

Weekly Economic Monitor

Il punto

**BCE:** discorsi e interviste di questa settimana mostrano che l'evidenza di una solida ripresa economica nei prossimi mesi potrebbe riaprire già a settembre il dibattito interno in merito al volume di acquisti **PEPP**, e che il consiglio è diviso riguardo a come garantire un'uscita non traumatica nel 2022.

**Stati Uniti.** Il rallentamento primaverile della dinamica occupazionale dovrebbe essere un fenomeno transitorio, dovuto alla riallocazione settoriale della domanda e a freni temporanei all'offerta nei settori direttamente colpiti dalla pandemia. In estate, probabilmente già a partire da giugno, l'offerta dovrebbe ricomporsi, con una **riaccelerazione della crescita delle assunzioni e della partecipazione** e il contenimento di una possibile spirale salari-prezzi. Manteniamo però una **valutazione di rischi verso l'alto sull'inflazione**, derivanti dai vincoli dal lato dell'offerta causati da scarsità di scorte, di beni intermedi e da problemi di logistica.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, l'indice ZEW, prima indagine relativa al mese di luglio, dovrebbe confermare i segnali incoraggianti sullo stato di salute dell'economia tedesca. La lettura finale del PMI composito di giugno potrebbe mostrare una revisione al rialzo rispetto alla prima stima. I dati di maggio sulla produzione industriale in Germania, Francia e Italia sono attesi mostrare un aumento generalizzato dell'output nel mese. Le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono viste rimbalzare a maggio dopo il crollo di aprile.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** e il focus sarà sulla pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di giugno. I verbali dovrebbero fornire informazioni sulla distribuzione delle opinioni riguardo ai timori di ripresa duratura dell'inflazione e sui rischi di possibili ulteriori spostamenti verso l'alto del grafico a punti. Il documento potrebbe anche dare qualche indicazione sui temi in discussione per il tapering, in termini di tempistica e di modalità. L'ISM dei servizi dovrebbe essere in modesto calo a giugno, con segnali di espansione sempre rapida e possibile stabilizzazione del ritmo di crescita dei prezzi.

2 luglio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

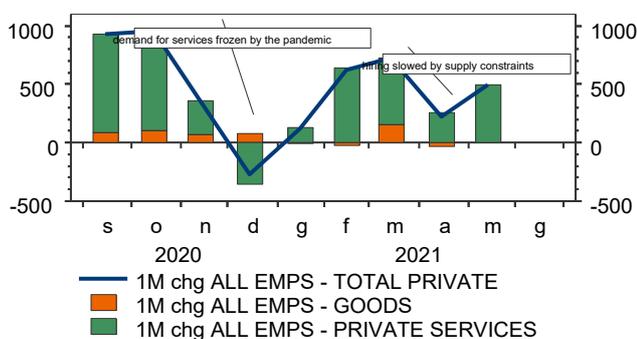
**Lorenzo Biagioli**  
Economista - Area euro

**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

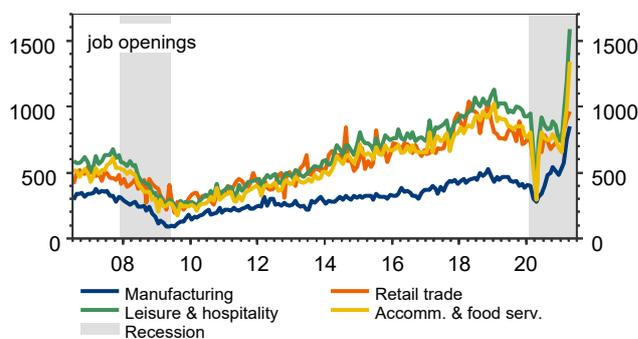
**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

Stati Uniti - Aspettative di rafforzamento dell'occupazione nei servizi, grazie a minori freni dal lato dell'offerta...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...per soddisfare una domanda record, soprattutto nei settori colpiti direttamente dalla pandemia



Fonte: Refinitiv-Datastream. Posizioni aperte rilevate dalla Jobs&Labor Turnover Survey.

## Il punto

**BCE:** discorsi e interviste di questa settimana mostrano che l'evidenza di una solida ripresa economica nei prossimi mesi potrebbe riaprire già a settembre il dibattito interno in merito al volume di acquisti **PEPP**, e che il consiglio è diviso riguardo a come garantire un'uscita non traumatica nel 2022.

- Quando, e come, sarà chiuso il PEPP? A un estremo dello spettro di opinioni, **Fabio Panetta**, membro del comitato esecutivo BCE, ha dichiarato in un discorso del 28 giugno che la Banca centrale dovrebbe cercare di preservare la flessibilità del PEPP anche dopo la crisi pandemica, in quanto si è dimostrato efficace per contrastare le differenze geografiche nelle condizioni di finanziamento. Panetta ha anche avvisato che "qualsiasi tentativo di ridurre prematuramente i nostri acquisti di titoli provocherebbe un inasprimento delle condizioni di finanziamento che finirebbe inevitabilmente per aumentare il volume di acquisti necessario". La condizione per ridurre gli acquisti PEPP, è l'evidenza di "una solida ripresa"; in seguito, l'attenzione "dovrà allora rivolgersi a riportare l'inflazione al 2 per cento sull'orizzonte di medio termine". Nell'Eurozona, "la probabilità che la domanda possa effettivamente raggiungere il limite della capacità produttiva risulta inferiore rispetto agli Stati Uniti", e il rialzo dell'inflazione "sarà transitorio".
- Sempre il 28 giugno, **Weidmann**, presidente della Bundesbank, ha ammesso che l'incertezza rende impossibile stabilire molto in anticipo quando le misure emergenziali di politica monetaria potranno essere abbandonate, ma "per non dover interrompere il PEPP bruscamente, tuttavia, gli acquisti netti potrebbero essere ridotti in anticipo gradualmente". Le condizioni per interrompere del tutto il PEPP sono l'evidenza di una "solida ripresa economica" e l'abrogazione di tutte "le misure significative di contenimento della pandemia". Tali condizioni saranno soddisfatte il prossimo anno, in base alle previsioni attuali. Il 17 giugno Weidmann si era dichiarato contrario all'estensione della flessibilità del PEPP anche all'APP.
- **Holzmann**, presidente della Banca Nazionale Austriaca, non ritiene che vi sarà un aumento dell'APP per smussare l'uscita dal PEPP, anche se ha menzionato tale possibilità come una possibile opzione. Holzmann ha giudicato "corretta" l'aspettativa prevalente espressa dalla Survey of Monetary Analysts che il PEPP si chiuda il 31 marzo 2022, senza proroghe.
- Difficile dire oggi dove sarà trovato il punto di convergenza, e quando. Il PEPP si adatta in base alle condizioni, e non dipende dal calendario. In un'intervista concessa a Bloomberg TV il 17 giugno, Philip **Lane** aveva in parte ridimensionato la rilevanza della riunione del 9 settembre, ricordando che un forte rimbalzo nel 3° trimestre è già nelle previsioni, mentre l'autunno potrebbe portare con sé un nuovo aumento dell'incertezza. Possiamo immaginare che il consenso per un percorso di uscita anticipato come quello suggerito da Weidmann e Holzmann possa formarsi soltanto se i dubbi sul quarto trimestre si riveleranno infondati, a fronte di una revisione al rialzo delle previsioni. In ogni altro caso, è difficile che una risposta conclusiva possa arrivare già a inizio settembre.

**Stati Uniti.** Il rallentamento primaverile della dinamica occupazionale dovrebbe essere un fenomeno transitorio, dovuto alla riallocazione settoriale della domanda e a freni temporanei all'offerta nei settori direttamente colpiti dalla pandemia. In estate, probabilmente già a partire da giugno, l'offerta dovrebbe ricomporsi, con una **riaccelerazione della crescita delle assunzioni e della partecipazione** e il contenimento di una possibile spirale salari-prezzi. Manteniamo però una **valutazione di rischi verso l'alto sull'inflazione**, derivanti dai vincoli all'offerta causati da scarsità di scorte, di beni intermedi e da problemi di logistica.

- A fronte della rapidissima ripresa del PIL, già tornato ai livelli pre-COVID, l'occupazione è rimasta indietro, con un deficit di 7,6 mln di posti di lavoro rispetto a febbraio 2020. L'aumento degli occupati ha subito una battuta d'arresto in primavera, in contrasto con la riapertura delle attività aggregative, il costante rialzo delle posizioni aperte e la crescente difficoltà delle imprese a reperire manodopera. I segnali di eccesso di domanda emersi con diversi

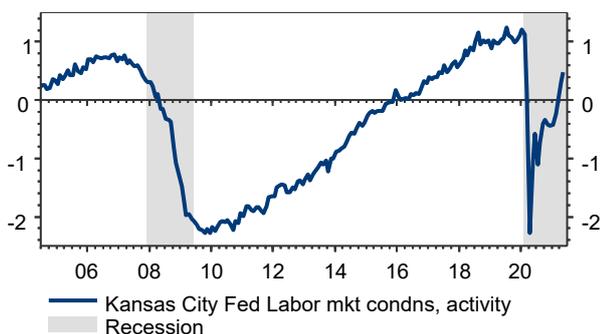
indicatori (aumento delle dimissioni e delle posizioni aperte, calo del rapporto disoccupati/posizioni aperte, stallo della partecipazione, accelerazione dell'Employment Cost Index) descrivono un **mercato del lavoro in tensione**, con rischi di accelerazione della crescita salariale e di una **possibile spirale salari-prezzi**.

- Alla forza della domanda di lavoro insoddisfatta e collegata alla riapertura dell'economia, si sono contrapposti **vincoli alla crescita dell'offerta legati a tre fattori temporanei e a uno potenzialmente strutturale**. I freni transitori all'offerta sono: l'integrazione federale ai sussidi di disoccupazione che alza il salario di riserva dei lavoratori con salari bassi, il timore dei contagi e la chiusura delle scuole. Entro settembre, questi fattori dovrebbero essere eliminati generando un aumento dei flussi dallo status di disoccupati e "non nella forza lavoro" a quello di occupati. L'elemento potenzialmente duraturo è il significativo incremento dei pensionamenti, che potrebbe permanere anche con il miglioramento del quadro sanitario e la fine dei sussidi federali limitando la ripresa della partecipazione nel 2021-22.
- La **disaggregazione settoriale dei principali indicatori di tensione** sul mercato del lavoro fornisce una lettura per lo scenario salari/prezzi meno preoccupante rispetto a quanto appaia dai dati aggregati. Infatti, la crescita della domanda di lavoro insoddisfatta, l'emergere di freni dal lato dell'offerta e il rialzo dei salari sono concentrati nei servizi aggregativi e, con la fine dei vincoli all'offerta, la dinamica occupazionale dovrebbe riaccelerare, riducendo i possibili rischi di aumenti salariali generalizzati e di effetti inflazionistici. I dati dei prossimi mesi saranno cruciali per convalidare questa interpretazione degli attuali squilibri settoriali del mercato del lavoro.
- Disaggregando i dati relativi a occupazione, posizioni aperte e dinamica salariale si evidenziano tensioni sul mercato del lavoro coerenti con una storia di **pressioni settoriali e non generalizzate**. L'accelerazione dell'ECI da fine 2020 è concentrata nei servizi (1,2% t/t nel 1° trimestre), mentre per i beni la dinamica salariale rimane contenuta (0,6% t/t). I dati settoriali delle posizioni aperte (fig. 7) mostrano un'impennata nei servizi aggregativi, dopo le riaperture della primavera e la disaggregazione dell'Atlanta Wage Tracker per livello di specializzazione della manodopera (fig. 8) mostra rialzi salariali soltanto nella categoria a bassa specializzazione, tipica dei servizi ricreativi. Un risultato analogo emerge dalla disaggregazione della dinamica salariale lungo la distribuzione per quartili. I dati di Opportunity Insights registrano occupazione inferiore del 26,3% nella fascia bassa dei salari (<20 mila dollari), a fronte di un aumento di occupazione di 2,4% per i lavoratori con salari elevati (>60 mila dollari) rispetto a febbraio 2020. Pertanto, la lettura dei dati è in linea con **scarsità di offerta proprio nei settori in cui è particolarmente marcata la domanda**.
- I **freni principali dal lato dell'offerta** sono, a nostro avviso, collegati al **costo-opportunità dell'occupazione nei settori con livelli salariali bassi**, e in particolare ai programmi federali di integrazione dei sussidi di disoccupazione e ai trasferimenti che hanno incrementato il risparmio delle famiglie. A questi si aggiungono le difficoltà delle famiglie con figli in età scolare, di difficile gestione con le scuole in modalità a distanza, e i timori di contagio in un contesto di elevate spese mediche, citati ancora nelle indagini presso i consumatori. Il miglioramento del quadro sanitario, la riapertura attesa delle scuole con il prossimo anno accademico e soprattutto la fine dei programmi federali dovrebbero liberare offerta di lavoro, già a partire da giugno. Infatti, 26 Stati hanno annunciato interruzioni e/o restrizioni anticipate dell'integrazione federale di 300 dollari/settimana (20 Stati entro fine giugno e 6 entro fine luglio), prima della scadenza del 6 settembre. Alcuni Stati offrono incentivi monetari a coloro che accettano un nuovo lavoro e bonus di assunzione stanno diventando la norma per le occupazioni meno specializzate. Negli Stati che hanno annunciato e/o già attuato l'interruzione dei programmi federali, i sussidi statali stanno scendendo a un ritmo più rapido rispetto a quelli degli altri Stati (fig. 6). Da metà maggio, i sussidi sono in calo di 12,6% negli Stati che hanno annunciato la fine anticipata dei programmi federali, contro il -3,4% per gli altri Stati. A questi fattori di distorsione temporanea dell'offerta di lavoro, si aggiunge però una **componente potenzialmente strutturale**, legata al recente aumento dei pensionamenti, che potrebbe ridurre in modo permanente la forza lavoro.

