

Weekly Economic Monitor

Il punto

Stati Uniti: tempi duri per la Fed. Il CPI di settembre ha sorpreso verso l'alto, ma la politica monetaria deve entrare in una nuova fase, più *forward looking* e non più focalizzata esclusivamente sui dati correnti. Con la politica monetaria in area restrittiva, ora il FOMC dovrà comunicare che è centrale la valutazione degli effetti ritardati degli interventi già messi in atto. I rischi per inflazione e tassi restano comunque verso l'alto.

I market mover della settimana

In **area euro** l'indice ZEW tedesco e l'INSEE francese dovrebbero mostrare un ulteriore deterioramento delle prospettive cicliche a ottobre, sulla scia dell'aggravarsi della crisi geopolitica internazionale. Anche il morale dei consumatori rilevato dalla Commissione Europea è atteso nuovamente in calo ad ottobre, penalizzato dai continui rincari dei prezzi. Le stime finali dei dati sui prezzi al consumo di settembre nell'Eurozona e in Italia dovrebbero confermare l'accelerazione della dinamica inflazionistica vista nella prima lettura. Infine, nell'area dell'euro, la produzione nelle costruzioni dovrebbe essere nuovamente calata ad agosto.

Questa settimana negli **Stati Uniti** verranno pubblicate le prime indagini di ottobre, che dovrebbero segnalare stagnazione nel manifatturiero. Le vendite di case esistenti e i nuovi cantieri di settembre sono previsti in calo e dovrebbero confermare il trend verso il basso del comparto residenziale, sempre in contrazione sulla scia dei continui rialzi dei tassi sui mutui.

14 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

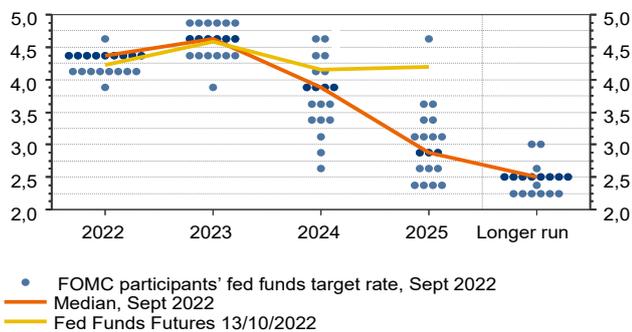
Stati Uniti: tempi duri per la Fed. Il CPI di settembre ha sorpreso verso l'alto, ma la politica monetaria deve entrare in una nuova fase, più *forward looking* e non più focalizzata esclusivamente sui dati correnti. Con la politica monetaria in area restrittiva, ora il FOMC dovrà comunicare che è centrale la valutazione degli effetti ritardati degli interventi già messi in atto. I rischi per inflazione e tassi restano comunque verso l'alto.

- Questa settimana ha avuto due importanti novità per lo scenario della politica monetaria della Fed: da un lato il **CPI di settembre** ha sorpreso verso l'alto, dall'altra i **verbali della riunione del FOMC** hanno aperto la strada a una nuova fase della politica monetaria più *forward looking* e non più focalizzata esclusivamente sui dati correnti. La lettura dei verbali permette di mettere in prospettiva la sorpresa del CPI e di inserirla in un **nuovo contesto di policy, certamente non dovish, ma più in linea con le caratteristiche della trasmissione della politica monetaria**. A nostro avviso, la Fed continua a essere disposta a rischiare una recessione (che peraltro ormai è praticamente certa) per riportare l'inflazione sotto controllo. Tuttavia, con i tassi in area restrittiva, ora la politica monetaria tornerà a essere determinata non (sol)tanto in base ai dati coincidenti, quanto soprattutto valutando gli effetti futuri dei rialzi dei tassi, prima sulla domanda e poi sui prezzi.
- **Cosa ci dice il CPI di settembre?** Il primo, ovvio messaggio, è che l'inflazione rimane elevata e diffusa. Il CPI core è in rialzo di 0,6% m/m (6,6% a/a). La diffusione dei rialzi è confermata dalle variazioni dell'**inflazione mediana** e della **media troncata**, a 0,7% m/m e 0,6% m/m. In termini di contributi alla variazione di settembre, le voci principali sono abitazione, sanità e alimentari, ma più in generale sono i servizi a guidare i rialzi.
 - I **beni core hanno prezzi stabili** su base mensile, con alcune voci in calo (non solo auto usate, anche abbigliamento e comunicazione). La frenata dei beni core si è vista anche nel PPI ed è finalmente un elemento positivo nello scenario dei prezzi.
 - Invece, per i **servizi ex-energia** (peso sul CPI: 56,833%) **la corsa dei prezzi prosegue** spedita con pressioni persistenti e diffuse. Per molti comparti a elevato contenuto di lavoro, i prezzi riflettono gli aumenti salariali (assicurazioni, per esempio), per altri pesano i prezzi delle materie prime (trasporti aerei) e delle strozzature all'offerta (noleggio auto). Ma due voci, abitazione e sanità, con pesi nel CPI pari a 32,47% e 6,864% rispettivamente, hanno spinte idiosincratice. Per i **servizi abitativi**, la variazione complessiva è di 0,7% m/m (6,6% a/a), con affitti e affitti figurativi in aumento di 0,8% m/m ciascuno, sulla scia della scarsità e dei prezzi elevati delle case. L'evoluzione del settore immobiliare residenziale e i lunghi ritardi con cui la restrizione monetaria si trasmette dai tassi, ai prezzi delle case e infine agli affitti, rendono particolarmente difficile ora il lavoro e la comunicazione della Fed. Infatti, sulla base delle relazioni storiche fra tassi sui mutui, prezzi delle case e affitti, già ora è ipotizzabile che entro un anno ci sarà un netto ritracciamento della componente abitazione dell'inflazione, così come un anno fa era chiaramente prevedibile la forte accelerazione degli affitti che si è materializzata da inizio 2022 (v. figure a pag. 5). I **servizi sanitari** (1% m/m, 6,5% a/a) vedono aumenti rilevanti sia per i servizi professionali (0,7% m/m) sia, soprattutto, per le assicurazioni sanitarie (2,1% m/m, 28,2% a/a). L'attuale accelerazione nel comparto sanità deriva dal fatto che è stata sancita ufficialmente la fine dell'emergenza Covid, con un conseguente adeguamento verso l'alto delle tariffe di servizi sia medici sia ospedalieri, oltre che dei premi assicurativi, legato al termine dei sussidi federali. Questo adeguamento richiederà diversi mesi, forse anche un paio di trimestri, ma non è di per sé indicativo di un'accelerazione permanente.
 - L'**Underlying Inflation Gauge** della NY Fed segnala una stabilizzazione e una possibile svolta delle pressioni sui prezzi a settembre, indicando che, anche in termini di dati coincidenti, il picco potrebbe essere stato toccato in estate (v. figura a pag. 5).
- **Come si uniscono la sorpresa del CPI, i verbali e le aspettative per il sentiero dei tassi?** Il CPI di settembre, un mese fa, avrebbe dato luogo ad aspettative di una possibile accelerazione del ritmo dei rialzi dei tassi. Invece oggi semplicemente conferma le aspettative per un rialzo

di 75pb a novembre, pur mettendo rischi verso l'alto per le previsioni per dicembre e febbraio (v. figura a pag. 4). Nei verbali, il Comitato giudica che il mercato del lavoro sia "molto sotto pressione" e l'inflazione ancora "inaccettabilmente alta" e più persistente delle attese. In questo quadro, il FOMC è unanime nel ritenere appropriato procedere con rialzi spediti verso tassi restrittivi. Il mantra è ancora che "il costo di un'azione insufficiente per ridurre l'inflazione è probabilmente superiore a quello di un'azione eccessiva" ma, con il passare del tempo e dei rialzi, **lo scenario cambia e gli obiettivi hanno bisogno di essere contestualizzati**. La Fed non diventata più *dovish*, quindi cosa è cambiato?

