

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**BCE: si prepara un terzo robusto rialzo dei tassi, con qualche extra.** Per la terza volta consecutiva, la BCE lascia che le dichiarazioni dei governatori delle banche centrali nazionali guidino le aspettative di mercato prima della riunione di politica monetaria. Continua a prevalere la linea del rialzo accelerato dei **tassi**, che **saliranno di 75pb** il 27 ottobre e quindi di almeno altri 50pb a dicembre. La prossima settimana potrebbero anche arrivare **novità sul fronte TLTRO**.

### I market mover della settimana

In **area euro**, il focus della settimana sarà sulla riunione di politica monetaria BCE, i prezzi al consumo di ottobre e le indagini di fiducia di ottobre. Inoltre, saranno pubblicati anche i primi dati di contabilità nazionale relativi al 3° trimestre. L'economia dovrebbe essersi contratta in Germania a fronte di una crescita solo marginale in Francia e Belgio e di stagnazione in Spagna. Le indagini congiunturali PMI, IFO e Istat dovrebbero confermare un quadro di contrazione dell'attività economica tra l'estate e l'autunno. A ottobre l'inflazione è vista salire ancora, e superando il 10% sia in Italia sia in Germania. In settimana, la Commissione Europea presenterà la proposta di riforma del Patto di Stabilità e Crescita.

In settimana negli **Stati Uniti** verrà pubblicata la prima stima del PIL del 3° trimestre, che dovrebbe mostrare un ritorno alla crescita dopo due trimestri negativi, con un ampio contributo del canale estero e una domanda finale domestica in aumento moderato. Fra i dati di ottobre, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in flessione, sulla scia della ripresa del prezzo della benzina, e gli indici PMI Markit flash dovrebbero segnalare rallentamento nel manifatturiero ed espansione nei servizi. Per settembre, la spesa e il reddito personale sono previsti in crescita e il deflatore core dovrebbe essere in aumento di 0,5% m/m. Sempre a settembre, le vendite di case nuove sono attese in ampio calo, mentre gli ordini sono previsti in rialzo grazie all'aeronautica civile.

21 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

**BCE: si prepara un terzo robusto rialzo dei tassi, con qualche extra.** Per la terza volta consecutiva, la BCE lascia che le dichiarazioni dei governatori delle banche centrali nazionali guidino le aspettative di mercato prima della riunione di politica monetaria. Continua a prevalere la linea del rialzo accelerato dei **tassi**, che **saliranno di 75pb** il 27 ottobre e quindi di almeno altri 50pb a dicembre. La prossima settimana potrebbero anche arrivare **novità sul fronte TLTRO**.

Per la terza volta in tre riunioni, le aspettative dei mercati sul prossimo rialzo dei tassi sono state guidate da un fuoco di fila di dichiarazioni rilasciate dai governatori nazionali, nel pressoché totale silenzio dei membri del Comitato esecutivo (fra questi ultimi, chi ha parlato, lo ha fatto evitando di sbilanciarsi riguardo all'andamento futuro dei tassi). **La linea che sta prevalendo è quella di una correzione tutt'altro che graduale della politica monetaria:** semmai, quella di una rapida corsa per portare il tasso sui depositi (DFR) intorno al 2% entro fine anno, per poi dare il via a una nuova fase che includerà anche la riduzione del bilancio, oltre che nuovi rialzi dei tassi ufficiali. Poche (Visco, Centeno) le voci che si sono levate a contrastare tale impostazione, sottolineando il rischio di perdere credibilità con un overshooting seguito da una retromarcia. I mercati si sono prontamente adeguati, dopo un breve periodo in cui le attese si erano un po' ridimensionate in scia a dati reali negativi, e il mercato degli OIS sconta un tasso sopra il 2% a fine anno (v. Fig. 1).

Difficile andare contro tali aspettative, soprattutto dopo l'ennesima sorpresa negativa arrivata dalle statistiche mensili sui prezzi al consumo (v. Fig. 2): i dati di settembre mostrano pressioni inflazionistiche diffuse, da cui pochi capitoli del paniere sono esenti (salute, istruzione, comunicazioni), anche se gran parte dell'inflazione totale resta direttamente legata al rincaro di energia ed alimentari, e un'altra parte riflette il trasferimento di tale rincaro ai prezzi di altri beni e servizi. L'evidenza di rallentamento dell'attività economica, che pure si va accumulando, resta ancora troppo preliminare per indurre la BCE a rallentare il passo. Peraltro, un rallentamento della crescita è già stato messo in conto: la BCE aveva già una previsione di marginale contrazione dell'economia europea nel quarto trimestre, per quanto già recuperata nel primo quarto del 2023, e recentemente diversi membri del Consiglio direttivo hanno dichiarato di attendersi una recessione tecnica tra fine 2022 e inizio 2023. La politica monetaria esercita i propri effetti sull'inflazione attraverso la domanda aggregata, e non grazie a esoterici legami diretti fra base monetaria e prezzi: una recessione è considerata il male necessario per frenare la propagazione dell'inflazione e scoraggiare una spirale prezzi-salari. **Il 27 ottobre dovremmo quindi osservare un rialzo di 75 punti base di tutta la terna di tassi ufficiali**, e il DFR salirà a 1,50%. Questa è ormai l'opinione anche della maggioranza degli analisti intervistati da Reuters nei giorni scorsi.

Per quanto riguarda il **punto di arrivo della fase di rialzo dei tassi**, la nostra valutazione resta che gran parte del calo dell'inflazione che osserveremo nel biennio 2023-24 sarà largamente indipendente dall'entità del rialzo dei tassi, perché legato agli sviluppi del mercato del gas naturale. Il rialzo dei tassi influirà però sulla dinamica dei prezzi core, e può essere decisivo per il ritorno al 2% nel 2024. Attualmente stimiamo che sia necessario un rialzo dei tassi modesto, a 2,25-2,50%, purché il cambio euro/dollaro si rafforzi come previsto e il prezzo europeo del gas cali gradualmente verso €100/MWh nel 2024, attivando un meccanismo di trasmissione virtuoso ai prezzi core opposto a quello oggi prevalente.

Nel frattempo, dichiarazioni e indiscrezioni raccolte dalle agenzie di stampa hanno iniziato ad aprire altri fronti, legati all'eccesso di liquidità nel sistema. Il primo è costituito dalla massa di TLTRO ancora in essere; il secondo, dai reinvestimenti delle scadenze APP.

Per quanto concerne il **programma TLTRO**, più che dal rischio che i crediti TLTRO alimentino un'indesiderata espansione della domanda, la BCE è imbarazzata dal sussidio di alcune decine di miliardi di euro che le condizioni del programma garantiscono alle banche europee, e che

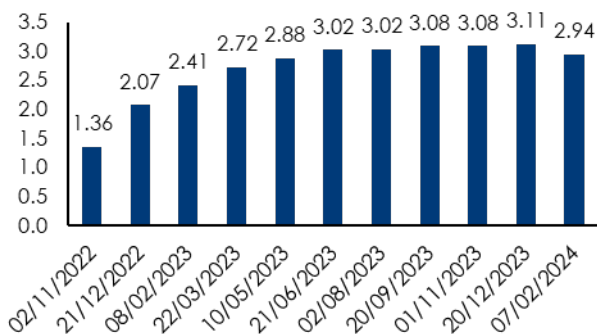
umenta con il rialzo dei tassi. Attualmente, le LTROs in essere ammontano a 2.119 miliardi di euro, pari quasi alla metà delle riserve totali del sistema bancario. Un intervento correttivo sembra ormai imminente, e potrebbe essere annunciato il 27 ottobre. Le opzioni sembrano essere costituite da:

1. modifiche alle condizioni del programma TLTRO che rendano penalizzante rinviare il rimborso del credito,
2. modifiche al regime di remunerazione della riserva; la BCE potrebbe consentire l'applicazione del DFR soltanto a un multiplo predeterminato della riserva obbligatoria (*reverse tiering*), o soltanto alla differenza fra l'eccesso di riserve e le TLTRO in essere. La seconda opzione sarebbe più efficace nel promuovere il rimborso anticipato delle TLTRO, in quanto la distribuzione dell'eccesso di riserve non è omogenea rispetto a quella delle TLTRO.

Dal punto di vista della trasmissione della politica monetaria, l'intervento potrebbe liberare titoli stanziabili, ma anche portare a un temporaneo incremento della domanda per attività liquide alternative alla deposit facility. La prima finestra utile per rimborsi anticipati scatta dal 21 dicembre, sicché l'entrata in vigore del nuovo regime potrebbe essere fissata a fine 2022.

