INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

Il punto

La ripresa estiva dei contagi di COVID-19 che si sta osservando in **Europa** spegne ogni speranza di normalizzazione per i settori dell'ospitalità, della ristorazione e dei trasporti. Allo stesso tempo, tuttavia, porta anche qualche indicazione positiva in merito al miglioramento della capacità di risposta, e quindi al rischio di nuove fasi di confinamento generalizzato.

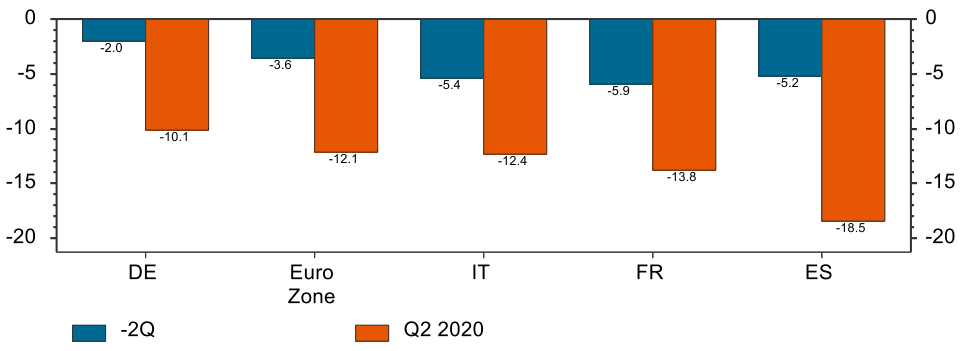
Il **FOMC** mantiene la politica monetaria invariata, in attesa di concludere la revisione degli strumenti di politica monetaria entro breve. Il rafforzamento atteso della *forward guidance* è rinviato, a nostro avviso, a settembre. La Fed sottolinea che il sentiero dell'economia dipenderà dall'andamento del virus e dalle misure per il suo contenimento.

I market mover della settimana

La settimana ha in agenda per l'**Eurozona** i dati di produzione industriale di giugno. Ci aspettiamo per tutti i principali Paesi (Germania, Francia e Italia) un ulteriore recupero, ma su ritmi congiunturali inferiori rispetto a quelli registrati il mese precedente (nella maggior parte dei Paesi la riapertura delle attività produttive è avvenuta a inizio maggio). Un discorso analogo vale per le vendite al dettaglio nell'eurozona (sempre a giugno). La seconda lettura dei PMI dovrebbe confermare l'ulteriore miglioramento dell'attività a luglio rispetto al mese precedente, sia nel manifatturiero che nei servizi.

Negli **Stati Uniti** sono in uscita I principali dati di luglio. L'employment report dovrebbe confermare il miglioramento, per il terzo mese consecutivo, del mercato del lavoro, con un aumento di occupati non agricoli vicino a 2,3 mln e un calo del tasso di disoccupazione a 10,5%, grazie anche al livello sempre compresso della partecipazione. Gli indici ISM dovrebbero essere in territorio espansivo. Per giugno, la spesa in costruzioni e il deficit commerciale sono previsti in rialzo.

Eurozona – I dati preliminari confermano la contrazione a due cifre del PIL nel 2° trimestre 2020
(PIL a prezzi costanti, variazioni % t/t)



Fonte: Eurostat

31 luglio 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area euro

Andrej Arady
Economista - Area euro

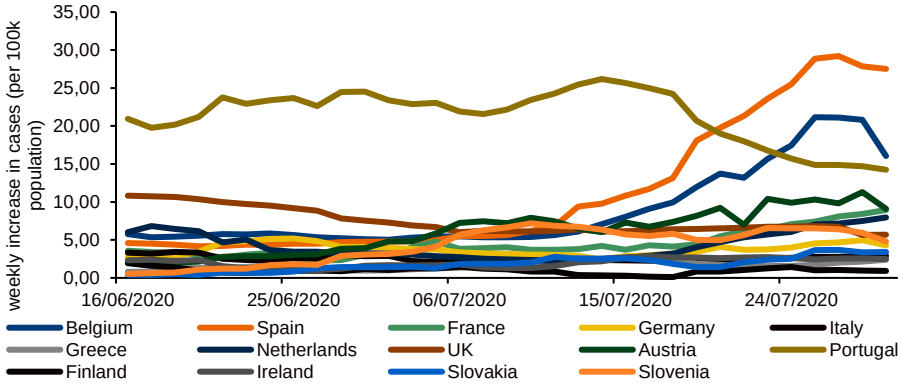
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Il punto

La ripresa estiva dei contagi di COVID-19 che si sta osservando in **Europa** spegne ogni speranza di normalizzazione per i settori dell'ospitalità, della ristorazione e dei trasporti. Allo stesso tempo, tuttavia, porta anche qualche indicazione positiva in merito al miglioramento della capacità di risposta, e quindi al rischio di nuove fasi di confinamento generalizzato.

- **La diffusione della COVID-19 sta riaccelerando in Europa**. Nel corso del mese di luglio, l'incidenza dei nuovi casi settimanali è salita da 8 per 100mila abitanti a 16 in Belgio, da 10,8 a 27,9 in Spagna, da 3,7 a 8,4 in Francia, da 2,9 a 5,0 in Germania (v. fig. 1).

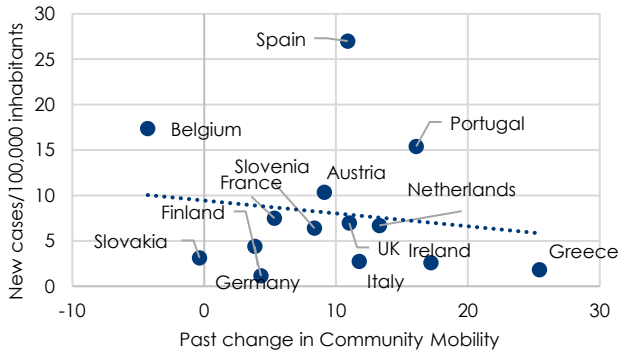
Fig. 1 – Andamento dei nuovi casi di COVID-19 in Europa



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OMS/WHO

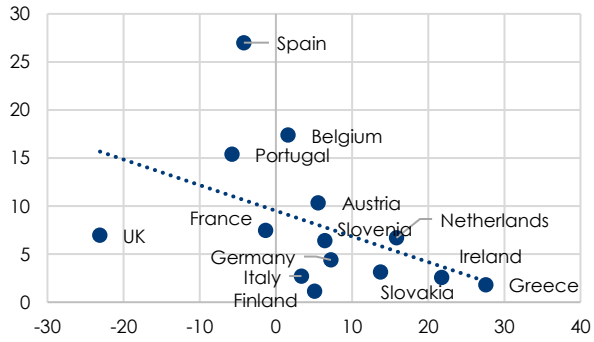
- **Il peggioramento dei dati non sembra avere un forte legame con l'incremento della mobilità collettiva avvenuto con la rimozione delle misure di confinamento**. La stessa variazione della mobilità collettiva media è associata a un'incidenza dei nuovi casi inferiore a 3 per 100mila abitanti in Italia, di 7 nel Regno Unito e ben 27 in Spagna (v. fig. 2). In particolare, Belgio e Spagna presentano molti più casi di quanto l'incremento di mobilità suggerirebbe, mentre Italia, Irlanda e Grecia ne hanno molti meno. Anche la correlazione con il gap di mobilità rilevato a metà luglio è negativa (fig. 3), e più netta.

Fig. 2 – La ripresa della mobilità non spiega l'incremento dei casi di COVID-19 in alcuni paesi



Nota: media dei nuovi casi per 100mila abitanti fra il 23 e il 27/7; variazione della mobilità fra il 24/6 e il 22/7 (escl. Residential e Parks) Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WHO e Google

Fig. 3 – Correlazione *negativa* anche con il *gap* di mobilità di metà luglio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WHO e Google

- Altri fattori sono evidentemente in gioco. Probabilmente conta di più la riapertura di luoghi di aggregazione come i locali notturni, associata alla ripresa del turismo e dei movimenti dei lavoratori stranieri, anche se soltanto l'1,9% dei casi spagnoli risulta importato. In effetti, **i confronti tra paesi vanno fatti con cautela**, perché le strategie di isolamento dei focolai e lo sforzo di ricerca sono diversi. Non tutti i paesi, infatti, si sforzano di ricostruire le catene di

contagio (per esempio, non avviene in Italia). In Spagna, quasi la metà dei nuovi casi non ha avuto contatti noti con altri positivi.

- La pronta ripresa estiva dell'epidemia a breve distanza dalle riaperture generalizzate ha confermato che il recupero pieno dei livelli pre-crisi di attività in alcuni settori (turismo, viaggi, ristorazione, intrattenimento) è incompatibile con il controllo del rischio sanitario. Una pessima notizia per i paesi molto dipendenti dal turismo internazionale, come Spagna e Grecia. Inoltre, la seconda ondata era prevista in autunno, non in estate: ciò potrebbe influire negativamente sulla velocità della ripresa prevista nel terzo trimestre 2020.
- Allo stesso tempo, ci sono **tre aspetti che rendono questo incremento estivo dei casi meno preoccupante**.
  - Primo, lo sforzo di ricerca e il livello di preparazione delle autorità sanitarie sono molto più elevati rispetto a marzo. Ciò si nota anche dalla **struttura per età dei casi** rilevati, molto più spostata verso le generazioni più giovani e quindi più simile a quella che durante la prima ondata pandemica si osservava in Corea e Germania. In Spagna, il 69% dei casi recenti è nella fascia di età 15-59 anni, con un'età media di 42 anni.
  - Secondo, anche in Spagna **la quota di casi che richiedono ospedalizzazione è relativamente bassa** (7% dei casi con inizio dei sintomi o diagnosi successiva al 10 maggio), e il ricorso alle terapie intensive riguarda in media soltanto lo 0,5% del totale dei casi. La mortalità è di 0,6%. Queste due caratteristiche dei dati suggeriscono che **i dati osservati oggi possano riflettere molto meglio la diffusione dell'epidemia rispetto ai dati analoghi di marzo** (quando 1000 casi diagnosticati probabilmente rappresentavano soltanto la piccola punta di un iceberg per lo più invisibile).
  - Il terzo elemento è la **maggiore flessibilità di reazione che oggi è possibile nel controllo l'epidemia**. Se l'epidemia viene controllata con successo nelle fasi iniziali e le categorie a rischio vengono protette, il confinamento può essere imposto a scala locale; il ripristino dell'obbligo di utilizzare dispositivi di protezione personale e l'introduzione di restrizioni soltanto per le attività più a rischio potrebbe da solo bastare a invertire la tendenza, senza bisogno di fermare di nuovo in modo indiscriminato tutte le attività produttive e commerciali. L'ipotesi che la seconda ondata di COVID-19 avrà conseguenze economiche meno pesanti della prima sta trovando conferma nell'esperienza di queste settimane.

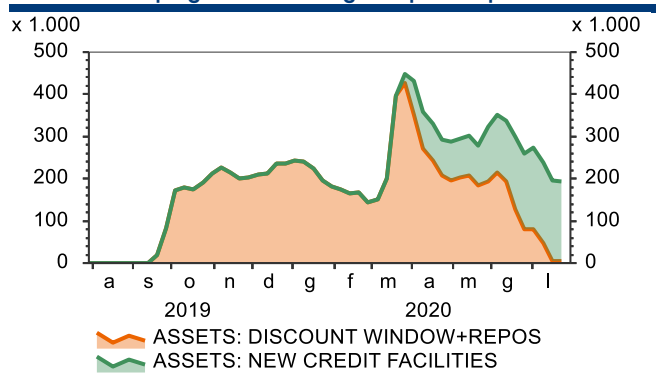
Il **FOMC** mantiene la politica monetaria invariata, in attesa di concludere la revisione degli strumenti di politica monetaria entro breve. Il rafforzamento atteso della *forward guidance* è rinviato, a nostro avviso, a settembre. La Fed sottolinea che il sentiero dell'economia dipenderà dall'andamento del virus e dalle misure per il suo contenimento.

