

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il successo delle vaccinazioni e il sostegno delle politiche fiscali hanno avviato un rimbalzo post-pandemico trainato dai consumi, che dominerà il biennio 2021-22. La fiammata inflazionistica in corso ha una buona probabilità di rivelarsi transitoria, ma l'entità dei rischi varia in base alle condizioni locali. Il più rapido recupero dei livelli pre-crisi porterà il prossimo anno a una cauta restrizione della politica monetaria negli Stati Uniti e in Europa.

I market mover della settimana

In **area euro** il focus sarà sulle stime preliminari degli indici dei prezzi al consumo di giugno, che dovrebbero evidenziare un rallentamento dell'inflazione in Germania e in Italia, a fronte di un'accelerazione in Francia; nella media Eurozona l'inflazione è vista stabile. L'indagine di fiducia della Commissione Europea di giugno dovrebbe riportare un ulteriore miglioramento, trainato soprattutto da servizi e commercio. Si prevede un rimbalzo delle vendite al dettaglio in Francia e Germania a maggio grazie all'allentamento delle restrizioni rispetto al mese precedente. I dati sul mercato del lavoro di maggio potrebbero infine evidenziare un contenuto aumento del tasso di disoccupazione in Italia ed una sostanziale stabilizzazione nel complesso dell'area euro.

Il focus negli **Stati Uniti** sarà sull'employment report di giugno, che dovrebbe registrare una dinamica occupazionale circa in linea con quella di maggio, con una variazione di 580 mila da 559 mila. Il tasso di disoccupazione dovrebbe correggere a 5,7% e i salari dovrebbero restare su un sentiero sostenuto dagli aumenti concentrati nei settori dei servizi aggregativi. L'ISM manifatturiero di giugno dovrebbe confermare le indicazioni positive delle altre indagini del mese, con un modesto aumento dell'indice composito e persistenti indicazioni di strozzature all'offerta e rialzi dei prezzi. La fiducia dei consumatori dovrebbe essere in ulteriore ripresa a giugno. Fra i dati di maggio, la spesa in costruzioni è prevista in moderato aumento, mentre il deficit commerciale dovrebbe essere in moderato ampliamento rispetto ad aprile.

25 giugno 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Andrea Volpi
Economista - Area euro

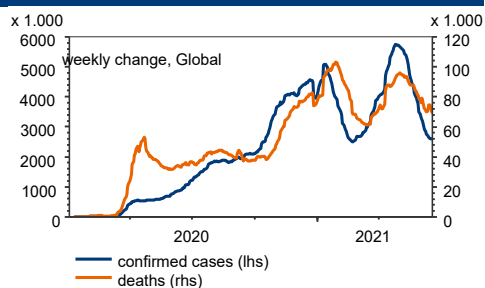
Il punto

Il successo delle vaccinazioni e il sostegno delle politiche fiscali hanno avviato un rimbalzo post-pandemico trainato dai consumi, che dominerà il biennio 2021-22. La fiammata inflazionistica in corso ha una buona probabilità di rivelarsi transitoria, ma l'entità dei rischi varia in base alle condizioni locali. Il più rapido recupero dei livelli pre-crisi porterà il prossimo anno a una cauta restrizione della politica monetaria negli Stati Uniti e in Europa.

Il calo dei casi di COVID-19 nei paesi avanzati e il rapido aumento della quota di popolazione vaccinata negli Stati Uniti e in Europa hanno dissipato i principali rischi sullo scenario di ripresa di breve termine. Mentre si accingevano ad allentare le restrizioni nei settori più sensibili al rischio sanitario, inoltre, i governi dei paesi avanzati hanno anche allentato le politiche fiscali rispetto a quanto prospettato nei budget 2021, sia per una coda di misure emergenziali più lunga del previsto, sia per l'adozione di stimoli finalizzati ad accelerare la ripresa post-pandemica.

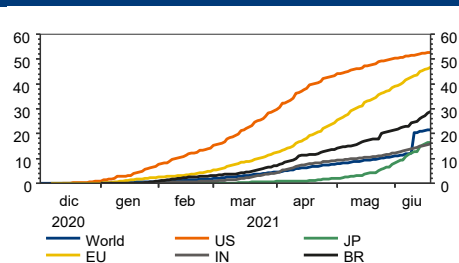
I progressi delle campagne vaccinali hanno migliorato lo scenario di breve termine

Fig. 1 - COVID-19: casi e decessi in regresso ma globalmente ancora elevati



Fonte: OurWorldInData, OMS, Refinitiv-Datastream

Fig. 2 - Quota della popolazione vaccinata contro COVID-19

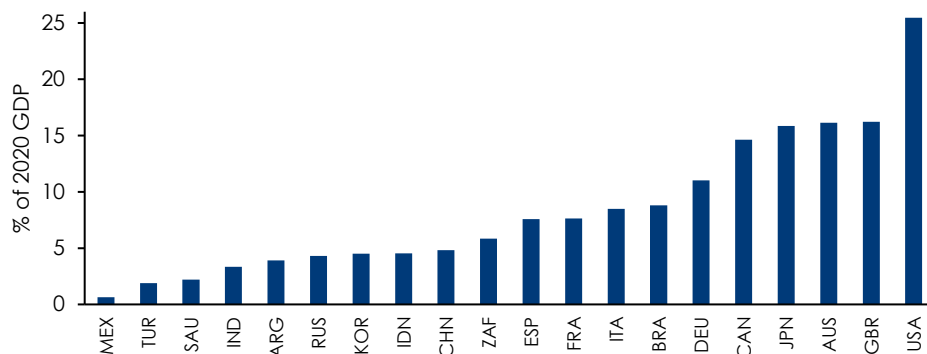


Fonte: Our World In Data, Refinitiv-Datastream

Nel *Fiscal Monitor* dello scorso aprile, il FMI calcolava che le misure di stimolo annunciate dall'inizio della pandemia sino allo scorso marzo hanno superato il 25% del PIL 2020 negli Stati Uniti, il 15% in Giappone, Regno Unito, Canada e Australia e si sono collocate fra il 5 e il 10% nei principali paesi dell'Eurozona (Fig. 3). Le notizie sulla pandemia e sulle politiche fiscali hanno condotto negli ultimi mesi a una nuova revisione al rialzo delle proiezioni di consenso relative alla crescita del PIL mondiale nel 2021, ma molto disomogenea. La media globale calcolata da Consensus Economics è salita di 0,5 punti percentuali, con un incremento di un punto percentuale per gli Stati Uniti, di 0,5 per l'America Latina, ma poco o nulla per Eurozona e Estremo Oriente.

La revisione delle proiezioni non è omogenea: negli Stati Uniti è amplificata da fattori fiscali

Fig. 3 - Dimensione dello stimolo fiscale durante la crisi COVID secondo il Fondo Monetario Internazionale

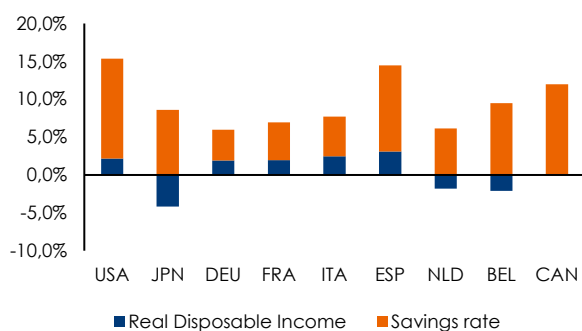


Nota: include le misure annunciate fra il gennaio 2020 e il marzo 2021. Fonte: adattato da IMF, *Fiscal Monitor*, April 2021, Fig. 1.7.3

Il recupero dei livelli pre-crisi del PIL è ora atteso nel 2021 negli Stati Uniti e in Canada, a fine 2021 nel Regno Unito, nel 2022 in Giappone e nell'Eurozona (ma con un quadro molto differenziato per Paese: la Germania è attesa recuperare i livelli di fine 2019 già nell'ultimo trimestre di quest'anno, la Francia nel 2° trimestre del 2022, Italia e Spagna solo nella seconda metà del 2022).

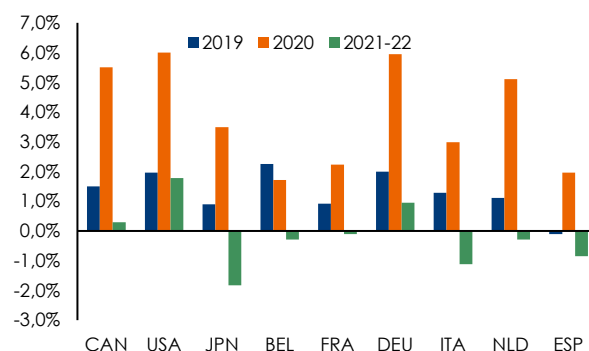
Nei maggiori paesi avanzati, i deficit pubblici dovrebbero iniziare a ridimensionarsi più drasticamente dal 2022, quando è previsto un calo di ben 5 punti percentuali; nel 2021 ci attendiamo una riduzione di appena 1,3 punti, da 11,1% a 9,8%. Il miglioramento dei saldi fiscali rifletterà una riduzione adattativa delle misure di sostegno ai redditi, che tanta parte hanno giocato durante la crisi pandemica, la ripresa delle entrate tributarie e la cessazione delle misure emergenziali e di rilancio. La riduzione dei trasferimenti alle famiglie avverrà in contemporanea al recupero dei redditi da lavoro, e non dovrebbe perciò avere impatti negativi sui consumi. Inoltre, tale processo sarà accompagnato da un ritorno della propensione al risparmio sui livelli pre-crisi, altro fattore che mitiga i rischi per la ripresa. In effetti, il calo della propensione al risparmio fornirà il contributo prevalente al rimbalzo dei consumi privati nel biennio 2021-22 (v. Fig. 4).

Fig. 4 – Contributi alla crescita cumulata 2021-22 dei consumi privati (in % dei consumi 2020)



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il rimbalzo prociclico della produttività frenerà la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto



Nota: salari per unità di PIL, variazione percentuale nel periodo indicato.
Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo

Già lo scorso marzo notavamo che la ripresa molto rapida della domanda di beni aveva trovato limiti nel sistema internazionale dei trasporti e nella carenza di capacità produttiva in alcuni comparti. Inoltre, l'aspettativa di un ciclo globale di investimenti pubblici orientato alla decarbonizzazione ha creato attese di rincari per alcuni metalli industriali, i cui prezzi sono ora ampiamente sopra i livelli pre-crisi. Questi colli di bottiglia hanno generato un effetto domino sulle filiere produttive, ove sempre più imprese segnalano allungamenti dei tempi di consegna e rincari dei costi – non più soltanto in Europa e Stati Uniti, ma ormai anche in Asia (Fig. 7). Nelle indagini congiunturali inizia a emergere qualche evidenza che ciò rappresenti un freno alla crescita della produzione manifatturiera in alcuni comparti.