■ In conclusione, il quadro del mercato del lavoro appare coerente con una situazione di **equilibrio in alcuni settori**, con eccesso di domanda determinato da fattori in gran parte (anche se non del tutto) temporanei. La nostra previsione, soggetta a notevole incertezza visto che la riallocazione settoriale in atto e i programmi di sostegno pubblico al reddito disponibile sono senza precedenti, è che nei prossimi mesi **l'offerta di lavoro nei servizi aggregativi aumenti** in modo da permettere una riaccelerazione della dinamica occupazionale su ritmi in media vicini a 600-800 mila posti di lavoro al mese fino all'autunno per poi assestarsi su variazioni medie mensili intorno a 300 mila nei trimestri successivi. La partecipazione dovrebbe aumentare gradualmente, esercitando un modesto freno al sentiero in calo del tasso di disoccupazione, atteso intorno a 4,3% a fine 2021 e a 3,5% a fine 2022. La crescita salariale dovrebbe essere in rafforzamento, ma generalmente moderata, con rischi modesti di pressioni di seconda battuta sull'inflazione. Sottolineiamo però che permangono **rischi diretti sui prezzi collegati alle strozzature all'offerta lungo tutta la catena produttiva e in tutti i settori**, non solo nel segmento auto per via dei semiconduttori, ma anche nell'alimentare, nell'abbigliamento, nella sanità e nell'abitazione, con un possibile trasferimento, parziale ma significativo dell'aumento dei costi sui prezzi finali.

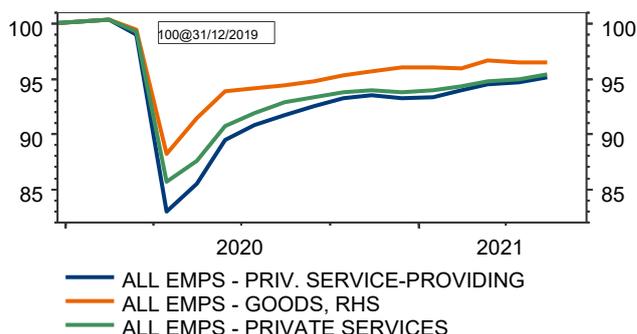
■ I dati dell'**employment report di giugno**, in uscita oggi, potrebbero essere un primo test di questo scenario, con una previsione di aumento degli occupati di 730 mila, spinto dalla ripresa nei servizi in generale, ma con variazioni particolarmente ampie nell'ospitalità e nel tempo libero, oltre che nell'istruzione (quest'ultima voce dovrebbe essere gonfiata a giugno e luglio da fattori di correzione stagionale).

Fig. 1 – Il livello elevato di attività nel mercato del lavoro...



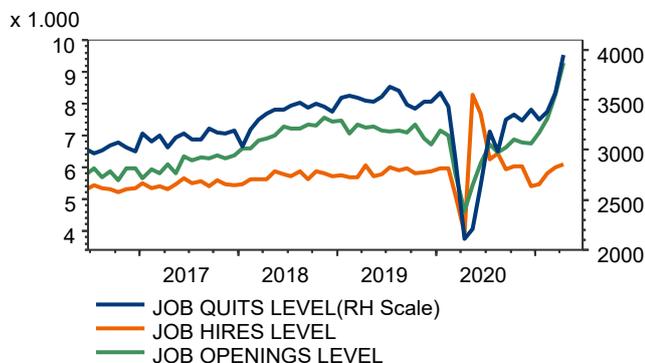
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – ... sembra in contrasto con il persistente deficit di occupazione



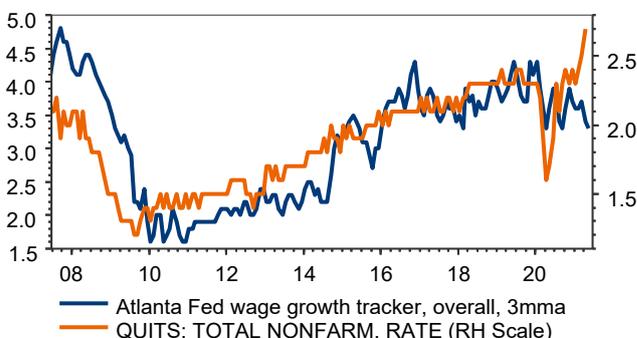
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – 9,3 mln di posizioni aperte, 6 mln di assunzioni e 4 mln di dimissioni volontarie ad aprile: eccesso di domanda?



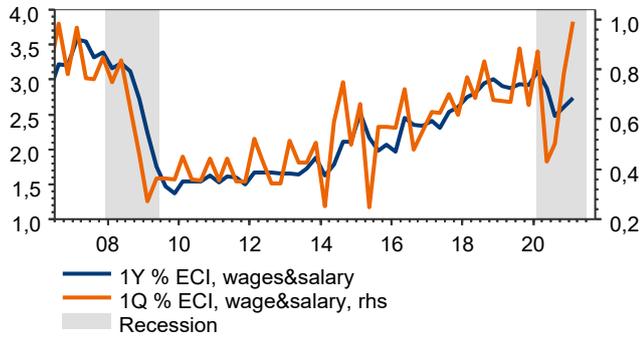
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Dimissioni volontarie e salari: una relazione pericolosa?



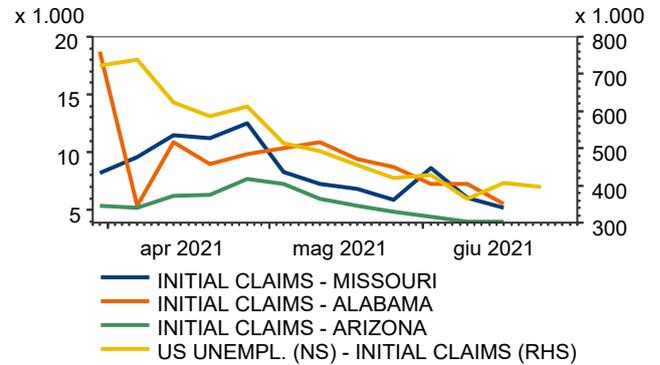
Fonte: Refinitiv-Datastream. Nota: l'Atlanta Fed Wage Growth Tracker è una media delle variazioni salariali pesata per il contributo dei comparti. Fonte: Refinitiv-Datastream

**Fig. 5 – La dinamica dell'Employment Cost Index accelera nettamente da fine 2020 su base trimestrale**



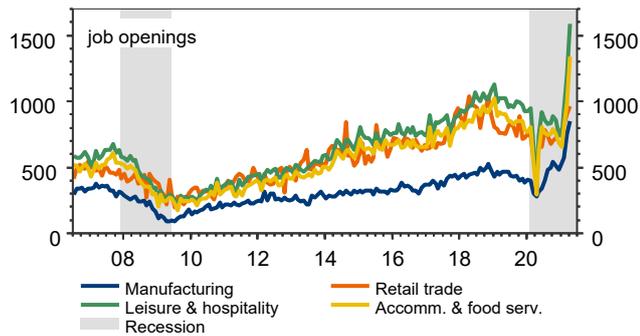
Fonte: Refinitiv Datastream

**Fig. 6 – Richieste di nuovi sussidi in calo più rapido negli Stati che hanno annunciato la fine delle integrazioni federali**



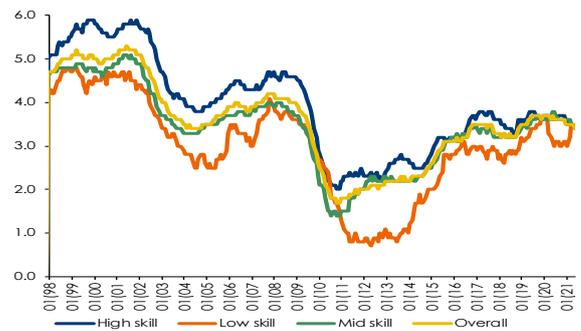
Fonte: Refinitiv Datastream

**Fig. 7 – Posizioni aperte su livelli record nei servizi aggregativi, ma mancano 2,5 mln di lavoratori per tempo libero/ospitalità, 3 mln negli altri servizi**



Fonte: Refinitiv Datastream

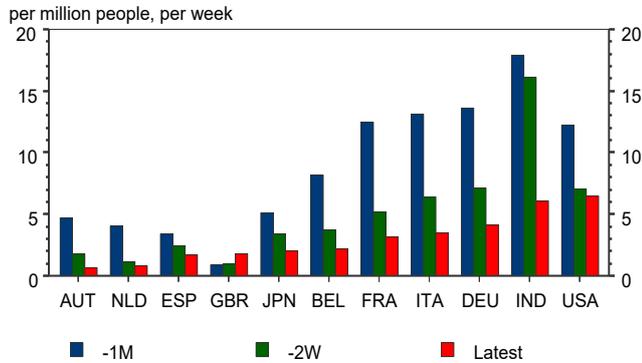
**Fig. 8 – Salari in accelerazione solo per i lavoratori non specializzati**



Fonte: Atlanta Fed

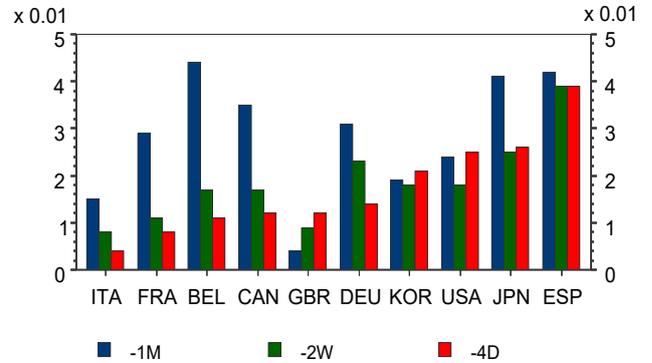
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



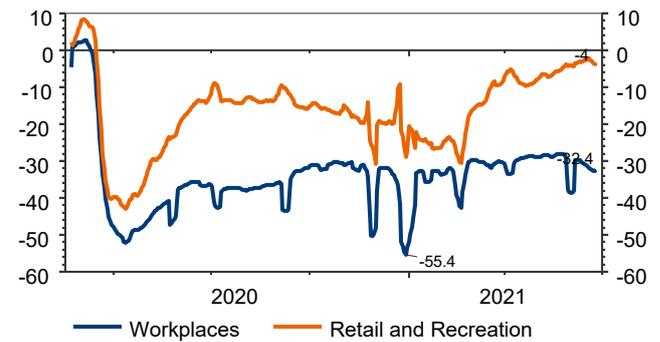
Fonte: OurWorldInData

### Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



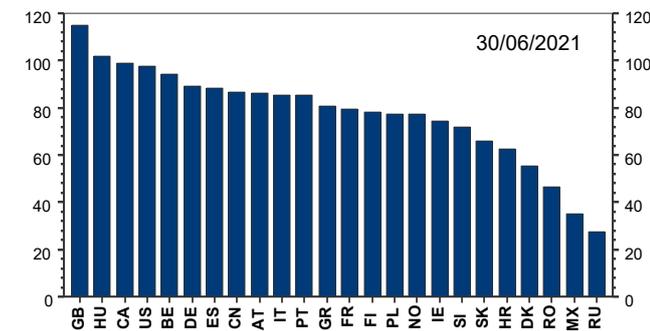
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