- La **riunione del FOMC** si è conclusa senza modifiche alla politica monetaria, con tassi, acquisti di titoli e *forward guidance* invariati. Anche il comunicato stampa non ha significative novità. Ma il messaggio è chiaro: il FOMC è preoccupato per lo scenario a causa dell'andamento della pandemia e sta valutando gli strumenti disponibili per fornire ulteriore stimolo monetario in questa fase di tassi a zero.
  - Nel comunicato, la **valutazione dell'economia** rileva che "dopo ampie contrazioni, l'attività economica e l'occupazione si sono un po' riprese nei mesi recenti, ma restano molto al di sotto dei livelli di inizio anno". Il Comitato aggiunge che le condizioni finanziarie sono migliorate nei mesi recenti grazie alle misure di policy e al flusso di credito. Powell ha sottolineato che la ripresa dei consumi, se pure significativa, ha riportato la spesa solo al 50% dei livelli pre-pandemia, mentre per quanto riguarda gli investimenti il quadro resta estremamente debole, nonostante il rialzo degli ordini e delle consegne di beni durevoli.
  - L'indicazione centrale per lo **scenario macroeconomico** è che "il sentiero dell'economia dipenderà in modo significativo dall'andamento del virus". Powell, nella conferenza stampa, ha sottolineato che il recente aumento dei nuovi contagi e le misure adottate per controllare il virus "stanno cominciando a pesare sull'attività economica": il sentiero

futuro è straordinariamente incerto e dipendente dalle azioni di contenimento del virus. Pertanto, anche nel migliore dei casi, per diverso tempo un ampio numero di attuali disoccupati non ritroverà un lavoro nei settori aggregativi e dell'ospitalità e sarà necessario **ulteriore sostegno da parte della politica fiscale e di quella monetaria.**

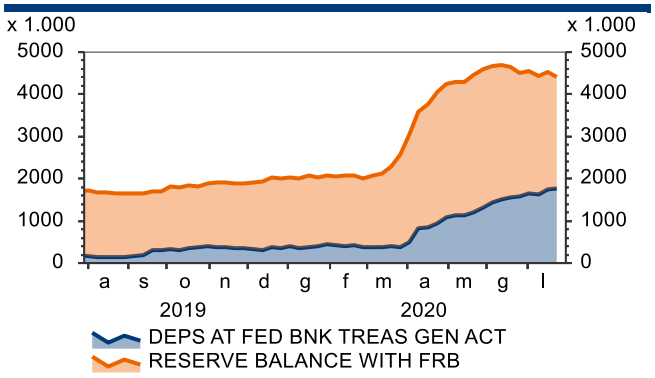
- Per quanto riguarda le **aspettative per la politica monetaria**, Powell ha indicato che la pandemia ha rallentato la **revisione degli strumenti di policy**, che ora è ripresa e si dovrebbe concludere entro breve. Il focus a questa riunione è stato sul rafforzamento delle linee guida per gli obiettivi di più lungo termine e per la strategia di politica monetaria. Powell ha detto di non poter dare dettagli ora, ma ha segnalato che le conclusioni del processo saranno pronte nel breve termine. È probabile che nei verbali, in uscita il 19 agosto, si descriva la discussione sulla definizione della *forward guidance*, con l'analisi di diverse alternative. A nostro avviso è probabile che **a settembre il comunicato colleghi la stabilità dei tassi al raggiungimento o al superamento dell'obiettivo di inflazione del 2%.** In attesa di una formulazione esplicita di "ancoraggio" delle aspettative sui tassi, Powell ha ripetuto quanto detto a giugno, e cioè che il FOMC "non sta neanche pensando di pensare di alzare i tassi" e non intende rimuovere lo stimolo in atto " per un certo tempo".
- Sul fronte delle **misure già in atto**, Powell ha enfatizzato che l'utilizzo limitato, almeno per ora, di molti programmi di credito di emergenza è dovuto in parte al successo degli interventi attuati per ristabilire la liquidità e il funzionamento dei mercati. A suo avviso, è essenziale mantenere aperti i programmi di emergenza fino a quando l'incertezza sull'evoluzione della pandemia resterà elevata. Powell ha detto che l'estensione del programma di swap di dollari con le Banche centrali internazionali, appena decisa insieme all'estensione di altri programmi, è mirata a segnalare che le facility ci sono ancora e rimarranno operative e disponibili fino a quando saranno necessarie. Per quanto riguarda gli acquisti di titoli il Presidente della Fed ha riconosciuto che il programma in atto ora è in parte diverso da quelli di QE del passato, essendo maggiormente mirato a dare liquidità su tutte le scadenze della curva e non solo sul tratto lungo. In ogni caso Powell ha enfatizzato che gli acquisti, oggi, senza dubbio contribuiscono ad allentare le condizioni finanziarie.

Dal lato dell'attivo, il bilancio della Fed è frenato dalla riduzione dell'utilizzo dei programmi di emergenza per la liquidità



Fonte: Refinitiv Datastream

Dal lato del passivo, le riserve sono in calo, mentre il conto del Tesoro continua a crescere



Fonte: Refinitiv Datastream

- In conclusione, Powell ha detto che il FOMC ritiene che la ***stance* di politica monetaria** sia "buona", ma naturalmente è pronto ad aggiustarla come appropriato, se necessario per raggiungere gli obiettivi di policy. In più punti della conferenza stampa Powell ha ribadito che nelle circostanze attuali il "potere di prestare" (lending power) della Fed è limitato, e deve essere affiancato dal "potere di spendere" (spending power) della **politica fiscale**, essenziale per sostenere un'economia che è passata in due mesi da un tasso di disoccupazione sui minimi da 50 anni a uno sui massimi da 90 anni. In queste settimane in cui si decide il quinto pacchetto di misure in Congresso, è chiaro che la **sopravvivenza della ripresa è in mano alla politica fiscale**, nonostante la disponibilità incondizionata della Fed ad agire con tutti i propri strumenti.

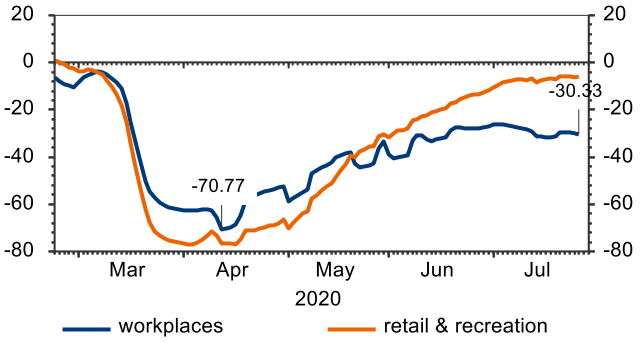
Monitor dell'impatto COVID

Indici di mobilità – media dell'ultima settimana del mese

	Retail and Recreation			Grocery and Pharmacy			Transit Station			Workplaces		
	May	Jun	Jul	May	Jun	Jul	May	Jun	Jul	May	Jun	Jul
Germania	-17.4	-10.7	-4.6	5.0	2.4	1.4	-24.0	-19.6	-17.9	-15.6	-13.9	-21.3
Francia	-37.3	-14.7	-7.1	-2.0	-0.6	3.7	-41.7	-21.7	-14.4	-27.6	-17.6	-23.9
Italia	-33.4	-13.9	-7.3	-15.9	-9.6	-7.1	-40.6	-25.0	-19.7	-27.1	-20.6	-18.4
Spagna	-47.7	-22.3	-19.0	-16.4	-9.1	-5.9	-44.1	-32.3	-31.3	-35.0	-24.9	-21.7
Olanda	-22.3	-5.3	5.4	0.0	0.9	-1.3	-42.7	-38.0	-36.0	-22.7	-19.7	-30.7
Belgio	-35.4	-7.6	-16.3	-1.9	-1.6	-14.4	-34.1	-22.4	-31.1	-28.3	-20.9	-38.7
UK	-63.3	-50.6	-31.6	-15.9	-11.9	-12.7	-53.1	-48.1	-40.7	-52.1	-40.7	-37.4
Giappone	-21.0	-10.4	-7.7	1.3	0.6	0.4	-35.3	-21.4	-27.6	-16.7	-11.7	-25.9
USA	-23.1	-14.4	-15.3	-3.9	-1.4	-3.1	-35.9	-27.1	-28.9	-36.0	-29.3	-30.9

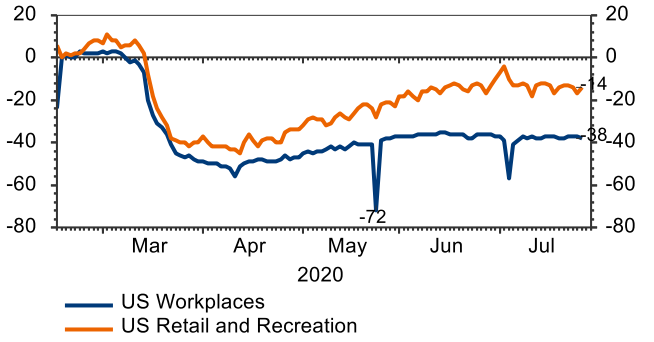
Fonte: Google LLC, "Google COVID-19 Community Mobility Reports", aggiornamento del 31 luglio. Deviazione dalla norma

Area euro– media settimanale degli indici di mobilità



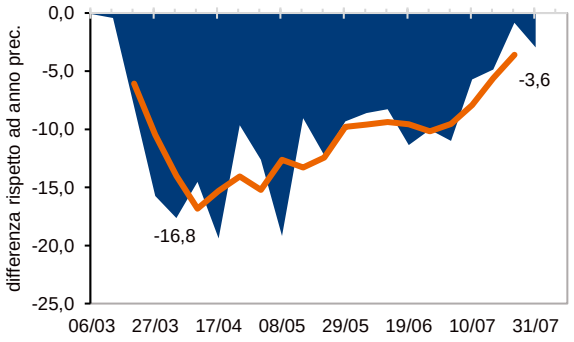
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



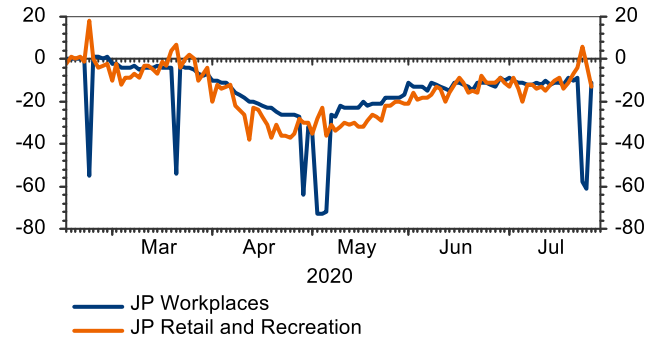
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Area Euro – consumi elettrici



Fonte: calcolato da Intesa Sanpaolo sulla base dei dati Entso-e e della correzione termica di Bruegel Institute. Media ponderata per il PIL della deviazione dei dati di consumo per Germania, Francia, Italia, Spagna e Belgio rispetto a un anno fa. La linea arancione è una media mobile di 4 settimane

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

La settimana ha in agenda per l'**Eurozona** i dati di produzione industriale di giugno. Ci aspettiamo per tutti i principali Paesi (Germania, Francia e Italia) un ulteriore recupero, ma su ritmi congiunturali inferiori rispetto a quelli registrati il mese precedente (nella maggior parte dei Paesi la riapertura delle attività produttive è avvenuta a inizio maggio). Un discorso analogo vale per le vendite al dettaglio nell'eurozona (sempre a giugno). La seconda lettura dei PMI dovrebbe confermare l'ulteriore miglioramento dell'attività a luglio rispetto al mese precedente, sia nel manifatturiero che nei servizi.

Negli **Stati Uniti** sono in uscita I principali dati di luglio. L'employment report dovrebbe confermare il miglioramento, per il terzo mese consecutivo, del mercato del lavoro, con un aumento di occupati non agricoli vicino a 2,3 mln e un calo del tasso di disoccupazione a 10,5%, grazie anche al livello sempre compresso della partecipazione. Gli indici ISM dovrebbero essere in territorio espansivo. Per giugno, la spesa in costruzioni e il deficit commerciale sono previsti in rialzo.

Lunedì 3 agosto

Area euro

- **Area euro.** La **stima finale del PMI manifatturiero** di luglio dovrebbe segnare un recupero a 51,1 da 47,4 di giugno (in linea con il dato preliminare). La ripresa riguarderebbe quasi tutte le componenti, che pure sono attese rimanere su livelli depressi (in particolare l'occupazione, a 42,7 da 41,3 precedente); dovrebbero passare in territorio espansivo, invece, gli indici per i nuovi ordini totali (55,5) ed esteri (51,9). Non ci sono evidenze di pressioni inflattive. Lo spaccato per Paese dovrebbe vedere la Germania e la Francia confermare la stima flash (rispettivamente 50,0 e 52,0 punti). La prima lettura del PMI manifatturiero per l'Italia è attesa mostrare un rimbalzo a 50,5 da 47,5 di giugno.

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a luglio è previsto in rialzo a 54 da 52,6 di giugno. Le indagini del manifatturiero a luglio sono state omogeneamente positive e in territorio espansivo, con indicazioni di crescente diffusione della ripresa nel settore. L'inversione del processo di riapertura delle attività aggregative, seguita all'aumento dei nuovi contagi ha riguardato i servizi, pertanto non si dovrebbe osservare un rallentamento nell'industria, anche sulla scia della domanda solida nel comparto auto e in quello di altri beni. La normalizzazione della catena produttiva dovrebbe portare a una stabilizzazione dei tempi di consegna, mentre occupazione e nuovi ordini dovrebbero essere in territorio espansivo. L'assestamento degli indici di diffusione in area espansiva non segnala comunque il recupero dei livelli di attività sui valori pre-pandemia, ancora molto lontani.

- La **spesa in costruzioni** a giugno dovrebbe aumentare di 0,7% m/m, dopo -2,1% m/m di maggio. Le costruzioni residenziali sono previste in recupero di +0,5% m/m, dopo tre contrazioni consecutive: il settore dell'edilizia residenziale è in netta ripresa, sulla scia del continuo calo dei tassi sui mutui, che hanno raggiunto nuovi minimi storici e delle indicazioni dei nuovi cantieri e della fiducia dei costruttori. A partire dal 3° trimestre, gli investimenti residenziali dovrebbero tornare a contribuire positivamente alla crescita del PIL. Per quanto riguarda la spesa non residenziale, è probabile una persistente debolezza dovuta all'incertezza sulle prospettive congiunturali e al continuo deterioramento degli investimenti nel settore estrattivo. Le trivelle in attività sono crollate nel 2° trimestre, e a inizio luglio sono pari a circa un terzo rispetto ai livelli di marzo e a circa un quarto rispetto a un anno fa.