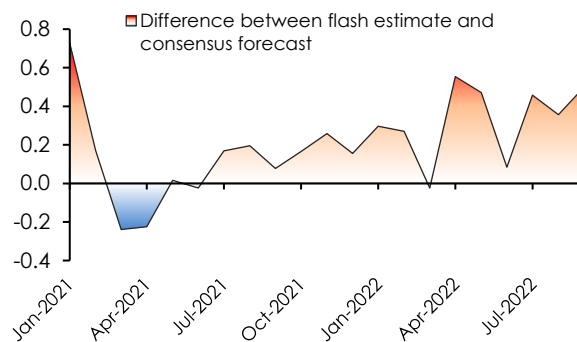
L'altro tema è la **riduzione del portafoglio APP** mediante riduzione del flusso di reinvestimenti. Voci raccolte da Reuters dopo l'ultima riunione intermedia del Consiglio direttivo, dicono che la BCE potrebbe avviare una graduale riduzione del portafoglio dal secondo trimestre 2023. La tesi è credibile, anche se l'incertezza sulla profondità della recessione che si prospetta per l'economia europea nei prossimi mesi potrebbe mettere in discussione tali certezze. Su questo fronte, però, non ci aspettiamo annunci il 27 ottobre.

**Fig. 1 - I mercati scontano tassi almeno al 2% a fine 2022, e un picco fra 3,0% e 3,25%**



Fonte: Refinitiv

**Fig. 2 - I dati sui prezzi al consumo continuano a sorprendere al rialzo, e ora il problema riguarda l'inflazione core**

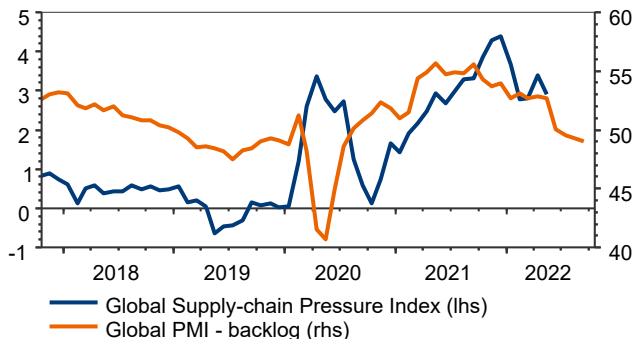


Nota: scarto fra il dato effettivo di variazione dell'IPCA per l'Eurozona (stima Flash) e la media delle previsioni.

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv ed Eurostat

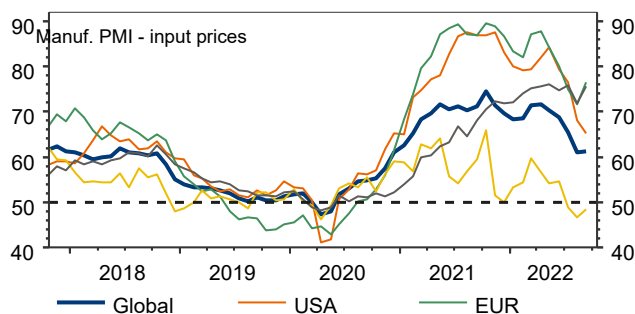
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



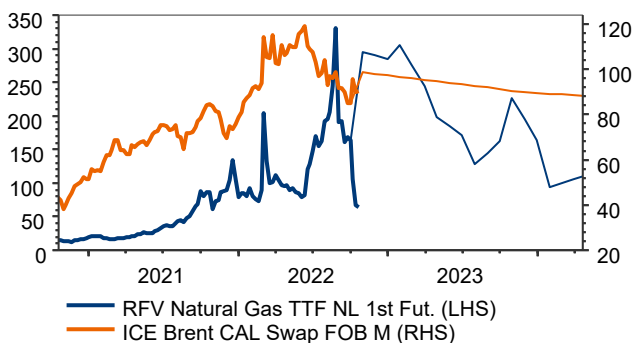
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



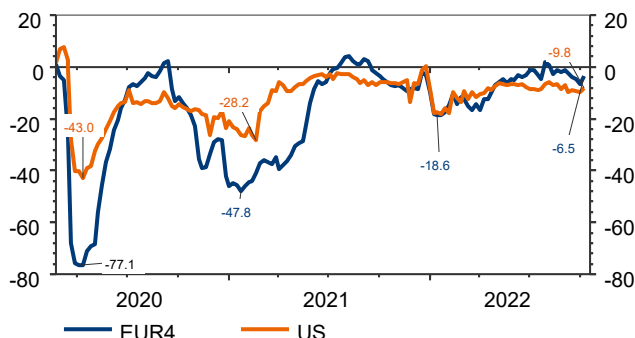
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



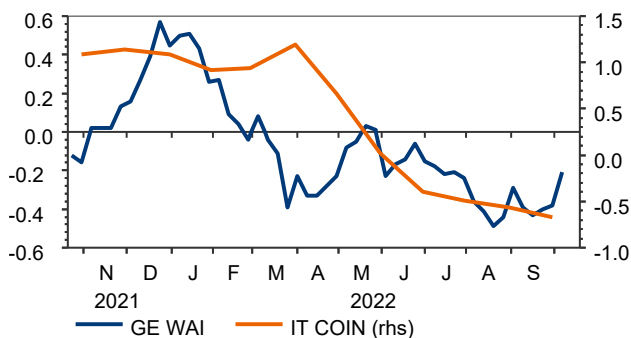
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



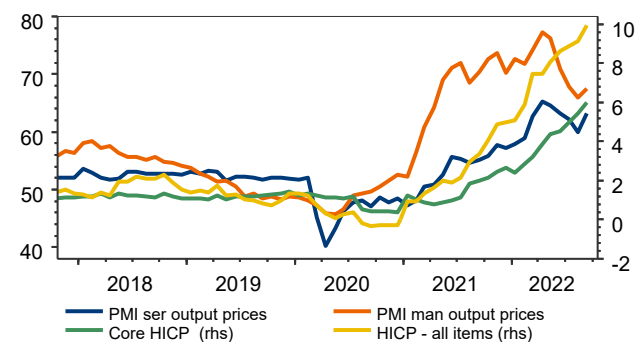
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

### 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**, il focus della settimana sarà sulla riunione di politica monetaria BCE, i prezzi al consumo di ottobre e le indagini di fiducia di ottobre. Inoltre, saranno pubblicati anche i primi dati di contabilità nazionale relativi al 3° trimestre. L'economia dovrebbe essersi contratta in Germania a fronte di una crescita solo marginale in Francia e Belgio e di stagnazione in Spagna. Le indagini congiunturali PMI, IFO e Istat dovrebbero confermare un quadro di contrazione dell'attività economica tra l'estate e l'autunno. A ottobre l'inflazione è vista salire ancora, e superando il 10% sia in Italia sia in Germania. In settimana, la Commissione Europea presenterà la proposta di riforma del Patto di Stabilità e Crescita.

In settimana negli **Stati Uniti** verrà pubblicata la prima stima del PIL del 3° trimestre, che dovrebbe mostrare un ritorno alla crescita dopo due trimestri negativi, con un ampio contributo del canale estero e una domanda finale domestica in aumento moderato. Fra i dati di ottobre, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in flessione, sulla scia della ripresa del prezzo della benzina, e gli indici PMI Markit flash dovrebbero segnalare rallentamento nel manifatturiero ed espansione nei servizi. Per settembre, la spesa e il reddito personale sono previsti in crescita e il deflatore core dovrebbe essere in aumento di 0,5% m/m. Sempre a settembre, le vendite di case nuove sono attese in ampio calo, mentre gli ordini sono previsti in rialzo grazie all'aeronautica civile.

### Lunedì 24 ottobre

#### Area euro

■ **Area euro.** Le stime flash degli indici **PMI** di ottobre dovrebbero confermare il quadro di contrazione dell'attività economica tra l'estate e l'autunno, diffusa a industria e servizi. In Francia gli scioperi dovrebbero pesare sul morale delle imprese, mentre l'industria tedesca potrebbe continuare a risentire dello shock energetico nonostante l'annuncio di stimoli fiscali. Nella manifattura, sta aumentando l'evidenza aneddotica che segnala interruzioni dell'attività produttiva nei settori più energivori, mentre le indicazioni su ordinativi e scorte anticipano ulteriori contrazioni a cavallo d'anno. Stimiamo un **PMI manifatturiero** in calo a 47,5 da un precedente 48,4. I servizi dovrebbero continuare a risentire del rapido deterioramento della domanda interna: il **PMI servizi** è atteso calare a 48,2 da 48,8 di settembre. Il **PMI composito** dovrebbe quindi scendere a 47,5 da 48,1, per il quarto mese al di sotto della soglia critica che separa l'espansione dalla contrazione.

#### Stati Uniti

■ Il **PMI Markit** di ottobre (prel.) è previsto in modesto calo a 51,3, da 52 di settembre. I dati dovrebbero mostrare debolezza per ordini e produzione, a fronte di un andamento marginalmente positivo per l'occupazione. L'indice dei servizi dovrebbe salire a 51,2, da 49,3 di settembre, confermando espansione del settore.

### Martedì 25 ottobre

#### Area euro

■ **Germania.** Il permanere di forti tensioni geopolitiche dovrebbe portare a un nuovo calo dell'indice **IFO** in ottobre, a dispetto di un allentamento delle tensioni sui mercati delle materie prime energetiche e dell'annuncio delle misure di sostegno federali. Gli indicatori sulle aspettative e sulla situazione corrente dovrebbero seguire una dinamica simile a quella registrata dalle medesime componenti dell'indagine ZEW, pubblicata in settimana: l'indice relativo alle attese potrebbe mostrarsi poco variato a 76 da 75,2, mentre l'indice sulla situazione corrente dovrebbe calare a 90 punti (da 94,5 di settembre). L'indice sintetico dovrebbe quindi passare a 83,1 da 84,3 punti di settembre.