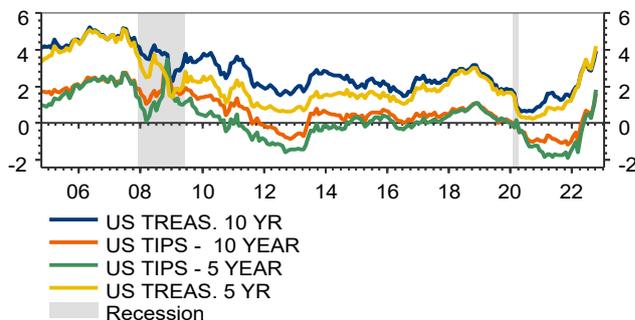
- Prima di tutto, con l'aspettativa di un rialzo di 75pb a novembre, i Fed Funds saranno a 3,75-4%. Oggi il Treasury a 2 anni è a 4,47%, i tassi reali sono a 1,6% e 1,8% sulle scadenze a 5 e 10 anni rispettivamente, sui massimi dal 2009 e in rialzo da circa zero a fine luglio (v. figura a pag. 4). **La politica monetaria ora è restrittiva**. Questa è una differenza abissale rispetto alla situazione di pochi mesi fa.
- I **verbali** hanno iniziato a segnalare che **la determinazione della politica monetaria da fine 2022 in poi richiederà una calibrazione**, basata non solo sui dati correnti ma anche, in misura crescente, sulla valutazione degli effetti futuri della restrizione monetaria, che agisce come sempre con dei ritardi "lungi e variabili". Finora, il Comitato ha collegato direttamente il ritmo dei rialzi all'andamento dell'inflazione corrente, segnalando che un rallentamento potrebbe avvenire solo sulla scia di evidenza convincente di dinamica mensile dei prezzi in calo. Ora, si afferma che, con il passare del tempo e dei rialzi, "i rischi diventeranno più bidirezionali, riflettendo l'emergere del rischio negativo che la restrizione cumulata della domanda aggregata superi quella necessaria per riportare l'inflazione al 2%." Inoltre, si nota che, nel contesto globale incerto, sarà importante "calibrare il ritmo di un ulteriore inasprimento delle politiche con l'obiettivo di mitigare il rischio di significativi effetti negativi sulle prospettive economiche". **Questa calibrazione verrà dibattuta dalla prossima riunione in poi e determinerà il sentiero dei tassi nel medio termine**. Nei discorsi di questa settimana, sia Brainard sia Evans hanno toccato il tema dei rischi di un eccesso di restrizione, ricordando che la politica monetaria agisce con ritardo e che l'inflazione risponde **dopo** l'aggiustamento della domanda.
- In conclusione, **il CPI di settembre mette rischi verso l'alto sui tassi**, sia per il rialzo di 50pb atteso a dicembre e, eventualmente, per quello di 25pb previsto per inizio febbraio. Tuttavia, è importante leggere le indicazioni dei verbali che hanno iniziato a identificare **la seconda (e più difficile) fase di questo ciclo restrittivo, cioè quella della "calibrazione" dei rialzi** e della valutazione degli effetti della restrizione già attuata. Come ha detto Waller pochi giorni fa, la prossima riunione vedrà una discussione approfondita su questo tema. Il FOMC potrebbe modificare le condizioni richieste finora per ridurre il **ritmo dei rialzi**, cioè un rallentamento della dinamica mensile dei prezzi, e sottolineare le spinte verso il basso attese per alcune componenti dell'inflazione (in particolare abitazione) nel 2023. In questa nuova fase, **il mercato del lavoro giocherà un ruolo sempre più centrale**, alla luce del suo peso sulla dinamica salariale e sulla possibile generazione di una spirale salari-prezzi. In ogni caso, anche tenendo conto della nuova "calibrazione", **i rischi per la previsione di un picco dei Fed Funds a 4,75% a inizio 2023 restano verso l'alto**.

Aspettative di tassi a 4,75% a inizio 2023, con rischi verso l'alto



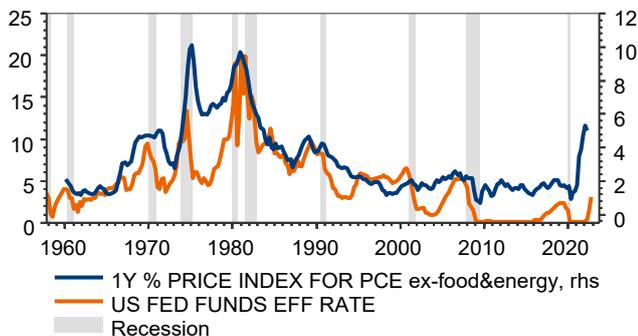
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Il mondo è cambiato: i tassi reali viaggiano verso il 2% e la politica monetaria è ormai restrittiva



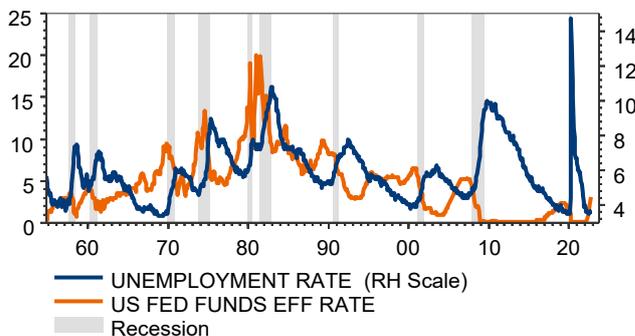
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'inflazione...



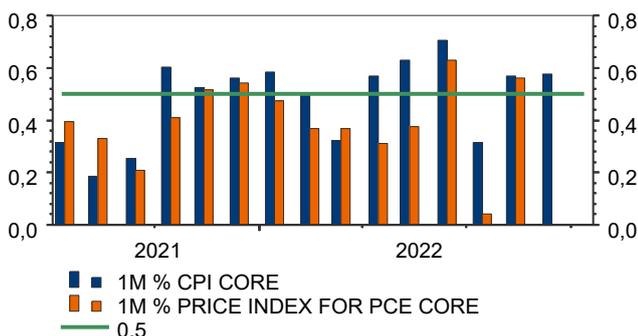
Fonte: BLS, BEA

...e la disoccupazione reagiscono con ritardo alla restrizione monetaria



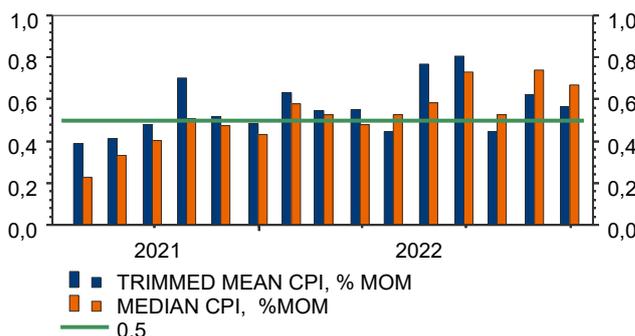
Fonte: BLS

L'inflazione core continua a correre



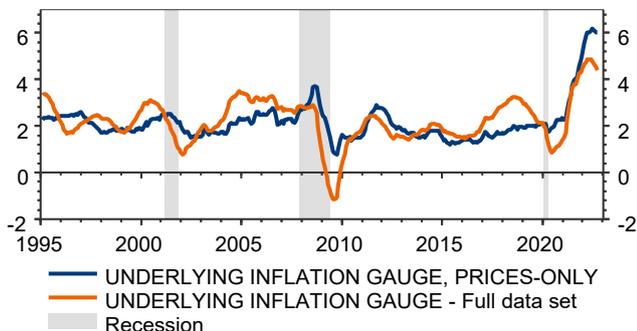
Fonte: BLS, BEA

La diffusione dei rialzi di dimensione elevata è ancora ampia



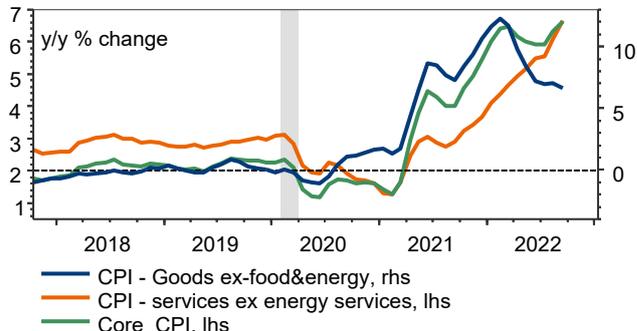
Fonte: Cleveland Fed

L'indice delle pressioni sui prezzi ha svoltato



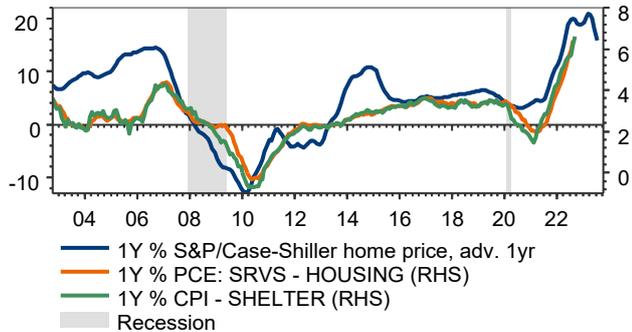
Fonte: NY Fed

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



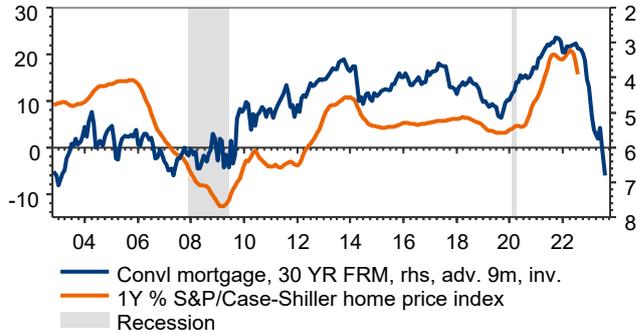
Fonte: BLS

Affitti e prezzi delle case: la svolta non è imminente...