Mercoledì 5 agosto

Area euro

- **Area euro.** Il **dato finale del PMI servizi** dovrebbe confermare il forte rimbalzo a 55,1 da 48,3 (in linea con la stima flash). Il recupero riguarderebbe in particolare le aspettative su nuovi affari (59,3). Lo **spaccato per Paese** dovrebbe confermare l'indice francese su livelli leggermente superiori rispetto a quello tedesco. La prima lettura del PMI servizi per l'Italia è vista evidenziare un rimbalzo a 51 da 46,4 di giugno. Il **PMI composito** dovrebbe essere confermato a 54,8 da 48,5 precedente, spinto al rialzo dalla riapertura delle attività produttive *post-lockdown*. I rischi sulla previsione sono verso il basso.
- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** di giugno sono attese in aumento, dell'ordine di +5,5% m/m, dopo il +17,8% m/m precedente, per effetto dell'ulteriore allentamento delle misure di contenimento e della riapertura degli esercizi commerciali. I consumi sono visti risalire ancora a luglio, anche se dovrebbero mantenersi al di sotto dei livelli pre-pandemici.

Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** a luglio è vista dal consenso a 2,250 mln dopo 2,4 mln di giugno.
- L'**ISM non manifatturiero** a luglio dovrebbe correggere a 54,8 da 57,1 di giugno. Le altre indagini del settore non manifatturiero e dei servizi a luglio sono state positive, con indicazioni di espansione dell'attività e aspettative di accelerazione moderata nei prossimi trimestri. Il rialzo dell'indice composito ISM a giugno, vicino al livello di febbraio (57,3), con l'indice di attività a 66 (sui massimi da inizio 2004), fa prevedere una correzione, anche alla luce della reintroduzione di vincoli alle attività aggregative, prevalentemente concentrate nei servizi. Come per tutti gli indici di diffusione, in ogni caso, i segnali di ripresa non danno informazioni attendibili sul livello di attività, che resterà a lungo al di sotto di quello pre-pandemia.
- Il deficit della **bilancia commerciale** è previsto a -53,5 mld di dollari a giugno da -54,6 mld di maggio. Il canale estero nel 2° trimestre dovrebbe contribuire negativamente alla crescita complessiva, con correzioni massicce di esportazioni ed esportazioni.

Giovedì 6 agosto

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti in deciso aumento a giugno, stimiamo di circa il 12% m/m dal 10,1% m/m di maggio. Gli ordini a maggio rimanevano di oltre il 30% inferiori rispetto ai livelli di febbraio.
- **Italia**. La **produzione industriale** è attesa in ulteriore recupero a giugno, ma assai più limitato di quello visto a maggio (su base congiunturale). Stimiamo un incremento di 3,5% m/m dopo l'eccezionale +42,1% m/m precedente. Su base annua, la contrazione dell'output si attenuerebbe a -17,2% da -20,3% precedente. I livelli restano notevolmente depressi e lontani da quelli pre-COVID (-17,2% rispetto a gennaio). Le restrizioni dal lato dell'offerta sono state ormai rimosse, ma la ripresa è frenata dalla debolezza della domanda, specie dai partner commerciali che stanno attraversando la fase più acuta della pandemia.

Stati Uniti

- Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 1° agosto dovrebbero essere in modesto aumento per i sussidi statali, con incrementi anche per i sussidi erogati con i fondi speciali per la pandemia, a causa della diffusione delle restrizioni alle attività in molti stati. I sussidi esistenti nella settimana conclusa il 24 luglio dovrebbero essere in rialzo modesto e il totale che include anche i sussidi federali dovrebbe restare al di sopra di 31 mln a metà luglio.

Venerdì 7 agosto

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** dovrebbe risalire anche a giugno, sulla scia della riapertura delle attività un po' in tutta Europa. Stimiamo che l'output possa crescere dell'8% m/m dopo il 7,8% m/m registrato a maggio, quando la produzione rimaneva ancora del 20% inferiore al livello di febbraio. La variazione annua dovrebbe risalire a -12,1% da -19,4% di maggio. Sulla base dei dati attualmente disponibili, il rimbalzo dovrebbe estendersi anche a luglio.
- **Francia**. La **produzione industriale** a giugno dovrebbe proseguire il recupero visto a maggio. Stimiamo che l'attività possa crescere dell'11% m/m da 19,6% m/m precedente, sulla scia della decisa accelerazione registrata nell'utilizzazione della capacità produttiva nei comparti delle auto e dei trasporti in generale. Se la previsione sarà confermata, la variazione annua passerebbe quindi a -12,8% da -23,4% e la variazione trimestrale si posizionerebbe a -17,7% t/t da -5,8% t/t, segnando il peggior crollo trimestrale dall'inizio delle serie storiche.

Stati Uniti

- L'***employment report*** di luglio dovrebbe essere positivo, con un incremento degli **occupati non agricoli** di 1,8 mln, dopo 4,8 mln a giugno. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe calare a 10,5% da 11,1% di giugno. Un punto importante per valutare lo stato del mercato del lavoro riguarda la forza lavoro: è probabile che il tasso di partecipazione resti ampiamente al di sotto dei livelli pre-pandemia, comprimendo artificialmente il tasso di disoccupazione. I **salari orari** sono attesi in calo di -0,8% m/m, su un sentiero di correzioni di entità decrescente collegate sempre alla riallocazione di personale seguita ai massicci licenziamenti/congedi di marzo e aprile, concentrati su personale con salari orari nella parte bassa della distribuzione. Il mercato del lavoro e i consumi sono ancora strettamente dipendenti dal contributo di trasferimenti e sussidi al reddito disponibile. Per questo la variabile cruciale per lo scenario di fine anno è la politica fiscale.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 7 agosto)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	3/8	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 42.6			
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	lug	47.5		51.3	50.5
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 52.0		52.0	52.0
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 50.0		50.0	50.0
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 51.1		51.1	51.1
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	lug	53.6		53.6	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		lug	51.3			
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	lug	52.6		54.0	54.0
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		giu	-2.1	%	1.3	0.7
Mar	4/8	11:00	EUR	PPI a/a		giu	-5.0	%	-3.9	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	giu	prel 7.3	%		
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	giu	prel 3.3	%		
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		giu	8.0	%	5.0	
Mer	5/8	09:45	ITA	PMI servizi	*	lug	46.4		51.0	51.0
		09:50	FRA	PMI servizi finale		lug	prel 57.8		57.8	57.8
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	lug	prel 56.7		56.7	56.7
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	lug	prel 54.8		54.8	54.8
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	lug	prel 55.1		55.1	55.1
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	lug	56.6		56.6	
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		giu	17.8	%	5.0	5.5
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		lug	2369	x1000	1250	
		14:30	USA	Bilancia commerciale		giu	-54.6	Mld $	-50.3	-53.5
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		lug	50.0			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		lug	49.6			
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	lug	57.1		54.8	54.8
Gio	6/8	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	giu	10.4	%	9.5	12.0
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	giu	42.1	%	7.5	3.5
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	1434	x1000		1300
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	17.018	Mln		16.600
Ven	7/8	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	giu	-16.2	%	-7.5	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	giu	7.8	%	8.8	8.0
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		giu	7.6	Mld €		
		08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T2	-2.8	%		
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	giu	19.6	%	10.0	11.0
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		giu	-24.5	%		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		giu	5.584	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		giu	1.505	Mld €		
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	lug	4800	x1000	1360	2360
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	lug	11.1	%	10.7	10.5
		14:30	USA	Salari orari m/m		lug	-1.2	%	-0.5	-0.8

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

Calendario degli eventi (3 – 7 agosto)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	3/8	18:30	USA		Discorso di Bullard (Fed)
		20:00	USA		Discorso di Evans (Fed)
Mer	5/8	14:00	GIA		Discorso di Kuroda (BoJ)
		23:00	USA		Discorso di Mester (Fed)
Gio	6/8	13:00	GB	*	Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0.10%)
		13:30	GB	*	Conferenza stampa di Bailey (Governatore BoE)
		16:00	USA		Discorso di Kaplan (Fed)
		18:30	USA		Discorso di Singh (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

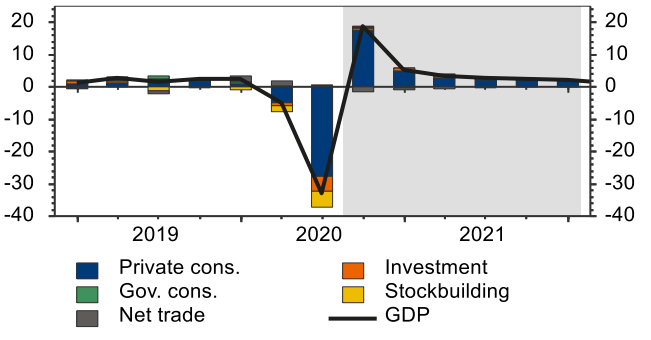
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	giu	3.6	(~~3.7~~)	%	3.6	3.3
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	giu	15.1	(~~15.7~~)	%	7.0	7.3
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mag	3.9	(~~4.0~~)	%	4.0	3.7
Fiducia consumatori (CB)	lug	98.3	(~~98.1~~)		94.5	92.6
Bilancia commerciale prelim	giu	-75.26		Mld $		-70.64
Richieste di sussidio	settim	1422	(~~1416~~)	x1000	1450	1434
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	16.151	(~~16.197~~)	Mln	16.200	17.018
PIL t/t ann. advance	T2	-5.0		%	-34.1	-32.9
Costo del lavoro	T2	0.8		%	0.6	
Deflatore consumi (core) a/a	giu	1.0		%	1.0	
Deflatore consumi a/a	giu	0.5		%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	giu	8.2		%	5.5	
Redditi delle famiglie m/m	giu	-4.2		%	-0.5	
Deflatore consumi (core) m/m	giu	0.1		%	0.2	
PMI (Chicago)	lug	36.6			43.9	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	lug	73.2			73.0	

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Bloomberg

La stima *advance* del **PIL del 2° trimestre** registra una variazione di -32,9% t/t ann. (-9,5% a/a) la più ampia nella storia della serie, dopo -5% t/t ann. del 1° trimestre. Il crollo del PIL è guidato da contrazioni massicce dei consumi di -34,6% t/t ann., degli investimenti fissi non residenziali di -27% t/t ann. e degli investimenti residenziali di -38,7% t/t ann. Le scorte forniscono un contributo negativo di -0,4pp, mentre il canale estero sorprende con un contributo di +0,7pp, dovuto alla prevalenza del calo del volume delle importazioni (-53,4% t/t ann.) rispetto a quello dell'export (-64,8% t/t ann.). La flessione dei consumi è il principale contributo al crollo record del PIL, con riduzioni massicce non solo nei comparti dei beni durevoli e non durevoli, ma anche nei servizi, per via della chiusura delle attività. I dati mensili già pubblicati hanno segnalato che il crollo dei consumi è concentrato all'inizio del trimestre, con una svolta significativa già in atto a partire da maggio. Le vendite di auto sono già tornate su livelli pre-pandemia e le vendite al dettaglio sono poco al di sotto dei livelli registrati a febbraio. La debolezza complessiva dei consumi, nonostante la ripresa vista da maggio in poi, sarà da ascrivere soprattutto ai servizi, segmento che tipicamente risente in misura contenuta in fase di recessione, ma che in questa occasione sarà un freno significativo per un periodo prolungato.

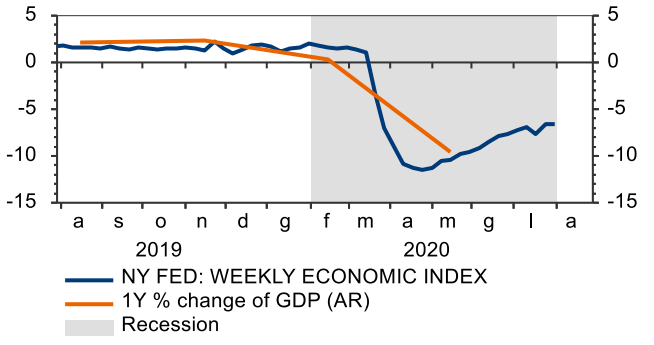
La previsione è che il 3° trimestre registri un rimbalzo di circa +18% t/t ann., sulla scia della svolta della spesa delle famiglie, ma lo scenario è circondato da un'incertezza straordinariamente elevata, come ha detto Powell, per via dell'evoluzione del quadro sanitario e delle misure di contenimento della pandemia. Il sentiero del PIL nella parte finale dei mesi estivi e in autunno sarà strettamente dipendente dall'approvazione di un nuovo pacchetto di stimolo fiscale, ora in discussione in Congresso, che sostenga il reddito disponibile delle famiglie.