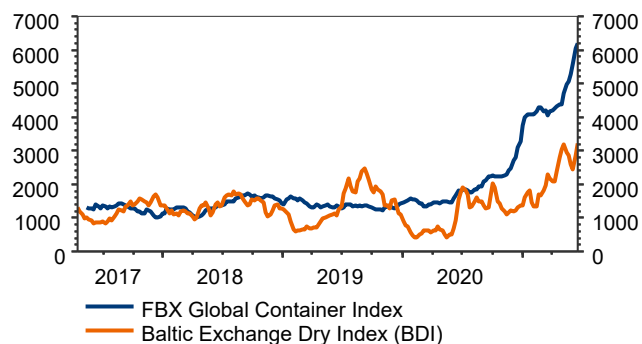
Tuttavia, tutto ciò ha poco a che fare con la ripresa dell'inflazione osservata recentemente. Quest'ultima è legata soprattutto al ritorno dei prezzi dell'energia ai livelli pre-crisi e, per un'altra parte, alla normalizzazione dei prezzi nei servizi colpiti dalle restrizioni o ad altri fattori locali (per es., la temporanea riduzione dell'IVA in Germania). In effetti, il potenziale inflazionistico degli shock di prezzo sui beni primari o sui trasporti è limitato. Il valore della produzione totale nelle economie avanzate è dominato dalla componente salariale (25-30%), dai servizi (20-25%) e dal margine operativo lordo (20-25%); il costo degli input primari incide per meno del 3%, mentre il totale dei manufatti incide per circa il 15%; tutti i servizi di trasporto, magazzino e distribuzione commerciale incidono per l'8%. Nei servizi, la quota di salari e margine operativo lordo supera il

La normalizzazione della politica fiscale è rinviata al 2022

Le tensioni nelle filiere produttive non accennano ancora a rientrare

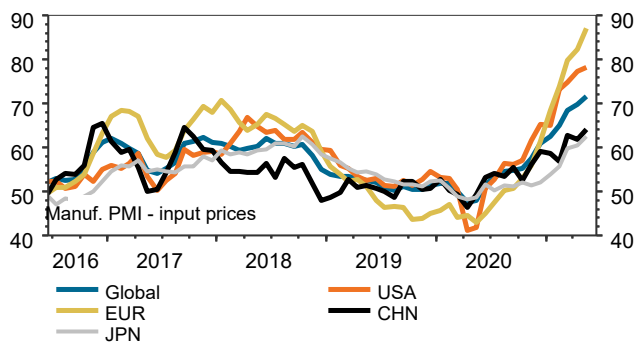
60% e il contributo degli input materiali e dei trasporti supera di poco il 10%. Perciò, anche ipotizzando che la natura comune dello shock e lo stato della domanda favoriscano il trasferimento ai prezzi di vendita, è difficile che ne derivi un processo inflattivo persistente senza accelerazione degli aumenti salariali e un innalzamento strutturale delle aspettative. Questi due fattori si declineranno diversamente a seconda dello stato del ciclo economico locale.

Fig. 6 - Continuano la pressione sui noli marittimi...



Fonte: Freightos, Refinitiv-Datastream

Fig. 7 - ...e le tensioni sui costi dei beni intermedi



Fonte: IHS Markit

Per quanto concerne i salari, mentre in Europa non vi è alcun segnale di accelerazione della dinamica, negli Stati Uniti la situazione è meno tranquilla, anche per l'aumento del *reservation wage* connesso al regime speciale transitorio per i sussidi di disoccupazione e per fenomeni di disallineamento fra domanda e offerta di manodopera. La riduzione della mobilità internazionale dovuta alle restrizioni sanitarie potrebbe incidere sul costo del lavoro in alcuni comparti. Globalmente, però, riteniamo che la quota di forza lavoro disoccupata non tornerà ai livelli pre-crisi prima del 2022, un fattore che appare difficilmente conciliabile con pressioni salariali generalizzate. Inoltre, il rimbalzo ciclico della produttività dovrebbe essere dominante sugli aumenti salariali (Fig. 5). Le aspettative rilevate dalle indagini congiunturali mostrano una notevole diffusione delle intenzioni di aumentare i prezzi, ma ciò non si rifletterà necessariamente in un'elevata intensità degli aumenti, e il fenomeno potrebbe sfociare in revisioni *una tantum* dei prezzi piuttosto che in uno spostamento verso l'alto del sentiero dell'inflazione.

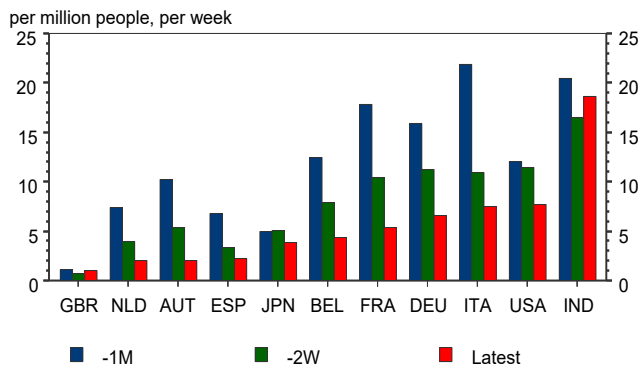
L'atteggiamento delle banche centrali coincide oggi con la nostra interpretazione. Tuttavia, l'avvio della ripresa post-pandemica, la riduzione dei rischi di breve termine e la prospettiva di un sostegno fiscale più intenso e duraturo di quanto atteso rendono più probabile che lo stimolo monetario venga ridotto entro l'orizzonte di previsione. I tempi dovrebbero essere più rapidi negli Stati Uniti, ove l'inflazione implicita nella curva è già sopra i livelli coerenti con l'obiettivo Fed e il riassorbimento della crisi si prospetta più veloce. Nell'Eurozona, invece, l'inflazione implicita resta bassa rispetto all'obiettivo BCE e i livelli pre-crisi del PIL non saranno recuperati prima del 2022. Lo scenario di base include una riduzione degli acquisti netti Fed nel 2022 e la chiusura degli acquisti netti PEPP dall'aprile 2022 (quest'ultima, temperata da un incremento temporaneo di quelli APP). Invece, ipotizziamo che non vi sia alcun rialzo dei tassi ufficiali fino al 2023, anno in cui potrebbero iniziare a salire negli Stati Uniti.

Soltanto aspettative e rinnovi salariali possono rendere persistente l'aumento dell'inflazione. Le prospettive variano da paese a paese. L'impatto dei rincari salariali sarà compensato dal rimbalzo della produttività

Lo stimolo monetario si ridurrà sia negli Stati Uniti, sia nell'area euro, ma soltanto dal 2022, e con cautela

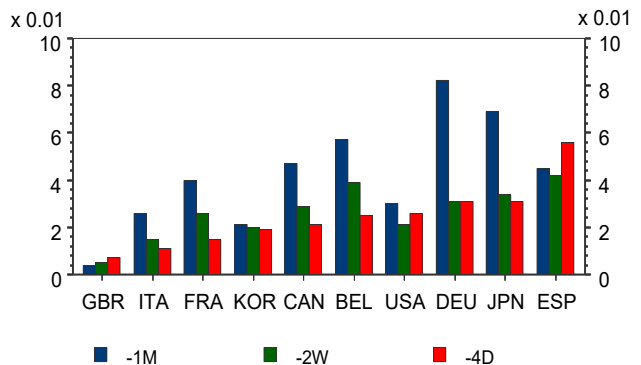
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



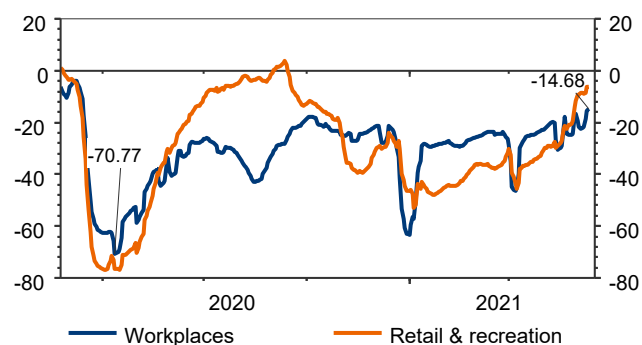
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



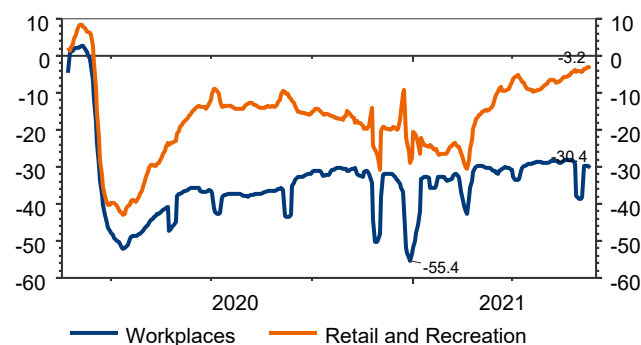
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



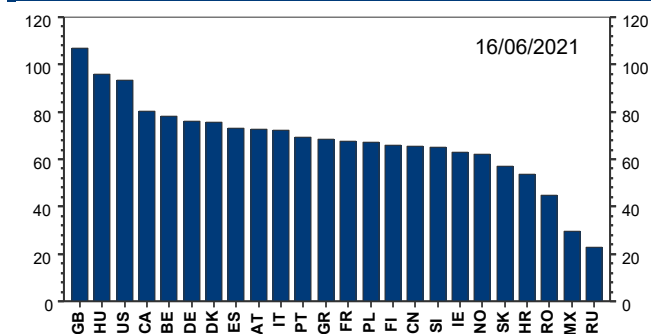
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



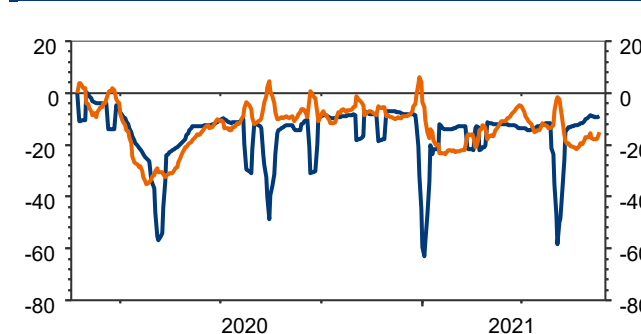
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

In **area euro** il focus sarà sulle stime preliminari degli indici dei prezzi al consumo di giugno, che dovrebbero evidenziare un rallentamento dell'inflazione in Germania e in Italia, a fronte di un'accelerazione in Francia; nella media Eurozona l'inflazione è vista stabile. L'indagine di fiducia della Commissione Europea di giugno dovrebbe riportare un ulteriore miglioramento, trainato soprattutto da servizi e commercio. Si prevede un rimbalzo delle vendite al dettaglio in Francia e Germania a maggio grazie all'allentamento delle restrizioni rispetto al mese precedente. I dati sul mercato del lavoro di maggio potrebbero infine evidenziare un contenuto aumento del tasso di disoccupazione in Italia ed una sostanziale stabilizzazione nel complesso dell'area euro.

Il focus negli **Stati Uniti** sarà sull'employment report di giugno, che dovrebbe registrare una dinamica occupazionale circa in linea con quella di maggio, con una variazione di 580 mila da 559 mila. Il tasso di disoccupazione dovrebbe correggere a 5,7% e i salari dovrebbero restare su un sentiero sostenuto dagli aumenti concentrati nei settori dei servizi aggregativi. L'ISM manifatturiero di giugno dovrebbe confermare le indicazioni positive delle altre indagini del mese, con un modesto aumento dell'indice composito e persistenti indicazioni di strozzature all'offerta e rialzi dei prezzi. La fiducia dei consumatori dovrebbe essere in ulteriore ripresa a giugno. Fra i dati di maggio, la spesa in costruzioni è prevista in moderato aumento, mentre il deficit commerciale dovrebbe essere in moderato ampliamento rispetto ad aprile.

Martedì 29 giugno

Area euro

- **Area euro.** Le **indagini di fiducia della Commissione Europea** di giugno dovrebbero evidenziare un miglioramento dell'indice ESI di fiducia economica a 116,5 da 114,5 precedente trainato soprattutto da commercio e servizi, i settori che più dovrebbero aver beneficiato dell'alleggerimento delle restrizioni in corso in tutta l'Eurozona. L'indice sui servizi dovrebbe quindi salire a 14,5 da 11,3 precedente mentre quello relativo all'industria potrebbe portarsi a 12,0 da 11,5 di maggio, confermandosi su livelli superiori alla media di lungo periodo e coerente con una solida ripresa dell'attività nel settore. La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare il rialzo a -3,3 emerso dalla lettura preliminare.
- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe indicare che a giugno i **prezzi al consumo** sono cresciuti di quattro decimi sia sull'indice domestico, che sull'armonizzato. La tendenza annua è attesa rallentare di due decimi sull'indice nazionale, al 2,3% a/a, e di tre decimi sull'armonizzato, al 2,1% a/a. Il confronto statistico dovrebbe portare l'inflazione oltre il 3% nel secondo semestre 2021 (il taglio dell'IVA è entrato in vigore il 1° luglio 2020), con possibili picchi oltre il 3,5%; l'effetto-IVA causerà un gradino al ribasso da gennaio. In sintesi, la media 2021 è attesa salire al 2,6% (2,7% sull'armonizzato) per poi tornare sotto il 2% il prossimo anno.
- **Francia.** Il **tasso di disoccupazione** è atteso risalire ad almeno 8,4% nel 1° trimestre 2021, dopo che la rilevazione precedente aveva mostrato un calo a sorpresa a 8% nel 4° trimestre 2020 dal 9,1% del 3° trimestre 2020. L'effetto-partecipazione, che aveva compresso il tasso dei senza-lavoro a fine 2020, dovrebbe agire in senso contrario nel 2021. Stimiamo una disoccupazione poco sopra il 9% nel biennio 2021-22. I rischi sulla previsione sono verso il basso.
- **Francia.** In giugno la **fiducia dei consumatori** dovrebbe far registrare il terzo progresso da inizio anno, portandosi a ridosso del livello medio di lungo periodo. Il morale dovrebbe beneficiare del miglioramento della percezione della propria situazione finanziaria e di una accresciuta propensione agli acquisti.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a giugno è prevista in rialzo a 119 da 117,2 di maggio. Le aspettative dovrebbero essere in ripresa a 102 da 99,1 di maggio,

mentre la situazione corrente dovrebbe flettere dopo l'ampio rialzo del mese scorso a 144,3. L'indagine dovrebbe rilevare un crescente ottimismo riguardo alla valutazione del mercato del lavoro, con indicazioni in linea con un ulteriore calo del tasso di disoccupazione.