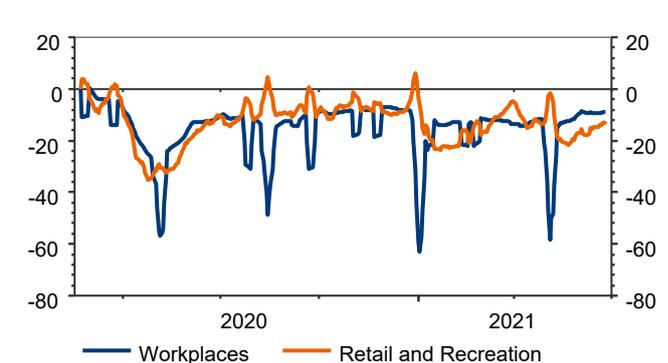
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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

Nell'**area euro**, l'indice ZEW, prima indagine relativa al mese di luglio, dovrebbe confermare i segnali incoraggianti sullo stato di salute dell'economia tedesca. La lettura finale del PMI composito di giugno potrebbe mostrare una revisione al rialzo rispetto alla prima stima. I dati di maggio sulla produzione industriale in Germania, Francia e Italia sono attesi mostrare un aumento generalizzato dell'output nel mese. Le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono viste rimbalzare a maggio dopo il crollo di aprile.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** e il focus sarà sulla pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di giugno. I verbali dovrebbero fornire informazioni sulla distribuzione delle opinioni riguardo ai timori di ripresa duratura dell'inflazione e sui rischi di possibili ulteriori spostamenti verso l'alto del grafico a punti. Il documento potrebbe anche dare qualche indicazione sui temi in discussione per il tapering, in termini di tempistica e di modalità. L'ISM dei servizi dovrebbe essere in modesto calo a giugno, con segnali di espansione sempre rapida e possibile stabilizzazione del ritmo di crescita dei prezzi.

### Lunedì 5 luglio

#### Area euro

- **Area euro.** La **stima finale dell'indice PMI dei servizi di giugno** dovrebbe confermare la lettura preliminare di 58,0, un massimo dal gennaio del 2018. Alla luce della seconda lettura dell'indice manifatturiero, l'indice composito potrebbe essere invece rivisto verso l'alto di tre decimi a 59,5. L'**indice PMI servizi italiano** è visto salire a 55,5 da 53,1 precedente, sui massimi da inizio 2018. L'indice composito italiano dovrebbe quindi portarsi a 57,5 da 55,7, confermando le indicazioni di irrobustimento della ripresa tra la primavera e l'estate.
- **Francia.** Dopo la contrazione di aprile (-0,1% m/m), la **produzione industriale** dovrebbe tornare su un sentiero di crescita. Per il mese di maggio ci attendiamo una variazione positiva di +0,6% m/m (seguita da una possibile ulteriore crescita a giugno). Il contributo maggiore dovrebbe venire dal comparto manifatturiero, atteso in ampio recupero dopo il -0,3% m/m di aprile. Tutti gli indicatori di fiducia di settore sono coerenti con una ripresa delle attività produttive, anche se alcune difficoltà di approvvigionamento delle materie prime stanno limitando i progressi dell'output rispetto a quanto segnalato dalle indagini.

### Martedì 6 luglio

#### Area euro

- **Area euro.** Dopo la contrazione di -3,1% m/m subita ad aprile, **a maggio le vendite al dettaglio** sono attese rimbalzare di +4,5% m/m. La crescita tendenziale dovrebbe invece moderare a 8,2% da 23,9% precedente. L'allentamento delle restrizioni, già riflesso nei dati di mobilità personale ormai ai livelli della scorsa estate, dovrebbe unirsi al miglioramento del morale delle famiglie evidenziato dalle indagini congiunturali nel sostenere la ripresa della spesa delle famiglie nei prossimi mesi.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti rimbalzare a maggio, stimiamo di +0,8% m/m (dato destagionalizzato) dal -0,2% m/m di aprile. Le indagini congiunturali suggeriscono un'accelerazione degli ordinativi a giugno.
- **Germania.** Lo **ZEW** è atteso sostanzialmente confermare le indicazioni positive sull'economia tedesca. L'indice sulle aspettative è visto poco variato su livelli vicini ai massimi storici (79,5 da 79,8); sembrano invece esserci maggiori spazi di recupero per l'indicatore sulla situazione corrente, atteso tornare in territorio positivo a 2 da -9,1 di giugno.

#### Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a giugno è previsto in calo a 63,5 da 64 di maggio. Le indagini di giugno sono state miste, con una correzione del PMI servizi a 64,8 da 70,4 a fronte di solidi incrementi per le indagini regionali dei servizi (NY Fed a 43,2 da 38,8 e Philadelphia Fed a 56,7 da 22,1). Le

informazioni sugli occupati saranno relativamente poco rilevanti dato che arriveranno dopo la pubblicazione dell'*employment report* del mese scorso. I dati dovrebbero confermare la crescita dell'attività nei servizi su ritmi elevati, e potrebbero indicare un rallentamento del ritmo di incremento dei prezzi, come emerso dalle altre indagini.

## Mercoledì 7 luglio

### Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** dovrebbe salire di +0,5% m/m in maggio, dopo il -1,0% m/m di aprile. La variazione tendenziale passerebbe al 17,1% a/a dal 26,6% precedente, per via del confronto con maggio 2020 (primo mese di riaperture dopo il *lockdown*). Le indagini congiunturali e i dati sul traffico autostradale di merci segnalano un'accelerazione dell'*output* a giugno.

### Stati Uniti

- I dati della **Jobs and Labor Turnover Survey** di maggio dovrebbero confermare gli squilibri settoriali evidenti nelle informazioni dei mesi precedenti, con posizioni aperte e dimissioni volontarie su massimi storici, ma concentrate nei settori ricreativi e aggregativi, dove l'offerta non si è ancora riaggiustata dopo i periodi di chiusura collegati alla pandemia.
- La Fed pubblica i **verbali della riunione del FOMC** di giugno, che dovrebbero fornire informazioni sulla discussione relativa ai rischi verso l'alto sull'inflazione e allo scenario della politica monetaria in questa fase di preparazione al tapering. Dai verbali potrebbe emergere la distribuzione dei rischi per un'ulteriore anticipazione al 2022 del primo rialzo dei tassi, dal 2023 attualmente indicato dalla mediana del grafico a punti. A giugno, 5 partecipanti su 18 prevedevano un rialzo nel 2022 e 2 ne prevedevano due. I verbali potrebbero dare qualche informazione su quali sarebbero le condizioni che potrebbero spingere ancora verso l'alto i punti del 2022 quando verranno aggiornati a settembre. I verbali dovrebbero anche riportare il dibattito su come discutere di tapering nei prossimi mesi, e in particolare la possibilità di attuare un tapering a due velocità, una per i Treasury e una per MBS. Come in tutte le fasi di vigilia di una svolta di policy, si dovrebbe evidenziare una dispersione delle opinioni e una riduzione del consenso per il mantenimento di una politica cauta, che invece era prevalso fino alla primavera. Il messaggio dei verbali dovrebbe essere più *hawkish* rispetto ai documenti precedenti, con indicazioni di sorpresa per il rialzo dell'inflazione. Pur mantenendo una valutazione cautamente ottimistica di pressioni verso l'alto sui prezzi in gran parte di natura transitoria, il FOMC dovrebbe segnalare, come già fatto nei discorsi recenti, che la politica monetaria non trascurerà l'inflazione e manterrà il focus non solo sul sentiero del mercato del lavoro ma anche su quello dei prezzi.

## Venerdì 9 luglio

### Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa ancora in crescita a maggio, sia pure a un ritmo congiunturale verosimilmente inferiore a quello di aprile (stimiamo 0,4% m/m da 1,8% precedente). Le indagini hanno continuato a segnalare espansione dell'attività, e anche gli effetti di calendario dovrebbero agire in senso positivo. La variazione annua resterà ampiamente positiva (nostra stima: 22,5% corretta per i giorni lavorativi), ma vedrà una moderazione per il venir meno dell'effetto di confronto con il mese di maggio severità delle misure anti-COVID (aprile 2020).

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (5 – 9 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 5/7	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	giu	55.1		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	mag	-0.1	% 0.7	0.6
	09:45	ITA	PMI servizi	*	giu	53.1	55.8	55.5
	09:50	FRA	PMI servizi finale		giu	prel 57.4	57.4	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	giu	prel 58.1	58.1	
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	giu	prel 59.2	59.2	59.5
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	giu	prel 58.0	58.0	58.0
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	giu	61.7		
Mar 6/7	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	mag	13.0	% 10.9	
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	mag	-0.2	% 1.4	0.8
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		mag	48.2	%	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		mag	-3.1	% 4.4	4.5
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	lug	79.8	75.4	79.5
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		lug	-9.1	5.0	2.0
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		giu	63.9		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		giu	64.8		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	giu	64.0	63.0	63.5
Mer 7/7	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	mag	-1.0	% 0.5	0.5
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mag	30.4	%	
Gio 8/7	00:00	CN	Riserve in valuta estera		giu	3.222	1000Mld \$	3.204
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		mag	15.9	Mld €	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	364	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.469	Mln	
Ven 9/7	03:30	CN	CPI a/a	*	giu	1.3	% 1.4	
	03:30	CN	CPI m/m		giu	-0.2	% 0.0	
	03:30	CN	PPI a/a	*	giu	9.0	% 8.8	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		mag	-11.0	Mld £	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		mag	-5.5	Mld £	
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	mag	-1.3	% 1.5	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	mag	1.8	% 0.5	0.4

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

### Calendario degli eventi (5 – 10 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 5/7	19:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		GIA	Discorso di Kuroda (BoJ)
Mar 6/7	09:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
Mer 7/7	11:00	EUR	* La Commissione Europea pubblica le Previsioni Economiche d'estate
	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di giugno
	21:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Ven 9/7	12:00	UE	Discorso di Bailey (BoE) e Lagarde (BCE)
		EUR	* Riunione dei ministri delle finanze e dei banchieri centrali dei G20
Sab 10/7		EUR	* Riunione dei ministri delle finanze e dei banchieri centrali dei G20

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

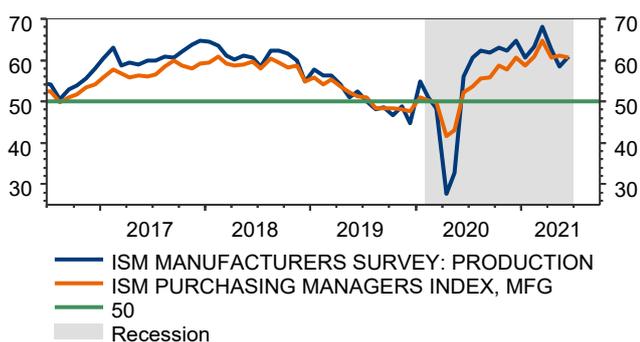
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	apr	13,4 (13,3)	%	14,5	14,9
Indice dei prezzi delle case m/m	apr	1,6 (1,4)	%		1,8
Fiducia consumatori (CB)	giu	120,0 (117,2)		119,0	127,3
Nuovi occupati: stima ADP	giu	886 (978)	x1000	600	692
PMI (Chicago)	giu	75,2		70,0	66,1
Richieste di sussidio	settim	415 (411)	x1000	390	364
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.413 (3.390)	Mln	3.382	3.469
Markit PMI Manif. finale	giu	62,6			62,1
Spesa in costruzioni	mag	0,1 (0,2)	%	0,4	-0,3
Indice ISM manifatturiero	giu	61,2		61,0	60,6
Tasso di disoccupazione	giu	5,8	%	5,7	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	giu	559	x1000	700	
Salari orari m/m	giu	0,5	%	0,4	
Bilancia commerciale	mag	-68,9	Mld \$	-71,4	
Ordinativi industriali m/m	mag	-0,6	%	1,6	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	mag	2,3	%		
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	mag	0,3	%		

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

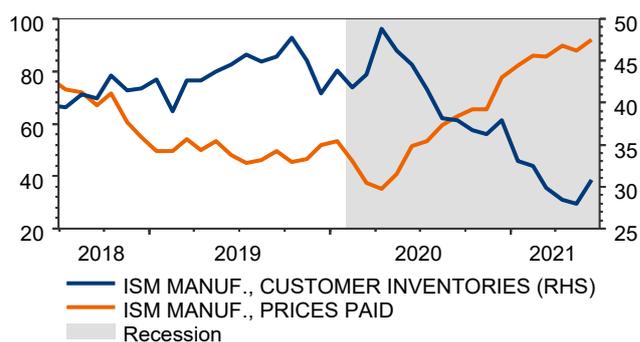
**L'ISM manifatturiero** a giugno cala a 60,6 da 61,2 di maggio. Lo spaccato dell'indagine resta positivo, con indicazioni di espansione dell'attività per il tredicesimo mese consecutivo. Le componenti in rialzo sono la produzione (+2,3 a 60,8), i prezzi (+4,1 a 92,1, massimo da luglio 1979) e le scorte (+0,3 a 51,1). Risultano invece in calo l'occupazione (-1 a 49,9), gli ordini (-1 a 66), gli ordini inevasi (-6,1 a 64,5) e i tempi di consegna (-3,7 a 75,1). Il direttore dell'indagine riporta che le imprese continuano a segnalare difficoltà a soddisfare livelli crescenti di domanda, per via di allungamento dei tempi di consegna di materie prime essenziali, aumenti dei prezzi degli input e difficoltà nei trasporti. A questi problemi si aggiungono assenteismo, chiusure temporanee per mancanza di pezzi e difficoltà a reperire manodopera. L'aumento di domanda è diffuso a tutti i principali sotto-settori. L'indagine segnala che problemi dal lato dell'offerta potranno frenare l'output in questa fase di eccesso di domanda e di prezzi in rialzo.