Stati Uniti – PIL e principali componenti



Fonte: Refinitiv Datastream

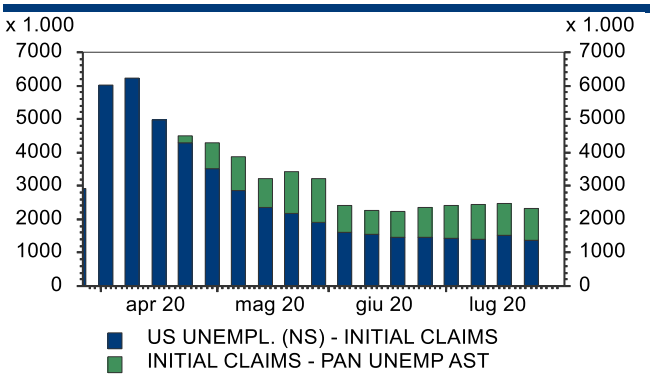
Stati Uniti – PIL e Weekly Economic Index NY Fed



Fonte: Refinitiv Datastream

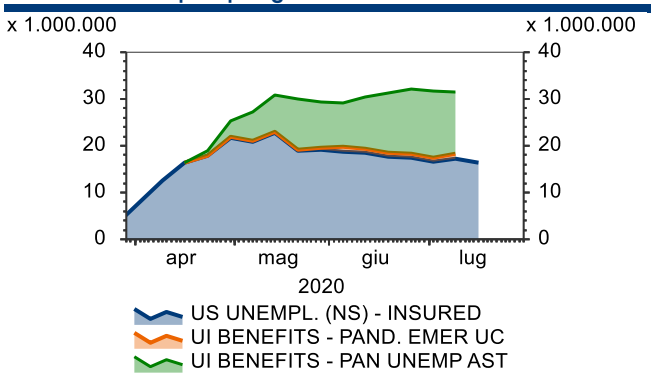
Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 25 luglio aumentano a 1,434 mln da 1,422 mln della settimana precedente. Nella stessa settimana, i sussidi iniziali (non destagionalizzati) erogati con i programmi per la pandemia sono pari a 829 mila, da 936 mila della settimana precedente. La somma di nuove richieste non destagionalizzate al 25 luglio, a 2,035 mln, è in calo di circa 277 mila rispetto alla settimana precedente. I sussidi esistenti nella settimana conclusa il 18 luglio aumentano a 17 mln da 16,151 mln. Su base non destagionalizzata il totale dei sussidi esistenti erogati con i fondi statali e con quelli federali nella settimana conclusa l'11 luglio sono pari a 30,349 mln, in calo da 30,464 mln della settimana precedente. In queste settimane i fattori di destagionalizzazione determinano un rialzo dei sussidi, che a livello non destagionalizzato sono invece in modesto calo e danno indicazioni di **proseguimento del rialzo dell'occupazione** a luglio, se pure su ritmi probabilmente più contenuti rispetto a maggio e giugno.

Stati Uniti – richieste di sussidio



Fonte: Refinitiv Datastream

Stati Uniti - Sussidi per tipologia

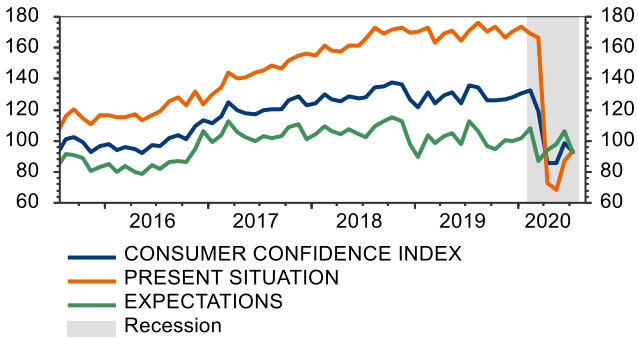


Fonte: Refinitiv Datastream

Gli **ordini di beni durevoli** a giugno aumentano di 7,3% m/m (-10,8% a/a), dopo +15,1% m/m di maggio, mentre l'aggregato al netto dei trasporti è in rialzo di 3,3% m/m, dopo 3,6% m/m. L'incremento degli ordini è guidato dal segmento trasporti (+20% m/m), grazie al balzo del comparto auto (+85,7% m/m) che ha più che compensato la flessione dell'aeronautica. Nel settore auto, gli ordini seguono il forte aumento della domanda registrato a partire da maggio. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono in crescita di 3,3% m/m e limitano i rischi di calo degli investimenti nel 3° trimestre. Le **consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei** sono in rialzo di 3,4% m/m, con indicazioni di ripresa della spesa in conto capitale nel 3° trimestre, in linea con i segnali delle indagini regionali. L'andamento della crescita nella seconda metà dell'anno sarà probabilmente positivo, ma molto meno brillante rispetto alla dinamica dei mesi di maggio e giugno.

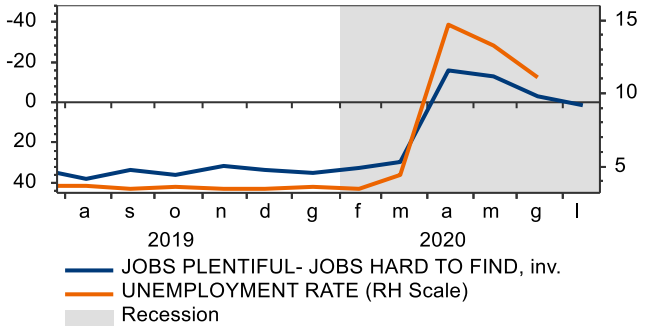
La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a luglio corregge a 92,6 da 98,3 di giugno, quindi al di sopra dei minimi di aprile (85,7), ma molto al di sotto del livello di febbraio (132,6). I dati mostrano un miglioramento della situazione corrente (a 94,2 da 86,7) grazie alla svolta del mercato del lavoro e al supporto pubblico. Invece le aspettative crollano a 91,5 da 106,1 (minimo da ottobre 2016, ai tempi dello *shutdown*), sulla scia dei timori per la ripresa dei contagi e dei rischi della fine dell'integrazione federale dei sussidi di disoccupazione a fine luglio. La valutazione del mercato del lavoro migliora e punta a un calo del tasso di disoccupazione a luglio. Le discussioni sul nuovo pacchetto fiscale saranno determinanti per l'evoluzione della fiducia e dei consumi nella parte finale dell'estate e in autunno.

Fiducia dei consumatori a luglio: la situazione corrente tiene, ma le aspettative correggono



Fonte: Refinitiv Datastream

Valutazione del mercato del lavoro in miglioramento, con indicazioni di ulteriore calo del tasso di disoccupazione



Fonte: Refinitiv Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	giu	-12.5 (~~-12.3~~)	%	-6.5	-1.2
Job to applicant ratio	giu	1.20		1.16	
Tasso di disoccupazione	giu	2.9	%	3.1	
Produzione industriale m/m prelim	giu	-8.9	%	1.2	
Fiducia delle famiglie	lug	28.4			

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Il **tasso di disoccupazione** a giugno corregge a 2,8% da 2,9% di maggio, confermando la peculiarità e l'elevato livello di protezione del mercato del lavoro giapponese. La **produzione industriale** a giugno (prel.) è in rialzo di 2,7% m/m (-17,7% a/a) e le stime per i prossimi mesi sono di ulteriore ripresa, con l'aspettativa di un rialzo di 11,3% m/m a luglio e di 3,4% m/m ad agosto. Le consegne a giugno aumentano di 5,2% m/m. I dati segnalano una ripresa attesa per il 3° trimestre, dopo la probabile ampia contrazione della primavera.

Le **vendite al dettaglio** a giugno sorprendono verso l'alto con un calo di -1,2% a/a (consenso: -5,7% a/a), dopo -12,5% a/a di maggio. Su base mensile in termini reali le vendite sono in aumento di 15,3% m/m dopo 1,6% m/m di maggio, portando il livello di giugno marginalmente al di sopra di quello di febbraio, con una ripresa di tutte le categorie, fra cui anche le auto. La ripresa delle vendite è stata spinta dal risparmio forzato del mese di stato di emergenza e dalla riapertura di gran parte delle attività nel mese scorso. La ripresa dei contagi dell'ultima settimana fa prevedere un probabile rallentamento della dinamica dei consumi a luglio e sottolinea l'incertezza del ritmo della ripresa prevista per il secondo semestre.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T2	-3.5	(-3.6)	%	-12.0	-12.2
EUR	M3 dest. a/a	giu	8.9		%	9.3	9.2
EUR	Fiducia consumatori finale	lug	-14.7	(-15.0)		-15.0	-15.0
EUR	Fiducia servizi	lug	-35.5	(-35.6)		-25.0	-26.1
EUR	Fiducia industria	lug	-21.6	(-21.7)		-17.0	-16.2
EUR	Indice di fiducia economica	lug	75.8	(75.7)		81.0	82.3
EUR	Tasso di disoccupazione	giu	7.7	(7.4)	%	7.7	7.8
EUR	PIL t/t 1a stima	T2	-3.6		%	-12.0	
EUR	PIL a/a 1a stima	T2	-3.1		%	-14.5	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	lug	1.1		%	0.7	
EUR	CPI a/a stima flash	lug	0.3		%	0.2	
FRA	Fiducia consumatori	lug	96	(97)		99	94
FRA	PIL t/t prelim	T2	-5.3		%	-15.3	
FRA	Spese per consumi m/m	giu	36.6		%	3.2	
FRA	IPCA a/a prelim	lug	0.2		%	0.3	
GER	IFO	lug	86.3	(86.2)		89.3	90.5
GER	IFO (sit. corrente)	lug	81.3			85.0	84.5
GER	IFO (attese)	lug	91.6	(91.4)		93.7	97.0
GER	Prezzi import a/a	giu	-7.0		%	-5.1	-5.1
GER	Tasso di disoccupazione	lug	6.4		%	6.5	6.4
GER	Variazione n° disoccupati	lug	68	(69)	x1000	43	-18
GER	PIL s.a. t/t prelim	T2	-2.0	(-2.2)	%	-9.0	-10.1
GER	PIL s.a. a/a prelim	T2	-2.2	(-2.3)	%	-11.3	-11.7
GER	IPCA m/m prelim	lug	0.7		%	-0.2	-0.5
GER	CPI (Lander) m/m prelim	lug	0.6		%	-0.2	-0.5
GER	IPCA a/a prelim	lug	0.8		%	0.4	0.0
GER	CPI (Lander) a/a prelim	lug	0.9		%	0.2	-0.1
GER	Vendite al dettaglio m/m	giu	13.9		%	-3.3	
GER	Vendite al dettaglio a/a	giu	3.8		%	3.0	
ITA	PPI a/a	giu	-5.3		%		-4.5
ITA	PPI m/m	giu	-0.1		%		0.5
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	giu	8.3	(7.8)	%	8.6	8.8
ITA	PIL a/a prelim	T2	-5.4		%	-18.7	-17.4
ITA	PIL t/t prelim	T2	-5.3		%	-15.0	-12.4
ITA	IPCA m/m prelim	lug	0.0		%	-1.5	-0.6
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	lug	-0.2		%	-0.1	-0.3
ITA	IPCA a/a prelim	lug	-0.4		%	-0.1	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	lug	0.1		%	0.0	-0.1
ITA	Vendite al dettaglio a/a	giu	-10.5		%		-2.2
SPA	IPCA a/a prelim	lug	-0.3		%	-0.2	-0.7
SPA	PIL t/t prelim	T2	-5.2		%	-16.6	-18.5

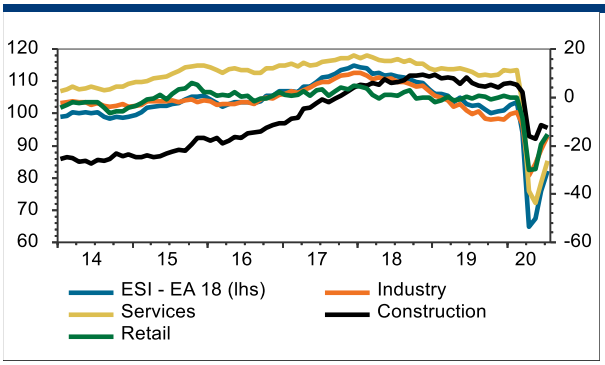
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Area euro. La **stima flash del PIL** nel 2° trimestre 2020 mostra una contrazione di -12,1% t/t e -15,0% a/a, dopo il -3,6% t/t (-3,1% a/a) registrato nei primi tre mesi dell'anno; si tratta della peggiore flessione da quando esiste la serie storica (dal 1995). Eurostat non può fornire dettagli sull'andamento della domanda o sull'andamento per settori in coincidenza con la pubblicazione di questa prima stima, che sarà rivista il 14 agosto.

Area euro. La **stima flash** di luglio ha registrato un'accelerazione dell'**inflazione** a +0,4% a/a da +0,3% a/a. Le attese erano per un rallentamento del tasso di crescita dei prezzi, dovuto principalmente al taglio temporaneo dell'IVA (dal 19% al 16% e dal 7% al 5%) in Germania, introdotto il 1° luglio. L'indice *core* BCE (al netto di alimentari ed energia) è salito dell'1,3% a/a, dopo il +1,1% precedente. Sul mese, l'indice generale ha segnato una discesa del -0,3% m/m dopo il +0,3% m/m di giugno; i prezzi dell'energia hanno visto ancora un miglioramento, seppur meno marcato rispetto ai valori precedenti, del +0,6% m/m (-8,3% a/a). L'inflazione dovrebbe rallentare nei prossimi mesi, sulla scia del calo della domanda e della riduzione dell'IVA in Germania, anche se permangono rischi al rialzo.