#### Stati Uniti

■ La **fiducia dei consumatori** a ottobre dovrebbe calare a 104 da 108 di settembre, alla luce delle indicazioni delle indagini del mese. Diversi fattori puntano a un peggioramento del morale delle famiglie: nuovo rialzo del prezzo della benzina, inflazione sempre elevata, modesto raffreddamento del mercato del lavoro.

**Mercoledì 26 ottobre****Area euro**

- **Francia.** La **fiducia dei consumatori**, a ottobre dovrebbe aggiornare i minimi di periodo, a 77 dai 79 di settembre. Si tratterebbe di un record assoluto. Sulla lettura, dovrebbe incidere negativamente il saldo di opinioni relative a capacità di risparmio futuro, situazione finanziaria personale, oltre a maggiori preoccupazioni di disoccupazione, seppure – in quest'ultimo caso – secondo ritmi più moderati rispetto a settembre. Infine, un contributo positivo al morale delle famiglie potrebbe giungere da un moderato calo nelle attese sull'inflazione futura.

**Stati Uniti**

- Le **vendite di case nuove** a settembre sono previste in calo a 635 mila, dopo 685 mila di agosto. A settembre i tassi sui mutui hanno registrato un netto rialzo e le domande di mutui per l'acquisto sono crollate, con segnali sempre più negativi per tutti gli indicatori del settore immobiliare residenziale.

**Giovedì 27 ottobre****Area euro**

- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** dovrebbe mostrare un nuovo calo a ottobre dopo quello già registrato a settembre. Il morale delle famiglie è visto a 94 da 94,8: sarebbe un nuovo minimo dai mesi della primavera 2020. L'indice composito di fiducia delle aziende IESI è atteso a 104,5 da 105,2 di settembre. Si potrebbe vedere un parziale recupero, dopo il crollo del mese scorso, nei servizi, e viceversa una correzione nelle costruzioni dopo la crescita a sorpresa di settembre; nel manifatturiero, il morale è visto a 100 da 101,3, ai minimi da inizio 2021.

**Stati Uniti**

- Gli **ordini di beni durevoli** a settembre dovrebbero essere in rialzo di 0,5% m/m, dopo -0,2% m/m, spinti dall'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, gli ordini sono attesi in aumento di 0,2% m/m, dopo 0,3% m/m. Le indagini di settore puntano a ordini pressoché stagnanti, che preludono a un rallentamento dell'attività.
- La stima **advance del PIL del 3° trimestre** dovrebbe mostrare una riaccelerazione della crescita, con una variazione di 2,4% t/t ann., dopo due trimestri consecutivi in contrazione. Il maggior contributo alla crescita dovrebbe venire dal canale estero, con 1,8pp (e rischi verso l'alto), sulla scia di una contrazione dell'import, a fronte di una variazione solida delle esportazioni. I consumi sono previsti in rallentamento a 1,2% t/t ann., da 2% della primavera. Sul fronte degli investimenti, quelli non residenziali dovrebbero riaccelerare moderatamente dopo la debolezza del 2° trimestre, mentre nel comparto residenziale si dovrebbe registrare un altro ampio crollo. Nei prossimi trimestri, la trasmissione della restrizione monetaria dovrebbe determinare un ulteriore rallentamento dei consumi e degli investimenti non residenziali, con l'aspettativa di due trimestri in moderata contrazione nella parte centrale del 2023.

**Venerdì 28 ottobre****Area euro**

- **Area euro.** Dopo la divergenza piuttosto ampia registrata lo scorso anno e a inizio 2022, negli ultimi mesi le indagini della Commissione Europea sono tornate ad allinearsi ai PMI nel segnalare una brusca frenata dell'attività economica. Ad ottobre l'indice composito di fiducia economica **ESI** dovrebbe calare a 92,5 da un precedente 93,7, al di sotto della media storica per il quarto mese consecutivo. Ci aspettiamo una flessione a -1,5 da -0,4 di settembre nell'industria, mentre l'indice relativo ai servizi dovrebbe passare a 3,5 da 4,9 precedente. Il peggioramento del morale potrebbe riguardare anche le costruzioni, che stanno iniziando a mostrare un deciso rallentamento dell'attività, e il commercio al dettaglio, sulla scia del recente crollo delle intenzioni di spesa dei consumatori.

- **Germania.** Nel 3° trimestre 2022 il **PIL** dovrebbe essere calato di -0,2% t/t (0,7% a/a), vista la debolezza sia dei consumi che del canale estero. I dati recenti, in particolare su produzione e ordini nell'industria, indicano che il calo del PIL potrebbe aggravarsi a cavallo del nuovo anno, sulla scia di un indebolimento della domanda sia domestica che estera. Nel nostro scenario centrale il PIL dovrebbe registrare una crescita intorno all'1,7% nel 2022 e per il 2023 ad appena 0,1%, ma i rischi al ribasso sono significativi.
- **Germania.** Ad ottobre i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita di sei decimi sull'indice armonizzato UE e di 0,7% sull'indice domestico. La tendenza annua è attesa salire al 10,2% da 10% precedente sulla misura nazionale e all'11% dal 10,9% di settembre su quella armonizzata. Nei prossimi mesi la dinamica dei prezzi potrebbe accelerare per effetto dell'introduzione dal 1° ottobre del salario minimo, ma calerà il contributo dell'energia. In media annua, l'inflazione armonizzata dovrebbe attestarsi intorno all'8,8% nel 2022 e restare sopra l'8% nel 2023, in un contesto di ampia incertezza.
- **Italia.** L'**inflazione** salirà ancora a ottobre, toccando un nuovo massimo dagli inizi degli anni '80, a 9,7% a/a sull'indice nazionale e a 10,2% sull'armonizzato. Nel mese i prezzi al consumo sarebbero cresciuti di 1,4% sul NIC e di 1,6% m/m sull'IPCA, date le pressioni al rialzo dalla componente energia per via del rincaro bollette. Il picco, nel nostro scenario di base, sarebbe raggiunto a gennaio, con l'inflazione attesa rimanere elevata in media d'anno anche nel 2023 (a 6,1% sul NIC e 6,6% sull'IPCA, nelle nostre stime).
- **Francia.** La **spesa per consumi** delle famiglie, a settembre è attesa riportare un calo di -0,3% m/m, dopo la stagnazione del mese precedente e il -0,9% di luglio. Nel mese, ci attendiamo un nuovo calo sia della spesa per energia, che per beni alimentari, a fronte di una crescita moderata per l'abbigliamento. Nel complesso, i consumi privati dovrebbero contribuire negativamente alla crescita del terzo trimestre.
- **Francia.** La lettura preliminare del **PIL**, relativo al terzo trimestre, dovrebbe riportare una modesta crescita di +0,1% t/t per l'economia transalpina, frenata dai consumi privati compressi dall'erosione del potere d'acquisto. Dal lato dell'offerta l'industria potrebbe aver contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto a fronte di un'attività nei servizi che potrebbe risultare più fiacca dopo il solido dato primaverile.
- **Spagna.** Prevediamo una sostanziale stagnazione del **PIL** nel 3° trimestre. Come nel resto dell'area euro i consumi dovrebbero essere stati colpiti dall'elevata inflazione nonostante un impatto della crisi energetica in parte limitato dall'applicazione dell'*Iberian Price Cap* a partire da giugno. L'inasprimento delle condizioni finanziarie dovrebbe aver invece penalizzato gli investimenti. I solidi dati sui flussi turistici internazionali però suggeriscono che la ripresa della domanda estera potrebbe aver contribuito a compensare la debolezza di quella interna.
- **Belgio.** Prevediamo una crescita solo modesta del **PIL** nel 3° trimestre, in rallentamento a 0,1% t/t (1,3% a/a) da un precedente 0,2% t/t. Una contrazione del PIL nei due trimestri a cavallo d'anno è probabile. Dopo il 2,4% in media annua che stimiamo per il 2022, ci aspettiamo una crescita del PIL sostanzialmente stagnante (0,1%) nel 2023.

### Stati Uniti

- La **spesa personale** a settembre dovrebbe essere in rialzo di 0,4% m/m. Il **reddito personale** è atteso in aumento di 0,3% m/m, come ad agosto. Il **deflatore dei consumi** è previsto in aumento di 0,3% m/m (6,3% a/a), con l'indice **core** in rialzo di 0,5% m/m (5,2% a/a), più contenuto rispetto all'aumento del CPI per via della diversa metodologia di calcolo della spesa sanitaria. Le previsioni per i dati di ottobre, sia di CPI sia di deflatore core, vedono ancora variazioni di 0,5% m/m e mantengono elevata l'incertezza sulla dimensione dell'intervento sui tassi alla riunione del FOMC di dicembre.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a ottobre (finale) dovrebbe correggere modestamente a 59,2 da 59,8 della lettura preliminare, alla luce del ritracciamento delle altre indagini di ottobre e della ripresa del prezzo della benzina. Le aspettative di inflazione dovrebbero stabilizzarsi sui livelli più elevati visti nella prima stima, a 5,4% e 2,9% sugli orizzonti a 1 e 5 anni, rispettivamente.



## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (24 – 28 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 24/10	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		ott	50.8		
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	ott	52.9	51.5	51.5
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	ott	47.7	47.0	46.9
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	ott	45.0	44.8	45.0
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	ott	47.8	47.2	47.0
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	ott	48.8	48.2	48.2
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	ott	48.1	47.6	47.5
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	ott	48.4	48.0	47.5
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	ott	48.4	47.9	
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	ott	50.0	49.0	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	ott	52.0		51.3
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.	*	ott	49.5		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	ott	49.3		51.2
	Mar 25/10	10:00	GER	IFO	**	ott	84.3	83.3
10:00		GER	IFO (sit. corrente)		ott	94.5	92.5	90.0
10:00		GER	IFO (attese)		ott	75.2	75.0	76.0
15:00		BEL	Indice ciclico BNB		ott	-11.8		
15:00		USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ago	16.1	%	
15:00		USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ago	-0.6	%	
16:00		USA	Fiducia consumatori (CB)	*	ott	108.0	106.0	104.0
Mer 26/10	08:45	FRA	Fiducia consumatori		ott	79.0	77.0	77.0
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		set	-5.8	Mld €	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	set	6.1	%	6.1
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		set	-87.3	Mld \$	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	set	0.685	Mln	0.630
Gio 27/10	08:00	GER	Fiducia consumatori		nov	-42.5	-41.0	
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		ott	94.8	94.0	94.0
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	ott	101.3		100.0
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	-0.1	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	16.3	%	
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T3	-0.6	%	2.0
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	set	-0.2	%	0.5
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	set	0.3	%	0.2
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	214	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.385	Mln	
	Ven 28/10	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		set	2.5	%
01:30		GIA	Job to applicant ratio		set	1.3		1.3
07:30		FRA	Spese per consumi m/m	**	set	0.0	%	-0.3
08:30		FRA	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.5	%	0.2
08:45		FRA	IPCA a/a prelim	*	ott	6.2	%	
09:00		SPA	PIL t/t prelim	**	T3	1.5	%	0.3
09:00		SPA	IPCA a/a prelim		ott	9.0	%	
10:00		GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T3	0.1	%	-0.2
10:00		GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T3	1.7	%	0.8
10:00		ITA	PPI a/a		set	40.1	%	
10:00		ITA	PPI m/m		set	2.8	%	
11:00		EUR	Indice di fiducia economica	**	ott	93.7		92.5
11:00		EUR	Fiducia servizi		ott	4.9		3.5
11:00		EUR	Fiducia consumatori finale		ott	-28.8		
11:00		EUR	Fiducia industria		ott	-0.4		-1.5
11:00		ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	ott	8.9	%	9.7
11:00		ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	ott	0.3	%	1.4
11:00		ITA	IPCA a/a prelim	*	ott	9.4	%	10.2
11:00		ITA	IPCA m/m prelim	**	ott	1.6	%	1.6
12:00		BEL	PIL t/t prelim		T3	0.2	%	0.1
14:00		GER	IPCA a/a prelim	*	ott	10.9	%	10.9
14:00		GER	IPCA m/m prelim	**	ott	2.2	%	0.5
14:00		GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	ott	10.0	%	10.1
14:00		GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	ott	1.9	%	0.6
14:30		USA	Costo del lavoro	*	T3	1.3	%	
14:30		USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	set	0.6	%	0.5
14:30		USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	set	0.4	%	0.4
14:30		USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	set	4.9	%	5.2
14:30		USA	Deflatore consumi a/a	*	set	6.2	%	6.3
14:30		USA	Redditi delle famiglie m/m		set	0.3	%	0.3
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		ott	prel 59.8		58.6	

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



**Calendario degli eventi (24 – 28 ottobre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Mar	25/10 10:55	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
Gio	27/10 14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +75pb a 2,00%, depo rate +75pb a +1,50%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven	28/10 10:00	EUR	La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		ITA	* DBRS si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	ott	-1.50		-4.00	-9.10
Produzione industriale m/m	set	-0.1 (-0.2)	%	0.1	0.4
Impiego capacità produttiva	set	80.1 <del>(80.0)</del>	%	80.0	80.3
Indice Mercato Immobiliare NAHB	ott	46		43	38
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ago	21.4	Mld \$		+197.9
Licenze edilizie	set	1.542	Mln	1.530	1.564
Nuovi cantieri residenziali	set	1.566 <del>(1.575)</del>	Mln	1.475	1.439
Richieste di sussidio	settim	226 <del>(228)</del>	x1000	230	214
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.364 <del>(1.368)</del>	Mln	1.375	1.385
Indice Philadelphia Fed	ott	-9.9		-5.0	-8.7
Vendite di case esistenti (mln ann.)	set	4.78 <del>(4.80)</del>	Mln	4.70	4.71
Indice anticipatore m/m	set	0.0 <del>(-0.3)</del>	%	-0.3	-0.4

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

Le **vendite di case esistenti** di settembre hanno mostrato un calo di -1,5% m/m, a 4,71 mln, confermando il trend verso il basso ma segnalando per il terzo mese consecutivo un ritmo di flessione più contenuto rispetto a quello della prima parte dell'anno. Le scorte si sono stabilizzate intorno a 3 mesi di vendite. Il continuo aumento dei tassi sui mutui, ora vicini al 7%, mantiene pressioni verso il basso sulle vendite, ma con un impatto decrescente.

I **cantieri residenziali** di settembre sono calati più delle attese, scendendo a 1,439 mln da 1,566 mln di agosto, ma le licenze sono aumentate a 1,564 mln, indicando una possibile temporanea ripresa dei cantieri nei prossimi mesi.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 15 ottobre sono calate a 214 mila, dopo due settimane di rialzi in parte attribuibili agli effetti dell'uragano Ian.

L'**Atlanta Wage Tracker**, che misura la media mobile a 3 mesi della crescita salariale mediana, a settembre ha dato un segnale di possibile svolta, rallentando a 6,3% a/a da 6,7% a/a di agosto. Per gli individui che hanno cambiato occupazione, la media mobile a 12 mesi della crescita salariale risulta pari a 7,1% a/a. Un rallentamento della dinamica salariale è almeno tanto importante quanto quello dell'inflazione per un eventuale ridimensionamento del ritmo dei rialzi dei tassi.

L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre è rimasto circa stabile, a -8,7 da -9,9 di settembre, con indicazioni di persistente debolezza. I nuovi ordini e il fatturato sono poco variati, a -15,9 e 8,6, rispettivamente, mentre per l'occupazione si segnala una crescita moderata. Gli indici dei prezzi di sono stabilizzati intorno a 30, su livelli vicini al periodo pre-pandemia. Tutti gli indici a 6 mesi danno segnali pessimistici, con peggioramenti diffusi in area recessiva.

L'indice **Empire della NY Fed** di ottobre ha mostrato un'ulteriore correzione, scendendo a -9,1 da -1,5 di settembre, con ordini, ordini inevasi e fatturato poco variati, a fronte di indicazioni di modesti incrementi degli occupati e della settimana lavorativa. L'indice dei prezzi ricevuti è poco variato a 22,9, mentre per i prezzi degli input si rileva una riaccelerazione della crescita (48,6).

La **produzione industriale** di settembre ha registrato un aumento di 0,4% m/m, al di sopra delle attese, grazie a variazioni solide per il manifatturiero (0,4% m/m) e l'estrattivo (0,6% m/m), mentre le utility hanno segnato una contrazione di -0,3% m/m. Nel settore auto, l'output è cresciuto dell'1% m/m, sulla scia del miglioramento delle strozzature all'offerta. Il dato di settembre, insieme alla revisione verso l'alto per agosto, fanno prevedere un andamento positivo dell'attività nel 3° trimestre, con indicazioni di un netto rimbalzo estivo del PIL, che però dovrebbe avere breve durata.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Produzione industriale m/m finale	ago	2.7	%	3.4	
Bilancia commerciale	set	-2820.0	(-2817.3) Mld ¥ JP	-2167.4	-2094
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	set	2.8	%	3.0	+3.0
CPI (naz.) a/a	set	3.0	%		+3.0

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

Il **CPI** a settembre ha registrato un aumento del 3% a/a sia per l'indice headline sia per quello al netto degli alimentari freschi (core), che ha toccato il massimo dal 1991 (escludendo i periodi di rialzi dell'imposta sui consumi). La variazione mensile dell'indice core è di 0,4% m/m, come ad agosto, con indicazioni di trasmissione ai prezzi dei beni (in particolare durevoli) del deprezzamento dello yen. L'inflazione core dovrebbe continuare ad aumentare nei prossimi mesi, toccando 3,5% a/a a ottobre e mantenendosi al di sopra di tale livello fino a fine 2022.