Mercoledì 30 giugno

Area euro

- **Area euro.** La **stima flash** di giugno dovrebbe indicare un'**inflazione** stabile al 2% a/a. Il mese corrente segnerebbe una battuta d'arresto dei prezzi dell'energia (a +11,8% a/a da +13,1% a/a precedente), a cui potrebbe contrapporsi una tendenza lievemente rialzista dell'inflazione sottostante (a 1% a/a da 0,9% a/a di maggio). Sul mese, i prezzi sono attesi in aumento di tre decimi. L'indice generale dovrebbe risalire all'1,9% in media d'anno nel 2021, per moderare all'1,5% nel 2022. Di contro, l'indice core seguirà una dinamica opposta, con un'accelerazione di 1,3% attesa nel 2022 dopo il +1,2% atteso quest'anno, sulla scia della ripresa del mercato del lavoro. I rischi sulla previsione sono orientati verso l'alto.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso stabile al 6,0%. Il tasso dei senza lavoro calerà nei prossimi mesi, sulla scia della ripresa economica; si tornerà sotto i livelli pre-crisi però verosimilmente solo a inizio 2023, a causa della ripresa del tasso di partecipazione. I rischi sulla previsione sono al ribasso.
- **Francia.** Dopo la rilevazione di aprile, fortemente negativa (-8,3% m/m) per via delle disposizioni di chiusura degli esercizi commerciali non essenziali, la spesa per **consumi** potrebbe mostrare un rimbalzo a maggio, stimiamo di almeno +6,5% m/m. Il recupero dovrebbe continuare nei prossimi mesi sulla scia dell'ulteriore allentamento delle restrizioni.
- **Francia.** La stima flash dell'**inflazione** di giugno è attesa nuovamente in accelerazione sia sull'indice nazionale, all'1,6% dall'1,4% di maggio, che sull'indice armonizzato, all'1,9% dall'1,8% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di due decimi su entrambe le misure. In prospettiva, il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,4% sull'indice nazionale e 1,6% sull'armonizzato.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa rallentare di un decimo a giugno, a 1,2% sull'indice domestico e a 1,1% sulla misura armonizzata UE. Nel mese i prezzi sono visti in crescita di un decimo sul NIC e stabili sull'IPCA; i rincari sull'indice nazionale dovrebbero venire soprattutto dai trasporti ed essere confinati alle componenti più volatili. L'inflazione core è attesa a 0,1% a/a, anch'essa in rallentamento di un decimo rispetto al mese precedente. Il CPI potrebbe tornare ad aumentare nei prossimi mesi, sulla scia degli ulteriori rincari delle materie prime soprattutto energetiche; il picco potrebbe essere toccato a settembre (a 1,7% sul NIC). I rischi sullo scenario di inflazione restano al momento verso l'alto.

Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** di giugno è prevista dal consenso a 475 mila da 978 mila di maggio.

Giovedì 1° luglio

Area euro

- **Area euro.** La **stima finale dell'indice PMI manifatturiero di giugno** dovrebbe confermare la stabilizzazione sul massimo storico di 63,1 evidenziata dalla lettura preliminare. L'indice manifatturiero italiano è invece previsto a 62,4, poco variato sui massimi storici.
- **Area euro.** Prevediamo un tasso di **disoccupazione** invariato all'8,0% a maggio. Le indagini di fiducia stanno offrendo segnali di ripresa delle assunzioni sull'onda della ripartenza dell'attività economica ma per un più significativo trend di calo potrebbe essere necessario attendere il 2022.

- **Germania.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero mostrare un rimbalzo in maggio, stimiamo di +2,7% m/m, dopo il -6,8% m/m di aprile. Rispetto a un anno prima le vendite saranno più basse di 2,2%. Il morale delle famiglie tedesche, oramai al di sopra della media di lungo periodo, e gli indicatori di mobilità, anticipano un'accelerazione dei consumi nel mese corrente. Se confermato, il dato di maggio lascerebbe le vendite in rotta per un aumento di 3,3% nel 2° trimestre da -5,5% t/t del primo.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe aumentare di un decimo a 10,8% a maggio, sulla scia soprattutto dell'ulteriore recupero del tasso di attività, mentre potrebbe continuare la tendenza vista negli ultimi mesi di una ripresa dell'occupazione, soprattutto temporanea. A nostro avviso, il tasso dei senza-lavoro potrebbe toccare un picco poco sopra l'11% tra fine 2021 e inizio 2022.

Stati Uniti

- La **spesa in costruzioni** a maggio dovrebbe essere in rialzo di 0,3% m/m dopo 0,2% m/m di aprile. Le indicazioni dell'employment report puntano a un aumento moderato nel settore residenziale e a un rialzo marginale in quello non residenziale.
- L'**ISM manifatturiero** a giugno è previsto in aumento a 61,4 da 61,2 di maggio. Il PMI flash di giugno ha registrato un modesto incremento, con un rialzo della produzione e dell'occupazione, a fronte di segnali di modesto rallentamento dei vincoli dal lato dell'offerta. Il settore dovrebbe proseguire sul sentiero di espansione, pur frenato parzialmente dalle strozzature all'offerta ancora diffuse.

Venerdì 2 luglio

Stati Uniti

- L'**employment report** di giugno dovrebbe dare informazioni positive sul mercato del lavoro. Gli occupati non agricoli sono previsti in aumento di 580 mila dopo 559 mila di maggio, con una modesta reazione dell'occupazione alla fine delle integrazioni federali in circa metà degli Stati a giugno. La domanda di lavoro nei settori dei servizi aggregativi, tornati circa ai livelli di attività pre-COVID, dovrebbe rimanere parzialmente insoddisfatta, con pressioni verso l'alto sui salari della parte bassa della distribuzione. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare a 5,7% da 5,8%, con un aumento solo marginale della forza lavoro, ancora in deficit di circa 3,5 mln di partecipanti rispetto a febbraio 2020. I salari orari sono attesi in rialzo di 0,4% m/m, dopo 0,5% m/m, spinti ancora dalle distorsioni di composizione della crescita occupazionale maggiormente concentrata nei settori dei servizi ricreativi.
- La **bilancia commerciale** a maggio dovrebbe registrare un ampliamento del deficit a -71,3 mld, da -68,9 mld di aprile, sulla scia dell'aumento delle importazioni a fronte di un calo dell'export registrato dai dati della bilancia commerciale dei beni.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (28 giugno – 2 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Mar 29/6	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mag	2.8	%	2.9
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		mag	1.1		1.1
	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mag	11.9 (12.0)	%	7.9
	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T1	8.0	%	8.4
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		giu	97		100
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		giu	2.4	%	
	10:30	GB	Credito al consumo		mag	-0.377	Mld £	
	11:00	EUR	Fiducia industria		giu	11.5		12.0
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	giu	114.5		116.2
	11:00	EUR	Fiducia servizi		giu	11.3		14.5
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		giu	prel -3.3		-3.3
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	giu	2.4	%	2.2
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	giu	0.3	%	0.4
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	giu	2.6	%	2.3
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	giu	0.5	%	0.4
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		apr	13.3	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		apr	1.4	%	
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	giu	117.2		118.8
Mer 30/6	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		mag	2.9	%	-2.4
	03:00	CN	PMI non manifatturiero - NBS		giu	55.2		
	03:00	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	giu	51.0		50.7
	03:00	CN	PMI composito - Caixin		giu	54.2		
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		giu	34.1		
	08:00	GER	Prezzi import a/a		mag	10.3	%	11.3
	08:00	GB	PIL t/t finale		T1	prel -1.5	%	-1.5
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	mag	-8.3	%	6.5
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	giu	1.8	%	1.9
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	giu	-15	x1000	-16
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		giu	6.0	%	5.9
	10:00	ITA	PPI a/a		mag	6.5	%	
	10:00	ITA	PPI m/m		mag	1.1	%	
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	giu	1.3	%	1.2
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	giu	0.0	%	0.1
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	giu	1.2	%	1.1
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	giu	-0.1	%	0.0
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	giu	2.0	%	1.9
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	giu	0.9	%	0.9
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		giu	978	x1000	475
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	giu	75.2		72.0

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

Calendario dei dati macroeconomici (28 giugno – 2 luglio) - continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Gio	1/7	GIA	Tankan, grandi imprese non manifat.	**	T2	-1	3		
			Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T2	5	15		
		02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		giu	prel 51.5		
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	giu	52.0	51.8	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	-5.5 %	5.0	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		mag	4.4 %		
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	giu	62.3	62.1	62.4
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		giu	prel 58.6	58.6	
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	giu	prel 64.9	64.9	
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	mag	10.7 %		10.8
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	giu	prel 63.1	63.1	63.1
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	giu	64.2		
		11:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T1	5.2 %		
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	mag	8.0 %	8.0	8.0
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	411 x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.390 Mln		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		giu	62.6		
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	giu	61.2	61.0	61.4	
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		mag	0.2 %	0.5	0.3	
Ven	2/7	EUR	PPI a/a		mag	7.6 %	9.5		
			Salari orari m/m		giu	0.5 %	0.4	0.4	
			Tasso di disoccupazione	**	giu	5.8 %	5.7	5.7	
			Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	giu	559 x1000	600	580	
			Bilancia commerciale		mag	-68.9 Mld \$	-70.3	-71.3	
			Ordinativi industriali m/m		mag	-0.6 %	1.3		
			Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mag	prel 2.3 %			
			Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	mag	prel 0.3 %			

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 (28 giugno – 4 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	28/6	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di giugno
		GB	Discorso di Haldane (BoE)
		EUR	Discorso di Weidmann (BCE)
		USA	Discorso di Williams (Fed)
		EUR	Discorso di Guindos (BCE)
Mar	29/6	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		EUR	Discorso di Weidmann (BCE)
Mer	30/6	GB	Discorso di Haldane (BoE)
Gio	1/7	GB	* Intervento di Bailey (BoE)
		GB	* Intervento di Bailey (BoE)
Ven	2/7	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Sab	3/7	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
Dom	4/7	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)

Note: (**) molto importante; (*) importante

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

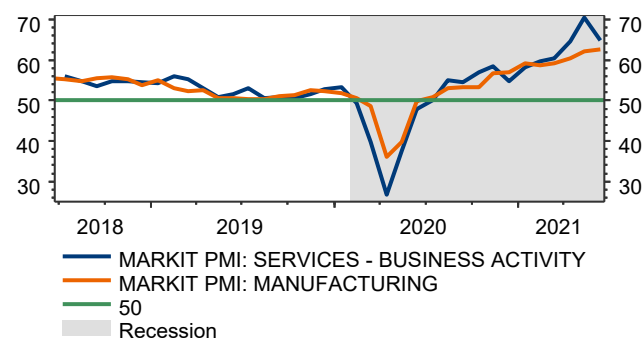
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mag	5.85	Mln	5.72	5.80
Saldo partite correnti	T1	-175.1	(-188.5) Mld \$	-206.8	-195.7
Markit PMI Composito prelim.	giu	68.7			63.9
Markit PMI Manif. prelim.	giu	62.1		61.5	62.6
Markit PMI Servizi prelim.	giu	70.4		70.0	64.8
Vendite di nuove case (mln ann.)	mag	0.817	(0.863) Mln	0.870	0.769
Richieste di sussidio	settim	418	(412) x1000	380	411
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.534	(3.518) Mln	3.470	3.390
PLI t/t ann. finale	T1	6.4	%	6.4	6.4
Deflatore consumi core t/t finale	T1	2.5	%	2.5	2.5
PLI, deflatore t/t ann. finale	T1	4.3	%	4.3	4.3
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mag	-0.8	(-1.3) %	2.8	2.3
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mag	1.7	(1.0) %	0.8	0.3
Bilancia commerciale prelim	mag	-85.73	Mld \$		-88.11
Deflatore consumi (core) a/a	mag	3.1	%	3.4	
Deflatore consumi a/a	mag	3.6	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	mag	0.5	%	0.4	
Redditi delle famiglie m/m	mag	-13.1	%	-2.5	
Deflatore consumi (core) m/m	mag	0.7	%	0.6	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	giu	86.4		86.5	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