### ISM manifatturiero in modesto calo a giugno, frenato da problemi di offerta



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Prezzi pagati ancora in rialzo, anche se appare un modesto segnale di miglioramento del livello delle scorte

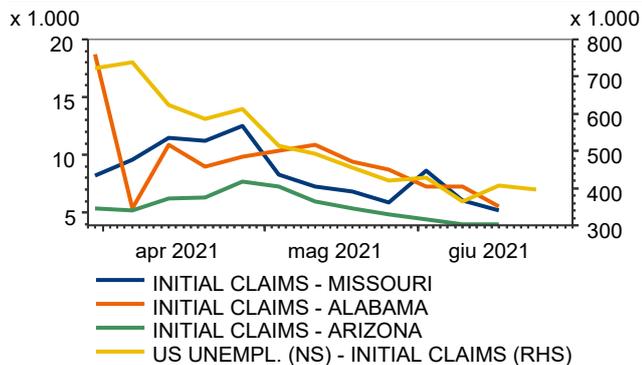


Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 23 giugno calano nuovamente, toccando un nuovo minimo post-pandemia a 364 mila (-51 mila dalla settimana precedente). I nuovi sussidi erogati con il programma federale di Pandemic Unemployment Assistance sono pari a 115267. I sussidi statali esistenti a metà giugno sono 3,469 mln (+56 mila). Al 12 giugno, i sussidi totali esistenti erogati con tutti i programmi statali e federali sono 14,659 mln, in calo di 180890 dalla settimana precedente. A partire da metà giugno 20 Stati interromperanno

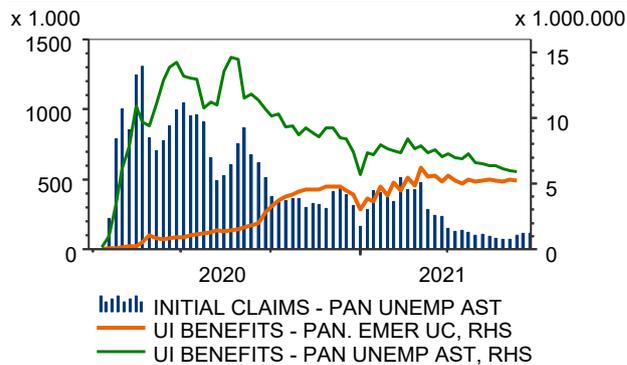
o ridurranno l'erogazione delle integrazioni ed estensioni federali, seguiti da altri 6 Stati a partire da luglio. I programmi federali termineranno per legge al 6 settembre. La riduzione delle somme erogate con i sussidi dovrebbe spingere verso l'alto l'offerta di lavoro per gli individui con occupazioni a basso salario e bassa specializzazione.

**Le nuove richieste di sussidio calano più rapidamente negli Stati che hanno annunciato la fine anticipata dei programmi federali**



Fonte: Refinitiv-Datastream

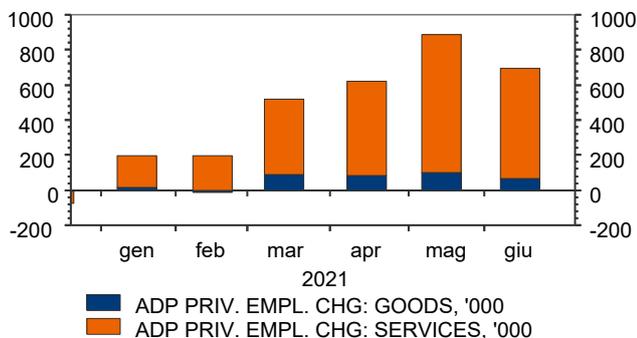
**I sussidi erogati con i programmi federali restano oltre 11 mln a metà giugno**



Fonte: Refinitiv-Datastream

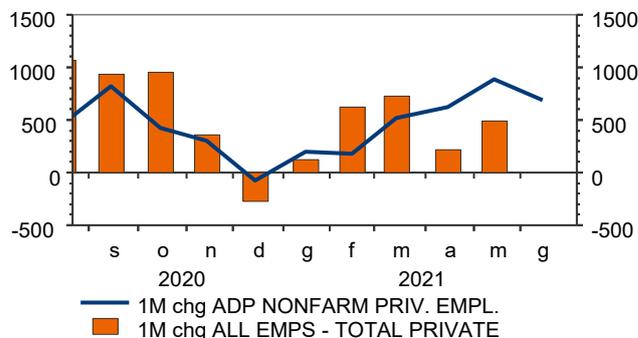
La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** a giugno registra una variazione di 692 mila posti, con ampi incrementi in tutte le dimensioni di impresa. Gli occupati aumentano di 68 mila nell'industria e di 624 mila nei servizi. Per quanto riguarda l'industria, tutti i settori hanno occupati in rialzo consistente: +47 mila nelle costruzioni, +19 mila nel manifatturiero, +2mila nell'estrattivo. Nei servizi, il rialzo è spinto da una componente "genuina", cioè quella di tempo libero e ospitalità (+332 mila), oltre a una parzialmente gonfiata da correzioni stagionali, cioè l'istruzione (con +123 mila). Quest'ultima risente probabilmente di un'ampia correzione stagionale che tiene conto della "normale" riduzione estiva di occupati collegata al rallentamento dell'attività nel settore istruzione. I servizi registrano rialzi diffusi ai principali sotto-settori: 62 mila per commercio e trasporti, 10 mila per le attività finanziarie, 53 mila per i servizi alle imprese, 48 mila per gli altri servizi. I dati danno indicazioni positive per l'*employment report* di giugno in uscita venerdì, che dovrebbe registrare un'accelerazione della dinamica occupazionale derivante dalla riapertura delle attività aggregative e dai contributi della correzione stagionale per l'istruzione, che dovrebbero sostenere sia l'occupazione privata sia quella pubblica a livello statale e locale.

**L'ADP registra un altro incremento solido degli occupati privati, soprattutto nei servizi**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**La stima ADP degli occupati non agricoli privati dà segnali positivi per l'employment report di giugno**

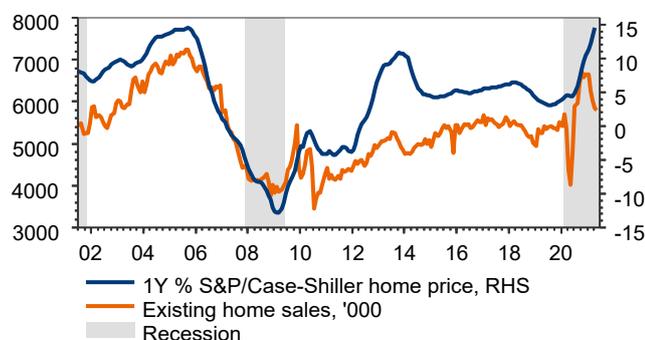


Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **Corelogic Case-Shiller dei prezzi delle case** a maggio aumenta di 14,6% a/a, da 13,3% a/a di aprile, toccando il massimo da quando esiste la serie (1987). Il boom del mercato

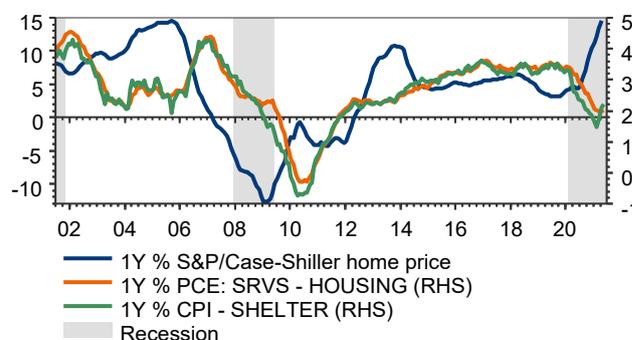
immobiliare nell'ultimo anno è stato alimentato dal calo dei tassi sui mutui, dall'aumento della ricchezza delle famiglie e dai nuovi trend di lavoro da casa. Le scorte di case in vendita sono su minimi storici per le case esistenti e su livelli storicamente bassi per le case nuove, dopo un aumento negli ultimi mesi. Le case sono vendute con una permanenza minima sul mercato e con prezzi spesso al di sopra delle richieste, escludendo dagli acquisti le famiglie a reddito basso e limitando il turnover delle abitazioni sul mercato. Rispetto al boom dei primi anni 2000, in questa fase le famiglie si stanno finanziando con tassi molto bassi e con acconti di entità in media del 7%, anche se il 48% degli acquisti avviene con acconti di almeno il 20%. Il peso del servizio dei mutui sul reddito disponibile a fine 2020 era pari a 4%, vicino ai minimi storici toccati a metà 2020 (3,7%) e lontano dai massimi del 2007, a 7,2%. Con rischi contenuti per la sostenibilità del debito immobiliare delle famiglie, il costo del continuo aumento dei prezzi delle case è rappresentato dall'aumento della disuguaglianza e dall'esclusione dal mercato delle famiglie con reddito nella parte bassa della distribuzione.

#### La continua crescita dei prezzi delle case, dovuta a scarsità di offerta, fa rallentare le vendite di case esistenti...



Fonte: Refinitiv-Datastream

#### ...e mette rischi verso l'alto per l'inflazione, attraverso pressioni sulla componente abitazione del CPI e del deflatore



Fonte: Refinitiv-Datastream

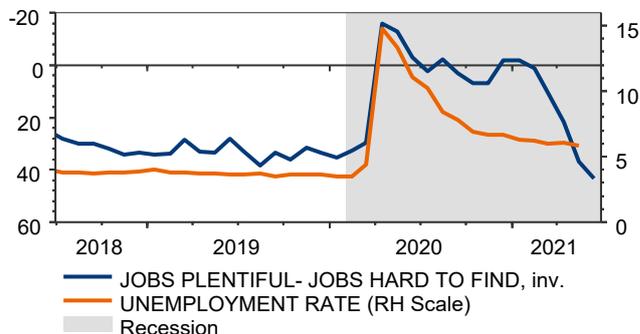
La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a giugno aumenta più delle attese a 127,3 da 120 di maggio (rivisto da 117,2), sui massimi dall'inizio della pandemia. L'indice delle condizioni correnti è in rialzo a 157,7 da 148,7, mentre le aspettative migliorano a 107 da 100,9. Le indicazioni dell'indagine sono di ulteriore miglioramento nel 2° trimestre, con le famiglie che si aspettano ulteriori progressi dell'economia e della loro situazione finanziaria. Nonostante un nuovo incremento delle aspettative di inflazione di breve termine, non si rileva un impatto negativo sui programmi di acquisto né sulla fiducia. Anche la valutazione del mercato del lavoro registra sviluppi positivi, con il 54,4% (da 48,5%) delle famiglie che ritengono che i posti di lavoro siano "abbondanti" e il 10,9% (da 11,6%) per cui i posti di lavoro sono "difficili da trovare", con segnali di probabile ulteriore flessione del tasso di disoccupazione. Anche per quanto riguarda le aspettative a 6 mesi l'indagine è positiva.