Fonte: BLS, S&P

... ma è già scritta



Fonte: S&P, Refinitiv-Datastream

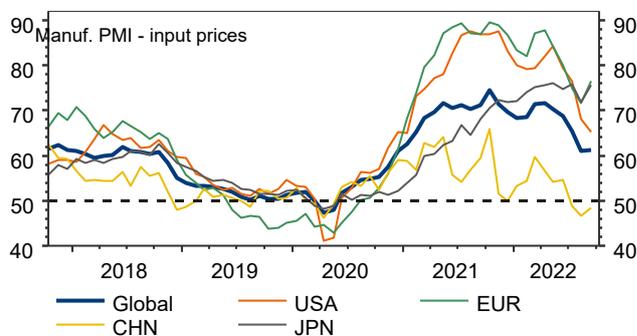
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



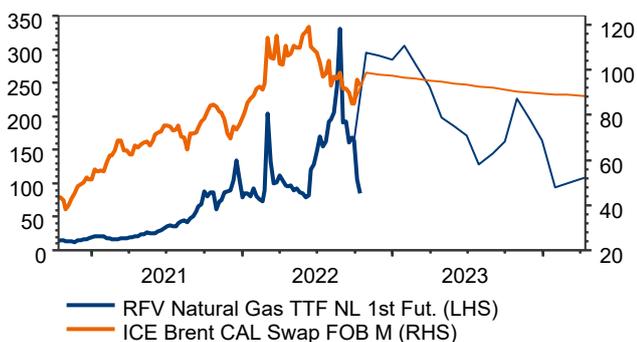
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



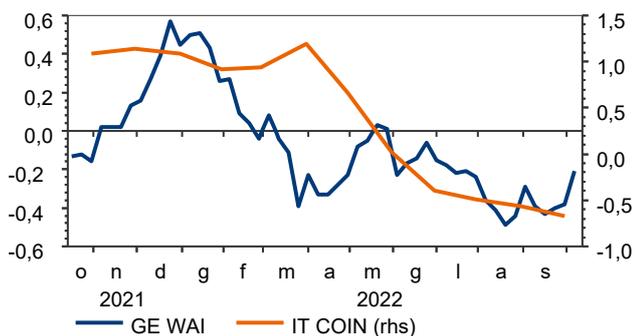
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



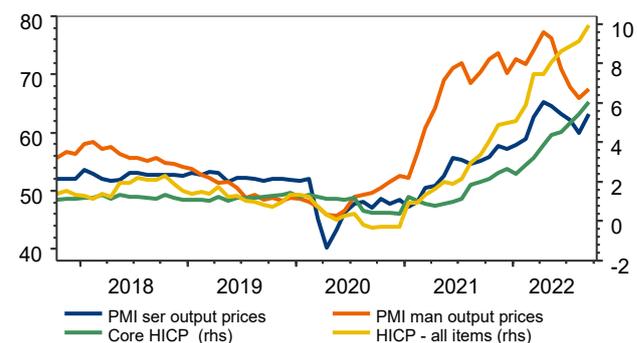
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

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

In **area euro** l'indice ZEW tedesco e l'INSEE francese dovrebbero mostrare un ulteriore deterioramento delle prospettive cicliche a ottobre, sulla scia dell'aggravarsi della crisi geopolitica internazionale. Anche il morale dei consumatori rilevato dalla Commissione Europea è atteso nuovamente in calo ad ottobre, penalizzato dai continui rincari dei prezzi. Le stime finali dei dati sui prezzi al consumo di settembre nell'Eurozona e in Italia dovrebbero confermare l'accelerazione della dinamica inflazionistica vista nella prima lettura. Infine, nell'area dell'euro, la produzione nelle costruzioni dovrebbe essere nuovamente calata ad agosto.

Questa settimana negli **Stati Uniti** verranno pubblicate le prime indagini di ottobre, che dovrebbero segnalare stagnazione nel manifatturiero. Le vendite di case esistenti e i nuovi cantieri di settembre sono previsti in calo e dovrebbero confermare il trend verso il basso del comparto residenziale, sempre in contrazione sulla scia dei continui rialzi dei tassi sui mutui.

Lunedì 17 ottobre

Area euro

■ **Italia.** La stima finale dell'**inflazione** di settembre è attesa confermare l'accelerazione tendenziale vista nella prima stima sia sull'indice NIC, dall'8,9% a/a da 8,4% di agosto, che sull'armonizzato, al 9,5% da 9,1%. Sia l'inflazione complessiva che il "carrello della spesa" risulterebbero ai massimi dalla prima metà degli anni '80. La crescita congiunturale dei prezzi dovrebbe essere confermata a 0,3% m/m sull'indice nazionale e di 1,7% m/m sull'IPCA, con quest'ultima misura che ha risentito della fine dei saldi estivi. La componente di fondo (sul NIC) è attesa confermarsi al 5% a/a da un precedente 4,4%. A ottobre, i rincari senza precedenti delle tariffe spingeranno l'inflazione verso nuovi massimi. L'IPCA in media d'anno potrebbe attestarsi all'8,1% nel 2022 e al 6,6% nel 2023.

Stati Uniti

■ L'indice **Empire** della NY Fed a ottobre è previsto a -2,5 da -1,5. L'indagine dovrebbe segnalare un modesto calo dell'attività questo mese, con indicazioni relativamente deboli anche per gli indici a 6 mesi. Gli ordini dovrebbero continuare a segnalare debolezza, mentre il fatturato e l'occupazione dovrebbero essere ancora in espansione, in un contesto di dinamica dei prezzi in rallentamento.

Martedì 18 ottobre

Area euro

■ **Germania.** L'indagine **ZEW** di ottobre è attesa mostrare un nuovo indebolimento delle prospettive per l'economia tedesca sulla scia della recrudescenza della crisi geopolitica ed energetica. L'indice sulle aspettative è visto a -65 da -61,9 precedente (si tratterebbe di un nuovo minimo storico assoluto). L'indicatore sulla situazione corrente è atteso calare a -68 da -60,5 di settembre (in questo caso, si tratterebbe di un minimo da agosto 2020).

Stati Uniti

■ La **produzione industriale** di settembre è attesa in calo di -0,1% m/m dopo -0,2% m/m. L'effetto negativo dell'uragano Ian, che ha colpito gli stati meridionali e sud-orientali a fine settembre, si dovrebbe sentire sui dati di ottobre. Il rallentamento degli ordini e il trend verso l'alto del rapporto scorte/fatturato segnalano che, pur con un miglioramento delle strozzature all'offerta, la debolezza della domanda potrebbe diventare un nuovo freno per l'output nel manifatturiero. Nell'estrattivo la produzione dovrebbe essere in modesta ripresa sulla scia del recente rialzo dei prezzi.

Mercoledì 19 ottobre

Area euro

- **Area euro.** La lettura finale dovrebbe confermare che a settembre i prezzi al consumo hanno registrato un'accelerazione a 1,2% m/m (0,9% sull'indice core). L'**inflazione** headline dovrebbe essere confermata al 10% a/a (da 9,1% di agosto), l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) al 6,1% (da 5,5% di agosto). Entrambe le letture sono ai massimi dall'inizio delle rilevazioni. L'inflazione potrebbe salire ancora nei prossimi mesi, toccando un massimo a inizio 2023. La media annua potrebbe attestarsi all'8,5% nel 2022 e al 7,2% nel 2023, in un contesto di incertezza senza precedenti.
- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe tornare a calare ad agosto dopo il modesto rimbalzo registrato a luglio, stimiando di -1,2% m/m da un precedente 0,3%. Un rallentamento del settore dopo un solido 2021 era atteso, ma le indagini di fiducia, nonché i più recenti dati di attività, suggeriscono che la frenata potrebbe risultare più brusca del previsto.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** di settembre sono previsti in contrazione a 1,5 mln da 1,575 mln di agosto, in linea con la media degli ultimi 3 mesi, con una conferma del trend verso il basso iniziato in primavera. Le **licenze** dovrebbero recuperare modestamente, salendo a 1,56 mln da 1,542 mln. L'attività nell'edilizia residenziale continuerà a contrarsi nei prossimi trimestri, contribuendo al rallentamento della domanda finale domestica.

Giovedì 20 ottobre

Area euro

- **Francia.** A ottobre, l'**indice INSEE di fiducia delle imprese** potrebbe calare di un punto, a 101, nel settore manifatturiero, e di due punti, a 100, sull'indice composito (in quanto la tendenza negativa del morale si va estendendo sempre più anche a servizi e costruzioni). Entrambi gli indici si riporterebbero dunque sui livelli più bassi da circa 18 mesi. Il dato segnala una possibile contrazione della produzione industriale nel trimestre finale del 2022.

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre è atteso a -5 da -8,8 di settembre. L'indagine a settembre aveva registrato debolezza degli indicatori correnti e aspettative in modesto miglioramento, ma sempre in territorio negativo. I dati dovrebbero mostrare ancora una modesta contrazione dell'attività, un rallentamento del ritmo di crescita dei prezzi, sia pagati sia ricevuti, e un'espansione moderata degli occupati, con tutti gli indici su trend verso il basso.
- Le **vendite di case esistenti** di settembre sono previste a 4,72 mln da 4,8 mln di agosto, in linea con le indicazioni dei contratti di compravendita, in modesto calo ad agosto. Tutti gli indicatori del mercato immobiliare residenziale continuano a puntare verso il basso, sulla scia del continuo ampio aumento dei tassi sui mutui, che hanno raggiunto 6,75% il 10 ottobre, massimo dal 2006.