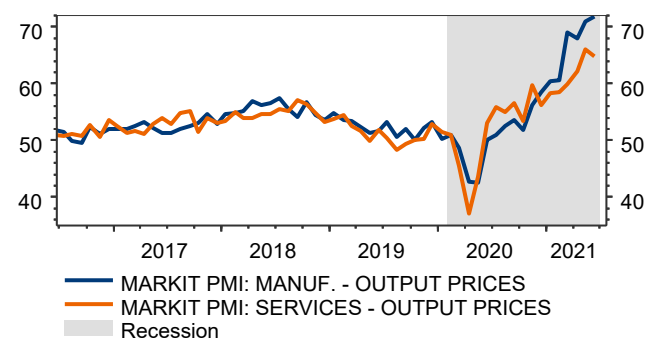
Il **PMI manifatturiero** flash a giugno aumenta a 62,6 da 61,5 di maggio, con indicazioni generalmente positive. Diverse componenti segnalano un rallentamento del ritmo di espansione della domanda, con correzioni degli ordini a 63,4 da 65,3, degli ordini dall'estero a 54,6 da 56,7, degli ordini inevasi a 60,6 da 63,6. Per quanto riguarda l'offerta, si registrano invece miglioramenti, con incrementi per l'occupazione, a 53,9 da 53,3, e la produzione a 59,2 da 58,1. Sul fronte dei prezzi, tuttavia, il trend verso l'alto prosegue, con un rialzo a 71,8 da 70,9, nuovo massimo per la serie. Per i **servizi**, l'indice composito cala a 64,8 da 70,1, con uno spaccato dell'indagine misto. L'occupazione corregge a 55 da 56,1 e l'attività rallenta a 64,8 da 70,4, ma gli ordini inevasi aumentano a 53,5 da 52,8. Un segnale positivo viene dagli indicatori dei prezzi, con i prezzi degli input a 74,7 da 77,1 e quelli di vendita a 64,9 da 66,1. L'indice **composito** corregge a 63,9 da 68,7, riavvicinandosi ai livelli di aprile (63,5), ma sempre ampiamente al di sopra dei livelli visti fino a marzo, prima della riapertura delle attività e della diffusione dei vaccini. Le indicazioni dell'indagine sono in linea con la previsione di una netta accelerazione della crescita nel 2° trimestre.

PMI manifatturiero in modesto aumento, PMI servizi in calo a giugno, ma sempre su livelli ampiamente espansivi



Fonte: Refinitiv-Datastream

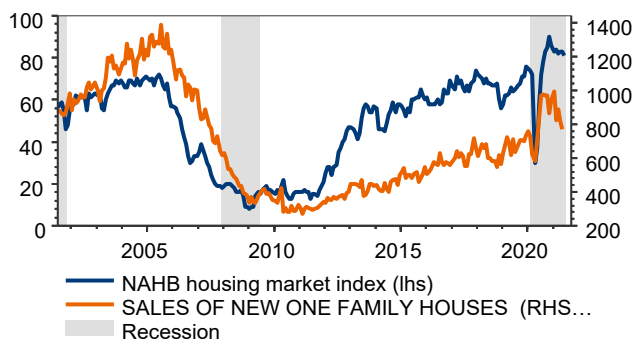
Prezzi pagati ancora in accelerazione nel manifatturiero, in modesto rallentamento nei servizi



Fonte: Refinitiv-Datastream

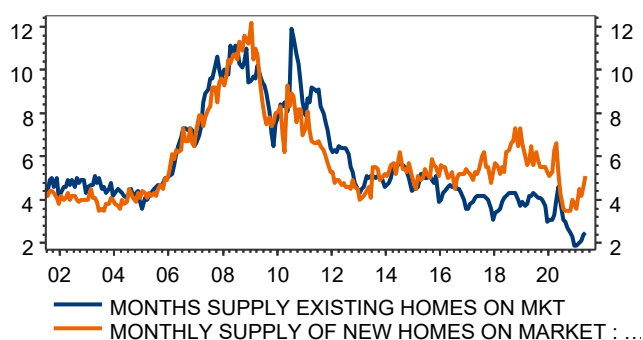
Le **vendite di case nuove** a maggio correggono di -5,9% m/m (9,2% a/a), scendendo a 769 mila da 819 mila di aprile. Il calo delle vendite determina un incremento delle scorte di case a 5,1 mesi, in netto rialzo rispetto al trend dell'ultimo anno. L'attività nel settore immobiliare rimane frenata dalla scarsità di offerta e dai rialzi dei prezzi.

Fase di stabilizzazione per il mercato immobiliare residenziale, sulla scia di scarsità di offerta e prezzi elevati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

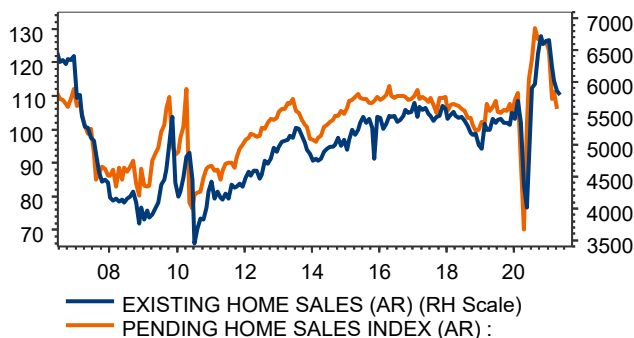
Il rallentamento delle vendite permette un moderato recupero delle scorte



Fonte: Refinitiv-Datastream

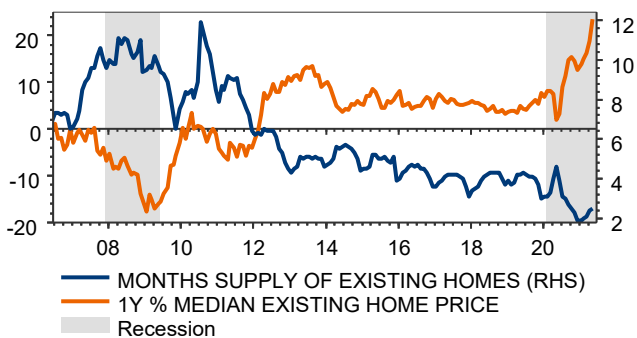
Le **vendite di case esistenti** a maggio correggono di -0,9% m/m (44,6% a/a), calando a 5,8 mln. Il modesto calo di maggio lascia le vendite vicine al livello pre-pandemia, ed evidenzia i vincoli derivanti dalla scarsità di offerta che continua a dominare lo scenario del mercato immobiliare residenziale. Le scorte di case sono pari a 2,5 mesi e l'89% delle unità vendute è rimasto sul mercato per meno di un mese. I prezzi continuano ad aumentare, con una variazione del prezzo mediano di 23,6% a/a, da 19% di aprile. Secondo il chief economist della National Realtors Association l'offerta dovrebbe aumentare nei prossimi trimestri, con effetti positivi sull'attività. I prezzi continuano ad aumentare in tutte le aree, con il prezzo mediano in rialzo di 23,6% a/a. Le vendite di seconde case sono in rialzo (57,2% a/a), e toccano il 6,7% del totale.

Le vendite di case esistenti flettono ancora, frenate dalla scarsità di offerta



Fonte: Refinitiv-Datastream

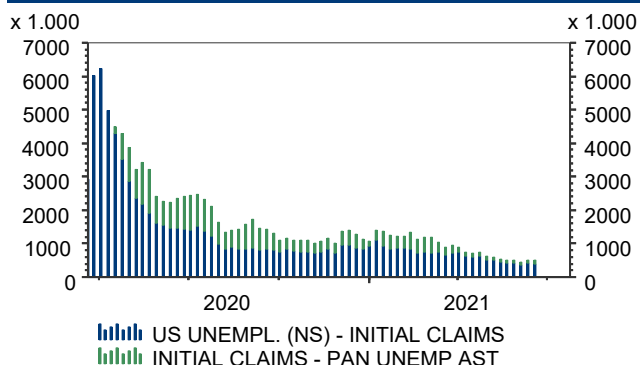
Prezzi in ulteriore rialzo, scorte sempre sui minimi



Fonte: Refinitiv-Datastream

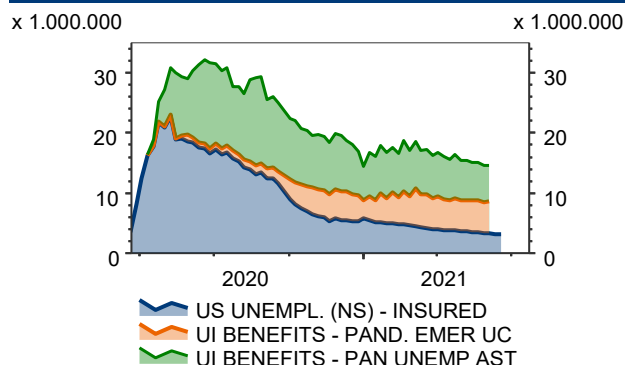
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 19 giugno calano a 411 mila da 418 mila della settimana precedente. I nuovi sussidi erogati con il **programma federale Pandemic Unemployment Assistance** sono pari 104682. I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 12 giugno flettono a 3,39 mln (-144 mila). I sussidi totali in essere nella prima settimana di giugno calano a 14,845 mln e per ora non segnalano effetti significativi derivanti dalla riduzione dei programmi federali in via di attuazione in 25 Stati nel mese di giugno.

Marginale calo delle nuove richieste di sussidio nella settimana di rilevazione dell'employment report di giugno



Fonte; Refinitiv Datastream

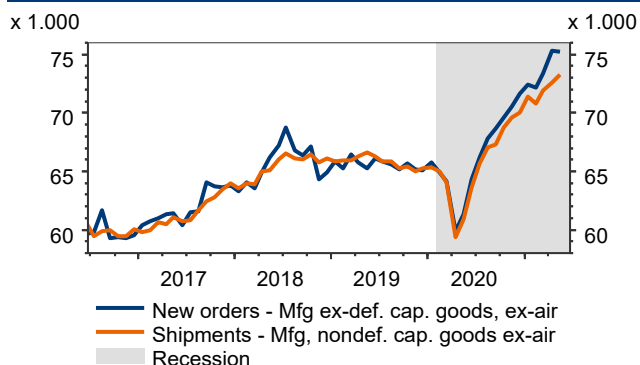
Sussidi esistenti in graduale riduzione a inizio giugno



Fonte; Refinitiv Datastream

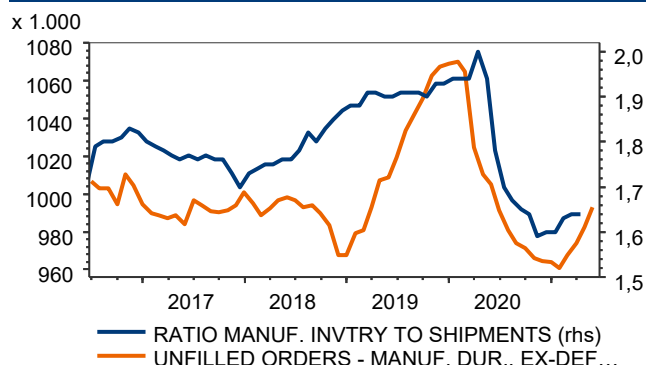
Gli **ordini di beni durevoli** a maggio aumentano di 2,3% m/m, dopo -0,8% m/m, spinti dalla ripresa nei trasporti (+7,6% m/m), che vedono un rialzo sia per l'aeronautica civile (27,4% m/m), sia per le auto (2,1% m/m). Gli ordini al netto dei trasporti segnano un incremento di 0,3% m/m; gli ordini al netto della difesa sono in crescita di 1,7% m/m. L'aggregato relativo ai beni capitali al netto di difesa e aerei registra un calo di -0,1% m/m, dopo 2,7% m/m di aprile, ma non modifica il trend positivo degli investimenti non residenziali, anche alla luce delle consegne in crescita di 0,9% m/m.