**Area euro**

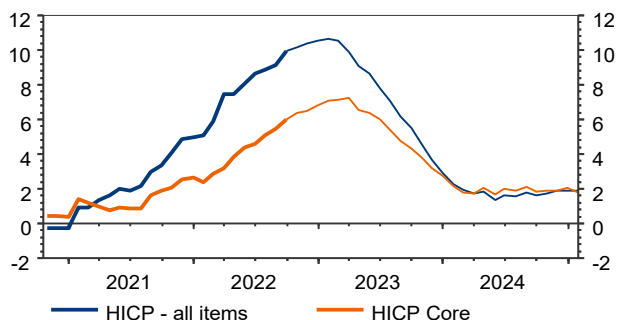
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	CPI a/a finale	set	10.0	%	10.0	9.9
EUR	CPI m/m finale	set	0.6	%	1.2	+1.2
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	set	6.1	%	6.1	6.0
EUR	Fiducia consumatori flash	ott	-28.8		-30.0	
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	ott	102		101	103
GER	ZEW (Sit. corrente)	ott	-60.5		-68.0	-72.2
GER	ZEW (Sentiment econ.)	ott	-61.9		-65.7	-59.2
GER	PPI m/m	set	7.9	%	1.3	+2.3
GER	PPI a/a	set	45.8	%	44.7	+45.8
ITA	IPCA a/a finale	set	9.5	%	9.5	9.4
ITA	IPCA m/m finale	set	1.7	%	1.7	1.6
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	set	0.3	%	0.3	0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	set	8.9	%	8.9	8.9
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ago	-0.460	(-0.361) Mld €		-9.569
ITA	Bilancia commerciale (EU)	ago	+2.367	(2.466) Mld €		-1.807

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

**Area euro. L'inflazione** di settembre è stata rivista al ribasso di un decimo rispetto alla stima flash, al 9,9% a/a, ma è comunque in aumento dal 9,1% di agosto; anche l'inflazione sottostante è stata rivista al ribasso di un decimo, al 6% (agosto: 5,5%). I prezzi al consumo hanno confermato l'accelerazione di 1,2% m/m e l'indice core è cresciuto di 0,9% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono da energia (+2,9% m/m), beni manufatti non energetici (+2,7% m/m) e alimentari (+0,9%); sul mese calano lievemente i servizi (-0,1% m/m). Sul dato di settembre continua a pesare il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici, come dimostra l'accelerazione dei beni manufatti ex-energia e la crescita della componente alimentari. Ha inciso anche il ritiro di alcune delle misure calmieranti decise dai governi nazionali (in particolare la fine del taglio sul prezzo dell'abbonamento per il trasporto pubblico in Germania), nonché l'aumento del prezzo del gas.

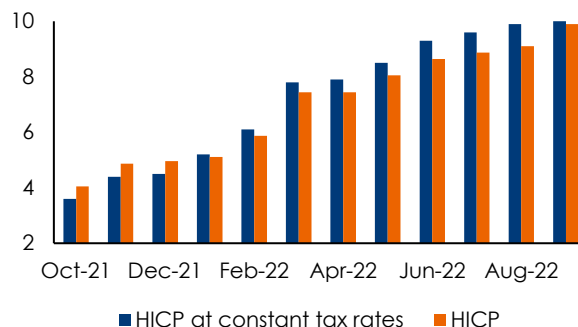
Pressioni al rialzo potrebbero arrivare, nei prossimi mesi, dal costo del lavoro, con effetti sull'inflazione nei servizi. Tra i segnali rassicuranti, è da notare l'allentamento delle strozzature sulle catene del valore e i trasporti internazionali, anche se la dinamica del PPI resta preoccupante; i prezzi del gas sono calati nettamente, il che dovrebbe riflettersi sulla rilevazione di novembre dell'IPCA. Riteniamo probabile che a partire da marzo l'inflazione seguirà una fase discendente più stabile, guidata da un parziale rientro dei listini energetici e in particolare del gas naturale. In media annua l'inflazione dovrebbe attestarsi all'8,5% nel 2022 e scendere solo di poco, intorno al 7,1%, nel 2023, tornando vicino alla soglia del 2% solamente nel 2024. L'incertezza resta molto elevata: da un lato, i rischi sul profilo atteso dei prezzi core restano verso l'alto; dall'altro, le misure adottate o in via di approvazione da parte dei governi nazionali e a livello di Commissione UE oltre all'allentamento delle tensioni sul mercato delle commodity potrebbero avere effetti ribassisti significativi sui prezzi finali dell'energia.

**Inflazione generale vs. inflazione sottostante**



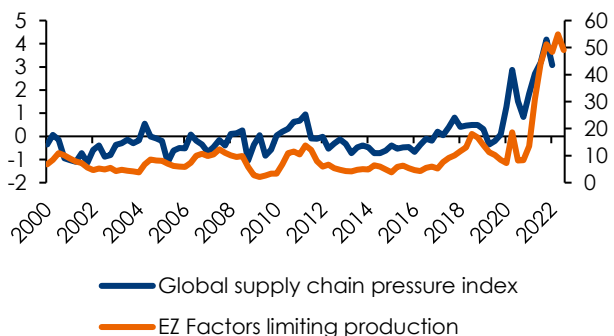
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

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



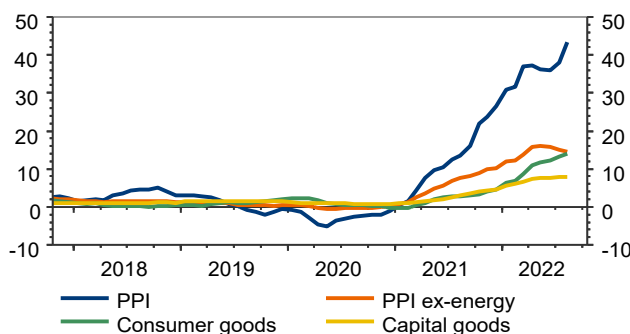
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**I colli di bottiglia sembrano aver raggiunto un picco**



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

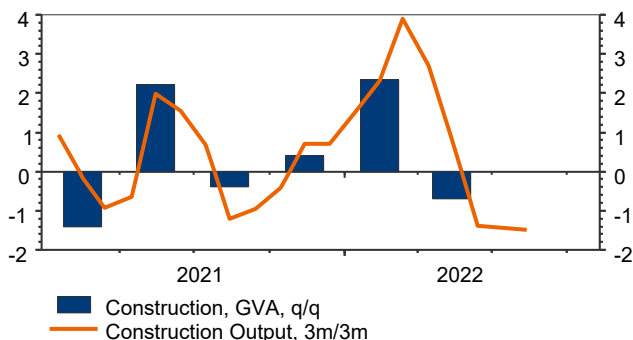
**Prezzi alla produzione (% a/a)**



Fonte: Eurostat

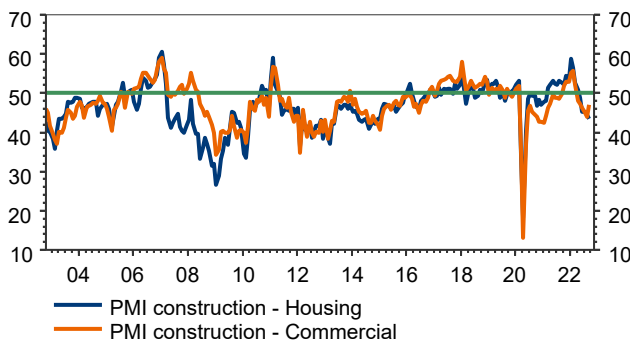
**Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** è tornata a calare ad agosto, di -0,6% m/m da un precedente 0,3%, con flessioni diffuse a edilizia (-0,4% m/m da 0,4%) e ingegneria civile (-1,4% m/m da -0,4%, in diminuzione per il terzo mese). La ripresa nelle costruzioni sembra aver toccato un picco e dovrebbe essere entrata in una fase di rallentamento dopo un solido 2021. Il dato di agosto lascia l'output in rotta per una contrazione nel 3° trimestre, quando industria e costruzioni potrebbero sottrarre fino a due decimi alla crescita del PIL.

**Le costruzioni restano in rotta per una contrazione nel 3° trimestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

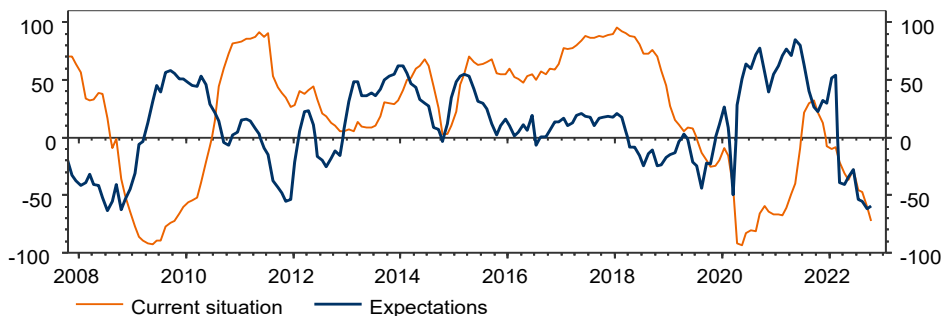
**Le indagini suggeriscono che il picco per il settore è ormai alle spalle**



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Germania.** L'indice **ZEW** ha registrato un lieve miglioramento a -59,2 da -61,9 di settembre; il dato rimane ben al di sotto della media storica (22). L'indicatore sulla situazione corrente è calato per il quarto mese consecutivo, a -72,2 (minimo da 2 anni) da -60,5 precedente, anticipando una probabile contrazione del PIL anche nel trimestre autunnale (dopo quella attesa nei mesi estivi). Dall'indagine è emerso anche un calo delle aspettative di inflazione nell'Eurozona (-23,7 punti rispetto a settembre, a -35,8).