Venerdì 21 ottobre

Area euro

- **Area euro.** I timori per le prospettive congiunturali e il forte aumento dei prezzi dovrebbero continuare a pesare sul morale dei nuclei familiari. La stima flash dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di ottobre è attesa registrare il secondo calo consecutivo a -29,4 da un precedente -28,8, che rappresenterebbe un nuovo minimo storico dopo quello già raggiunto a settembre.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (17 – 21 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 17/10	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel 2.7	%		
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel 0.3	%	0.3	
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 1.7	%	1.7	
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		set	prel 9.5	%	9.5	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel 8.9	%	8.9	
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	-1.5		-1.0	-2.5
Mar 18/10	04:00	CN	PIL a/a	*	T3	0.4	%	3.4	
	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T3	-2.6	%	3.5	
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T3	2.5	%		
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	set	5.8	%	6.0	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		set	0.5	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		set	3.6	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		set	4.2	%	4.5	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	set	5.4	%	3.3	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ott	-61.9		-66.0	-65.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		ott	-60.5		-69.5	-68.0
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	-0.4	Mld €		
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		ago	2.5	Mld €		
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	-0.2	%	-0.1	-0.1
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	80.0	%	79.7	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ott	46			
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ago	21.4	Mld \$			
Mer 19/10	08:00	GB	CPI m/m		set	0.5	%	0.4	
	08:00	GB	CPI a/a	*	set	9.9	%	10.1	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 6.1	%	6.1	6.1
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	set	prel 10.0	%	10.0	10.0
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	set	prel 1.2	%	1.2	1.2
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	set	1.575	Mln	1.500	1.500
	14:30	USA	Licenze edilizie		set	1.542	Mln	1.575	1.550
Gio 20/10	01:50	GIA	Bilancia commerciale		set	-2820 (-2817.3)	Mld ¥ JP	-2167.4	
	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	ott	4.3	%		
	03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	ott	3.7	%		
	08:00	GER	PPI a/a		set	45.8	%	45.2	
	08:00	GER	PPI m/m		set	7.9	%	2.0	
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	ott	102		101	101
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	-9.9		-4.5	-5.0
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	228	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.368	Mln		
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		set	4.80	Mln	4.70	4.72
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		set	-0.3	%	-0.3	
Ven 21/10	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	set	3.0	%		
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	set	2.8	%	3.0	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	set	-1.6	%	-0.5	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		set	-5.4	%		
	10:30	GB	Credito al consumo		set	1.077	Mld £		
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	ott	-28.8			-29.4

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 (17 – 22 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	17/10	10:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		17:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Mar	18/10	18:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		20:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		23:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
Mer	19/10	16:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		16:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		17:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
		19:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	20/10	00:30	USA	Discorso di Evans (Fed)
		00:30	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		19:30	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		19:45	USA	Discorso di Cook (Fed)
		20:05	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		UE	* Consiglio europeo	
Ven	21/10	15:00	ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale
		15:10	USA	Discorso di Williams (Fed)
			ITA	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
			UE	* Consiglio europeo
Sab	22/10	11:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		20:00	GB	Discorso di Mann (BoE)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	set	0.3 (-0.4)	%	0.3
PPI m/m	set	-0.2 (-0.1)	%	0.2
Richieste di sussidio	settim	219	x1000	225
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.365 (1.361)	Mln	1.365
CPI m/m	set	0.1	%	0.2
CPI a/a	set	8.3	%	8.1
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	set	6.3	%	6.6
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	set	0.6	%	0.5
Prezzi all'import m/m	set	-1.0	%	-1.1
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	set	-0.3	%	-0.1
Vendite al dettaglio m/m	set	0.3	%	0.2
Scorte delle imprese m/m	ago	0.6	%	0.9
Fiducia famiglie (Michigan) prelim.	ott	58.6		59.0

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

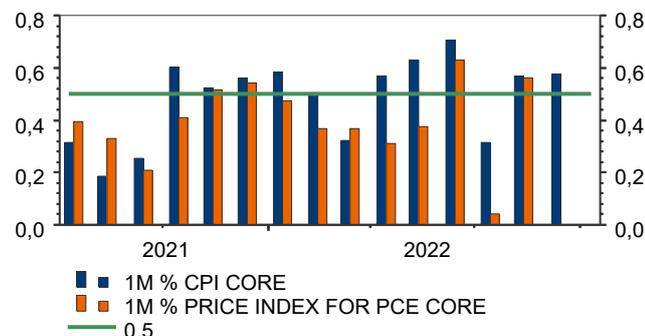
Il **CPI a settembre è aumentato di 0,4% m/m**, e di 8,2% a/a. Energia e alimentari hanno confermato i trend contrastanti in atto da giugno, con la prima in calo e i secondi in rapida crescita. L'energia (-2,1% m/m) è frenata dalla benzina, in calo di -4,9% m/m. Per gli alimentari, l'aumento complessivo è di 0,8% m/m (11,2% a/a, sui massimi dal 1979); risultano sempre in forte rialzo sia i beni consumati a casa (0,7% m/m, 13% a/a) sia quelli forniti dalla ristorazione (0,9% m/m, 8,5% a/a). Le variazioni di ampia entità sono diffuse alla maggior parte delle voci, con contributi particolarmente solidi da abitazione, sanità e alimentari, ma cominciano a comparire correzioni nel comparto dei beni core.

L'**indice core ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 0,6% m/m**, dopo 0,5% m/m di agosto. La variazione tendenziale, a 6,6% a/a, è tornata sui livelli della primavera per via dell'effetto confronto con il 2021. Alcune voci sono in calo: non più solo auto usate, ma ora anche abbigliamento e comunicazioni. Tuttavia, ancora una volta prevale la diffusione di ampi rialzi della maggior parte delle altre componenti, specialmente nei servizi. I **beni core hanno prezzi stabili su base mensile** (6,6% a/a). Le variazioni positive per le auto nuove (0,7% m/m) e per l'arredamento (0,8% m/m), sono controbilanciate da correzioni per auto usate (-1,1% m/m), abbigliamento (-0,3% m/m), beni sanitari (-0,1% m/m), articoli sportivi (-1,1% m/m), comunicazione (-0,6% m/m). La frenata dei beni core si è vista anche nel PPI ed è finalmente un elemento positivo nello scenario dei prezzi. I **servizi ex-energia** restano, come previsto, il vero problema dell'inflazione, con una nuova accelerazione a 0,8% m/m (6,7% a/a) e indicazioni di pressioni persistenti. Per i servizi abitativi, la variazione complessiva è di 0,7% m/m (6,6% a/a), spinta da affitti (0,8% m/m) e affitti figurativi (0,8% m/m). I trasporti hanno un rialzo di 1,9% m/m dovuto ad aumenti diffusi alla maggior parte delle voci (tariffe aeree, noleggio auto). I servizi sanitari (1% m/m, 6,5% a/a) sono spinti sia dai servizi professionali (0,7% m/m) sia, soprattutto, dalle assicurazioni sanitarie (2,1% m/m, 28,2% a/a). La sanità rappresenta un nuovo rischio di accelerazione dell'inflazione. Infatti, nei prossimi mesi verrà sancita la fine ufficiale del periodo di emergenza Covid, con un conseguente significativo adeguamento verso l'alto delle tariffe di servizi sia medici sia ospedalieri, oltre che dei premi assicurativi, già in discussione da tempo.

La diffusione della crescita dei prezzi è confermata dai rialzi ancora elevati dell'**inflazione mediana** (0,7% m/m) e della **media troncata** (0,6% m/m). Tuttavia, l'**Underlying Inflation Gauge** della NY Fed, a 6% a/a, segnala che il picco potrebbe essere stato toccato in estate. I prezzi dei servizi, in particolare delle due voci "pesanti", abitazione e sanità, ancora per diversi mesi continueranno a frenare il processo di disinflazione, invece agli albori nel comparto dei beni core. L'evoluzione del settore immobiliare residenziale e i lunghi ritardi con cui la restrizione monetaria si trasmette dai tassi ai prezzi delle case e infine agli affitti rendono particolarmente difficile ora il lavoro e la comunicazione della Fed. Infatti, sulla base delle relazioni storiche fra tassi sui mutui, prezzi delle case e affitti, già ora è "scritto" che fra circa un anno ci sarà un netto ritracciamento della componente abitazione dell'inflazione, così come un anno fa era assolutamente

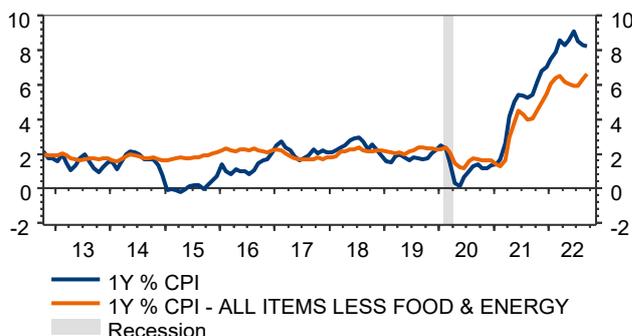
prevedibile la forte accelerazione degli affitti che si è materializzata da metà 2022. Per quanto riguarda la sanità, il balzo delle assicurazioni sanitarie dovrebbe persistere ancora per alcuni mesi e successivamente recedere.