Il trend di ordini e consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei rimane positivo



Fonte; Refinitiv Datastream

Gli ordini inevasi sono ancora in aumento, ma la situazione delle scorte è in marginale miglioramento



Fonte; Refinitiv Datastream

La **bilancia commerciale dei beni** a maggio registra un ampliamento del deficit, a -88,1 mld da -85,7 mld di aprile, con un calo delle esportazioni di -0,5 mld (-0,3% m/m), dovuto alla flessione del settore auto e dei beni capitali, a fronte di un incremento dell'import di 1,9 mld (0,8% m/m), concentrato su beni industriali e agricoli, in presenza però di una correzione nel comparto auto e in quello dei beni capitali. Con la ripresa della crescita globale, il contributo del canale estero dovrebbe avvicinarsi alla neutralità nel 2° trimestre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	giu	53.0		51.5

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

Il **PMI manifatturiero** flash a giugno cala a 51,5 da 53, tornando sui livelli di febbraio, con indicazioni miste in termini di tendenze. Gli ordini e gli ordini all'export rallentano a 50,6 da 52,5 e

a 53,1 da 53,8, rispettivamente. Gli ordini inevasi restano in crescita, ma a ritmi più moderati rispetto a maggio e aprile, e scendono a 50,9 da 51,6 di maggio, l'occupazione è poco variata a 51,1 da 51, e l'output corregge a 49,1 da 53,7, tornando sotto 50 per la prima volta da gennaio. Sul fronte dei prezzi si registra rallentamento della crescita, con i prezzi degli input a 61,4 da 62,4 e quelli di vendita a 50,5 da 51,1. Per quanto riguarda i **servizi**, il quadro rimane indiscutibilmente debole. L'indice corregge a 47,8 da 48, con l'attività a 47,2 da 46,5, l'occupazione stabile a 51,1, e un moderato miglioramento delle aspettative a 56,5 (sul livello di aprile) da 55,3 di maggio. I dati confermano il quadro ancora debole per via delle restrizioni ancora in atto a giugno sulla scia dell'ondata pandemica di aprile. Tuttavia, la campagna vaccinale sta accelerando, con più di 1 mln di vaccinazioni giornaliere e il 18,3% della popolazione che ha ricevuto almeno una dose di vaccino (il 7,7% è pienamente immunizzato). La media settimanale dei nuovi contagi, a 1440, si sta avvicinando ai minimi di inizio marzo. Il governo sta eliminando gradualmente lo stato di emergenza nelle principali prefetture, riducendo le misure restrittive senza però eliminarle almeno fino all'11 luglio, e soltanto per Okinawa le restrizioni complete dovrebbero rimanere in vigore fino all'11 luglio. La combinazione di calo dei contagi ed estensione delle vaccinazioni apre la strada a una ripresa della crescita nel 3° trimestre.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	giu	6.5		9.8
EUR	Fiducia consumatori flash	giu	-5.1	-3.0	-3.3
EUR	PMI servizi prelim	giu	55.2	57.8	58.0
EUR	PMI manifatturiero prelim	giu	63.1	62.1	63.1
EUR	PMI composito prelim	giu	57.1	58.8	59.2
EUR	M3 dest. a/a	mag	9.2	%	8.5
FRA	PMI servizi prelim	giu	56.6	59.4	57.4
FRA	PMI manifatturiero prelim	giu	59.4	59.0	58.6
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	giu	107	109	107
GER	PMI servizi prelim	giu	52.8	55.5	58.1
GER	PMI manifatturiero prelim	giu	64.4	63.0	64.9
GER	IFO	giu	99.2	100.6	101.8
GER	IFO (sit. corrente)	giu	95.7	97.8	99.6
GER	IFO (attese)	giu	102.9	103.9	104.0
GER	Fiducia consumatori	lug	-6.9	(-7.0)	-4.0
ITA	Fatturato industriale a/a	apr	37.9	(38.1)	%
ITA	Fatturato industriale m/m	apr	1.7	(1.6)	%
ITA	Fiducia consumatori	giu	110.6	112.0	115.1
ITA	Indice di fiducia delle imprese	giu	110.9	(110.2)	112.0
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	mag	4.85	Mld €	
SPA	PIL t/t finale	T1	-0.5	%	-0.5

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

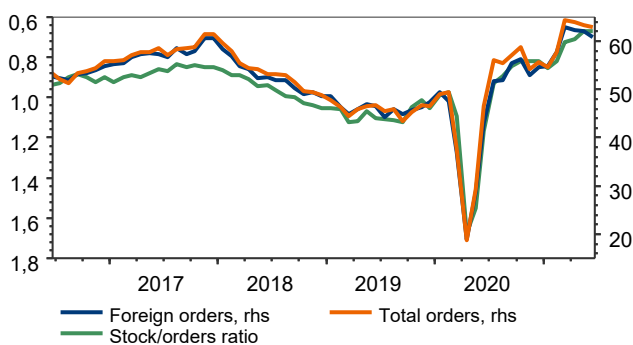
Area euro. Le indagini PMI di giugno hanno evidenziato una stabilizzazione del morale manifatturiero su livelli ampiamente espansivi ed un miglioramento della fiducia nei servizi che hanno portato l'indice composito ai massimi dal 2006 (59,2 da 57,1), coerente con un rimbalzo dell'attività economica dal 2° trimestre e con un'accelerazione della ripresa durante la stagione estiva diffusa a tutti i settori. Dopo la contrazione del PIL di -0,3% t/t registrata a inizio 2021, prevediamo una crescita di 1,2% t/t nel trimestre in corso, con rischi sulla previsione orientati verso l'alto.

Il rialzo del **PMI servizi** (a 58 da 55,2) riflette l'allentamento delle restrizioni, con l'indice relativo alle aspettative che punta verso ulteriori progressi nei prossimi mesi e con indicazioni incoraggianti anche per l'occupazione (un segnale che le imprese iniziano a prospettare un graduale ritorno alla normalità). La stabilizzazione del **PMI manifatturiero** sul massimo storico di 63,1 risente invece di un contenuto rallentamento del ritmo di crescita degli ordinativi, che appare fisiologico considerato l'elevato livello raggiunto dall'indice, a fronte di una conferma

delle indicazioni di strozzature dal lato dell'offerta. Le imprese continuano infatti a riportare un aumento dei tempi di consegna e delle commesse inevase, anche se in misura marginalmente inferiore rispetto a maggio, ed un calo delle scorte ai minimi dal 2009. Il quadro di eccesso di domanda nella manifattura e di ripartenza dell'attività nei servizi si riflette infine in un rincaro dei prezzi di vendita in entrambi i settori.

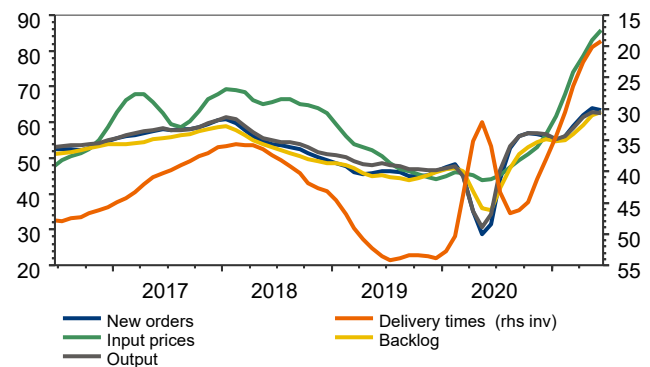
Rispetto al mese precedente, quando il rialzo dell'indice composito era stato trainato dall'allentamento delle restrizioni in Francia, a giugno è stata invece la Germania a guidare la crescita. In **Germania** l'indice composito è infatti salito a 60,4 da 56,2 precedente, con progressi diffusi a manifattura (65,1 da 62,8) e, soprattutto, servizi (58,1 da 52,8). In **Francia** la sostanziale stabilizzazione del PMI composito (57,1 da 57,0) è invece sintesi di un più contenuto rialzo del PMI dei servizi (57,4 da 56,6), che probabilmente non beneficia ancora completamente dell'allentamento delle restrizioni di inizio mese, e di una correzione di quello manifatturiero (58,6 da 59,4).

Il PMI manifatturiero evidenzia un contenuto rallentamento del ritmo di crescita degli ordinativi, che resta comunque robusto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

I colli di bottiglia presenti nelle filiere industriali non stanno ancora frenando in maniera significativa la ripresa dell'attività produttiva



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

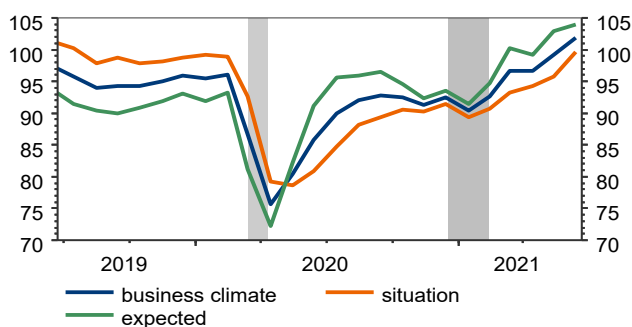
Area euro. A giugno l'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea è salito, circa in linea con le attese, a -3,3 da 5,1 precedente, ai massimi da gennaio 2018. L'indicatore, sostenuto dall'ottimismo relativo ai progressi sanitari e dalle riaperture delle economie, si trova ben al di sopra della media di lungo periodo, su livelli coerenti con una solida dinamica dei consumi. L'allentamento delle restrizioni dovrebbe quindi permettere un rimbalzo della spesa delle famiglie a partire dal 2° trimestre, destinato ad irrobustirsi durante la stagione estiva con un probabile riequilibrio dai beni ai servizi. I risparmi accumulati, sia per ragioni precauzionali che forzose, durante i mesi di confinamento potrebbero rappresentare un ulteriore elemento di supporto per i consumi nei prossimi trimestri, soprattutto una volta venuta meno l'incertezza relativa alla situazione epidemiologica.

Area euro. La crescita di **M3** a maggio ha rallentato, circa in linea con le attese di consenso, a 8,4% a/a da 9,2% a/a precedente, per via del confronto sfavorevole con lo scorso anno. L'espansione dell'aggregato monetario continua ad essere trainata dal contributo del credito al settore pubblico (5,9% da 6,7%) grazie al flusso di acquisti da parte della BCE destinato a proseguire anche nei prossimi mesi. Sul mese l'apporto del credito al settore privato è invece risultato pari a 3,6% da 4,1% di aprile. I dati sui prestiti ai privati evidenziano infine un rallentamento di quelli alle imprese (1,9% a/a da 3,2% a/a) a fronte di una marginale accelerazione per quelli verso le famiglie (3,9% a/a da 3,8% a/a).

Germania. Dopo cinque mesi di aumenti ininterrotti, l'indice Ifo è salito ancora a giugno, da 99,2 a 101,8, massimo da novembre 2018. Anche l'indice delle aspettative ha toccato nuovi massimi da oltre dieci anni, avanzando ancora di 1,1 punti, a 104. L'ottimismo non riguarda solo il futuro,

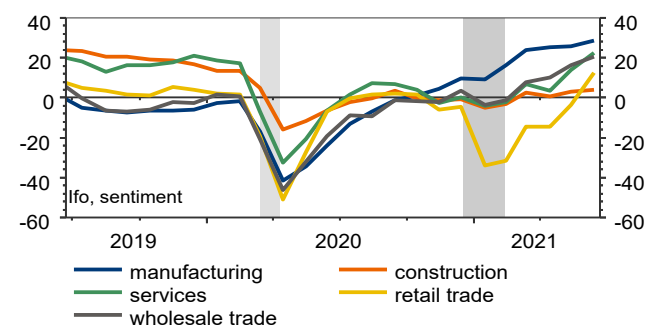
dal momento che l'indice sulla situazione corrente è tornato sui livelli pre-COVID (99,6 da 95,7 precedente). Lo spaccato per comparto mostra un netto miglioramento dei servizi (indice in aumento a 22,4 da 13,7) in linea con quanto segnalato dalle indagini PMI, grazie all'allentamento delle restrizioni anti-COVID. Le condizioni di domanda risultano ampiamente positive, come le attese per i prossimi mesi. La fiducia è migliorata ancora nel manifatturiero, anche se le attese per i prossimi mesi sono di moderazione. Si registra un progresso marcato anche nel commercio al dettaglio, mentre il recupero nelle costruzioni appare frenato dai rincari delle materie prime. L'indice Ifo suggerisce un ampio rimbalzo dell'economia tedesca nel 2° trimestre, anche più forte delle nostre stime (che si collocano a +2,2% t/t). Di conseguenza, la nostra previsione di crescita del PIL di 3,5% nel 2021 sembra essere soggetta a rischi verso l'alto.