**La fiducia dei consumatori torna sui livelli pre-COVID, grazie al rialzo delle condizioni correnti**



Fonte: Refinitiv-Datastream

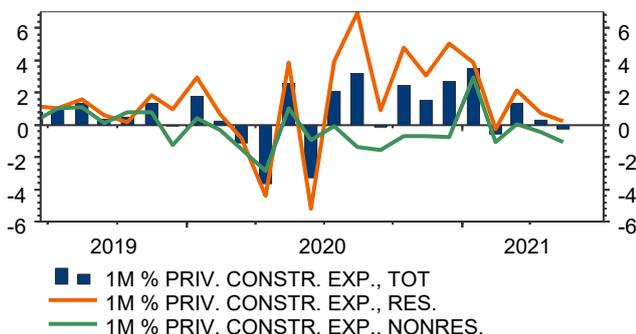
**Indicazioni positive per il tasso di disoccupazione dalla valutazione del mercato del lavoro**



Fonte: Refinitiv-Datastream

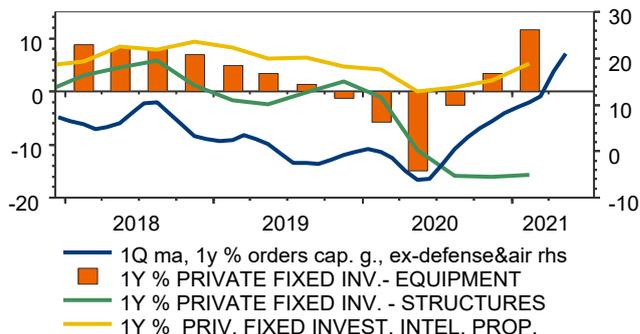
La **spesa in costruzioni** a maggio cala di -0,3% m/m (+7,5% a/a). La spesa privata corregge di -0,3% m/m, con un rialzo di 0,2% m/m per le costruzioni residenziali e un calo di -1,1% m/m per il comparto non residenziale. Nel settore pubblico la spesa è in flessione di -0,2% m/m. I dati confermano l'indebolimento della spesa residenziale, dovuta ai prezzi elevati e a vincoli dal lato dell'offerta, a fronte di un andamento sempre negativo del comparto non residenziale.

**La crescita della spesa in costruzioni residenziale rallenta, quella per costruzioni non residenziali non decolla...**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**...confermando la divergenza dei trend delle componenti degli investimenti non residenziali aggregati**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Giappone**

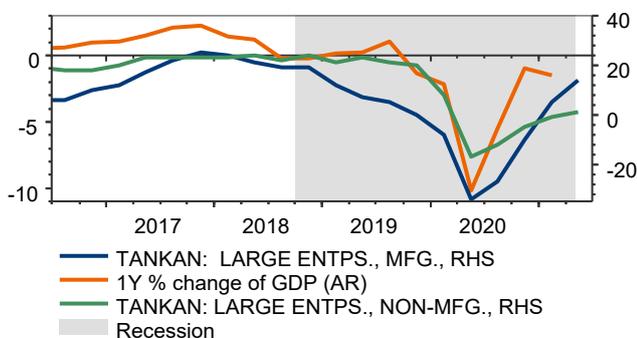
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	mag	1.09	1.08	1.09
Tasso di disoccupazione	mag	2.8	2.9	3.0
Vendite al dettaglio a/a	mag	11.9 (12.0)	7.9	8.2
Produzione industriale m/m prelim	mag	2.9	-2.4	-5.9
Fiducia delle famiglie	giu	34.1		37.4
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T2	5	15	14
Tankan, grandi imprese non manifat.	T2	-1	3	1
PMI manifatturiero finale	giu	51.5		52.4

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

L'indagine **Tankan** della BoJ per il 2° trimestre registra un aumento dell'indice per le **grandi imprese manifatturiere** a 14 (consenso: 15), sui massimi da fine 2018, da 5 del 1° trimestre, e supera ampiamente l'indice atteso (4) sulla base delle previsioni formulate dalle imprese 3 mesi fa. L'indice previsto oggi per settembre è poco variato, a 13, con indicazioni positive per lo scenario economico del settore nell'aggregato. I segnali espansivi sono diffusi alla maggior parte dei

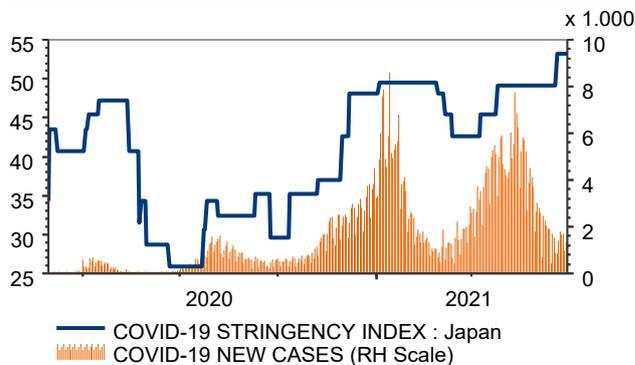
sotto-settori, a parte la persistente debolezza del tessile e della cantieristica navale. Le **grandi imprese non manifatturiere** invece registrano un miglioramento contenuto, con l'indice a 1, da -1 di marzo e previsioni per un miglioramento modesto nei prossimi 3 mesi, con l'indice atteso a 3. Fra i settori ancora in contrazione si trovano i trasporti, l'elettricità, ma soprattutto i servizi agli individui e quelli dell'ospitalità e della ristorazione (a -31 e -74, rispettivamente), sulla scia degli effetti dello stato di emergenza in atto da aprile. Le previsioni degli utili sono positive per l'a.f. 2021, dopo risultati diffusamente negativi per l'a.f. 2020. I **piani di investimento** sono in ripresa, con previsioni di aumento della spesa in conto capitale di 9,6% nell'a.f. in corso, riviste al rialzo da 3% dell'indagine a marzo. I dati confermano quanto il Giappone sia indietro rispetto agli altri paesi industrializzati nell'uscita dalla pandemia. La lentezza e i ritardi della campagna vaccinale hanno nuovamente frenato i servizi in primavera, e le aspettative di eliminazione delle misure restrittive dello stato di emergenza entro giugno sono parzialmente disattese, per via di una ripresa dei contagi in alcune aree, pur dopo tre mesi di chiusure.

**Indagine Tankan: ripresa del manifatturiero, stagnazione del non manifatturiero...**



Fonte: Refinitiv-Datastream

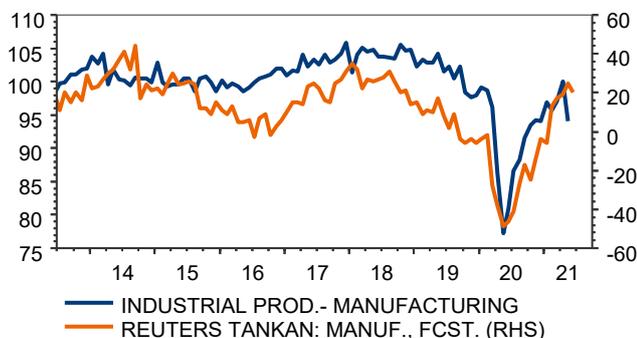
**...sulla scia delle misure restrittive imposte con lo stato di emergenza in primavera**



Fonte: Refinitiv-Datastream

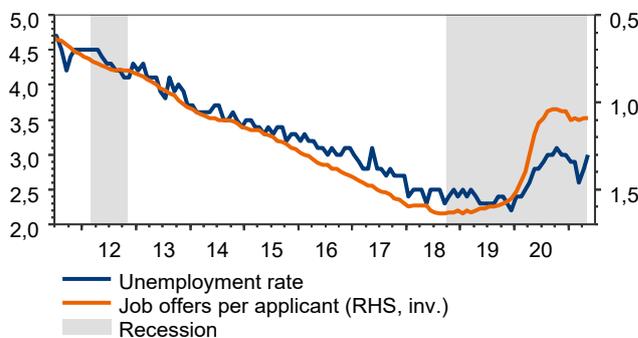
La **produzione industriale** a maggio cala di -5,9% m/m (+22% a/a), contro attese di consenso per -2,4% m/m, con contributi negativi da auto, macchinari ed elettronica per informazioni e comunicazioni, mentre risultano in rialzo i trasporti (ex-auto) e la chimica. Le proiezioni delle imprese per i prossimi mesi vedono un ampio rialzo a giugno (9,1% m/m), seguito da una nuova correzione a luglio (-1,4% m/m). Consegne e scorte sono in flessione di -4,7% m/m e -1,7% m/m, rispettivamente, e determinano un aumento del rapporto scorte/fatturato. La ripresa dei contagi in alcune aree, prima ancora della fine delle restrizioni collegate allo stato di emergenza nazionale, mette a rischio la previsione di riaccelerazione della crescita in estate, dopo la contrazione del 1° trimestre e la stagnazione del 2°.

**Produzione industriale in calo anche a maggio**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Il tasso di disoccupazione risale al 3%**



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **tasso di disoccupazione** a maggio aumenta più delle attese, salendo a 3,0% da 2,8% di aprile e toccando il massimo da fine 2020. I disoccupati aumentano di 204 mila, gli occupati calano di 130 mila e la forza lavoro si contrae di 60 mila. L'occupazione è in calo per il terzo mese consecutivo nel comparto del tempo libero, mentre si registra una ripresa nell'ospitalità dopo due ampie correzioni, probabilmente in preparazione per la riapertura delle attività con la riduzione delle misure restrittive collegate allo stato di emergenza. I disoccupati che hanno lasciato il lavoro volontariamente sono in rialzo per il secondo mese consecutivo, +70 mila a maggio dopo +60 mila di aprile. Il *jobs to applicant ratio* a maggio è invariato a 1,09. La riduzione delle misure di contenimento e la fine dello stato di emergenza sono però ora a rischio per via di una nuova ripresa dei contagi, con la possibilità di nuove restrizioni modulate nelle aree con rialzo dei nuovi casi di COVID.

Le **vendite al dettaglio** a maggio aumentano di 8,2% a/a, dopo 11,9% a/a di aprile. Su base mensile le vendite correggono di -0,4% m/m, dopo -4,6% m/m di aprile, sulla scia degli effetti dello stato di emergenza in vigore da aprile. Il calo delle vendite a maggio è particolarmente marcato per le auto, l'abbigliamento e l'arredamento. L'aspettativa di una riapertura a luglio generalizzata in quasi tutte le aree soggette allo stato di emergenza, ora ridotto a "quasi-emergenza", è a rischio, alla luce della ripresa dei contagi in alcune prefetture, fra cui quella di Tokyo.