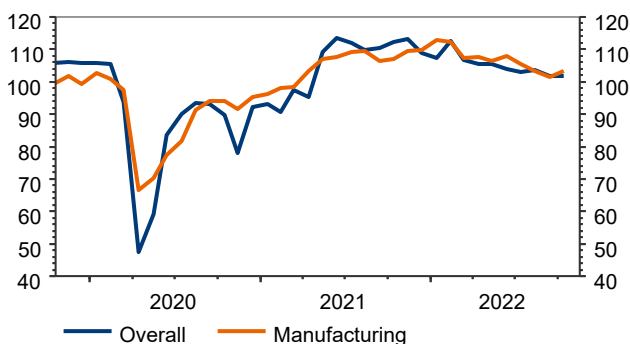
**ZEW: lieve miglioramento delle aspettative ad ottobre**



Fonte: ZEW

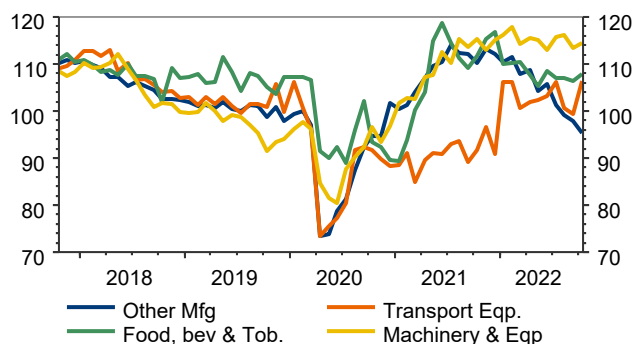
**Germania.** I **prezzi alla produzione** di settembre sono cresciuti di +2,3% m/m, mantenendo una variazione tendenziale stabile a 45,8% a/a (massimo storico), in gran parte spiegata dai prezzi dell'energia, vista una ponderazione maggiore di questa componente rispetto ad altre e l'elevata crescita rispetto ad un anno fa. I prezzi sono aumentati in maniera significativa anche per i beni intermedi (+16,8%) e i beni strumentali (+7,8%), nonché per i beni di consumo durevoli e non durevoli (rispettivamente a 10,9% e 18,3%).

**Stabile l'indice composito di fiducia delle imprese a ottobre, migliora lievemente il morale nella manifattura**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Si nota un recupero per i mezzi di trasporto e viceversa un calo per gli altri settori manifatturieri (affossati dalla chimica, tra i comparti più energivori)**



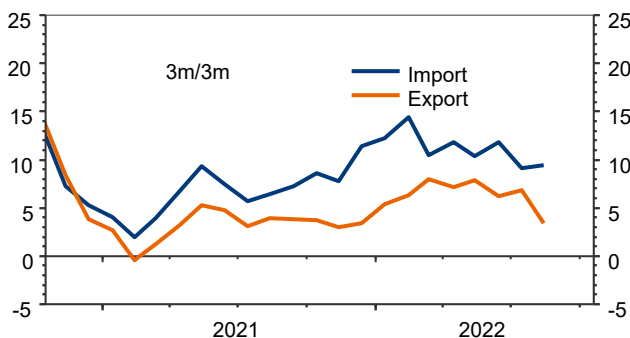
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Francia.** L'indice INSEE di **fiducia delle imprese manifatturiere** ha interrotto la serie negativa di tre cali mensili consecutivi a ottobre, per riportarsi a 103 (stesso livello di agosto) dopo il calo a 102 di luglio. Il dato riflette, da un lato, un miglioramento nelle attese sugli ordinativi – sia di quelli esteri che di quelli totali – dall'altro lato indicazioni favorevoli circa la produzione passata e futura. Tuttavia, nel settore industriale le aspettative sulla produzione futura sono in calo, coerentemente con un grado di incertezza economica che resta stabile su livelli storicamente elevati. I giudizi sulle scorte di prodotti finiti sono saliti da 15 a 20 (ai massimi dal 2009). Il calo nei servizi, sia pur contenuto, conferma la tendenza già vista nei mesi scorsi, e che potrebbe accentuarsi nella parte finale dell'anno. In sintesi, l'indagine INSEE di ottobre segnala una certa resilienza

dell'industria francese. Tuttavia, l'impatto dell'aumento dei prezzi energetici sia sui costi delle imprese, sia sulla domanda finale da parte dei consumatori avrà ripercussioni negative sulle imprese nei prossimi mesi. Un vistoso deterioramento del morale è già evidente nei settori più energy-intensive. Confermiamo una possibile flessione del PIL a inizio 2023.

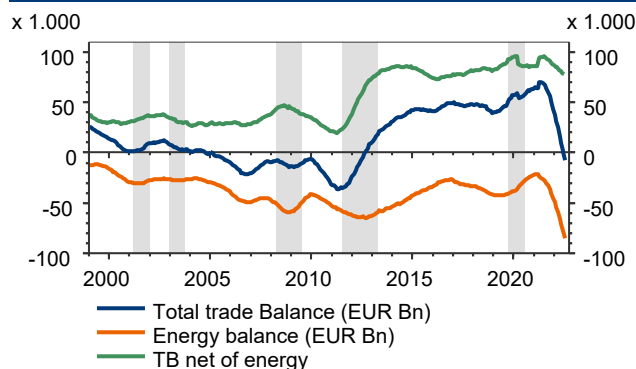
**Italia.** Le **esportazioni** sono tornate a calare ad agosto (-3,6% m/m da 4,2% precedente) dopo che il dato di luglio era stato viziato da operazioni occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale (al netto del quale, il calo di agosto sarebbe limitato a -1,3% m/m). Le importazioni sono invece cresciute per il settimo mese di fila (4,2% m/m da un precedente 3,7%). La crescita annua dell'export in valore (+24,8%) è trainata dai beni di consumo non durevoli, dal settore farmaceutico e dalle vendite verso gli USA. I dati sul commercio continuano però ad essere gonfiati dalla crescita dei prezzi (quelli all'import sono cresciuti di 3% m/m e 23,7% a/a); in volume, la crescita tendenziale dell'export è pari a 1,3% a/a, quella dell'import a 6,3%. Ad agosto 2022 il deficit commerciale è risultato pari a -9,6 miliardi (contro un surplus di 1 miliardo un anno prima), con il disavanzo energetico che tocca 11,9 miliardi.

**Le importazioni continuano a crescere a ritmi superiori alle esportazioni**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

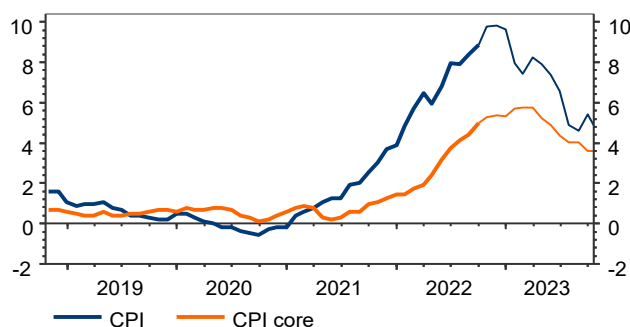
**Il deficit energetico affossa il saldo commerciale**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

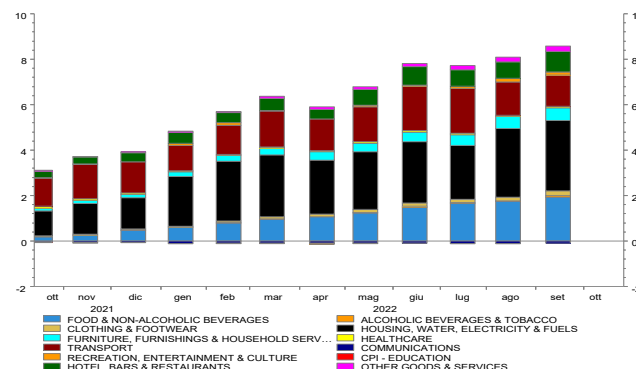
**Italia.** La **stima finale dei prezzi al consumo** di settembre ha confermato il dato preliminare dell'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC, all'8,9% a/a da 8,4% di agosto, e rivisto al ribasso di un decimo l'inflazione armonizzata, al 9,4% a/a (agosto: 9,1%). Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,3% m/m sull'indice nazionale e di 1,6% m/m sull'IPCA, con quest'ultima misura che ha beneficiato della fine dei saldi estivi. Il forte rialzo tendenziale è imputabile agli alimentari (da 10,1% a/a a 11,4%) e ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 4,6% a 5,7%).