Germania: sale ancora l'indice Ifo...



Fonte: Ifo, Refinitiv

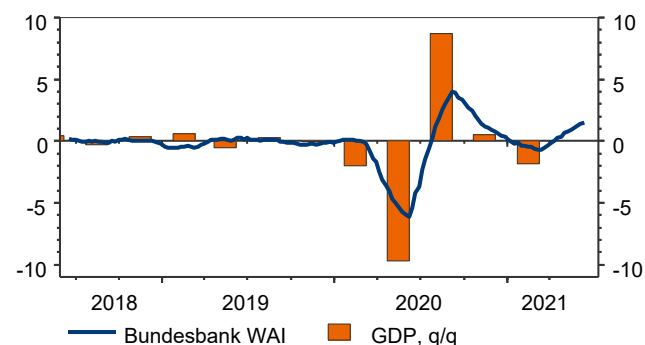
...e i progressi sono più marcati per i servizi e il commercio al dettaglio



Fonte: Ifo, Refinitiv

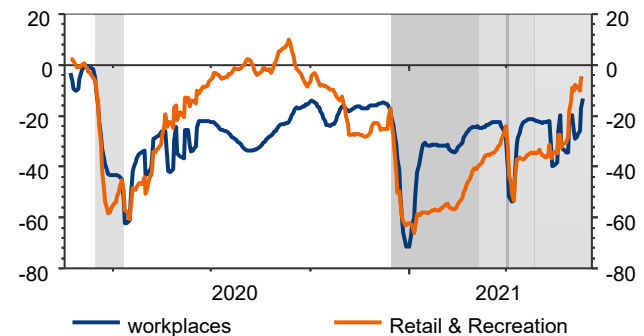
Germania. Il **WAI** della Bundesbank è salito nuovamente, a 1,5; l'indice è coerente con una crescita del PIL del 3,0% nelle 13 settimane fino al 20 giugno rispetto alle 13 settimane precedenti.

Germania: Indice WAI in ulteriore ripresa



Fonte: Deutsche Bundesbank, DeStatis

Germania: riapertura in corso

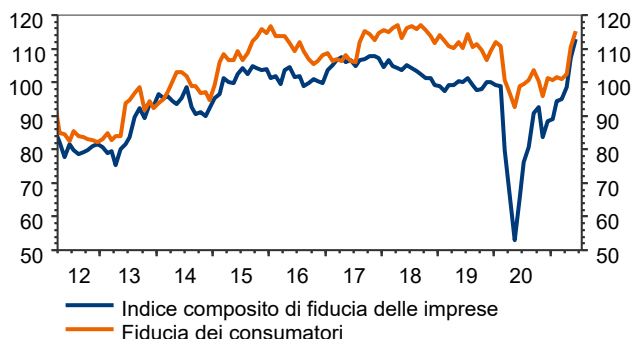


Fonte: Google Community Mobility Report

Francia. L'**indice di fiducia delle imprese**, in giugno, ha fatto nuovamente registrare un balzo, di +5 punti dopo i +12 del mese precedente, a 113, portandosi sui livelli più alti da luglio 2007. Con la progressiva riapertura dell'economia, l'indice composito ha beneficiato del significativo apporto del settore dei servizi (+5) e del commercio al dettaglio (+8, a 115, un massimo dall'inizio delle rilevazioni, nel gennaio '91). Stabile invece a 107 la lettura relativa al comparto manifatturiero (mentre ci si attendeva un ulteriore aumento), sul quale, peraltro, si erano già registrati cinque progressi consecutivi. Per il mese di luglio, ci attendiamo un nuovo miglioramento del morale trainato dai servizi, grazie all'ulteriore allentamento delle restrizioni su mobilità e attività economiche, atteso completarsi entro il prossimo 30 giugno.

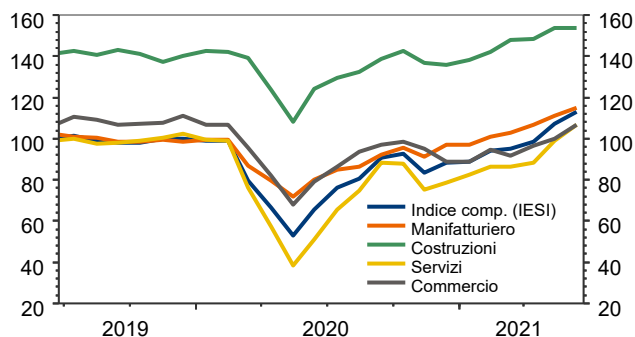
Italia. La fiducia dei consumatori è salita per il terzo mese a giugno, accelerando ulteriormente a 115,1 da 110,6 del mese scorso. Il dato è più forte sia delle stime di consenso (che si posizionavano a 112) che della nostra (più ottimistica) previsione (114), e porta l'indice ai massimi da ottobre del 2018. **Il miglioramento è trainato dal clima economico nazionale**, e, in minor misura, dai giudizi sulle condizioni correnti, mentre i progressi sulla situazione personale degli intervistati e sulle aspettative sono stati meno ampi (ma **il clima personale ha toccato un nuovo massimo storico, così come anche le attese sulla situazione economica dell'Italia e le opportunità attuali legate all'acquisto di beni durevoli**). L'unico segnale meno incoraggiante viene dalle aspettative sulla disoccupazione, tornate ad aumentare (su livelli superiori alla media storica), probabilmente sulla scia delle preoccupazioni sugli effetti del venir meno del blocco dei licenziamenti; si tratta di un segnale coerente con la nostra idea che **una svolta per il mercato del lavoro non sia ancora imminente**.

In decisa accelerazione la ripresa della fiducia di consumatori e imprese



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I servizi restano il settore più colpito dalla crisi, ma mostrano un deciso recupero negli ultimi due mesi

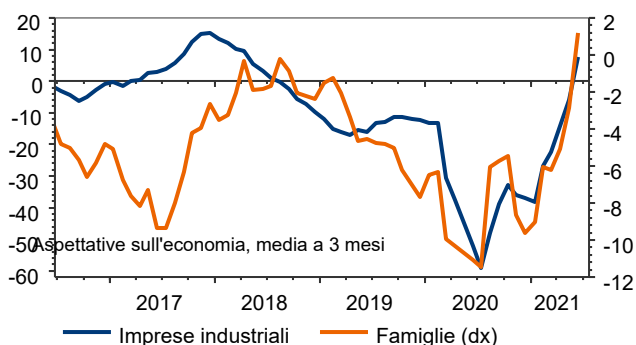


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia. L'indice composito Istat sulla fiducia delle imprese è aumentato per il settimo mese consecutivo, accelerando anzi a 112,8 da un precedente 107,3 (rivisto da 106,7 della prima stima): si tratta di un massimo dall'inizio delle rilevazioni ovvero almeno dal 2012. Tutti i principali macrosettori hanno registrato un miglioramento, con la sola eccezione delle costruzioni, dove peraltro il calo è marginale (a 153,6 da 153,9) e appare fisiologico dopo che a maggio era stato toccato un massimo da ottobre del 2011. **Il recupero è particolarmente forte per i servizi** (a 106,7 da 99,1) **e per il commercio al dettaglio** (a 106,7 da 99,9), **che fanno registrare dei nuovi massimi rispettivamente da giugno 2018 e da febbraio 2020**.

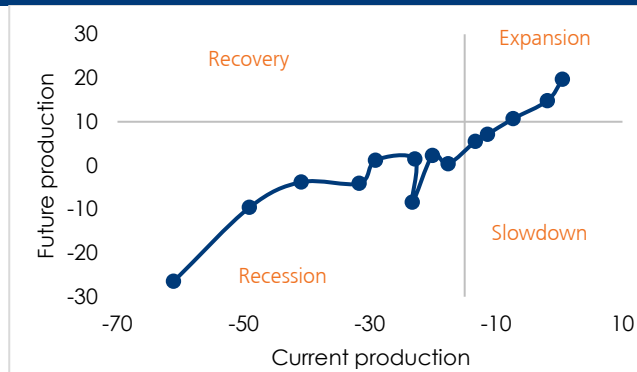
Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è salita ancora una volta più del previsto, a 114,8 a giugno da 110,9 di maggio (rivisto da una stima preliminare a 110,2): si tratta di un **nuovo record da novembre del 2000**. Sono migliorate tutte le componenti principali dell'indagine, in particolare gli ordini correnti (particolarmente dall'estero) e le aspettative sull'economia; **gli ordini esteri e le attese sui prezzi di vendita hanno toccato nuovi massimi da gennaio del 2000**. Le scorte continuano ad essere giudicate in diminuzione, ma il saldo è meno negativo rispetto al mese scorso (quando si era registrato un minimo da oltre 10 anni).

Il recupero della fiducia è trainato dalle aspettative sulla situazione economica dell'Italia



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il settore manifatturiero è passato in pochi mesi da una fase decisamente recessiva a una ampia espansione

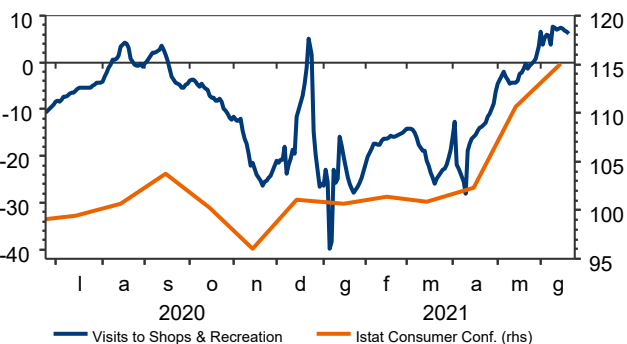


Nota: indici di produzione corrente e futura nell'indagine Istat sulle imprese manifatturiere (dati degli ultimi 12 mesi); l'intersezione degli assi è in corrispondenza con le medie storiche dei due indicatori. Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, la tornata di indagini di fiducia di giugno è stata, come già il mese precedente, decisamente migliore delle attese. **Il processo di "riapertura" dell'economia iniziato due mesi fa sta procedendo in maniera più spedita del previsto**, e la mobilità verso gli esercizi commerciali e le attività ricreative (secondo gli indicatori diffusi da Google) è già tornata su livelli visti nell'ultimo anno e mezzo solo lo scorso mese di agosto. **I rischi che tale processo possa invertirsi appaiono contenuti, almeno nel breve termine.**

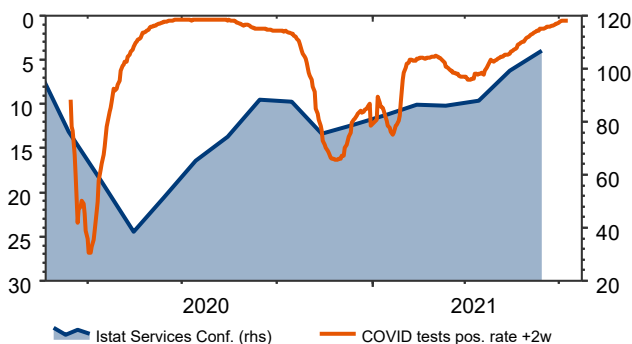
Abbiamo da poco rivisto al rialzo le nostre stime sul PIL italiano, a 4,6% per quest'anno (e 4% per l'anno prossimo). **Le indagini di giugno segnalano che, anche dopo la revisione, i rischi su tale profilo atteso di crescita per l'economia italiana sono ora verso l'alto.** I consumi dal lato della domanda, e i servizi dal lato dell'offerta, che avevano frenato drammaticamente il PIL durante la fase più acuta della crisi, sono ora i candidati a fornire la maggiore spinta al PIL già a partire dal trimestre corrente, e per tutta la seconda metà dell'anno.