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



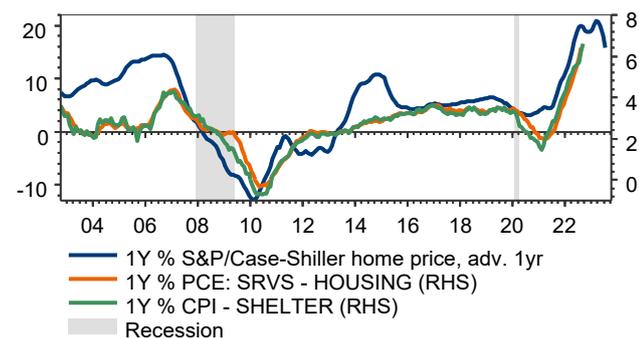
Fonte: BLS, BEA

L'inflazione core non ha ancora svoltato



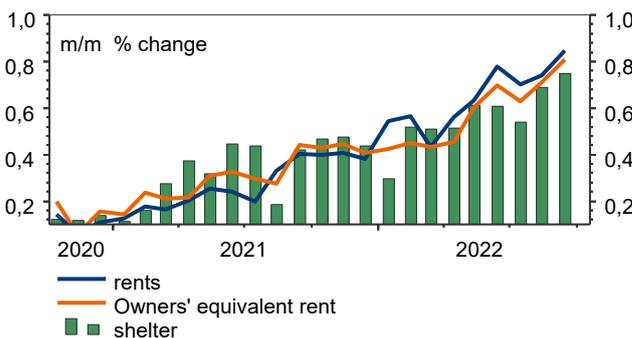
Fonte: BLS

Affitti e prezzi delle case: la svolta non è imminente, ma è in arrivo



Fonte: BLS, S&P

Per ora gli affitti volano



Fonte: BLS

Il **PPI** a settembre ha sorpreso verso l'alto, con un aumento di 0,4% m/m, sulla scia di rialzi per gli alimentari (1,2% m/m) e l'energia (0,7% m/m), ma va rilevato che i prezzi dei beni core continuano a rallentare. Sul fronte dei servizi invece prosegue una dinamica sostenuta, spinta in parte dal forte aumento (probabilmente transitorio) nel comparto dei servizi finanziari, gonfiati dagli effetti dei mercati in rialzo ad agosto, con rischi verso l'alto per il deflatore di settembre.

Le richieste di nuovi **sussidi di disoccupazione** al 9 ottobre sono salite a 228 mila da 219 mila della settimana precedente, segnando il secondo aumento consecutivo, con un rialzo della media mobile a 4 settimane a 211 mila.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	ago	5.3	%	-2.3

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

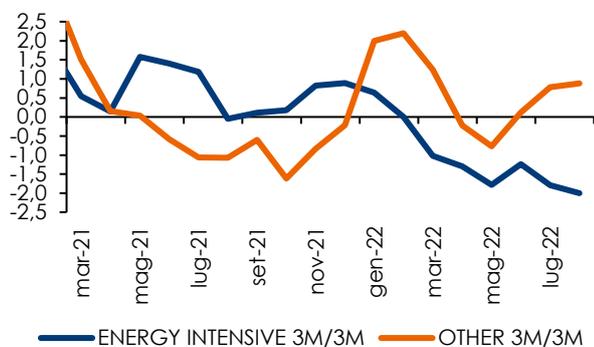
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
EUR	Produzione industriale m/m	ago	-2.3	%	0.6	1.5	
FRA	IPCA m/m finale	set	-0.5	%	-0.5	-0.5	
FRA	IPCA a/a finale	set	6.2	%	6.2	6.2	
FRA	CPI m/m Ex Tob	set	0.5	%		-0.6	
GER	CPI m/m finale	set	1.9	%	1.9	1.9	
GER	CPI a/a finale	set	10.0	%	10.0	10.0	
GER	IPCA m/m finale	set	2.2	%	2.2	2.2	
GER	IPCA a/a finale	set	10.9	%	10.9	10.9	
ITA	Produzione industriale m/m	ago	0.5	(-0.4)	%	0.2	2.3
SPA	IPCA a/a finale	set	9.3	%	9.3	9.0	

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

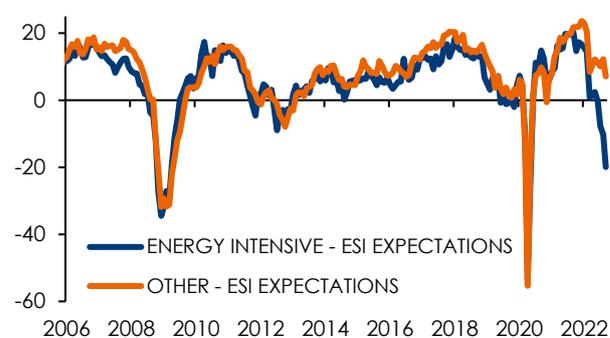
Area euro. La **produzione industriale** è cresciuta di 1,5% m/m (2,5% a/a) ad agosto, ma il rimbalzo non è sufficiente a compensare interamente la flessione di -2,3% registrata a luglio. Il progresso congiunturale è stato guidato dal rimbalzo dei beni strumentali (2,8% da -3,8%) ma si registrano incrementi anche per i beni di consumo, durevoli (0,9% da -1,3%) e non (0,7% da 1,6%). In calo per il secondo mese invece la produzione sia di energia (-2,1% da -0,2%) che di beni intermedi (-0,5% da -0,9%). Su base settoriale si conferma la **maggior debolezza dei comparti più energivori** (chimica, metallurgia, lavorazione dei minerali non metalliferi, raffinazione, carta e stampa) dove la produzione è calata, in aggregato, per il quarto mese (-0,4% da un precedente -2%; -3,8% a/a), colpita dagli eccezionali rincari di elettricità e gas. Anche il resto della manifattura è in fase di decelerazione, ma su ritmi più moderati. È possibile che la contrazione dell'attività nei comparti a più alta intensità di energia (che tipicamente si trovano a monte delle filiere produttive) possa anticipare una frenata più marcata anche per il resto dell'industria nei prossimi mesi.

Al momento si nota una divergenza nei dati di produzione industriale tra settori energivori e a più bassa intensità energetica



Nota: i settori energy intensive sono chimica, metallurgia, lavorazione dei minerali non metalliferi, raffinazione, carta. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

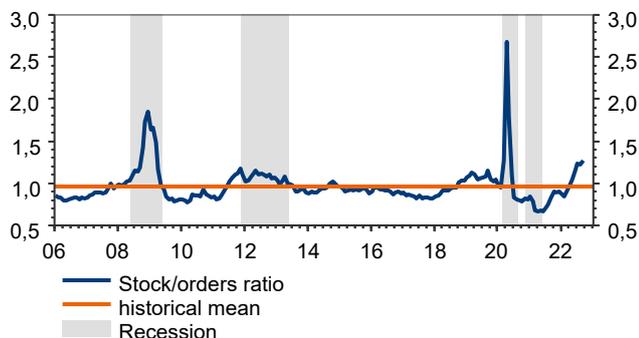
Le indagini di fiducia anticipano un peggioramento nei prossimi mesi che potrebbe anticipare una frenata anche negli altri settori



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

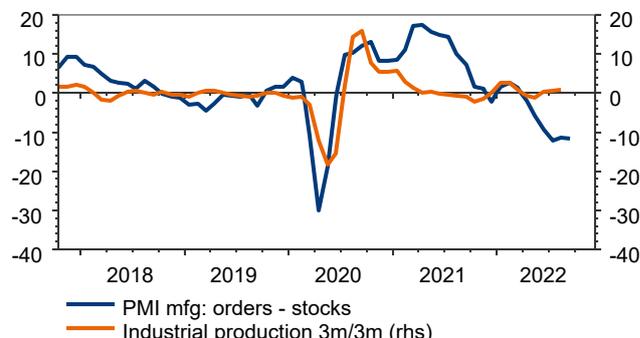
Riteniamo quindi che il rimbalzo di agosto sia destinato a rivelarsi effimero e che nei prossimi mesi, in un contesto di progressivo rallentamento della domanda e di elevata incertezza circa prezzi e forniture di energia, la debolezza industriale possa accentuarsi (come suggerito dalle indagini di fiducia). **La produzione dovrebbe tornare a contrarsi, in misura piuttosto marcata, a settembre e restare debole ad ottobre**, appesantita anche dall'impatto degli scioperi nelle raffinerie francesi e dalla riduzione dell'attività nei settori energy-intensive. L'industria potrebbe quindi sottrarre fino a due decimi alla crescita del valore aggiunto nel 3° trimestre e frenare il PIL in misura più significativa tra fine 2022 e inizio 2023.