**Nuovo aumento dell'inflazione a settembre**



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

**Trasmissione dei rincari in atto**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Un importante contributo è arrivato dai beni non durevoli (da 3,8% a 4,6%) e semidurevoli (da 2,3% a 2,8%). L'inflazione di fondo (sul NIC) è confermata al 5% a/a da un precedente 4,4% (su livelli più bassi della media Eurozona). Riteniamo che l'inflazione possa crescere nuovamente nei prossimi mesi, spinta al rialzo dei rincari delle tariffe a ottobre, per spostarsi verso un trend discendente a partire dai mesi tra fine inverno e inizio primavera. La media annua potrebbe attestarsi all'8,1% nel 2022 e intorno al 6,6% nel 2023 (sull'indice armonizzato), ma i rischi restano verso l'alto.

**Italia.** Ad agosto la **produzione nelle costruzioni** è tornata a crescere dopo quattro mesi di calo. Il rimbalzo di 2,7% m/m (9,7% a/a) non è comunque sufficiente a compensare la riduzione cumulata di oltre il 6% registrata tra aprile e luglio, con l'output che resta quindi in rotta per una contrazione intorno al 2% t/t nel 3° trimestre. Dopo un solido 2021 e un 1° trimestre ancora positivo, l'attività edilizia sembra essersi ormai instradata su di una tendenza di rallentamento.

#### Cina

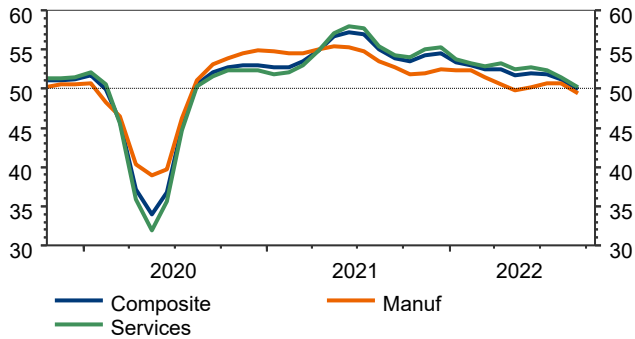
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	set	7.1	%	4.1
Importazioni in USD a/a	set	0.3	%	1.0
Bilancia commerciale USD	set	79.39	Mld \$	81.00
Tasso prime rate a 1 anno	ott	3.65	%	3.65
Tasso prime rate a 5 anni	ott	4.30	%	4.30
PIL s.a. t/t	T3	-2.6	%	3.5
PIL cumulato a/a	T3	2.5	%	
PIL a/a	T3	0.4	%	3.4
Produzione industriale cumulata a/a	set	3.6	%	
Vendite al dettaglio cumulate a/a	set	0.48	%	
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	set	5.8	%	6.0
Produzione industriale a/a	set	4.2	%	4.5
Vendite al dettaglio a/a	set	5.4	%	3.3

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



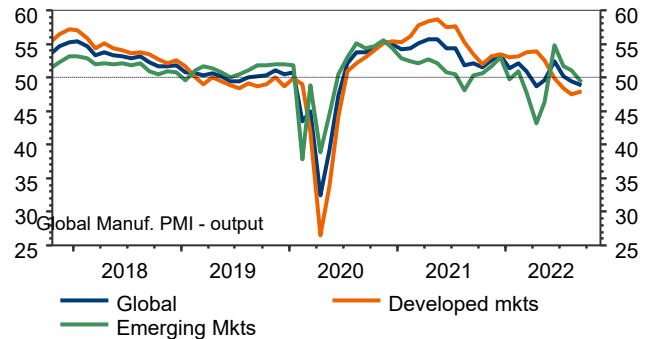
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



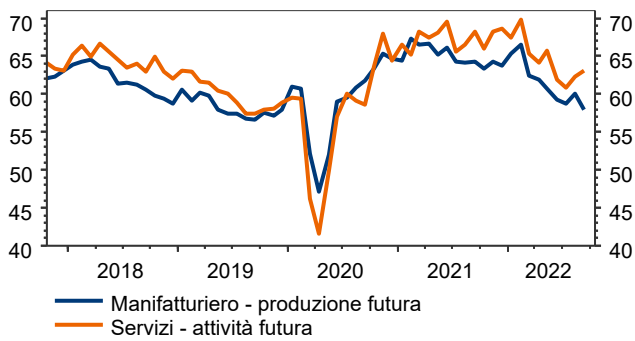
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



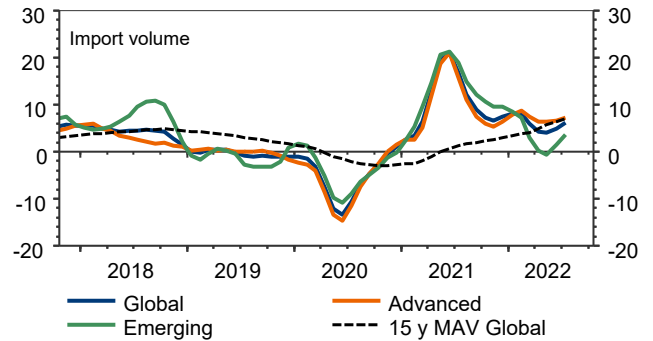
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



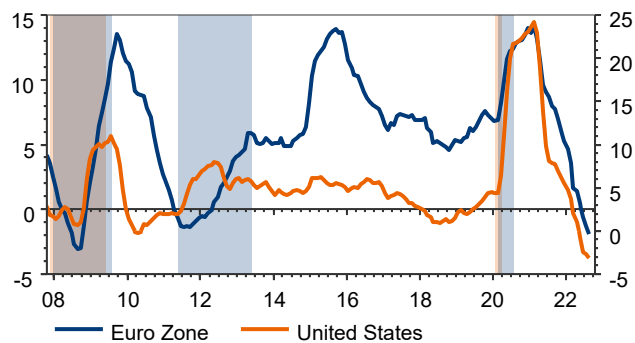
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



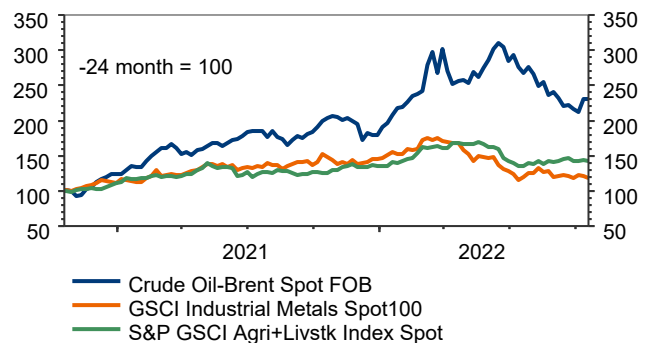
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

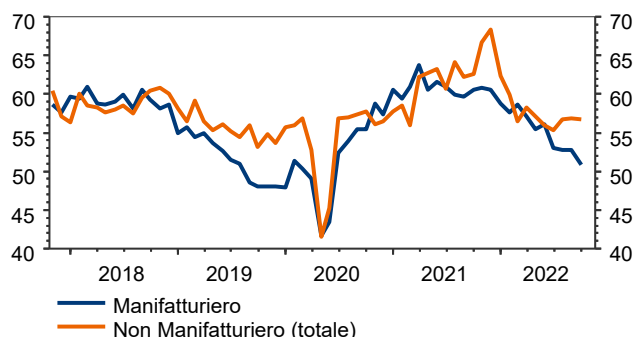
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

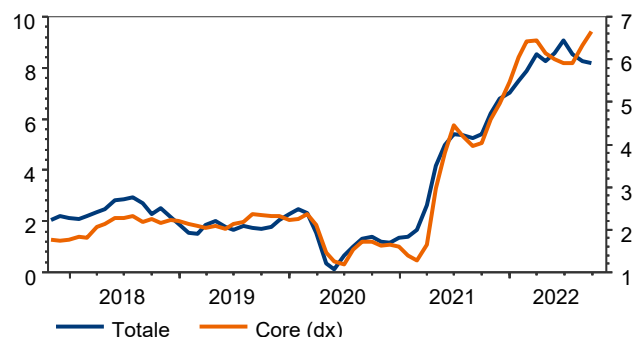
## Stati Uniti

## Indagini ISM



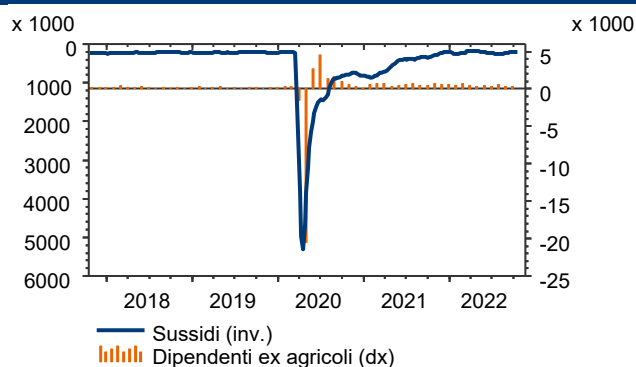
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