La crescita nei prossimi mesi sarà trainata dai consumi dal lato della domanda (come segnalato dall'ampio rimbalzo della mobilità)...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google Community Mobility Report

...e dai servizi dal lato dell'offerta (che beneficeranno delle riaperture connesse alla minore emergenza sanitaria)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Protezione Civile

Italia. Ad aprile il **fatturato industriale** è aumentato per il quinto mese consecutivo, mettendo a segno un incremento di +3,3% m/m da +1,7% m/m precedente. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi la crescita è invece balzata a +105,1% da +37,9% per via del confronto favorevole con aprile 2020. Come a marzo è il mercato interno a trainare le vendite (+4,0% m/m da +2,3% m/m) ma con progressi diffusi anche al mercato estero (+1,7% m/m da +0,7% m/m). Tra

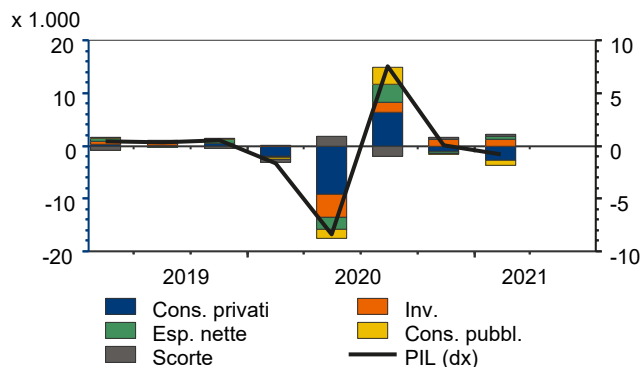
i raggruppamenti principali di industrie si registrano invece solidi incrementi congiunturali per beni strumentali (+6,1%), energia (+4,0%) e beni intermedi (+3,3%); la sostanziale stagnazione registrata dai beni di consumo (-0,1%) è invece sintesi di una flessione dei beni non-durevoli (-0,5% m/m) e di una crescita per quelli durevoli (+1,6%). In Italia il fatturato industriale ha ormai superato i livelli pre-COVID e tale dinamica espansiva, come emerge dagli indicatori anticipatori, dovrebbe proseguire ed irrobustirsi nei prossimi mesi, sostenuta dalla ripresa economica globale. La ripartenza della domanda e l'allentamento delle restrizioni dovrebbero permettere anche ai beni di consumo, l'unico comparto che non ha ancora evidenziato una piena ripresa, di recuperare i livelli di fatturato persi durante la pandemia.

Italia. I dati di maggio sul **commercio estero extra-UE** hanno evidenziato una correzione congiunturale sia per le esportazioni (-4,1% da +7,4%) che per le importazioni (-1,5% da +4,9%). La prima contrazione dell'export dopo due mesi di solida crescita riguarda tutti i comparti ad eccezione dell'energia (+15,5% m/m), al netto della quale il calo risulta più ampio (-4,7% m/m) e particolarmente marcato per i beni strumentali (-7,7% m/m). Lo spaccato delle importazioni risulta invece più variegato: oltre all'energia (+5,4% m/m), si registra un incremento anche per i beni intermedi (+2,1% m/m) mentre la flessione più ampia riguarda i beni di consumo. La crescita tendenziale dell'export si ridimensiona a 43,9% da 104,6%, mentre quella dell'import risulta poco variata a 55%. I ritmi di crescita tendenziale risultano comunque distorti dal confronto con i mesi del primo lockdown: la crescita dell'export è infatti diffusa a tutti i principali partner commerciali con aumenti a doppia cifra. A maggio il saldo commerciale con i Paesi non appartenenti all'UE è risultato pari a +4.767 milioni di euro (+4.114 a maggio 2020) e a +7.681 milioni (+5.201 milioni un anno prima) per i prodotti non energetici. Nel complesso i primi dati di maggio non modificano lo scenario di importazioni in crescita a ritmi superiori alle esportazioni nel 2° trimestre. Il trend di ripresa degli scambi internazionali dovrebbe proseguire nei prossimi mesi sull'onda del rafforzamento della crescita economica globale.

Spagna. Con la lettura finale, il **PIL relativo al 1° trimestre 2021** è stato rivisto verso l'alto di un decimo; il dato congiunturale viene dunque aggiornato a -0,4% t/t ed il tendenziale a -4,2% a/a. Sulla contrazione hanno anche influito i danni (stimati in 1,4 miliardi) causati dalla tempesta di neve Filomena dello scorso gennaio nella Spagna centrale. Nel trimestre, si è registrata una riduzione sia dei consumi privati (-0,6% t/t) che degli investimenti (-0,8% t/t). I volumi delle importazioni ed esportazioni sono diminuiti rispettivamente di -1,3% t/t e -1,4% t/t (+6,2% e +4,6% a fine 2020). Dal lato dell'offerta, si nota un ampio calo del valore aggiunto nell'industria (-2,3% t/t ovvero -3,2% se si considera il solo settore manifatturiero) e nelle costruzioni (-4,3% t/t); un apporto lievemente positivo è giunto invece dai servizi (+0,3% t/t), grazie al buon andamento di commercio, trasporti e ricettività (+1,2% t/t) e attività finanziaria/assicurativa (+1,5% t/t). Per l'economia iberica, il ritorno alla crescita è previsto già nel 2° trimestre (la nostra stima è di +1,4% t/t) e in misura maggiore nei mesi estivi (nostra stima +3,4% t/t). Tra le principali economie dell'area, quella spagnola dovrebbe registrare il rimbalzo più accentuato del PIL nel 2021-22, dopo la caduta più marcata subita nel 2020.

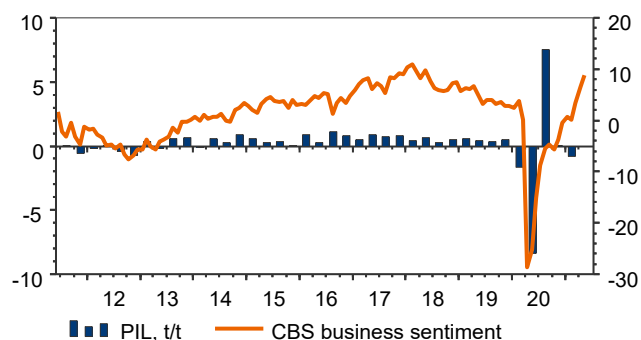
Paesi Bassi. La seconda lettura del **PIL** del 1° trimestre ha rivisto la variazione congiunturale da -0,5% t/t della stima preliminare a -0,8% t/t (-2,3% a/a); il dato del 4° trimestre 2020 è stato rivisto a zero da -0,1% t/t precedente. Lo spaccato indica un contributo negativo della domanda interna di -1,4 punti (da +0,1 di fine 2020); i consumi privati sono diminuiti del -3,5% t/t, mentre gli investimenti fissi sono cresciuti del 3% t/t. Il commercio estero ha contribuito positivamente alla crescita per +0,4 punti (da -0,2 precedente), con le esportazioni a +1,1% t/t da +0,5% t/t e le importazioni a +0,8% t/t da +0,9% t/t. Il 2021 dovrebbe chiudersi con una crescita del PIL del 2,9% rispetto al 2020; per l'anno prossimo è prevista un'accelerazione a 3,5%.

Contributi alla formazione del PIL



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fiducia economica e andamento del PIL



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

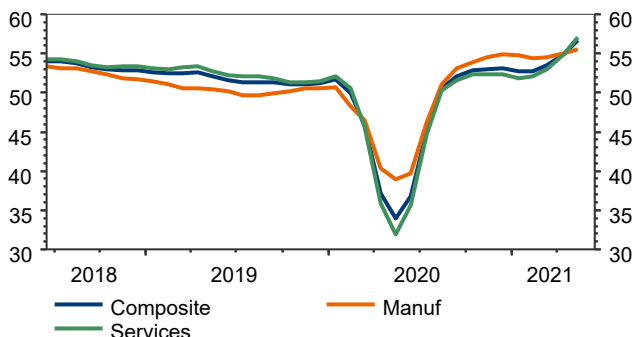
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	giu	3.85	%	3.85
Tasso prime rate a 5 anni	giu	4.65	%	4.65

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

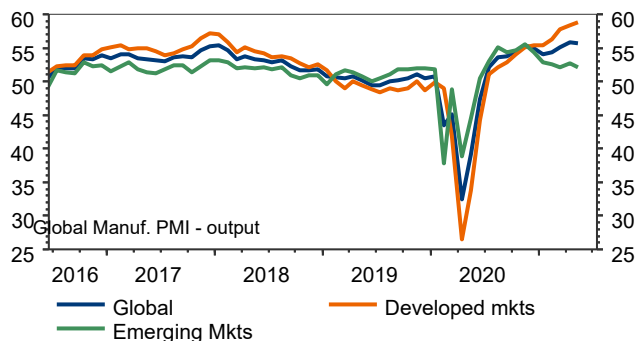
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



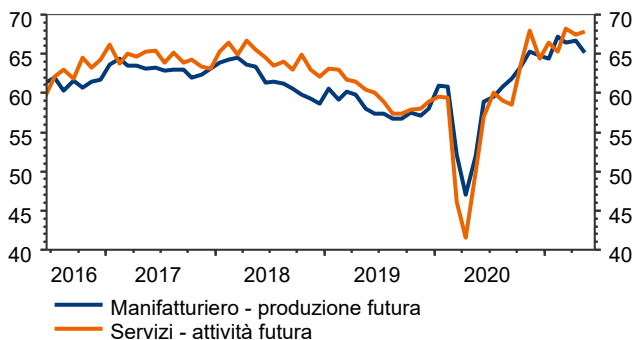
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



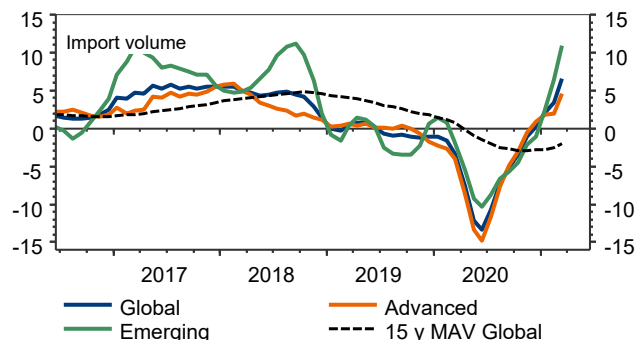
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



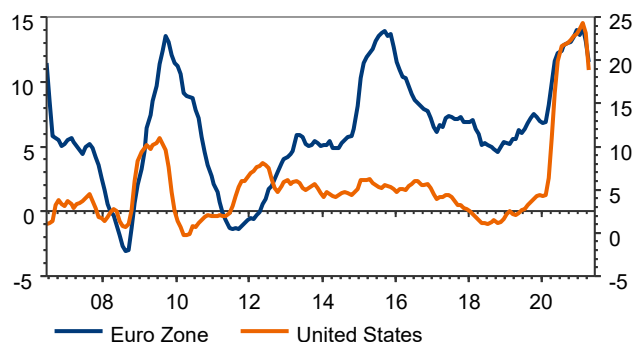
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



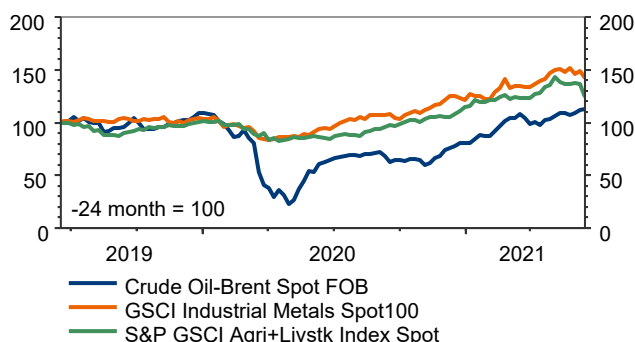
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

