.1	0.5	3.7	4.6	5.4
- i/t				2.2	0.5	0.7
Consumi privati	3.7	3.8	0.4	4.4	0.0	0.0
Investimenti fissi	4.1	3.1	1.9	-0.6	3.7	-0.8
Consumi pubblici	4.2	2.1	1.4	0.1	0.7	0.2
Esportazioni	10.3	6.3	1.9	2.3	2.4	1.2
Importazioni	8.0	6.7	1.9	2.1	4.7	-0.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.1	-0.6	-0.2	0.5	0.1
Partite correnti (% PIL)	2.4	0.1	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	8.4	6.8	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	-0.6	0.9	5.9	0.2	-0.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	7.5	7.1	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.27	2.31	-0.55	-0.57	-0.53

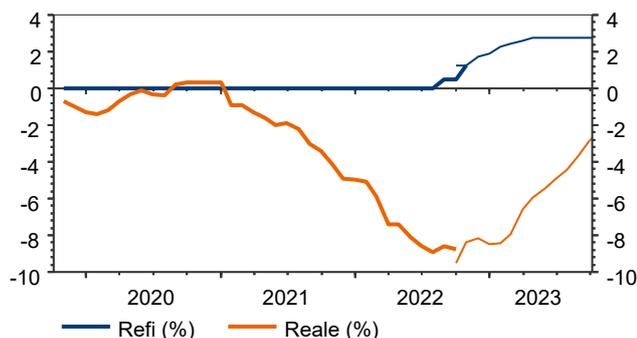
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	6/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	1.25	<b>1.25</b>	2.25	2.75	2.75	2.75
Euribor 1m	-0.53	-0.51	0.68	<b>0.78</b>	1.53	2.17	2.32	2.30
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	<b>1.29</b>	1.79	2.29	2.35	2.35

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

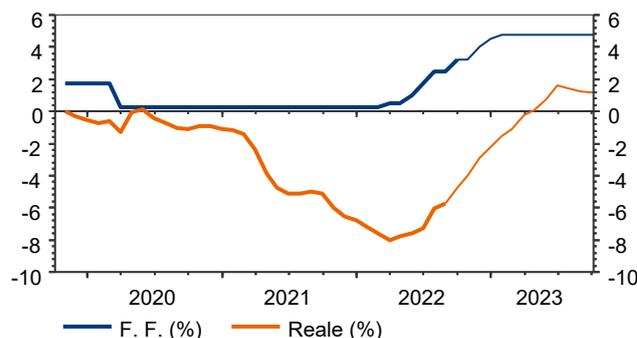


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	6/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	<b>3.25</b>	4.50	4.75	4.75	4.75
OIS 3m	0.72	2.18	3.66	<b>3.79</b>	4.79	5.15	5.15	5.17

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

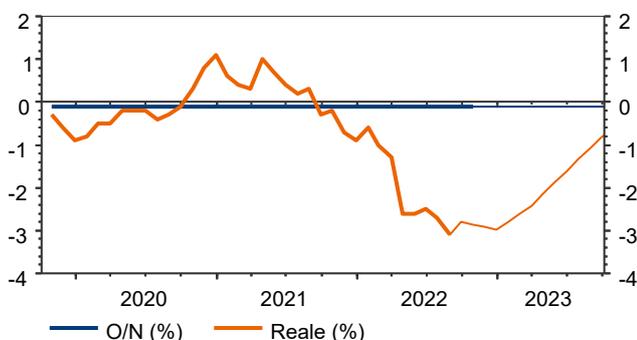


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	6/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	0.00	-0.03	-0.04	<b>-0.04</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

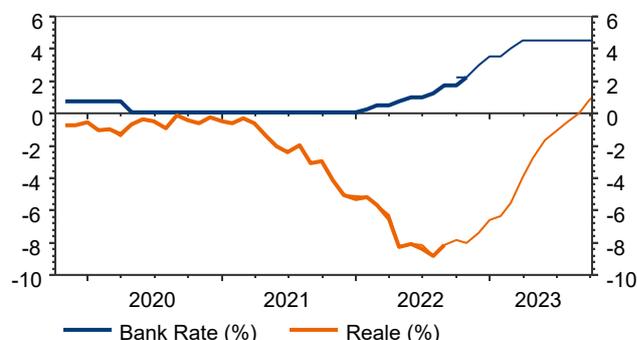


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	6/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	<b>2.25</b>	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	<b>3.30</b>	4.00	4.60	4.50	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	7/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.16	1.09	1.02	0.99	<b>0.9807</b>	0.92	0.93	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	106	112	124	136	144	<b>144.83</b>	145	142	136	128	124
GBP/USD	1.29	1.36	1.31	1.20	1.15	<b>1.1206</b>	1.05	1.03	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.08	1.07	1.02	0.99	0.98	<b>0.9710</b>	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	125	129	135	138	143	<b>142.06</b>	134	132	136	134	136
EUR/GBP	0.91	0.85	0.83	0.85	0.87	<b>0.8750</b>	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
---------------	-------	---------------------------------