#### Area euro

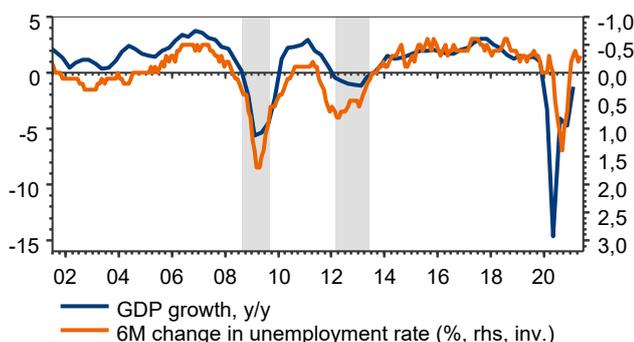
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Fiducia consumatori finale	giu	-3.3		-3.3	-3.3	
EUR	Fiducia servizi	giu	11.3		14.8	17.9	
EUR	Indice di fiducia economica	giu	114.5		116.5	117.9	
EUR	Fiducia industria	giu	11.5		12.3	12.7	
EUR	CPI a/a stima flash	giu	2.0		1.9	1.9	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	giu	0.9		0.9	0.9	
EUR	PMI manifatturiero finale	giu	63.1		63.1	63.4	
EUR	Tasso di disoccupazione	mag	8.1	{8.0}	%	8.0	7.9
EUR	PPI a/a	mag	7.6		%	9.5	9.6
FRA	Fiducia consumatori	giu	98	{97}		100	102
FRA	Tasso di disoccupazione	T1	8.0		%	8.1	8.1
FRA	Spese per consumi m/m	mag	-8.7	{-8.3}	%	7.5	10.4
FRA	IPCA a/a prelim.	giu	1.8		%	1.9	1.9
FRA	PMI manifatturiero finale	giu	58.6			58.6	59.0
GER	Prezzi import a/a	mag	10.3		%	11.3	11.8
GER	IPCA m/m prelim.	giu	0.3		%	0.4	0.4
GER	IPCA a/a prelim.	giu	2.4		%	2.1	2.1
GER	CPI (Lander) a/a prelim.	giu	2.5		%	2.3	2.3
GER	CPI (Lander) m/m prelim.	giu	0.5		%	0.4	0.4
GER	Tasso di disoccupazione	giu	5.9	{6.0}	%	5.9	5.9
GER	Variazione n° disoccupati	giu	-19	{-15}	x1000	-20	-38
GER	Vendite al dettaglio a/a	mag	5.1	{4.4}	%		-2.4
GER	Vendite al dettaglio m/m	mag	-6.8	{-5.5}	%	5.0	4.2
GER	PMI manifatturiero finale	giu	64.9			64.9	65.1
ITA	PPI a/a	mag	6.8	{6.5}	%		8.0
ITA	PPI m/m	mag	1.3	{1.1}	%		1.0
ITA	IPCA m/m prelim.	giu	-0.1		%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	giu	1.3		%	1.4	1.3
ITA	IPCA a/a prelim.	giu	1.2		%	1.4	1.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	giu	0.0		%	0.2	0.1
ITA	PMI manifatturiero	giu	62.3			62.2	62.2
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	mag	10.7		%	10.8	10.5
ITA	Deficit/PIL (Istat)	T1	5.2		%		13.1
SPA	IPCA a/a prelim.	giu	2.4		%	2.4	2.4

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

**Area euro. L'indice PMI manifatturiero di giugno è stato rivisto verso l'alto a 63,4 da 63,1**, riaggiornando il record storico per il quarto mese consecutivo e confermando le indicazioni di solida espansione dell'attività industriale. Si registrano revisioni al rialzo dei dati preliminari tedesco (65,1 da 64,9) e francese (59,0 da 58,6), mentre le prime stime mostrano una sostanziale stabilizzazione dell'indice italiano sui massimi storici a 62,2 da 62,3 di maggio e un rialzo di quello spagnolo a 60,4 (un massimo dal 1998) da 59,4 precedente. Se le letture flash offrivano indicazioni di un modesto rallentamento di ordinativi e produzione, l'aggiornamento delle stime è invece coerente con un'accelerazione di output e commesse con gli indici relativi che sono tornati sui picchi toccati a marzo. Non emergono quindi segnali che le strozzature all'offerta stiano frenando in maniera significativa la ripresa dell'attività che, al contrario, continua a beneficiare di una solida domanda in crescita a ritmi superiori all'offerta. Il contesto di eccesso di domanda si riflette anche in indicazioni di aumento dei prezzi, pagati e ricevuti, con entrambi gli indici sui livelli più alti dall'inizio delle rilevazioni.

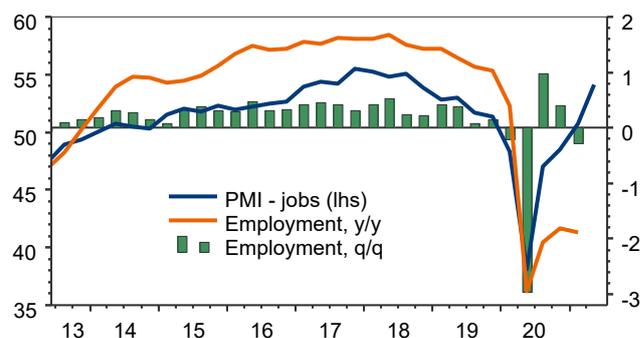
**Area euro. Il tasso di disoccupazione a maggio è calato a sorpresa a 7,9% da 8,1% (rivisto al rialzo di un decimo)**, con una flessione dei disoccupati di 306 mila unità. La diminuzione del tasso dei senza lavoro è risultata diffusa alle principali economie: Germania (3,7% da 3,8%), Francia (7,5% da 7,8%), Italia (10,5% da 10,7%) e Spagna (15,3% da 15,5%), mentre tra tutti i Paesi membri solo il Portogallo ha registrato un aumento (7,2% da 7,0%). I più recenti dati mensili sul mercato del lavoro sono risultati complessivamente migliori del previsto e, uniti alle indicazioni sulle assunzioni che emergono dalle indagini di fiducia, offrono segnali incoraggianti sull'occupazione nei prossimi mesi. **Prevediamo quindi un graduale calo del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri, destinato ad accelerare nel 2022.** Nel breve termine il rientro degli inattivi nella forza lavoro potrebbe impedire un più ampio calo del tasso di disoccupazione; un'ulteriore incognita è rappresentata dalla progressiva rimodulazione degli schemi pubblici di sostegno da parte dei Governi nazionali; è possibile che, in uno scenario di irrobustimento della ripresa, l'impatto risulti complessivamente contenuto.

#### Area euro: il calo del tasso di disoccupazione potrebbe continuare nei prossimi trimestri sull'onda della ripresa economica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### Le indagini di fiducia offrono segnali di ripartenza delle assunzioni

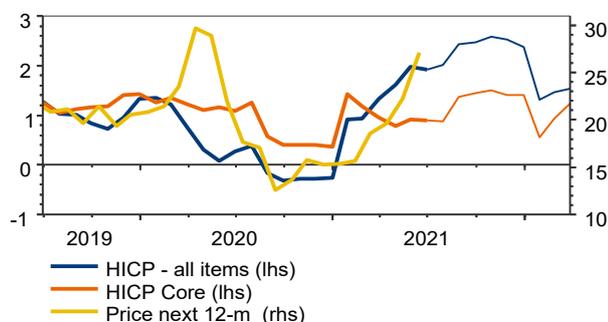


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Area euro. La stima flash mostra un rallentamento dell'inflazione** nel mese di giugno, da 2,0% a 1,9% a/a (+0,3% m/m). Il ribasso è guidato **dalla frenata dei prezzi dell'energia (a 12,5% a/a da 13,1% precedente) e dal calo degli alimentari freschi (-0,3% a/a da zero precedente)**, per via anche di effetti base sfavorevoli. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia rimane stabile a 0,9% a/a; nel dettaglio, le due principali componenti dell'indice sottostante hanno registrato dinamiche opposte: da un lato, i prezzi dei beni industriali al netto dell'energia accelerano per il terzo mese consecutivo (1,2% a/a da 0,7%), dall'altro rallentano i servizi (0,7% a/a da 1,1%). In prospettiva, non si escludono nuovi aumenti sui beni manufatti, come evidenzia l'indagine della Commissione Europea, ma pressioni al rialzo arriveranno anche dai servizi.

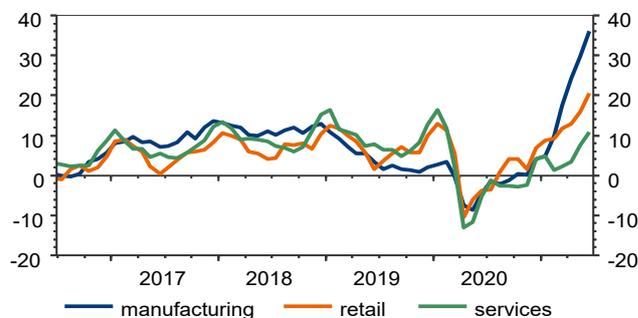
Lo **spaccato per Paese** mostra un andamento discordante dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area. L'indice generale cresce in Francia (1,9% a/a) e in Italia (1,3% a/a), rallenta in Germania (2,1% a/a) ed è stabile in Spagna (2,4% a/a). Ad ogni modo, la frenata dei prezzi nell'Eurozona potrebbe rivelarsi temporanea in quanto legata al calo dell'indice tedesco, la cui crescita riprenderà con forza dal prossimo mese per via dell'effetto-base connesso al taglio dell'IVA entrato in vigore il 1° luglio 2020. L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere attorno al 2,5% nel 2° semestre, con un possibile picco al 2,6% a ottobre, cui seguirà un ritorno sotto area 1,5% da gennaio 2022. La crescita tendenziale dei prezzi energetici è attesa rimanere a due cifre sino a fine anno. In sintesi, l'indice generale è atteso all'1,9% in media d'anno nel 2021, per rallentare all'1,5% nel 2022. L'indice core seguirà una dinamica opposta, con un'accelerazione a 1,3% attesa nel 2022 dopo l'1,2% atteso quest'anno, sulla scia della ripresa del mercato del lavoro. I rischi sulla previsione sono orientati verso l'alto.

#### Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs indice core e headline



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

#### Aspettative sui prezzi delle imprese



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

#### Area euro. Le indagini di fiducia economica della Commissione Europea di giugno sorprendono al rialzo e offrono solide indicazioni per lo stato della ripresa in Eurozona.

L'indice composito ESI è salito a 117,9 da 114,5 precedente, poco al di sotto del massimo storico registrato nel maggio del 2000. Il miglioramento del morale è trainato dai servizi, il comparto che più sta beneficiando dell'allentamento delle restrizioni, ma con progressi diffusi a tutti i settori. Tra le principali economie dell'area, si registrano incrementi per Germania, Francia e Italia, a fronte di una modesta correzione in Spagna.

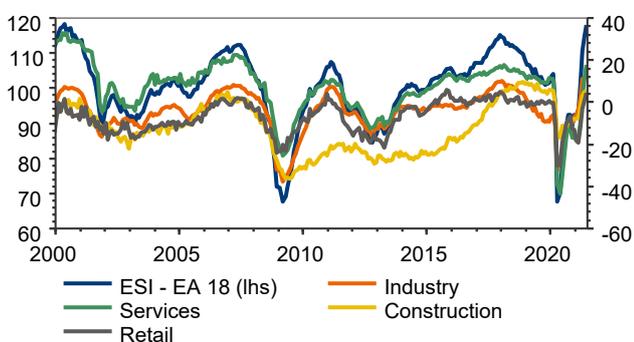
La fiducia tra le imprese dei **servizi** è salita per il quinto mese consecutivo portandosi a 17,9 da 11,3 di maggio, ben al di sopra dei livelli pre-COVID e sui massimi dall'estate del 2007. La riapertura degli esercizi commerciali dopo le chiusure dei mesi precedenti ha sostenuto anche il morale nel **commercio al dettaglio**, con l'indice relativo che ha registrato il quarto progresso consecutivo a 4,5 da 0,5 precedente, avvicinandosi al livello più alto mai registrato (5,0 nel giugno del 1990). Più contenuti invece i rialzi per **industria** (12,7 da 11,5) e **costruzioni** (5,1 da 4,9), i comparti che hanno trainato la ripresa nei mesi scorsi (e che comunque rimangono in territorio ampiamente espansivo, su livelli superiori alle medie di lungo periodo). L'indice relativo all'industria ha infatti registrato il settimo rialzo di fila raggiungendo un nuovo massimo storico, con indicazioni di accelerazione per ordinativi e occupazione; viceversa, si nota una lieve moderazione dell'output dopo il record del mese precedente, e un ulteriore modesto rallentamento per le aspettative di produzione dopo il picco raggiunto in aprile.

Tutti i settori riportano infine un rincaro dei **prezzi**: se la crescita dei listini nei servizi e nel commercio al dettaglio appare imputabile all'effetto-riapertura, industria e costruzioni continuano a risentire delle difficoltà di approvvigionamento di beni intermedi in un contesto di eccesso di domanda (che tuttavia, almeno per il momento, non sembra poter far deragliare la ripresa dell'attività produttiva).

La stima finale dell'indice di **fiducia dei consumatori** ha infine confermato il rialzo a -3,3 da -5,1 di maggio, con miglioramenti diffusi a tutte le componenti prospettive dell'indagine e un significativo ridimensionamento delle preoccupazioni relative alla disoccupazione, offrendo quindi solidi presupposti per la ripartenza dei consumi nei prossimi mesi.