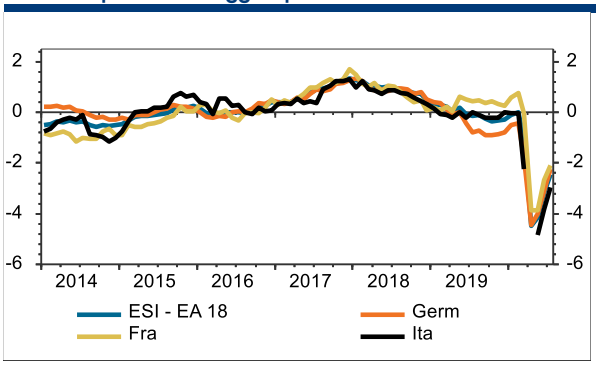
Area euro. L'indice **ESI** di **fiducia economica** elaborato dalla Commissione Europea è risalito ancora in luglio, da 75,7 precedente (rivisto al rialzo di un decimo) a 82,3. La ripresa ha coinvolto soprattutto i **servizi,** passati a -26,1 (+9,1 punti rispetto al valore di giugno); migliorano anche **l'industria**, a -16,2 da -21,6, e il **commercio al dettaglio** (a -15,3 da -19,4 precedente). L'indice delle **costruzioni** ha segnato, invece, una leggera flessione a -12,6 (un punto in meno rispetto al valore precedente). Il livello rimane comunque ben al di sotto della media storica, e coerente con un ritmo di espansione ancora inferiore alla norma. Lo spaccato per Paese indica che l'ESI è fortemente cresciuto in Spagna (+7,5), nei Paesi Bassi (+5,3), in Germania (+6,5), e in Francia (+4,8); l'indice per l'Italia è salito a 77,9 da 71,2. Il **dato finale della fiducia dei consumatori** del mese di maggio conferma il valore della stima flash (-15,0).

Area euro-Indice ESI in risalita



Fonte: Commissione Europea

Indice in ripresa nei maggiori paesi dell'Eurozona

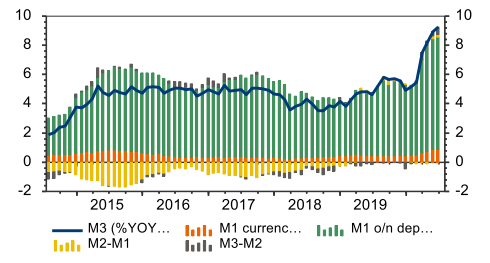


Fonte: Commissione Europea

Area euro. Il **tasso di disoccupazione** nel mese di giugno è salito a 7,8% da 7,7% precedente, e la disoccupazione giovanile è aumentata a 17,0% dal 16,5% di maggio; il numero dei senza-lavoro è salito di 203 mila unità sul mese. L'impatto dello shock COVID sul tasso di disoccupazione è stato sinora contenuto, per tre ragioni: una minore partecipazione al mercato del lavoro, l'estensione dei programmi di lavoro ad orario ridotto finanziati dai governi e il blocco legale dei licenziamenti disposto in alcuni Paesi. Il proseguire di tale situazione, ci aspettiamo ridurrà, ma diluirà anche nel tempo, gli effetti della crisi sul mercato del lavoro.

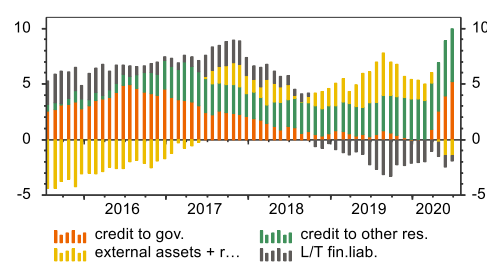
Area euro. La crescita annua di **M3** è accelerata in giugno a 9,2%, da 8,9% in maggio. L'incremento è sostenuto da M1 (+12,6%) e dagli strumenti negoziabili (M3-M2), che accelerano da 5,7% a 10,1% a/a. Per quanto concerne le controparti degli aggregati monetari, i crediti alle famiglie sono cresciuti del 3% a/a (invariato), mentre quelli alle imprese non finanziarie sono rallentati dal 7,3% di maggio a 7,1% a/a. Il credito al settore privato contribuisce per 5,1 punti alla crescita contro il 5,0 del credito al settore pubblico; quest'ultimo sta salendo a un ritmo del 13,6% a/a, livello superato in precedenza soltanto nel 2009.

Area euro: crescita di M3 concentrata nei depositi a vista…



Fonte: elaborazioni su dati BCE

… e alimentata dalla forte dinamica del credito a imprese e settore pubblico



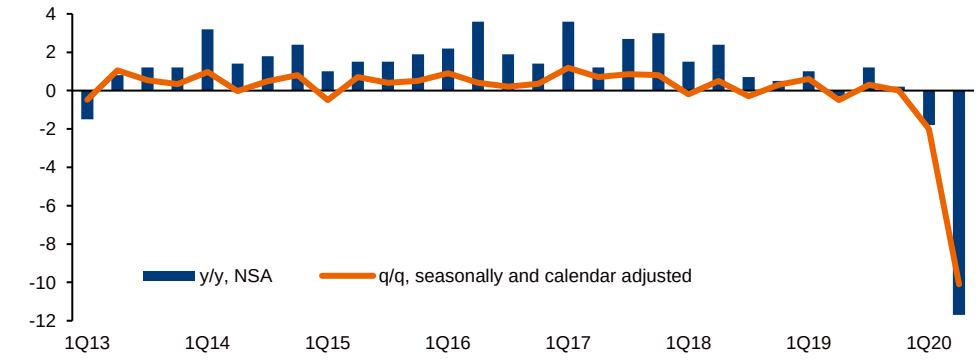
Fonte: elaborazioni su dati BCE

Germania. La **disoccupazione** a luglio è rimasta invariata al 6,4%. Nel mese, il numero di disoccupati è calato di 18mila unità, sulla scia di un recupero dell'occupazione nei servizi. Dallo scoppio dell'epidemia in Germania il numero di disoccupati è salito di circa 659mila persone, mentre 12 milioni di occupati in tutto hanno fatto richiesta di accedere al Kurzarbeit, sebbene non tutti abbiano potuto accedervi (le ultime stime dell'agenzia federale del lavoro stima il loro totale in circa 6,7 milioni di persone a maggio). I nuovi richiedenti tra giugno e luglio sono trascurabili rispetto ai numeri fino a maggio. Date le circostanze, in base all'indagine dell'IAB lo scenario occupazionale in Germania rimane assai debole, specialmente nel manifatturiero.

Germania. L'inflazione frena bruscamente a luglio e passa in territorio negativo a -0,1% da +0,9% di giugno sull'indice nazionale, mentre sull'indice armonizzato l'inflazione si azzera da 0,8% di giugno. Nel mese, i prezzi al consumo sono calati dello 0,5% m/m su entrambe le misure. Il brusco calo è spiegato principalmente dal taglio dell'IVA adottato temporaneamente dal Governo federale, in vigore da luglio a fine anno e che prevede l'abbassamento dell'aliquota minima a 5% da 7% e di quella ordinario a 16% da 19%. Il calo mensile indica che solo il 35% del taglio delle aliquote è già passato sui prezzi nel mese e dovrebbe riflettersi anche sui prezzi al consumo nei mesi estivi.

Germania. Il **PIL** è sceso oltre le attese nel 2° trimestre, segnando una contrazione di -10,1% t/t da -2,0% t/t precedente. Il calo è stato ben superiore a quello registrato durante la crisi finanziaria (il PIL crollò del -4,7% t/t nel 1° trimestre del 2009). In termini annui il tracollo si allarga a -11,7% a/a, da -2,3% dei primi tre mesi. Tutte le principali componenti di domanda, con la sola eccezione dei consumi pubblici, dovrebbero aver registrato un'ampia flessione. I dettagli della stima saranno disponibili il 25 agosto p.v. con la seconda lettura. Le indagini di fiducia e l'indice settimanale del livello di attività pubblicato dalla Bundesbank confermerebbero che nella seconda metà dell'anno si dovrebbe registrare un netto rimbalzo su base congiunturale. Confermiamo la nostra stima di un calo annuo del PIL di -6,3% nel 2020.

PIL tedesco, andamento trimestrale e annuale

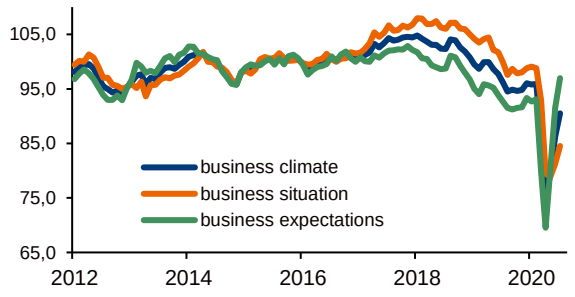


Fonte: Destatis, Intesa Sanpaolo

Germania. L'indagine IFO di luglio sembra indicare che l'attività economica sia entrata nella seconda metà dell'anno con un'intonazione positiva, sulla scia del rimbalzo registrato dopo i mesi di confinamento. A luglio, l'indice generale è cresciuto più delle attese, a **90,5** da 86,3 di giugno (dato rivisto al rialzo). La sorpresa positiva viene dal **netto miglioramento delle aspettative** degli operatori, il cui indice sulle attese migliora a 97,0 da 91,6. L'indice sulla situazione corrente migliora anch'esso, ma meno, a 84,5 da 81,3. Lo spaccato per settori mostra che la risalita più ampia è venuta dal comparto manifatturiero e dal commercio, sebbene i livelli di entrambi i sotto-indici rimangano in territorio negativo. Le aziende intervistate di entrambi i settori sono ancora piuttosto pessimiste in particolare a causa dei cambiamenti in corso nel comparto automobilistico e chimico; a ciò si aggiunge il rinfocolarsi delle tensioni tra Stati Uniti e Cina e del loro impatto sul commercio mondiale. L'utilizzazione della capacità produttiva nel manifatturiero è salita a 74,9% da 70,4%, ma rimane al di sotto della media storica (83,5%). Sevizi e costruzioni hanno segnalato un ulteriore miglioramento del morale. Dopo una contrazione del PIL senza

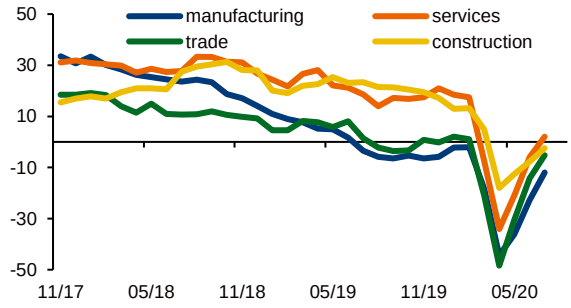
precedenti nel secondo trimestre, (-9% t/t), l'economia è vista rimbalzare parzialmente nel trimestre estivo (+4% t/t in base alle nostre stime preliminari). In media annua il PIL tedesco è visto in calo del 6,3% nel 2020.

IFO: indice generale, situazione corrente e attese



Fonte: IFO

IFO: sotto-indici settoriali



Fonte: IFO

Germania. Le **vendite al dettaglio** sono calate a giugno del -1,6% m/m dopo il balzo di 12,7% m/m di maggio (dato rivisto al ribasso da 13,9% m/m). La variazione annua migliora a 5,9% a/a da 3,2% a/a, in particolare le vendite di beni alimentari sono cresciute del 2,3% a/a mentre quelle di beni non-alimentari dell'8,4% a/a. Dopo due mesi di flessione (marzo e aprile) da maggio i consumi sono tornati a crescere e ora rispetto al livello di prima dell'inizio dell'epidemia i consumi sono superiori dell'1,4%.

Francia. La stima flash del **PIL** ha mostrato una flessione di **-13,8% t/t** e -19% a/a nel 2° trimestre, che segue il -5,9% t/t (rivisto al ribasso) del primo**.** La domanda interna ha sottratto 12 punti percentuali, le esportazioni nette 2,3. La contrazione degli investimenti fissi è stata pari a -17,8% t/t, che segue il già pesante -10,3% del primo trimestre, e ha riguardato tutti i settori istituzionali, incluso il settore pubblico (-20,4% t/t). La flessione dei consumi privati è stata pari a -11,0% t/t. Il 2020 si dovrebbe chiudere con una contrazione media annua di -9,9%.