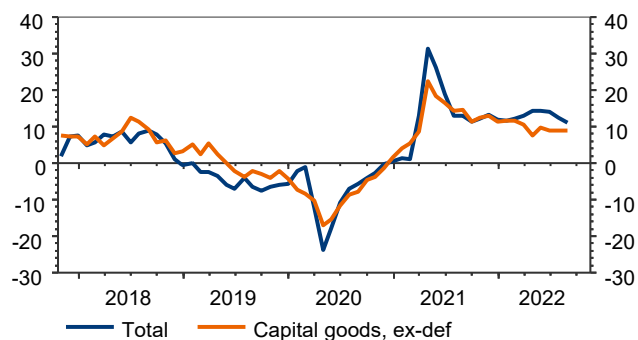
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

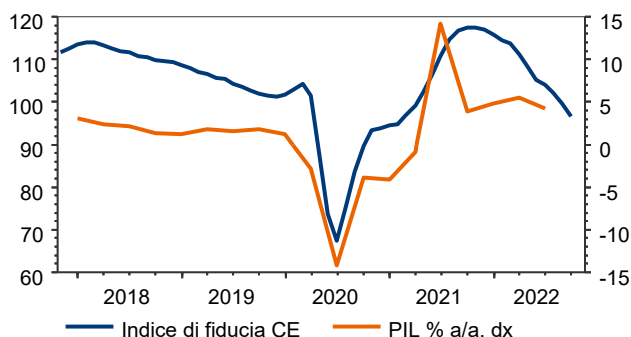
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022			2023			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	1.9	0.4	5.0	5.7	3.7	1.8	1.7	0.3	0.8	0.8
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.4	1.0	0.5	-0.8
Consumi privati	8.3	2.6	0.3	3.0	3.1	1.3	2.0	1.2	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	-9.0	-10.0	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-22.5	-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	8.7	-2.4	6.6	18.6	18.4	2.2	-4.5	-2.0	-5.6	-2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.8	-0.2	1.9	5.0	0.3	-2.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-4.3	-4.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.9	-4.6	-6.0								
Debito pubblico (% PIL)	150.7	146.6	148.5								
CPI (a/a)	4.7	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	3.8	4.0	4.4

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

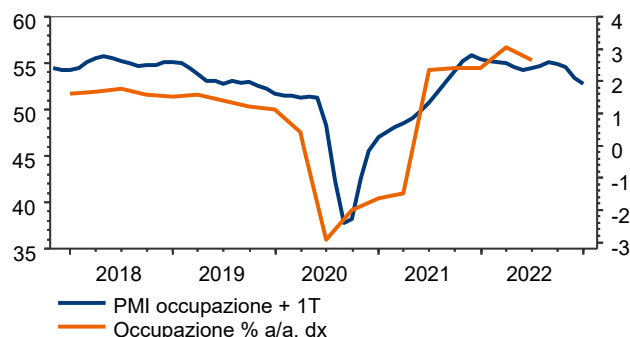
## Area euro

## PIL



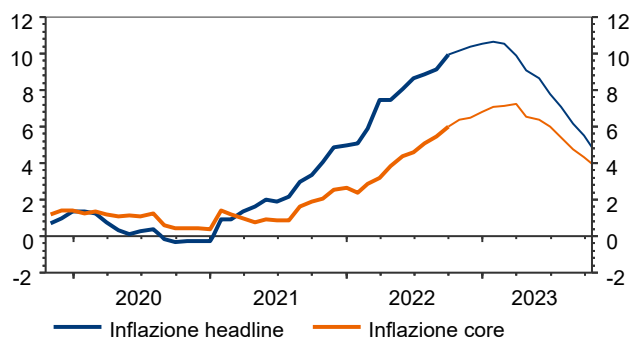
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	10.7
febbraio	0.9	5.9	10.6
marzo	1.3	7.4	9.9
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	6.2
settembre	3.4	9.9	5.5
ottobre	4.1	10.2	4.6
novembre	4.9	10.4	3.7
dicembre	5.0	10.5	3.0

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.1	0.5	3.9	4.8	5.5	4.3	1.9	1.0	0.3	-0.2
- t/t				2.3	0.5	0.6	0.8	0.0	-0.4	-0.2	0.4
Consumi privati	3.7	3.5	0.1	4.7	-0.2	-0.1	1.0	0.0	-0.6	-0.4	0.4
Investimenti fissi	3.7	2.6	0.8	-0.7	3.4	-0.8	0.7	0.4	0.1	-0.8	0.5
Consumi pubblici	4.3	2.0	1.4	-0.2	0.7	0.2	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
Esportazioni	10.5	6.8	2.0	2.2	2.6	1.5	1.7	0.7	0.1	0.1	0.6
Importazioni	8.3	6.6	1.8	2.3	4.7	-0.2	1.6	0.3	0.2	0.2	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.6	-0.1	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	-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	8.0	9.3	10.4	10.4	8.5
Produzione industriale (a/a)	8.0	-0.7	-1.5	5.9	0.2	-0.3	0.4	0.0	-2.7	-4.8	-3.2
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.9	7.5	7.1	6.8	6.7	6.6	6.8	6.9	7.0
Euribor 3 mesi	-0.55	0.31	2.34	-0.55	-0.57	-0.53	-0.36	0.48	1.66	2.25	2.40

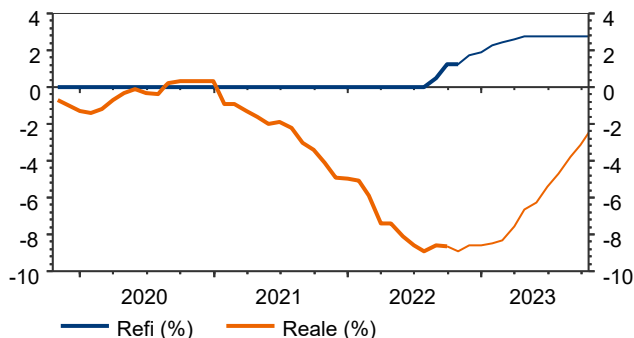
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	20/10	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>0.94</b>	1.56	2.17	2.31	2.30
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	<b>1.50</b>	1.92	2.34	2.39	2.37

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

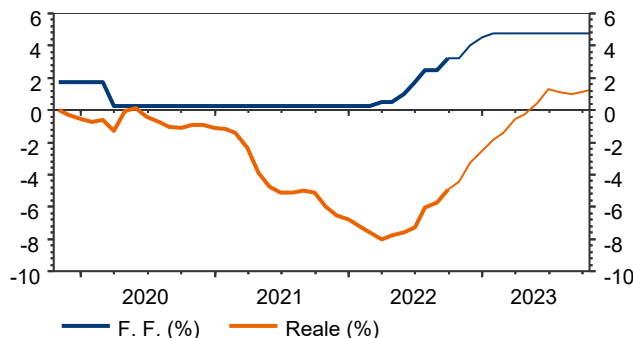


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	20/10	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>4.08</b>	4.59	4.84	4.79	4.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

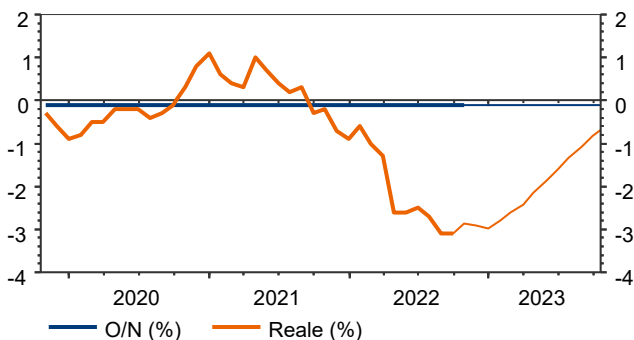


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	20/10	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>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

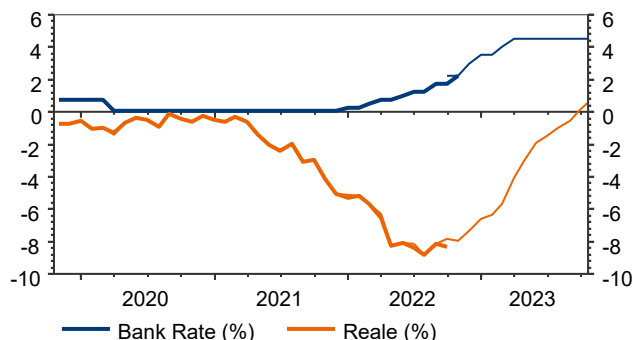


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	20/10	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>3.40</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	21/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.16	1.09	1.02	0.99	<b>0.9740</b>	0.92	0.93	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	104	114	129	138	144	<b>150.92</b>	152	148	140	134	128
GBP/USD	1.32	1.38	1.30	1.19	1.13	<b>1.1121</b>	1.05	1.03	1.12	1.18	1.24
EUR/CHF	1.07	1.07	1.03	0.99	0.95	<b>0.9849</b>	0.94	0.92	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	124	133	140	141	143	<b>147.05</b>	140	138	140	140	141
EUR/GBP	0.91	0.84	0.84	0.86	0.87	<b>0.8756</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
---------------	-------	---------------------------------