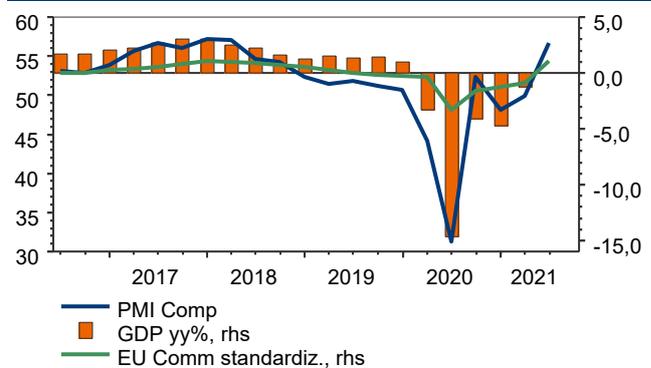
In sintesi, le indagini della Commissione Europea si aggiungono ai PMI diffusi la scorsa settimana nel dipingere un quadro coerente con una ripresa significativa del PIL nell'Eurozona già a partire dal 2° trimestre: dopo la contrazione di -0,3% t/t registrata a inizio 2021, prevediamo un rimbalzo di 1,2% t/t nel 2° trimestre e un'accelerazione a 2,5% t/t durante l'estate. Alla luce dei risultati migliori delle attese delle più recenti indagini di fiducia, e del rapido miglioramento dei dati sulla mobilità personale, riteniamo che i rischi su tale profilo previsivo siano orientati prevalentemente verso l'alto.

#### Area euro: ESI sui massimi da oltre 20 anni...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### Le indagini di fiducia ESI e PMI sono coerenti con una significativa ripresa dal 2° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Area euro. I prezzi alla produzione nell'industria** nel mese di maggio sono saliti di +1,3% m/m (consenso +1,2% m/m) da +0,9% m/m (rivisto al ribasso di un decimo). In termini tendenziali la crescita ha invece accelerato a +9,6% da 7,6% precedente (un record dall'inizio delle rilevazioni nel 1992). Come nei mesi precedenti sono ancora energia (+2,1% m/m, +25,1% a/a) e beni intermedi (+1,8% m/m, +9,2% a/a) a trainare il PPI ma si registrano aumenti dei prezzi anche in tutti gli altri principali comparti. Una volta superato il picco di domanda e ristabilita la normalità lungo le filiere produttive e di trasporto le pressioni a monte della catena produttiva dovrebbero attenuarsi ma al momento non emergono ancora segnali di ridimensionamento. I dati sui prezzi alla produzione, unitamente alle indagini di fiducia che segnalano rincari diffusi dei prezzi, pagati e ricevuti, pongono quindi rischi al rialzo per l'inflazione dei beni nei prossimi mesi.

**Germania.** A giugno, **la stima flash ha mostrato un rallentamento dell'inflazione in linea con le attese, da 2,5% a 2,3% a/a sull'indice nazionale e da 2,4% a 2,1% a/a su quello armonizzato.** Il ribasso è spiegato in parte dalla frenata di energia (9,4% a/a da 10% di maggio) e alimentari (1,2% a/a da 1,5%). Nel complesso, i prezzi dei beni risultano stabili al 3,1% a/a, mentre i servizi decelerano a 1,6% a/a da 2,2% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo sono saliti di quattro decimi su entrambi gli indici. Il confronto statistico dovrebbe portare l'inflazione oltre il 3% nel 2° 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 poi un gradino al ribasso da gennaio 2022. Inoltre, l'attenuarsi dell'emergenza sanitaria sta riportando i comportamenti di spesa verso una graduale "normalizzazione", con una parziale chiusura del gap tra misura nazionale e armonizzata UE: in prospettiva, l'indice armonizzato (costruito con pesi che riflettono i *pattern* di consumo visti durante la fase pandemica) è atteso mantenere una dinamica più contenuta rispetto all'indice domestico (basato sui vecchi pesi), che potrebbe catturare meglio le pressioni inflattive dovute

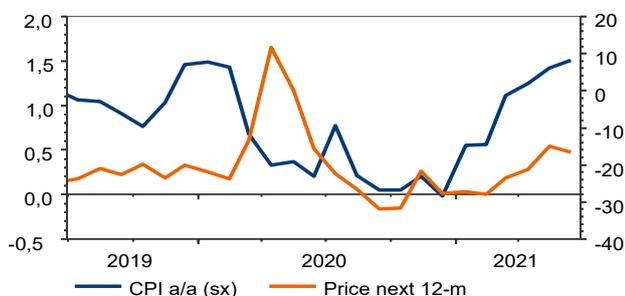
all'effetto-riaperture nei settori in precedenza soggetti a restrizioni. In sintesi, l'inflazione è attesa salire al 2,6% in media nel 2021 (2,7% sull'armonizzato), per poi tornare sotto il 2% il prossimo anno.

**Germania.** Le **vendite al dettaglio** sono salite di +4,2% m/m in maggio, mentre la variazione tendenziale è scesa a -2,4% a/a, per via del confronto statistico con maggio 2020, primo mese di riaperture dopo il *lockdown*. L'andamento potrebbe migliorare a giugno, sulla scia dell'allentamento delle misure restrittive: la mobilità verso strutture di intrattenimento e commercio al dettaglio è cresciuta da -30,3 a -6,7. Inoltre, nell'indagine IFO la valutazione delle imprese sull'andamento del giro di affari è notevolmente migliorata in giugno.

**Germania.** In giugno il **tasso di disoccupazione** pubblicato dalla Bundesbank rimane stabile al 5,9%, (il dato di maggio è stato rivisto al ribasso di un decimo). Nei prossimi mesi il consolidamento della ripresa guiderà la risalita dell'occupazione, che potrà contare ancora su misure di sostegno del mercato del lavoro prorogate sino a dicembre. Prevediamo un calo del tasso di disoccupazione quest'anno, al 5,7% dal 5,9% del 2020; il ritorno sotto i livelli pre-crisi però sarà lento (potrebbe avvenire a inizio 2023), frenato dal rientro degli inattivi tra le forze di lavoro.

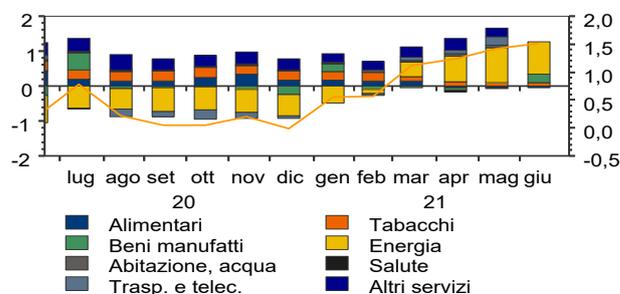
**Francia.** La **stima flash** indica che a giugno l'**inflazione** ha visto una nuova accelerazione, sia sull'indice nazionale, a 1,5% a/a da 1,4% di maggio, che sull'armonizzato, a 1,9% a/a da 1,8% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di due decimi su entrambe le misure. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dal rincaro dei beni manufatti (+0,9% a/a da -0,1% precedente), mentre rallentano dopo sei mesi di forti aumenti i prezzi dell'energia (a 10,9% a/a da 11,7% di maggio). I listini alimentari rimangono stabili a -0,3% a/a; l'inflazione decelera ancora sui servizi (a 0,9% a/a dall'1,1% di maggio). In prospettiva, il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è attesa a 1,4% sull'indice nazionale e 1,6% sull'armonizzato.

#### Francia – Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs CPI



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

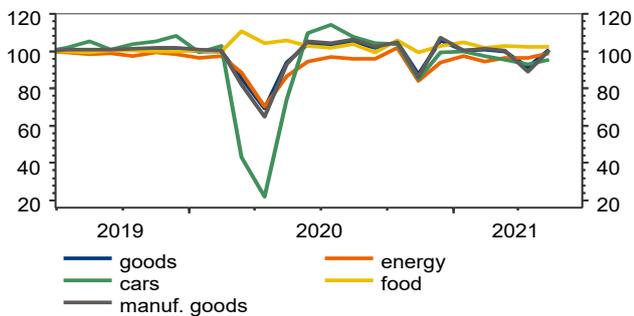
#### Francia – Le principali pressioni inflazionistiche vengono ancora dai beni energetici



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

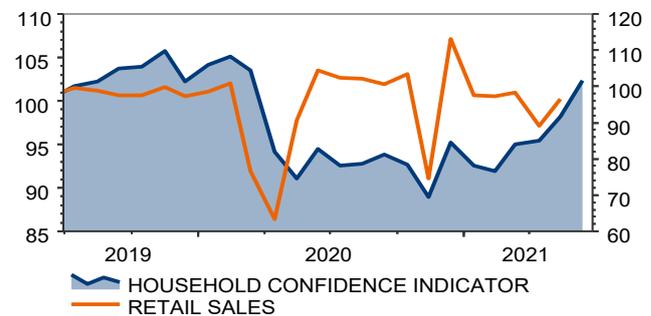
**Francia.** Dopo l'ampia contrazione di aprile (rivista verso il basso a -8,7% m/m), i **consumi privati hanno registrato un rimbalzo più ampio delle attese in maggio** (+10,4% m/m), sulla scia della riapertura di tutti gli esercizi al dettaglio. Non sorprendentemente, il recupero è trainato dai beni maggiormente soggetti alle chiusure di marzo-aprile, ovvero da tessile e abbigliamento (+149,2% m/m da -57% ad aprile). Invariata la componente alimentare (che era stata pressoché esente da restrizioni). In caso di stabilità a giugno, le vendite sarebbero in rotta per un calo nel 2° trimestre (-2,7% t/t da +0,9% precedente). Tuttavia, è probabile un ulteriore recupero a giugno, sulla scia della diminuzione dell'emergenza sanitaria e del miglioramento della fiducia.

### In recupero soprattutto le vendite di beni manufatti



Fonte: Refinitiv-Datastream

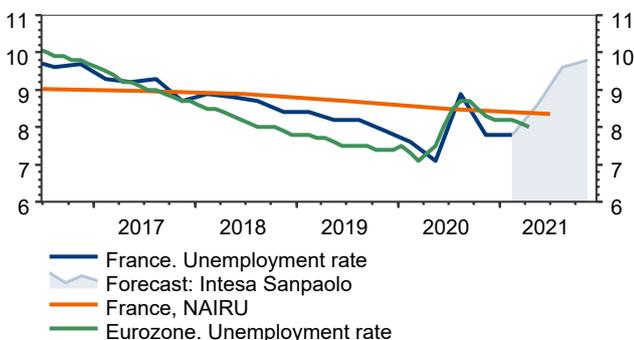
### Il miglioramento del morale delle famiglie segnala un'ulteriore ripresa per i consumi nei prossimi mesi



Fonte: Refinitiv-Datastream

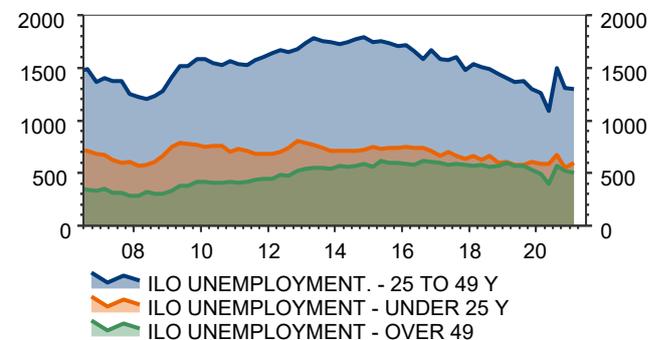
**Francia.** Nel 1° trimestre del 2021, il **tasso di disoccupazione** secondo gli standard ILO è salito solo **marginalmente** rispetto ai tre mesi precedenti a **8,1%** da 8%. Il numero delle persone senza lavoro risulta pari a circa 2,4 milioni di unità, in aumento moderato a inizio 2021 (+18 mila unità), dopo l'ampio calo, dovuto soprattutto all'aumento degli inattivi, visto nel 2020. Si nota un incremento dei disoccupati tra i più giovani (+1,2% nella fascia d'età 15-24 anni) a fronte di una sostanziale stabilità tra i 25-49enni (+0,1%) e di una diminuzione tra gli ultracinquantenni (-0,3%). In prospettiva, vediamo un recupero del tasso di partecipazione nei prossimi trimestri, che potrebbe prevalere sull'incipiente ripresa degli occupati, determinando una crescita del tasso dei senza-lavoro in corso d'anno.