Il rapporto tra le scorte di prodotti finiti e i nuovi ordinativi è su livelli recessivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il calo degli ordinativi e l'accumulo di merce invenduta anticipa una contrazione della produzione nei prossimi mesi



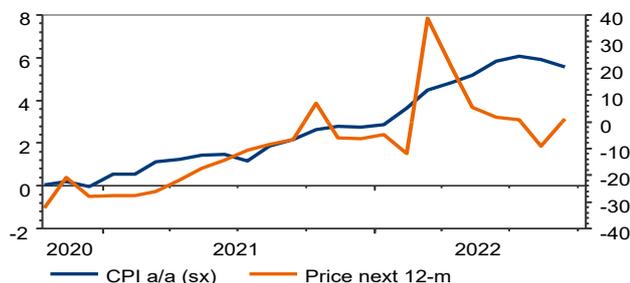
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Area euro. Ad agosto i dati destagionalizzati sul **commercio internazionale** hanno registrato una crescita delle esportazioni del 3,5% m/m a fronte di un incremento del 5,5% m/m delle importazioni. I dati sull'import continuano a risentire dello shock sui prezzi energetici che gonfia il valore unitario dell'import e affossa il saldo commerciale (in deficit di 50,9 miliardi ad agosto contro un surplus di 2,8 miliardi un anno prima). Nei prossimi mesi il rallentamento della domanda globale dovrebbe frenare le esportazioni, e il commercio estero è atteso continuare a dare un contributo negativo al PIL nei prossimi trimestri.

Germania. La stima finale ha confermato che a settembre l'**inflazione** ha raggiunto un nuovo massimo a 10,9% a/a da 8,8% di agosto sull'indice armonizzato e al 10% dal 7,9% sulla misura nazionale. Lo spaccato 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 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; il rialzo viene soprattutto da carburanti (+12,5% m/m) e trasporti: i prezzi sono aumentati sensibilmente per il trasporto ferroviario a breve distanza (+82,5%) e per il trasporto combinato di passeggeri (+175,3%) per via del venir meno della riduzione a 9 euro al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico. La crescita di abbigliamento (+4,7% m/m) e alimentari (+1,8% m/m) conferma che la trasmissione dei rincari energetici sta diventando più pervasiva. L'inflazione è attesa toccare nuovi massimi nei prossimi mesi, prima di iniziare un trend di lenta discesa nella migliore delle ipotesi tra fine inverno e inizio primavera. In media d'anno, **stimiamo un'inflazione armonizzata all'8,8% nel 2022 e oltre il 7,5% nel 2023.**

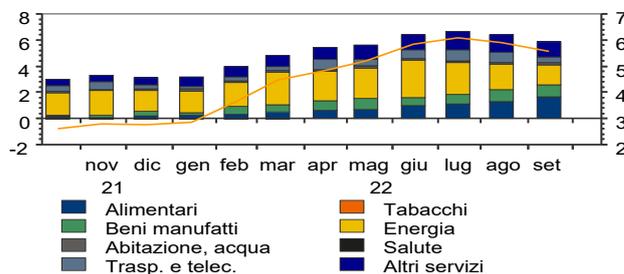
Francia. La **stima finale** ha confermato che a settembre l'**inflazione** è scesa al 5,6% dal 5,9% sull'indice nazionale e al 6,2% dal 6,6% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi hanno segnato una flessione di cinque decimi sull'indice armonizzato e di -0,6% m/m (rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla stima preliminare) sul CPI. Il calo tendenziale è legato principalmente al rallentamento dei servizi (a 3,2% da 3,9%) e dell'energia (a 17,9% a/a da 22,7%). Prosegue invece la crescita degli alimentari (9,9% da 7,9% precedente), in particolare degli alimentari freschi (a 11,3% 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 e poco sopra il 5% nel prossimo anno.

Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs. CPI



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

Si attenuano le pressioni inflazionistiche sull'energia, mentre crescono i listini alimentari



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

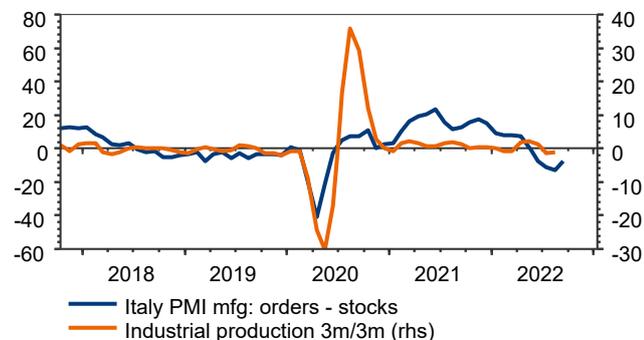
Italia. La produzione industriale ha registrato un aumento superiore a ogni più rosea previsione ad agosto (+2,3% m/m, dopo il +0,5% di luglio). L'indice destagionalizzato della produzione risulta ora **superiore del 3,9% rispetto al livello pre-Covid** (febbraio 2020), ed è **tornato anche al di sopra dei livelli pre-bellici** (+1,1% rispetto a febbraio 2022). **Su base annua, la produzione è rimbalzata al 2,9%** da un precedente -1,3% (sui dati corretti per gli effetti di calendario).

L'aumento registrato nel mese è stato guidato dai beni di consumo, che sono rimbalzati del 2,6% m/m dopo essere calati in ciascuno dei tre mesi precedenti (tuttavia, i durevoli sono scesi per il terzo mese di fila). I beni strumentali sono cresciuti dell'1,8% m/m dopo il 2,1% di luglio. Anche i beni intermedi hanno visto un aumento (0,8%), mentre la produzione nel settore energetico è scesa per il secondo mese (-2,3% m/m). Su base annua, i beni di consumo sono ancora trainanti (8,6% a/a), mentre i beni intermedi restano in calo tendenziale (-1,4%). **Il dettaglio per settore però è misto, e non univocamente positivo.** Da un lato, alcuni comparti mostrano una crescita annua molto ampia (farmaceutica +51%, computer ed elettronica +31%, tessile e abbigliamento +20,9%). Dall'altro lato, **in deciso calo rispetto a un anno prima troviamo, non a caso, i settori più energivori: chimica** (-14,6%), **metalli** (-11,3%) **e gomma e plastica** (-4,3%).

La produzione industriale è ora in rotta per un aumento marginale nel 3° trimestre (0,3% t/t, in caso di stabilità a settembre). Tuttavia, i **dati di agosto sono tipicamente molto volatili** (in quanto molto influenzati dalle tempistiche delle chiusure delle fabbriche per ferie), **e non vanno perciò a nostro avviso eccessivamente enfatizzati.** In ogni caso, **il parziale allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta** suggerito dalle indagini (almeno fino ad agosto) **potrebbe aver avuto un ruolo** nel favorire un aumento della produzione in luglio e agosto. Tuttavia, **sospettiamo che l'output possa essere tornato a calare a settembre.** Soprattutto, **le indagini suggeriscono che il peggio deve ancora venire**, in particolare nei settori ad alta intensità energetica (il cui trend potrebbe essere anticipatore rispetto a quello della maggior parte degli altri comparti).

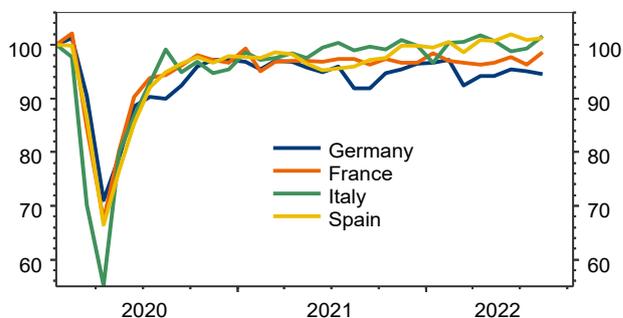
In sintesi, l'industria sinora si è mostrata più resiliente rispetto a quanto era lecito attendersi sulla base dell'entità dello shock sulle materie prime nei mesi primaverili ed estivi, sia perché le imprese industriali hanno potuto far fronte allo shock partendo da elevati livelli di profitti e liquidità accumulati nell'ultimo anno e mezzo, nonché di ordini "accumulati", sia perché gli effetti "a valle" dei rincari energetici sono in qualche modo "ritardati" dai meccanismi di fissazione dei prezzi (per la presenza di contratti a lungo termine e, specie per le grandi imprese, di strumenti di hedging). In ogni caso, a nostro avviso, l'impatto potrebbe essere solo rimandato. Dopo una sostanziale stagnazione nei mesi estivi, **continuiamo ad aspettarci una contrazione del PIL su base congiunturale** nei prossimi trimestri, verosimilmente tra fine 2022 e la prima parte del 2023, quando ci aspettiamo un picco per i prezzi del gas naturale. A nostro avviso, i rischi sull'attività economica, sia nel settore industriale che sull'attività economica in generale, restano orientati al ribasso.