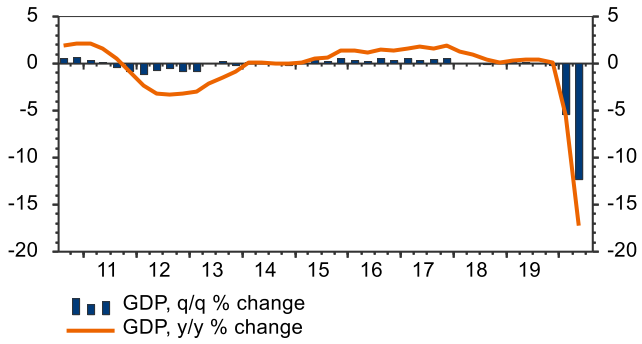
Francia. Il morale delle famiglie torna a calare a luglio: nel mese, l'indice di **fiducia dei consumatori** corregge di due punti, a 94 da 96 di giugno (dato rivisto al ribasso da 97). Lo spaccato evidenzia un aumento dei timori legati alla propria situazione finanziaria futura e una peggiore valutazione di quella presente rispetto a giugno; la valutazione del proprio tenore di vita peggiora sensibilmente a luglio (terzo mese consecutivo). Torna a ridursi anche il desiderio di fare acquisti importanti nei prossimi mesi, nonostante l'ampio miglioramento registrato in giugno. In calo anche la capacità di risparmiare, sebbene l'intenzione di farlo sia aumentata sensibilmente rispetto a giugno. Le attese sul livello dei prezzi futuri sono in calo per il secondo mese consecutivo, mentre i timori legati al mercato del lavoro sono circa stabili. Nel complesso l'indagine evidenzia che è in corso un deterioramento del morale delle famiglie, che temono ora le ricadute economiche provocate dalla pandemia dopo il periodo di confinamento. Sebbene la tendenza rimanga volatile, i numerosi e persistenti fattori d'incertezza dovrebbero mantenere il morale delle famiglie sotto la media storica da qui alla fine dell'anno.

Francia. La stima preliminare indica che a luglio i **prezzi al consumo** sono saliti dello 0,4% m/m da 0,1% m/m precedente su entrambe le misure: nel mese i prezzi dei beni manufatti sono rimasti stabili, mentre è aumentato il prezzo dell'energia per il secondo mese consecutivo, così come i prezzi dei servizi. L'inflazione segna quindi una decisa accelerazione allo 0,8% da 0,2% sull'indice nazionale e a 0,9% da 0,2% su quella armonizzata. Nei prossimi mesi prevediamo una stabilizzazione dell'inflazione poco sotto l'1%.

Italia. Il PIL nel secondo trimestre si è contratto di -12,4% t/t (di gran lunga il minimo storico), ma il dato è stato migliore delle attese di consenso (-15,5% t/t, fonte: Bloomberg). Il dato dei primi tre mesi dell'anno è stato rivisto al ribasso di un decimo, a -5,4% t/t. La variazione annua è sprofondata (in linea con le aspettative) a -17,3%, da -5,5% precedente. In ogni caso, il calo del

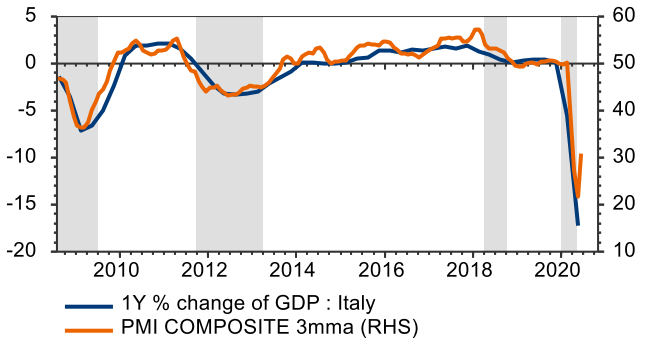
PIL è stato meno drammatico in Italia che in Francia (-13,8% a/a, -19% a/a) o in Spagna (-18,5% a/a, -22,1% a/a). Come nel caso del trimestre precedente, Istat ha riportato **contributi negativi da tutti i principali settori** (industria, servizi, agricoltura), **e sia dalla domanda interna che dal commercio estero**. Pensiamo che solo la spesa pubblica e un ulteriore aumento delle scorte abbiano limitato la caduta dell'attività economica. Prevediamo un rimbalzo nel terzo trimestre, ma non pieno, anche in termini di variazione percentuale congiunturale, rispetto al crollo registrato nel secondo trimestre (**stimiamo un recupero superiore al 9% t/t**). La ripresa in corso appare relativamente rapida nell'industria e nelle costruzioni, ma lenta e disomogenea nei servizi. Per l'intero 2020, manteniamo la nostra previsione di un calo del PIL medio annuo di -9,5%; il rimbalzo della seconda metà del 2020 pone le basi per una ripresa del PIL su base annua nel 2021, del 6,5% secondo le nostre stime. Tuttavia, anche **a fine 2021 il PIL rimarrà inferiore del 3,6% ai livelli del 2019** (frenato soprattutto dai settori legati al tempo libero). La dinamica della domanda interna dovrebbe essere più debole di quella del PIL sia quest'anno che l'anno prossimo, visto l'apporto positivo che ci attendiamo dalle scorte nel biennio (il commercio estero dovrebbe contribuire negativamente quest'anno e positivamente l'anno prossimo). Le nostre previsioni sul PIL restano soggette a grande incertezza e, soprattutto, a rilevanti **rischi al ribasso (soprattutto per l'anno prossimo), il principale dei quali è costituito da una eventuale seconda ondata epidemica** che costringa le Autorità a nuove forme anche parziali di *lockdown*. Tale ipotesi, non ricompresa nel nostro scenario di base, può accentuare la caduta del PIL quest'anno ma soprattutto indebolire significativamente la ripresa attesa per il 2021, qualora nuove misure, anche parziali, di distanziamento sociale fossero introdotte nello scorcio finale del 2020 o nei mesi iniziali del 2021.

Si amplia la caduta del PIL nel 2° trimestre



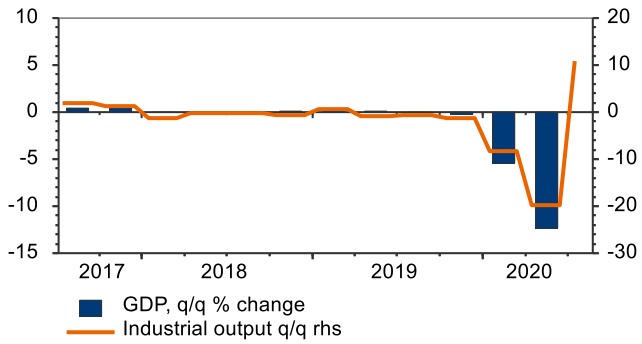
Fonte: Istat

Sia gli indici di fiducia…



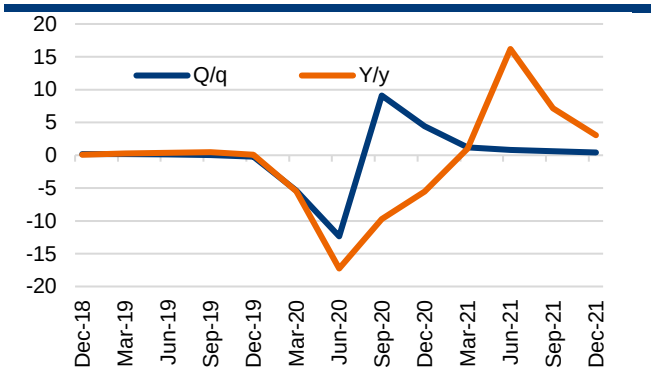
Fonte: Istat, HIS Markit

…che i dati di produzione indicano un rimbalzo nel trimestre in corso



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il recupero del PIL su base annua arriverà però solo nel 2021

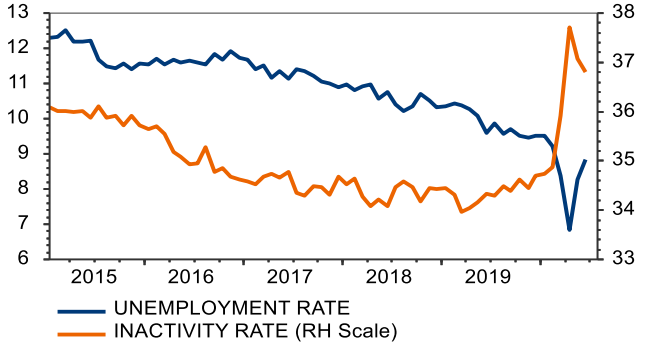


Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Italia. A giugno, le vendite al dettaglio hanno messo a segno un ulteriore recupero, di +12,1% m/m dopo il +24,3% di maggio. Si attenua decisamente la caduta su base annua (a -2,2%, da -10,5% precedente). Il recupero nel mese è dovuto interamente ai beni non alimentari (+24,4% m/m dopo il +65,3% di maggio), che peraltro, a differenza degli alimentari, restano in calo sull'anno (-4,4%). **La tendenza per gruppi di prodotti è assai variegata**: si va dagli aumenti a due cifre per dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (+15,1%) e mobili, articoli tessili e arredamento (+10,4%), a flessioni superiori al 12% per calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-12,8%) e abbigliamento e pellicceria (-12,3%). Da notare la netta **accelerazione del commercio elettronico** (+53,5%), unica tipologia distributiva non alimentare a registrare un aumento delle vendite sull'anno.

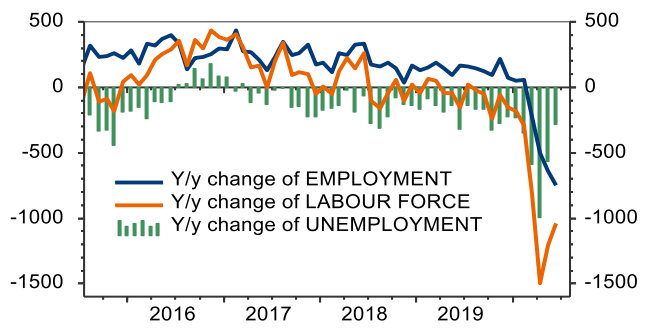
Italia. La disoccupazione è aumentata più del previsto a giugno, all'8,8% dall'8,3% di maggio (rivisto da un 7,8% preliminare). Il tasso dei senza-lavoro rimane ancora al di sotto dei livelli pre-COVID (9,2% a febbraio). **L'occupazione è diminuita per il quarto mese consecutivo**, sebbene in modo meno drammatico rispetto ai tre mesi precedenti (-46 mila ovvero -0,2% m/m, da -184 mila in media tra marzo e maggio). Dallo scorso febbraio, gli occupati sono calati di ben 600 mila unità. **Gli inattivi sono diminuiti per il secondo mese** consecutivo (-99 mila, da -255 mila a maggio), **dopo l'aumento senza precedenti registrato a causa del *lockdown*** tra marzo e aprile. A differenza che nei mesi precedenti, **il calo degli occupati a giugno non è dovuto ai lavoratori temporanei o agli autonomi** (entrambi hanno registrato un lieve aumento dei posti di lavoro: +7 mila unità), **ma ai dipendenti a tempo indeterminato** (-60 mila occupati, circa in linea con la media registrata nei due mesi precedenti). **Lo shock COVID sembra aver amplificato le differenze di genere**: il calo degli occupati a giugno ha riguardato solo le donne (-0,9% m/m ovvero -86 mila unità), i posti di lavoro sono aumentati tra gli uomini (+0,3% m/m, +39 mila unità); anche il calo degli inattivi (-0,7%, -99 mila) è dovuto agli uomini (-2,5% ovvero -131 mila unità), tra le donne è aumentata l'inattività (+0,4%, +31 mila unità). Come nei mesi precedenti, **le fasce di età più colpite sono quelle intermedie, in particolare tra i 25 e i 34 anni** (occupati: -61 mila, disoccupati: +71 mila), ancora una volta, **la classe di età che ha tenuto meglio è quella degli ultracinquantenni**, che ha registrato nel mese un aumento di 39 mila occupati (e una crescita contenuta dei disoccupati: solo 4 mila unità); anche al netto della dinamica demografica, i lavoratori tra i 50 e i 64 anni hanno subito la minore perdita di posti di lavoro su base annua (-0,6%, contro un -7,6% nella fascia 15-34 anni e un -2,3% tra i 35-49enni), nonché l'aumento più contenuto degli inattivi (+2,3%, contro +8,7% sotto i 34 anni e +11,4% nella classe di età intermedia). **Il tasso di disoccupazione giovanile è aumentato di quasi due punti percentuali, a 27,6%** (restando comunque, anche in questo caso, al di sotto del 28,5% di febbraio). Nel complesso, nonostante la riapertura delle attività economiche, l'occupazione rimane in calo. L'effetto del *lockdown* sul tasso di inattività ha appena iniziato a rientrare, non ci aspettiamo una rapida ripresa delle assunzioni. Ciò significa che **c'è spazio per un ulteriore aumento significativo del tasso di disoccupazione** (che vediamo a due cifre probabilmente già nel giro di pochi mesi). Inoltre, ci aspettiamo un picco per la disoccupazione, in termini medi annui, non nel 2020 ma nel 2021: le conseguenze dello shock COVID sul mercato del lavoro rischiano di essere durevoli.