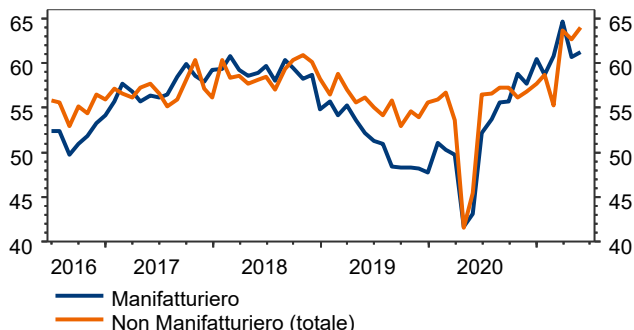
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

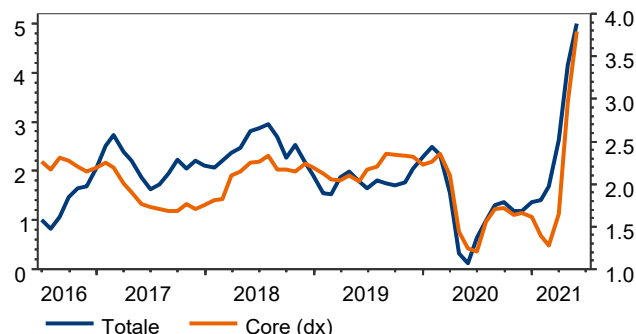
Stati Uniti

Indagini ISM



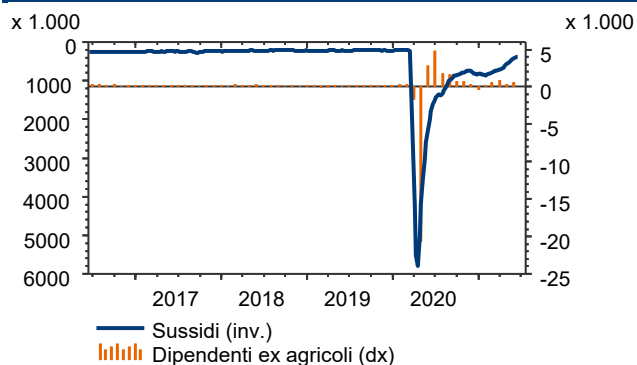
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



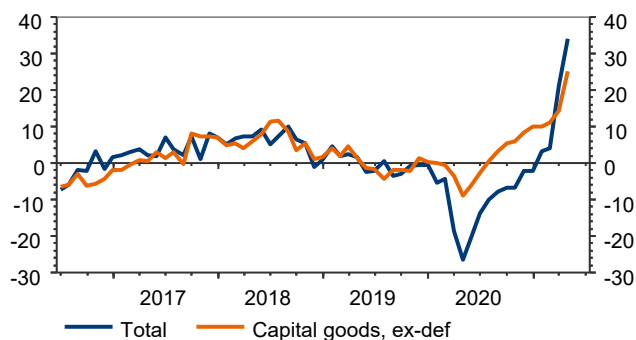
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

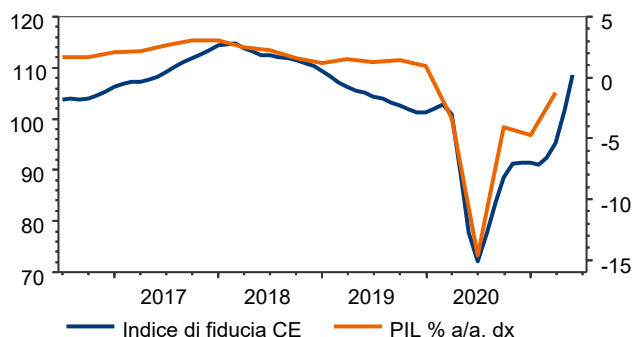
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022						
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.5	7.5	4.3	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	13.7	8.4	8.1	6.9				
- trim./trim. annualizzato				-31.4	33.4	4.3	6.4	12.8	10.2	3.4	1.7				
Consumi privati	-3.9	9.8	5.1	-33.2	41.0	2.3	11.3	16.2	12.4	3.6	2.6				
IFL - privati non residenziali	-4.0	7.8	2.8	-27.2	22.9	13.1	10.8	8.1	4.0	2.2	0.4				
IFL - privati residenziali	6.1	12.9	-0.1	-35.6	63.0	36.6	12.7	0.3	0.7	0.5	-2.1				
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.2	1.3	2.5	-4.8	-0.8	5.8	6.6	-4.8	-2.4	2.5				
Esportazioni	-12.9	7.0	9.6	-64.4	59.6	22.3	-2.9	8.4	21.5	13.1	5.0				
Importazioni	-9.3	14.8	5.5	-54.1	93.1	29.8	6.7	16.6	8.9	5.5	2.4				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.5	0.0	-4.3	6.5	1.4	-3.3	1.8	1.2	0.5	-0.7				
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.5	-3.0												
Deficit Pubblico (% PIL)	-16.0	-11.3	-5.3												
Debito pubblico (% PIL)	160.7	155.0	150.2												
CPI (a/a)	1.2	3.7	2.2	0.4	1.2	1.2	1.9	4.7	4.2	3.9	3.2				
Produzione Industriale	-7.2	7.3	8.6	-12.9	9.6	2.0	0.7	1.0	4.5	3.4	2.1				
Disoccupazione (%)	8.1	5.2	4.0	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	4.6	4.4	4.1				

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

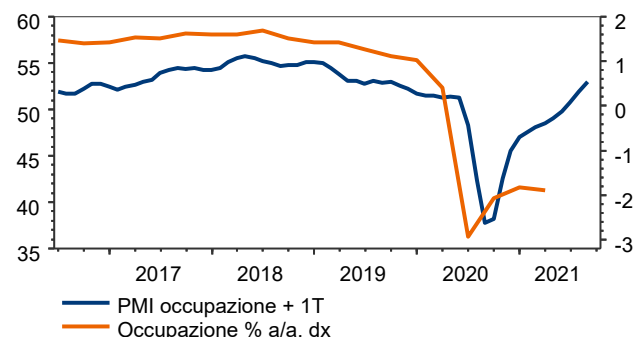
Area euro

PIL



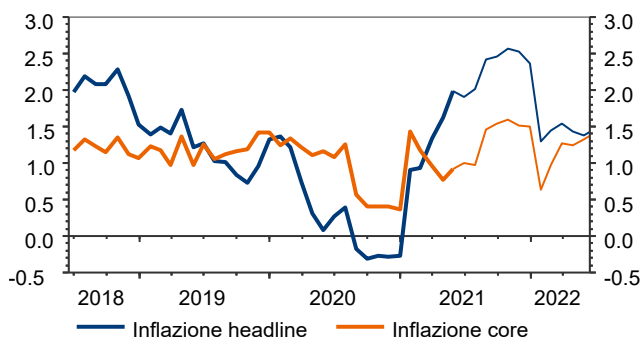
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	1.3
febbraio	1.2	0.9	1.5
marzo	0.7	1.3	1.6
aprile	0.3	1.6	1.5
maggio	0.1	2.0	1.4
giugno	0.3	2.0	1.5
luglio	0.4	2.0	1.6
agosto	-0.2	2.5	1.6
settembre	-0.3	2.5	1.7
ottobre	-0.3	2.6	1.6
novembre	-0.3	2.6	1.6
dicembre	-0.3	2.4	1.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.7	4.5	4.6	-14.6	-4.1	-4.7	-1.3	12.9	2.8	4.7	6.0
- t/t				-11.5	12.6	-0.6	-0.3	1.2	2.5	1.3	0.9
Consumi privati	-8.0	2.2	5.9	-12.7	14.2	-2.9	-2.3	2.2	3.0	1.8	1.2
Investimenti fissi	-8.4	6.8	4.7	-16.1	13.7	2.5	0.2	1.7	2.2	1.3	0.9
Consumi pubblici	1.4	2.5	1.2	-2.6	5.3	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3
Esportazioni	-9.6	9.9	5.6	-18.6	16.8	3.8	1.0	2.2	2.5	1.7	1.2
Importazioni	-9.1	8.0	5.0	-18.5	11.9	4.5	0.9	2.5	1.9	1.7	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.2	-0.2	-0.1	-1.5	0.5	0.7	-0.3	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.6	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.8	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	98.1	101.8	100.2								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.9	1.5	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.9	2.3	2.5	1.5
Produzione industriale (a/a)	-8.6	8.9	3.5	-20.1	-6.8	-1.6	3.3	23.7	7.4	3.6	2.9
Disoccupazione (%)	8.0	8.2	7.6	7.6	8.6	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1	7.9
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.55	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55

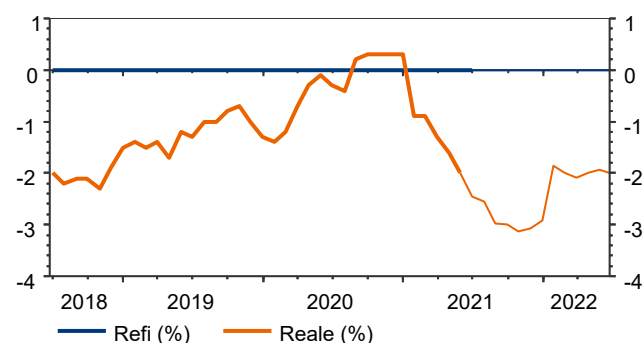
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	24/6	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.53	-0.55	-0.56	-0.56	-0.56	-0.55	-0.56	-0.56
Euribor 3m	-0.50	-0.55	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

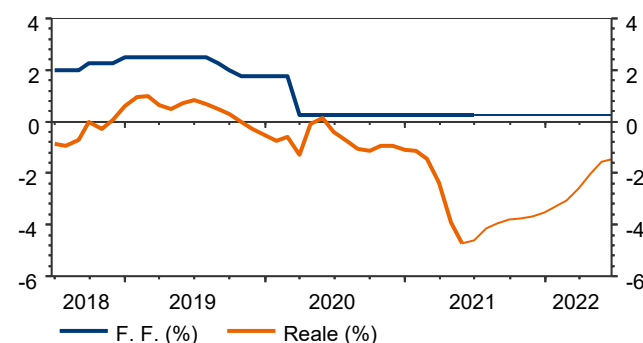


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	24/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.23	0.24	0.19	0.15	0.13	0.13	0.13	0.14

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

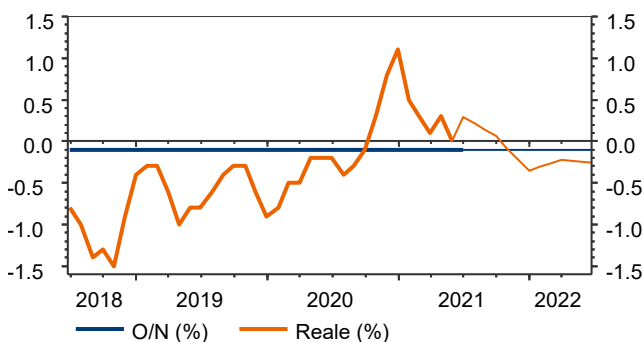


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	24/6	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.10	-0.08	-0.07	-0.08	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

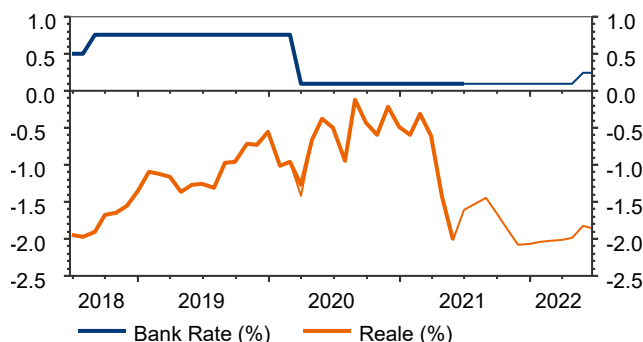


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	24/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.06	0.03	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	25/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.12	1.22	1.18	1.23	1.1940	1.19	1.17	1.15	1.20	1.22
USD/JPY	107	107	104	109	109	110.74	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.27	1.24	1.35	1.37	1.41	1.3902	1.39	1.38	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.11	1.06	1.09	1.10	1.10	1.0953	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	122	120	126	129	133	132.24	131	132	130	137	141
EUR/GBP	0.89	0.90	0.90	0.86	0.87	0.8587	0.86	0.85	0.84	0.84	0.83

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 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 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

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