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



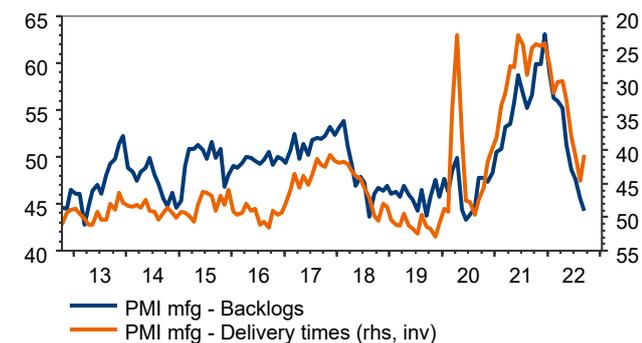
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

In ogni caso, la produzione industriale in Italia ha pienamente recuperato i livelli pre-pandemici, a differenza che in Germania e Francia



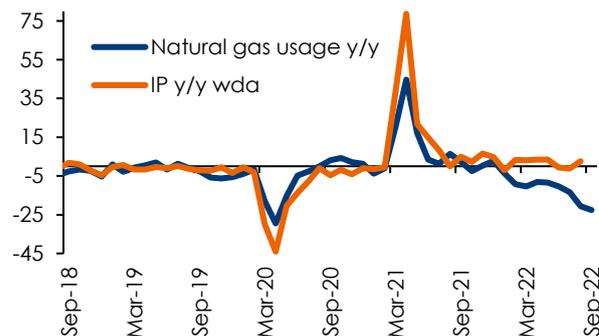
Nota: febbraio 2020 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Eurostat

La parziale attenuazione delle strozzature all'offerta segnalata dalle indagini potrebbe aver avuto un ruolo nel sostenere l'attività produttiva nei mesi estivi...



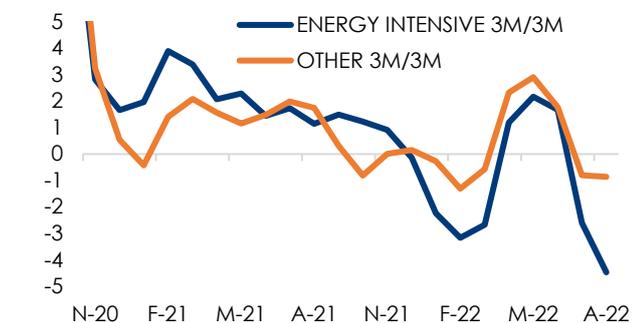
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma gli indicatori ad alta frequenza suggeriscono che l'output possa tornare a contrarsi nei prossimi mesi



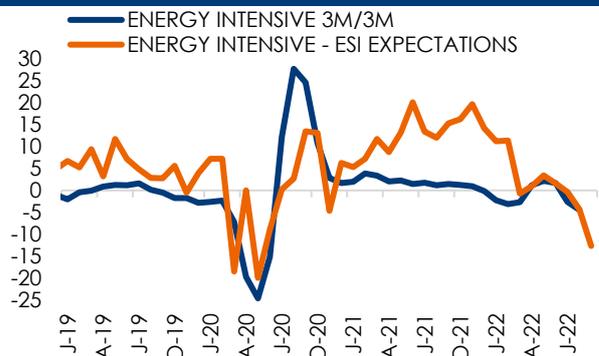
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, SNAM

I settori ad alta intensità energetica sono già in territorio recessivo...



Nota: i settori "ad alta intensità energetica" sono carta, raffinazione, prodotti chimici, metalli di base e altri minerali non metallici. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

...e le indagini segnalano ulteriori tagli produttivi nei prossimi mesi



Nota: i settori "ad alta intensità energetica" sono carta, raffinazione, prodotti chimici, metalli di base e altri minerali non metallici. Fonte: elaborazioni di Intesa Sanpaolo su dati Istat e Commissione UE.

Italia. Nel 2° trimestre i **permessi di costruzione** nel comparto residenziale sono cresciuti dell'1,8% t/t, in rallentamento da un precedente 6,4% (1,2% t/t per quanto riguarda la superficie utile abitabile), in espansione per il quarto trimestre consecutivo a 16,7 mila unità (massimo da fine 2012). È invece tornata a calare, dopo il rimbalzo di inizio anno, la superficie per i fabbricati non residenziali (-2,2% t/t da 21,2%). La domanda di costruzioni sembra aver toccato un picco ed è entrata in una fase di rallentamento che anticipa una decelerazione degli investimenti in costruzioni nei prossimi trimestri.

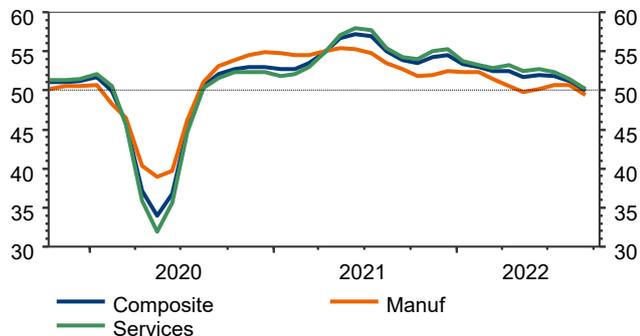
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
M2 a/a	set	12.2		% 12.1	12.1
Nuovi prestiti bancari (flusso)	set	1250	Mld ¥ CN	1800	2470
Finanza sociale aggregata (flusso)	set	2430	Mld ¥ CN	2725	3530
CPI m/m	set	-0.1		% 0.4	0.3
CPI a/a	set	2.5		% 2.8	2.8
PPI a/a	set	2.3		% 1.0	0.9
Esportazioni in USD a/a	set	7.1		% 4.1	
Importazioni in USD a/a	set	0.3		% 1.0	
Bilancia commerciale USD	set	79.39	Mld \$	81.00	

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

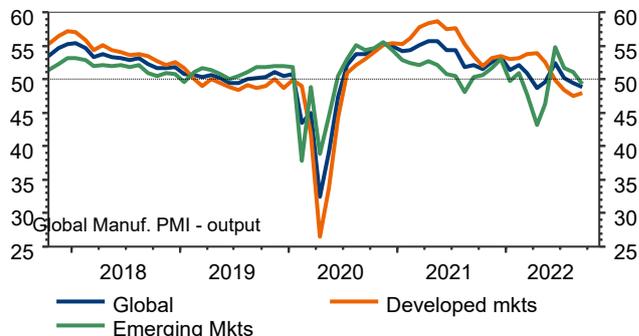
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



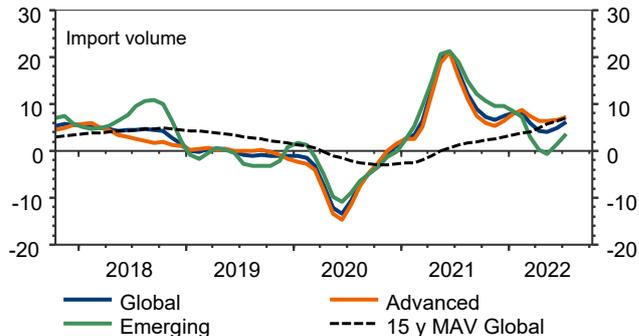
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



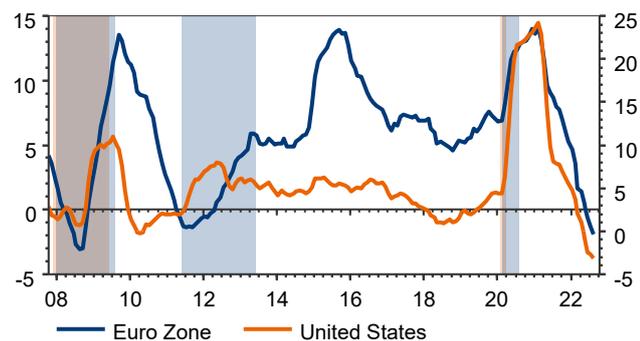
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



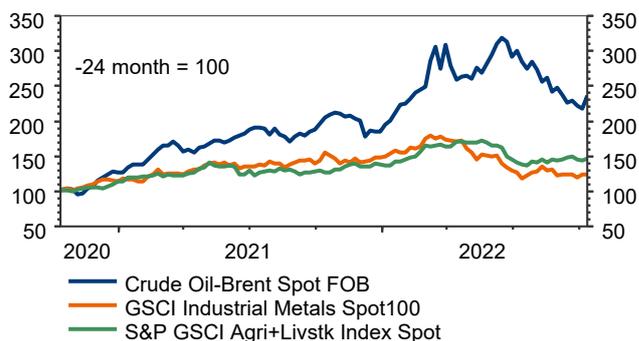
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

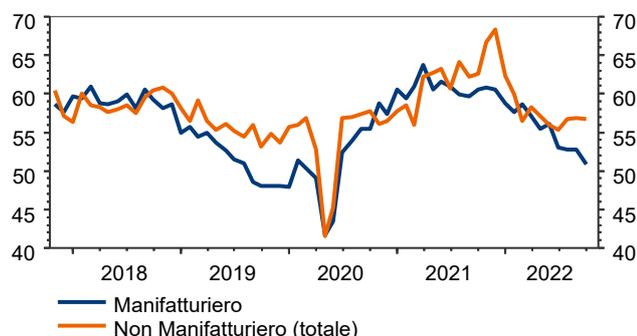
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