L'effetto del *lockdown* sul tasso di inattività ha appena cominciato a rientrare, con un impatto (*ceteris paribus*) al rialzo sul tasso di disoccupazione



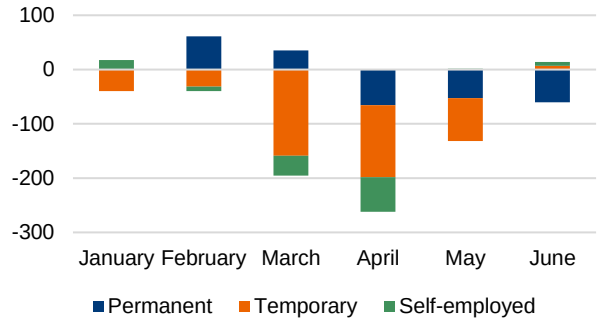
Fonte: Refinitiv Datastream

L'occupazione mantiene un trend chiaramente al ribasso (che non vediamo invertirsi nel breve termine)



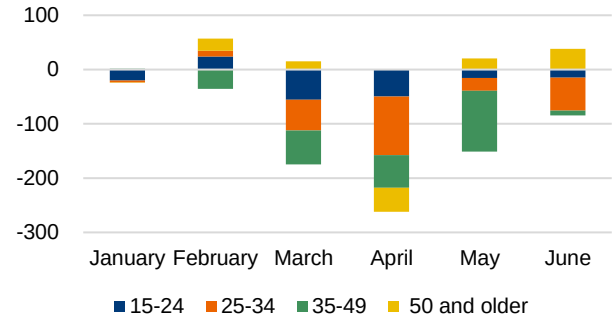
Fonte: Refinitiv Datastream

Variazioni m/m degli occupati per posizione professionale e carattere dell'occupazione (migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

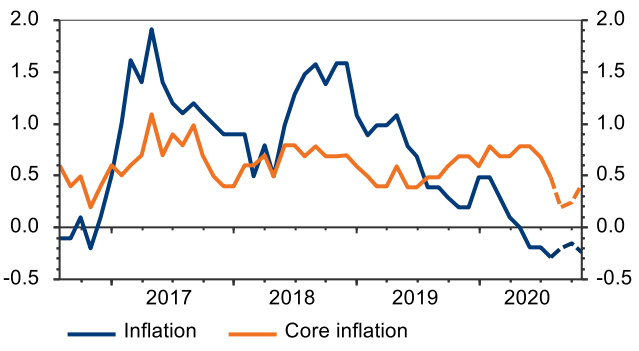
Variazioni m/m degli occupati per classi di età (migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

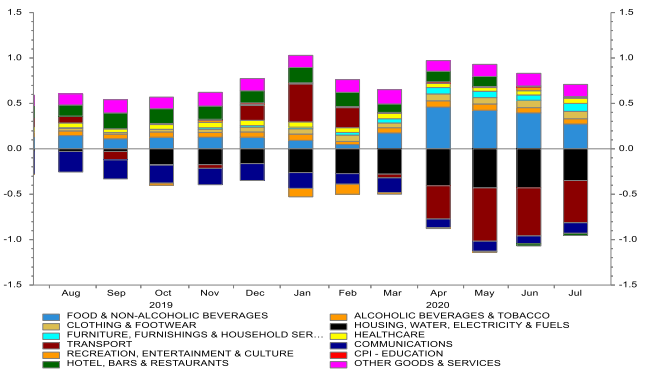
Italia. A luglio, l'inflazione in base all'indice NIC è scesa a -0,3% a/a da -0,2% precedente, con prezzi in calo di -0,1% m/m nel mese. **Al contrario, l'inflazione sull'indice IPCA è rimbalzata decisamente, a +0,9%**, da -0,4% precedente, con prezzi in calo nel mese di appena -0,6% m/m, molto meno del previsto e della stagionalità di luglio. Ciò è dovuto al **rinvio dei saldi estivi** sull'abbigliamento, posticipati di quasi un mese rispetto allo scorso anno. Sulla base dell'indice domestico, la sorpresa al ribasso è dovuta a un'ulteriore **correzione dei prezzi alimentari** (-1% m/m da -0,4% m/m di giugno, dopo i forti aumenti di aprile e maggio). Inoltre, i listini hanno continuato a scendere nelle comunicazioni (-0,7% m/m) e, in misura minore, nell'abbigliamento (-0,1% m/m) e nelle spese per abitazione, acqua, elettricità e combustibili (-0,2% m/m). Sul lato opposto, come previsto, si è registrata un'ulteriore **risalita nei trasporti** (+0,7% da +1,2% m/m precedente), trainati dai carburanti, e nelle spese per il tempo libero (+0,7% da + 0,8% m/m di giugno), per via della stagionalità di luglio. Inoltre, i prezzi sono aumentati, anche se più moderatamente, per hotel e ristoranti, beni e servizi per la casa, e nel settore "servizi sanitari e spese per la salute". Sull'IPCA, i prezzi di abbigliamento e scarpe sono diminuiti di appena -6,4% m/m, molto meno del normale a luglio. **L'inflazione *core* (al netto di energia e alimentari freschi) è calata a 0,5%** da 0,7% di giugno, quella esclusa la sola energia a 0,7% da 0,9% precedente. L'inflazione sul cosiddetto "carrello della spesa" è decelerata ulteriormente, a 1,5% da 2,1%. In prospettiva, **l'inflazione sull'indice domestico dovrebbe rimanere negativa nei prossimi mesi** (risultando probabilmente poco variata nel resto dell'anno), mentre l'effetto del rinvio dei saldi estivi sull'IPCA è temporaneo: **il gap tra i due indici dovrebbe chiudersi nel giro di pochi mesi**.

Ci aspettiamo un'inflazione (sul NIC) ancora negativa nei prossimi mesi



Fonte: Istat e previsioni Intesa Sanpaolo

Si stanno attenuando le pressioni al rialzo dagli alimentari



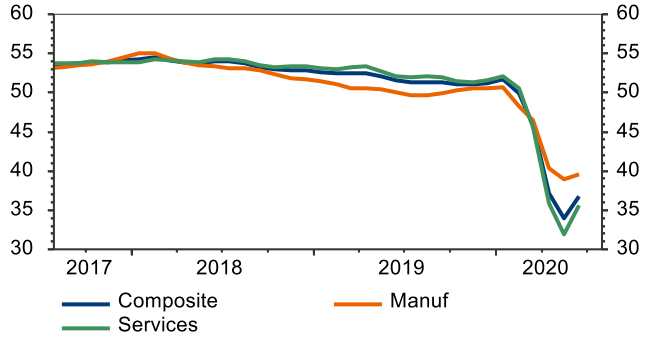
Fonte: Istat

Italia. I **prezzi alla produzione** sono saliti di +0,5% m/m a giugno: è il primo aumento congiunturale dallo scorso settembre, e il più ampio dall'ottobre del 2018. Di conseguenza, la flessione del PPI su base annua si è attenuata, a -4,5% da -5,3% precedente (minimo dal 2009). La risalita nel mese è dovuta soprattutto al mercato interno (+0,7% m/m), e nello specifico all'energia (+2,5% m/m); peraltro, i prezzi sul mercato interno, e in primo luogo quelli di prodotti energetici, restano particolarmente depressi su base annua (-6,1% e -18,6%, rispettivamente). Al netto dell'energia, il PPI sul mercato domestico risulterebbe poco variato sia nel mese che sull'anno.

Spagna. La **stima flash del PIL** nel 2° trimestre ha mostrato un forte ed inevitabile crollo a -18,5% t/t (valore ben al di sotto delle aspettative) da -5,2% t/t precedente, per una variazione tendenziale di -22,1% a/a, dopo il -4,1% a/a del 1° trimestre 2020. L'istituto di statistica riporta che i tre mesi primaverili hanno registrato una marcata flessione di tutte le componenti, ad eccezione della spesa pubblica (+0,4% t/t). I consumi delle famiglie sono scesi del -21,2% t/t, mentre gli investimenti del -21,9% t/t; nel complesso la domanda interna è scesa del -16,6% rispetto al trimestre precedente. Una flessione si è registrata, in modo simmetrico, anche per le esportazioni e le importazioni, calate rispettivamente del -33,5% t/t e del -28,8% t/t. Il settore che ha maggiormente sofferto in questo primo trimestre è senza dubbio quello dei servizi, che registra un calo del -19,1% t/t, mentre l'industria è scesa del -18,5% t/t. Ci aspettiamo un rimbalzo del PIL nel terzo trimestre, per una crescita annua negativa che dovrebbe superare il -10,0% (i rischi sulla previsione sono verso il basso).

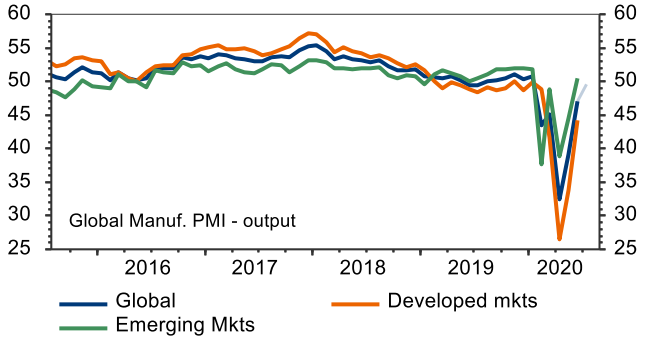
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



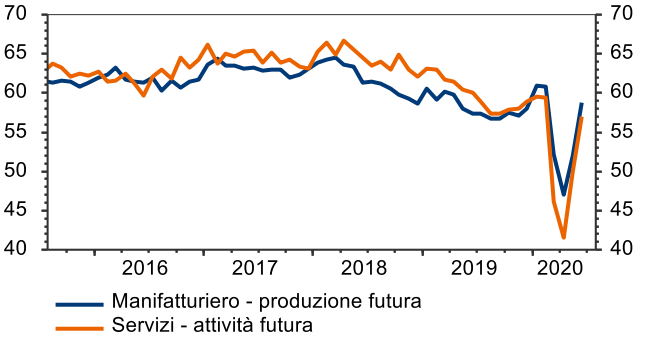
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



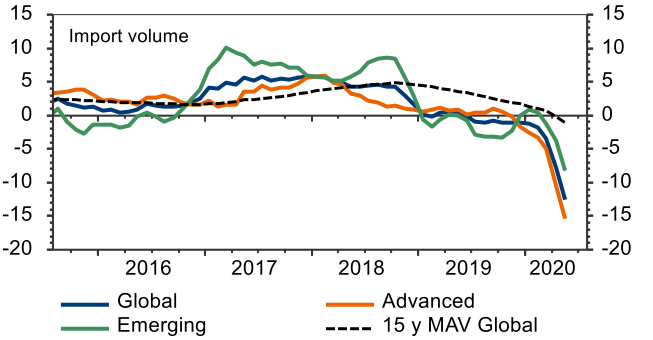
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



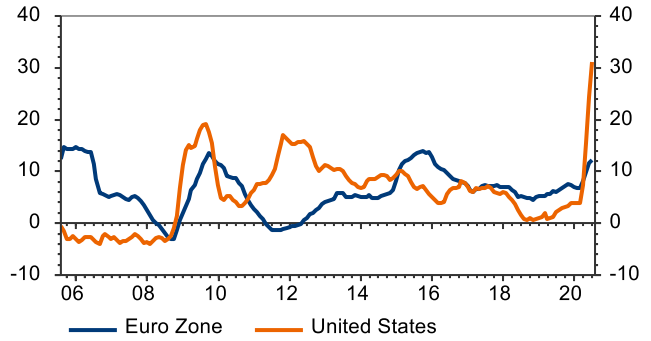
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



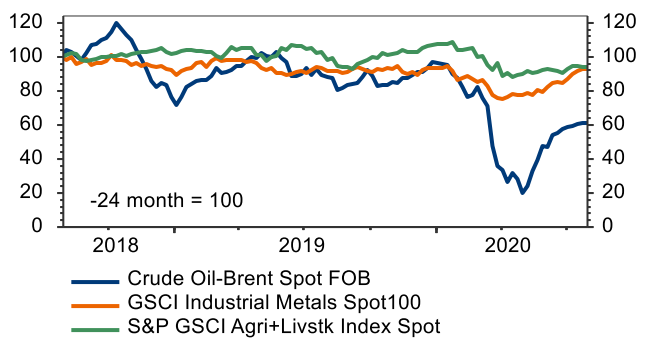
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

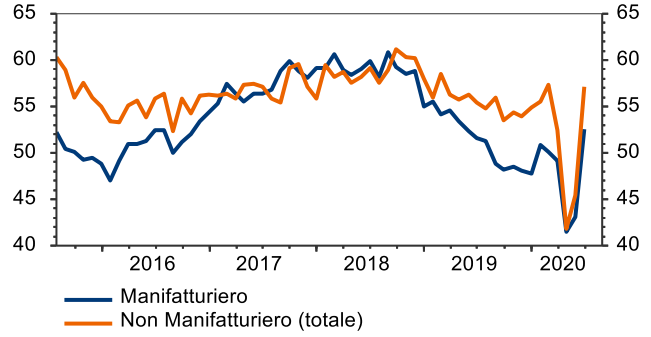
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

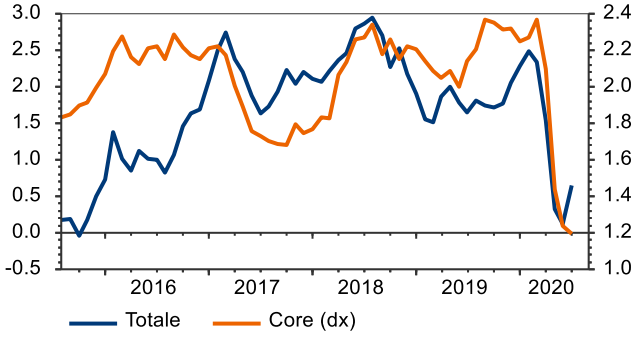
Stati Uniti

Indagini ISM



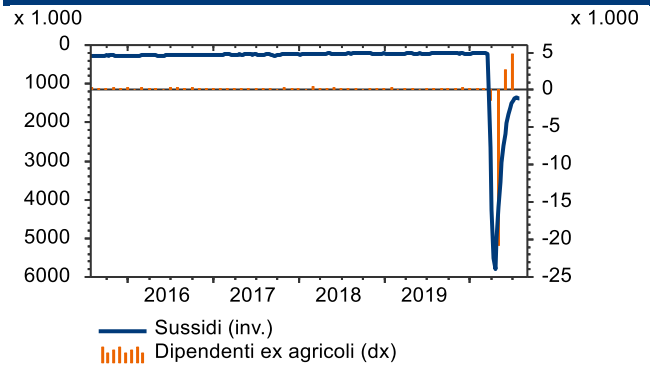
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



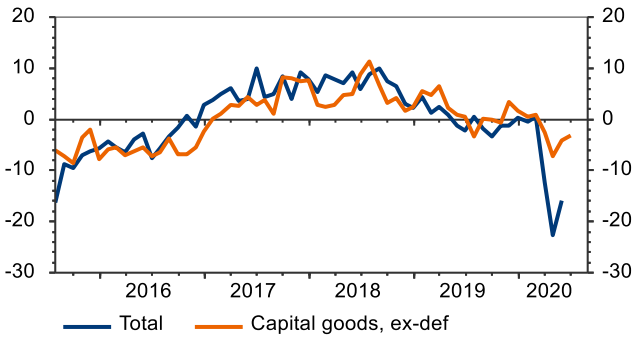
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

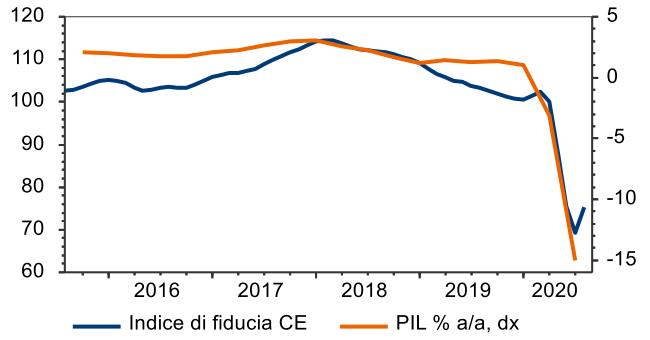
Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019			2020				2021
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti,a/a)	**2.2**	-5.2	2.4	**2.0**	**2.1**	**2.3**	**0.3**	**-9.5**	-6.2	-5.5	-3.5
- trim./trim. annualizzato				**1.5**	**2.6**	**2.4**	**-5.0**	**-32.9**	18.8	5.2	3.6
Consumi privati	**2.4**	-5.1	3.9	**3.7**	**2.7**	**1.6**	**-6.9**	**-34.6**	28.5	7.5	4.2
IFL - privati non residenziali	**2.9**	-6.5	1.3	**0.0**	**1.9**	**-0.3**	**-6.7**	**-27.0**	3.2	5.2	4.7
IFL - privati residenziali	**-1.7**	-2.6	-0.6	**-2.1**	**4.6**	**5.8**	**19.0**	**-38.7**	3.5	3.5	3.5
Consumi e inv. pubblici	**2.3**	2.1	1.0	**5.0**	**2.1**	**2.4**	**1.3**	**2.7**	1.5	1.2	1.2
Esportazioni	**-0.1**	-17.7	-3.0	**-4.5**	**0.8**	**3.4**	**-9.5**	**-64.1**	8.5	2.5	3.5
Importazioni	**1.1**	-15.8	0.5	**1.7**	**0.5**	**-7.5**	**-15.0**	**-53.4**	16.1	5.2	5.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.0**	-1.6	-0.2	**-1.1**	**-0.1**	**-0.9**	**-1.7**	**-4.9**	0.2	-0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	**-2.2**	-2.6	-2.4								
Deficit Pubblico (% PIL)	**-7.1**	-14.7	-9.2								
Debito pubblico (% PIL)	**135.5**	159.2	159.5								
CPI (a/a)	**1.8**	0.9	1.9	**1.8**	**1.8**	**2.0**	**2.1**	**0.4**	0.6	0.4	0.5
Produzione Industriale	**0.9**	-8.7	2.7	**-0.6**	**0.3**	**0.1**	**-1.7**	**-13.0**	5.2	1.5	1.0
Disoccupazione (%)	**3.7**	9.6	7.6	**3.6**	**3.6**	**3.5**	**3.8**	**13.0**	11.5	10.1	8.7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters. Per il 2° trimestre si ipotizza uno shutdown circa al 50% per un mese, al 25% per un altro mese e il ritorno ad attività normale nel terzo.

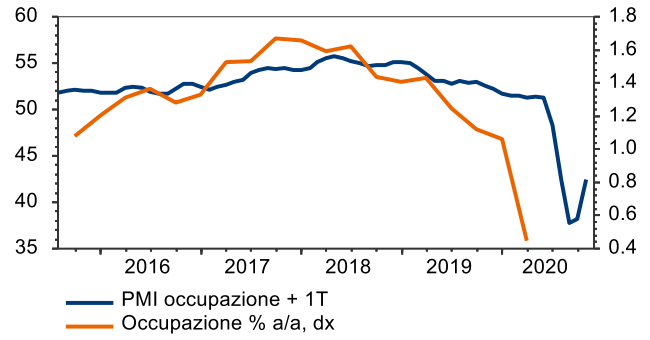
Area euro

PIL



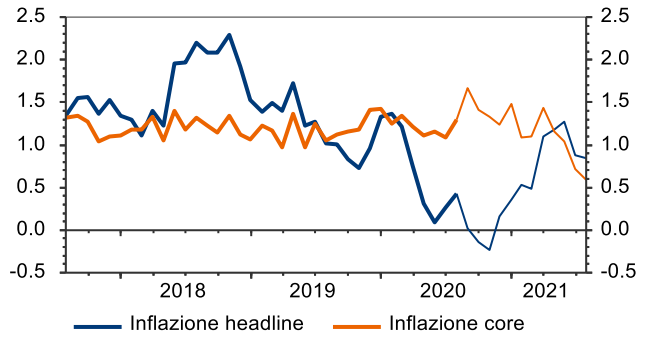
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	**1.4**	**1.4**	0.5
febbraio	**1.5**	**1.2**	0.5
marzo	**1.4**	**0.7**	1.1
aprile	**1.7**	**0.3**	1.2
maggio	**1.2**	**0.1**	1.3
giugno	**1.3**	**0.3**	0.9
luglio	**1.0**	**0.4**	0.8
agosto	**1.0**	0.0	1.4
settembre	**0.8**	-0.1	2.0
ottobre	**0.7**	-0.2	2.1
novembre	**1.0**	0.2	1.8
dicembre	**1.3**	0.4	1.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020					2021
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	**1.3**	-8.8	5.4	**1.3**	**1.4**	**1.0**	**-3.1**	-15.0	-9.9	-7.2	-2.1
- t/t				**0.2**	**0.3**	**0.0**	**-3.6**	-12.1	6.3	3.0	1.7
Consumi privati	**1.3**	-7.9	7.3	**0.2**	**0.4**	**0.1**	**-4.6**	-12.6	9.5	6.0	0.8
Investimenti fissi	**5.0**	-7.4	3.3	**0.7**	**-0.3**	**3.3**	**-1.8**	-14.8	6.4	1.4	1.8
Consumi pubblici	**1.8**	0.4	2.3	**0.5**	**0.6**	**0.3**	**-0.4**	-1.1	1.8	0.4	0.6
Esportazioni	**2.5**	-10.9	6.6	**0.0**	**0.7**	**0.1**	**-4.1**	-16.1	8.5	4.4	2.0
Importazioni	**4.0**	-7.6	6.2	**3.4**	**-2.2**	**2.4**	**-3.6**	-14.0	9.2	4.1	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.3**	-1.1	-0.1	**1.3**	**-1.4**	**0.2**	**-0.3**	-0.4	-0.4	-0.9	0.3
Partite correnti (% PIL)	**3.3**	3.7	3.6								
Deficit pubblico (% PIL)	**-0.6**	-8.6	-4.4								
Debito pubblico (% PIL)	**86.0**	102.8	99.6								
Prezzi al consumo (a/a)	**1.2**	0.4	1.3	**1.4**	**1.0**	**1.0**	**1.1**	**0.2**	0.1	0.1	0.7
Produzione industriale (a/a)	**-1.3**	-11.5	12.1	**-1.3**	**-1.6**	**-2.1**	**-6.2**	-21.9	-11.8	-6.3	0.3
Disoccupazione (%)	**7.6**	8.4	7.4	**7.6**	**7.5**	**7.4**	**7.3**	**7.7**	9.3	9.4	8.7
Euribor 3 mesi	**-0.36**	-0.39	-0.42	**-0.32**	**-0.40**	**-0.40**	**-0.41**	**-0.30**	-0.42	-0.42	-0.42

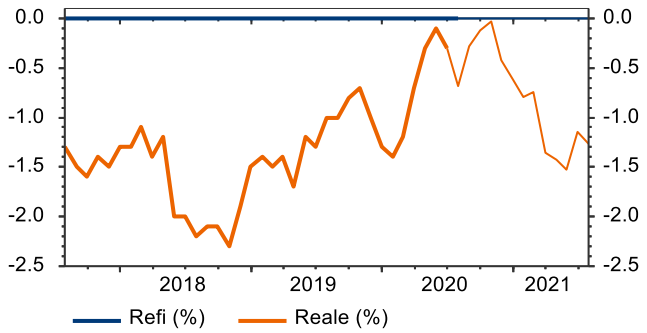
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	30/7	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.44	-0.42	-0.51	**-0.51**	-0.48	-0.47	-0.47	-0.47
Euribor 3m	-0.38	-0.36	-0.42	**-0.46**	-0.42	-0.42	-0.42	-0.43

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

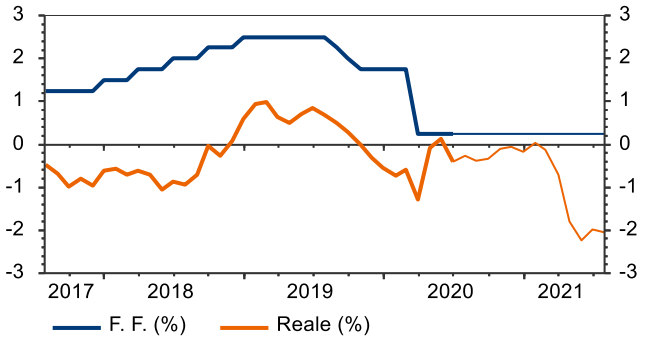


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	30/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	1.75	0.25	0.25	**0.25**	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	1.91	1.45	0.30	**0.26**	0.21	0.19	0.19	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

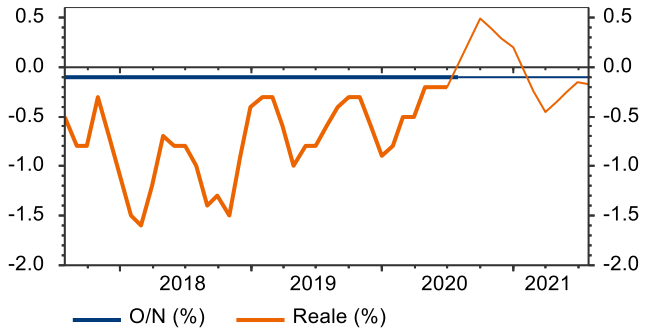


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	30/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.05	**-0.06**	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

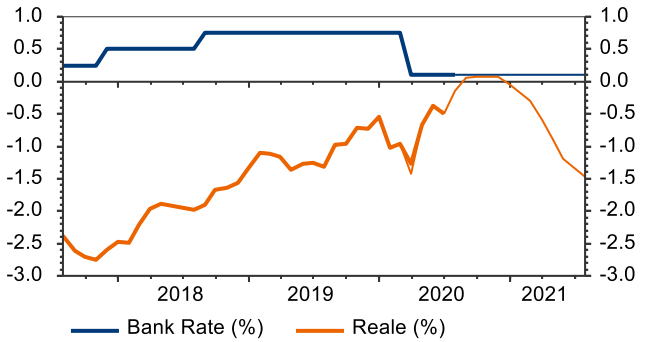


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	30/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.75	0.10	0.10	**0.10**	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.79	0.60	0.14	**0.11**	0.15	0.20	0.25	0.30

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	31/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.12	1.11	1.09	1.12	**1.1848**	1.18	1.12	1.14	1.18	1.20
USD/JPY	112	109	108	107	108	**104.68**	104	108	110	112	114
GBP/USD	1.31	1.22	1.32	1.26	1.24	**1.3119**	1.28	1.24	1.22	1.30	1.35
EUR/CHF	1.16	1.10	1.07	1.06	1.07	**1.0764**	1.07	1.05	1.06	1.10	1.15
EUR/JPY	131	121	120	116	121	**124.05**	123	121	125	132	137
EUR/GBP	0.89	0.92	0.84	0.87	0.91	**0.9028**	0.92	0.90	0.93	0.91	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-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 15a-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.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa 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		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasanpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com