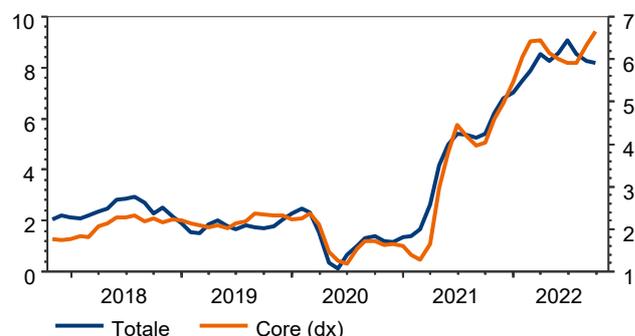
Stati Uniti

Indagini ISM



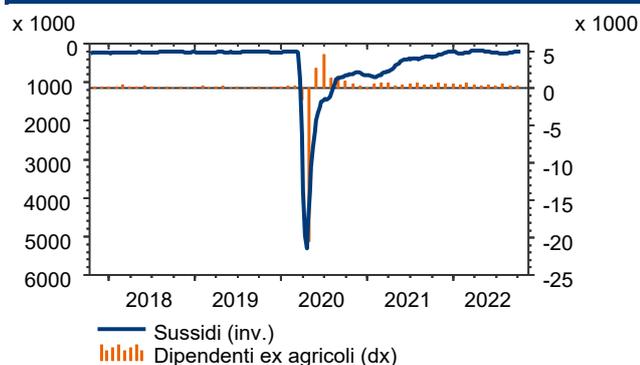
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



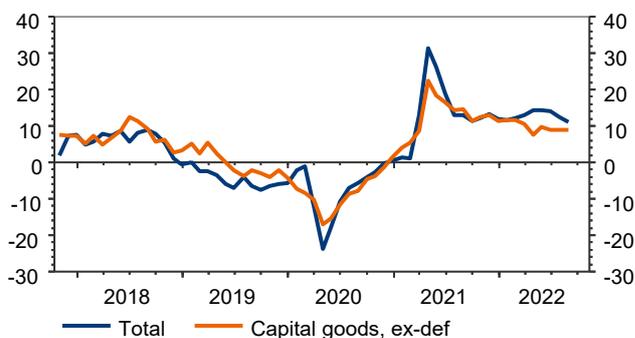
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

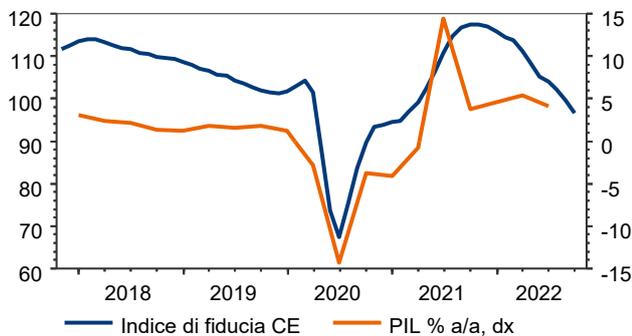
Previsioni

	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	8.1	4.3	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.3	6.0	4.2
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

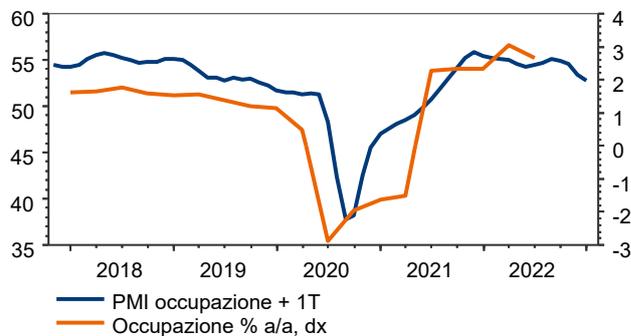
Area euro

PIL



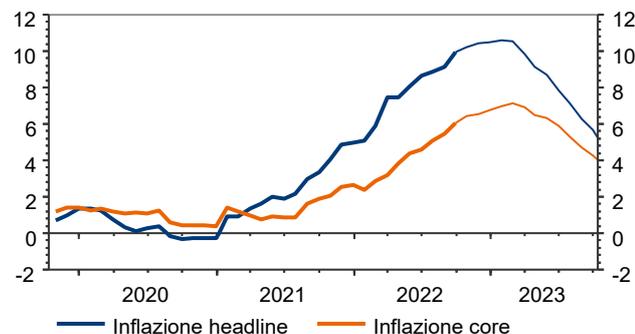
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	10.6
febbraio	0.9	5.9	10.6
marzo	1.3	7.4	9.8
aprile	1.6	7.4	9.1
maggio	2.0	8.1	8.7
giugno	1.9	8.6	7.8
luglio	2.2	8.9	7.1
agosto	3.0	9.1	6.3
settembre	3.4	10.0	5.7
ottobre	4.1	10.2	4.7
novembre	4.9	10.4	3.9
dicembre	5.0	10.5	3.2

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	0.1	4.4	0.0	0.0
Investimenti fissi	4.1	2.9	0.8	-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	0.0	-0.2	-0.2	0.5	0.1
Partite correnti (% PIL)	2.4	-1.0	-0.4			
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	8.5	7.2	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	-0.7	0.2	5.9	0.2	-0.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	7.5	7.1	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.32	2.38	-0.55	-0.57	-0.53

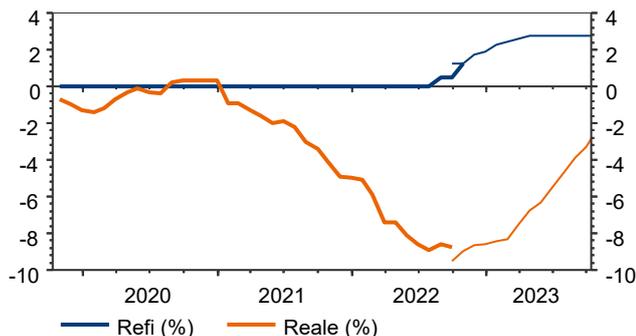
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	13/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	1.25	1.25	2.25	2.75	2.75	2.75
Euribor 1m	-0.53	-0.51	0.68	0.89	1.56	2.17	2.31	2.30
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	1.40	1.92	2.34	2.39	2.37

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

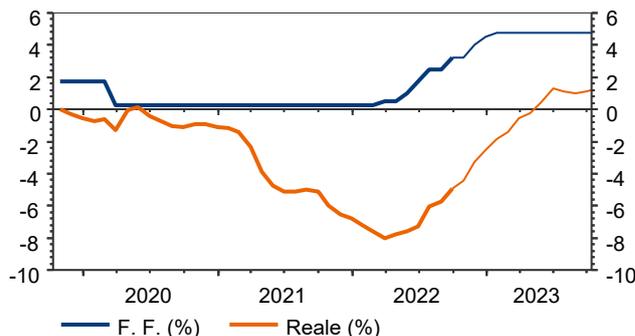


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	13/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	3.25	4.50	4.75	4.75	4.75
OIS 3m	0.72	2.18	3.66	3.97	4.59	4.84	4.79	4.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

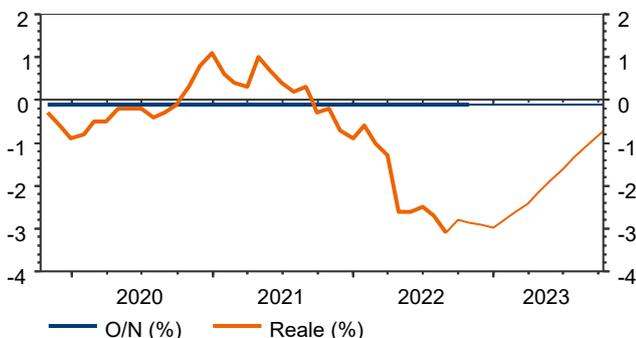


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	13/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	0.00	-0.03	-0.04	-0.02	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

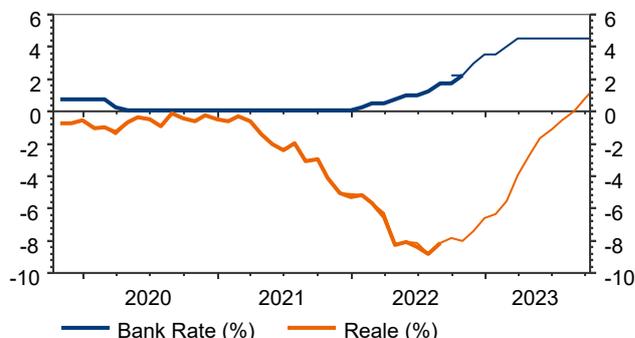


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	13/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	2.25	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	3.49	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	14/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.16	1.09	1.00	1.00	0.9743	0.92	0.93	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	105	114	126	139	143	147.71	145	142	136	128	124
GBP/USD	1.30	1.37	1.30	1.18	1.16	1.1268	1.05	1.03	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.07	1.07	1.02	0.98	0.96	0.9759	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	124	132	136	139	143	143.92	134	132	136	134	136
EUR/GBP	0.90	0.85	0.83	0.85	0.86	0.8645	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
---------------	-------	---------------------------------