### Il tasso di disoccupazione è circa stabile nel 1° trimestre 2021...



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

### ...ma si nota un aumento della disoccupazione giovanile



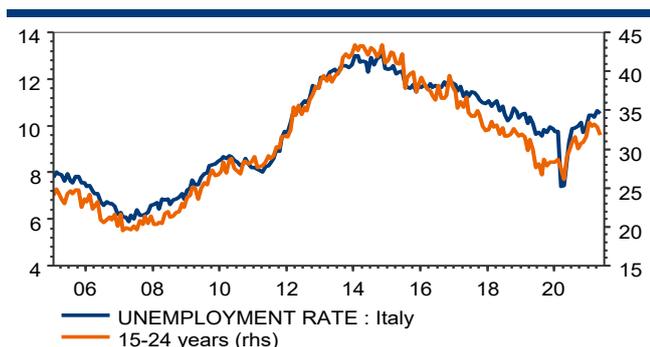
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Francia.** In giugno, la **fiducia dei consumatori** ha fatto registrare il terzo progresso da inizio anno, portandosi da 98 a 102, sopra la media di lungo periodo e sui livelli più alti dal mese di marzo dello scorso anno. L'apporto maggiore alla crescita dell'indice è giunto dai minori timori di perdere il lavoro (l'indice corrispondente è passato da 44 di maggio a 25 a giugno). Da evidenziare anche la **crescita delle future intenzioni di acquisto** (il saldo è salito di ben 10 punti rispetto a maggio, a -2). Anche nel mese di luglio, al netto di una crescita dei contagi da variante Delta (pari al 20% degli attuali casi di positività in Francia), si dovrebbe registrare un ulteriore progresso del morale.

**Italia.** A maggio il **tasso di disoccupazione** ha registrato un **inatteso calo di due decimi, a 10,5%**, da 10,7% di aprile (restando comunque marginalmente al di sopra della media del 1° trimestre). La flessione è dovuta a un aumento degli occupati (+36 mila unità rispetto ad aprile) a fronte di una stabilità delle forze di lavoro (ma gli inattivi in età lavorativa sono calati di -30 mila unità). Maggio risulta quindi il quarto mese consecutivo di aumento degli occupati e calo degli inattivi;

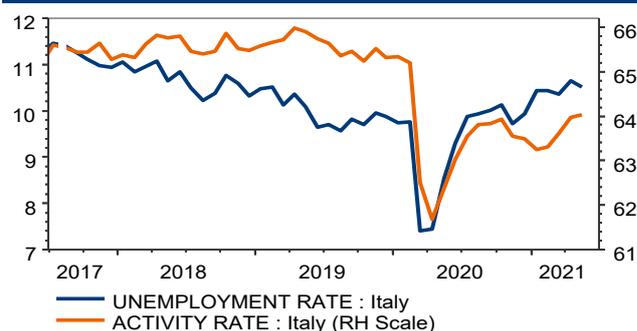
come già nei mesi precedenti, la creazione di posti di lavoro è dovuta interamente al recupero dei contratti a termine, che sono già tornati ai livelli pre-COVID. Viceversa, è continuata, e anzi si è accentuata ai massimi nell'anno, l'emorragia tra i lavoratori autonomi (-63 mila unità), che restano di ben 427 mila unità al di sotto dei valori di febbraio 2020. Continuiamo a ritenere che una svolta in positivo per il mercato del lavoro italiano non sia ancora imminente: l'effetto di breve termine della rimodulazione di CIG e divieto dei licenziamenti dal 1° luglio potrebbe essere limitato, ma il recupero della partecipazione, che resta di oltre un punto al di sotto dei livelli pre-crisi, dovrebbe spostare in avanti il punto di svolta del tasso dei senza-lavoro.

#### Italia: in calo il tasso di disoccupazione a maggio, specie tra i giovani



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

#### Nei prossimi mesi la ripresa delle assunzioni potrebbe non tenere il passo con il recupero del tasso di attività, ancora ben al di sotto dei livelli pre-COVID

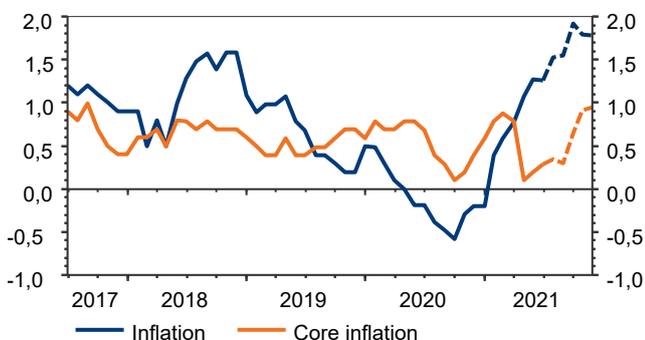


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**Italia.** Nel 1° trimestre del 2021 il **reddito disponibile delle famiglie** consumatrici è tornato a crescere a sorpresa, di +1,5% t/t (+0,8% a/a), dopo il calo di -1,8% t/t (-2,6% a/a) registrato a fine 2020; il potere d'acquisto delle famiglie è cresciuto di +0,9% t/t (+0,5% a/a). I **consumi** finali sono invece calati per il secondo trimestre consecutivo, di -0,6% t/t dopo il -2,4% di fine 2020 (-4,0% a/a da -10,2%). L'aumento del reddito e la caduta dei consumi si sono riflessi in un aumento del **tasso di risparmio**, che è tornato poco al di sotto del precedente picco, a 17,1% dal 15,3% di fine 2020 (dall'8,1% di fine 2019). La quota di **profitto delle società non finanziarie** è calata al 42,6% dal 43,4% registrato nel 4° trimestre dello scorso anno, a fronte però di un tasso di **investimento** in crescita di 0,7 punti percentuali al 22,3%: entrambe le variabili hanno già più che recuperato i livelli pre-COVID. I dati relativi alla **finanza pubblica** hanno invece riportato un **indebitamento netto** delle amministrazioni pubbliche pari al 13,1% del PIL nei primi tre mesi del 2021 (contro 10,6% un anno prima) e un **saldo primario** che si è attestato al -9,7% del PIL (-7,5% nel 1° trimestre del 2020). Il peggioramento dei parametri di finanza pubblica è imputabile alla maggiore incidenza delle uscite sul PIL (54,8% da 52,2%) a fronte di entrate sostanzialmente stabili (al 41,6%) rispetto allo scorso anno (la pressione fiscale è risultata poco variata al 37,9% del PIL).

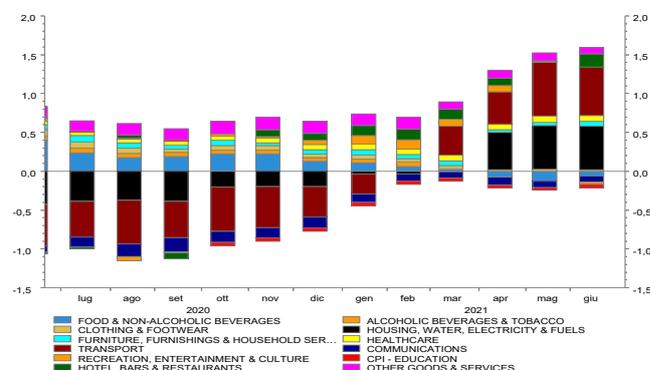
**Italia.** L'**inflazione** a giugno è risultata pari all'1,3% (stabile rispetto al mese scorso sull'indice nazionale e in aumento di un decimo sulla misura armonizzata UE). Nel mese i prezzi sono saliti di un decimo sul NIC e di due decimi sull'IPCA. Il dato è stato lievemente inferiore al consenso ma superiore alle nostre previsioni. Nel mese, i rincari sono venuti soprattutto dai trasporti (+0,7% m/m) e dai servizi ricettivi e di ristorazione (+0,6%): un segnale che in questa fase le pressioni inflattive vengono non solo dall'energia (per via dei carburanti) ma anche dall'effetto-domanda nei settori in precedenza soggetti a restrizioni. Viceversa, continua il trend di calo nelle comunicazioni (-0,9% m/m, -2,8% a/a) e si registra una correzione per i listini alimentari dopo gli aumenti dei mesi scorsi (in parte legati a fattori meteo). L'inflazione di fondo è salita di un decimo a 0,3% a/a, quella sul cosiddetto "carrello della spesa" è meno negativa del mese scorso (a -0,4% a/a a giugno, da -0,9% di maggio). Rivediamo lievemente al rialzo la stima di inflazione media 2021, a 1,3%; ci aspettiamo un'ulteriore salita nei prossimi mesi, sino a un picco vicino al 2% a settembre. I rischi su questo profilo previsivo appaiono oggi verso l'alto.

**L'inflazione headline potrebbe salire ulteriormente nei prossimi mesi**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Le principali pressioni inflazionistiche su base annua vengono ancora dalle componenti più legate all'energia (trasporti e spese per la casa)**



Fonte: Refinitiv-Datastream

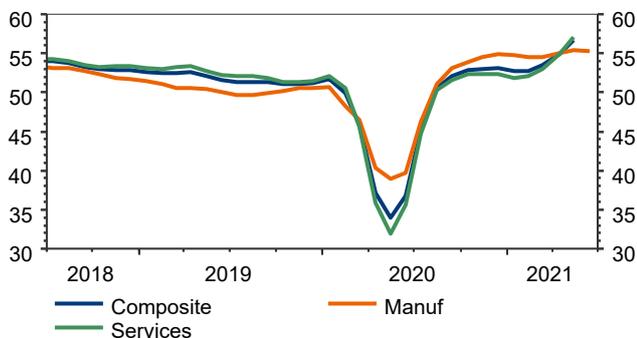
**Cina**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	giu	54.2		52.9
PMI manifatturiero - NBS	giu	51.0	50.8	50.9
PMI non manifatturiero - NBS	giu	55.2		53.5
PMI manifatturiero - Caixin	giu	52.0	51.8	51.3

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

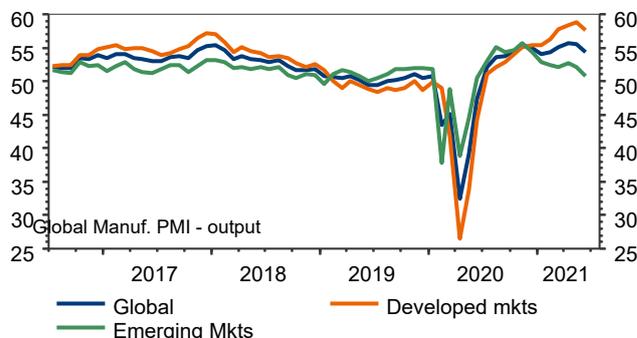
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



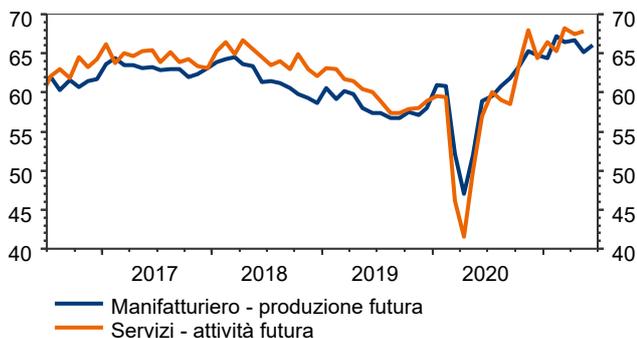
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



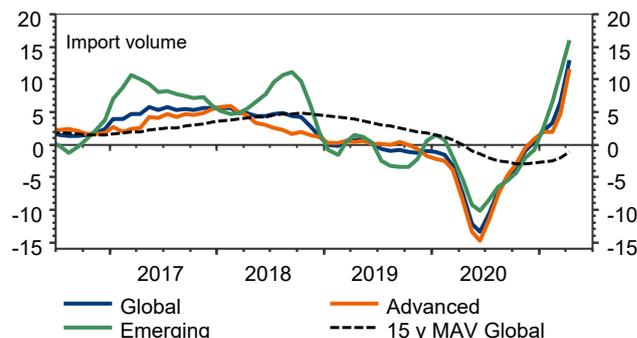
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



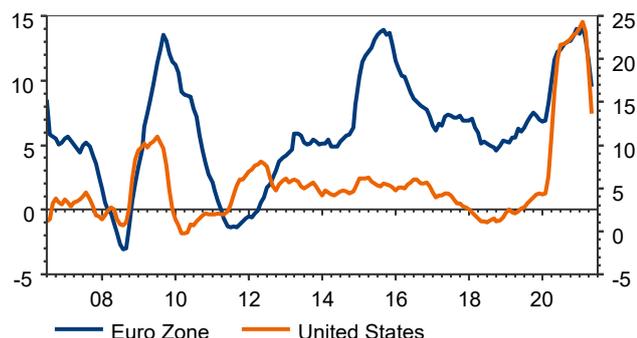
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



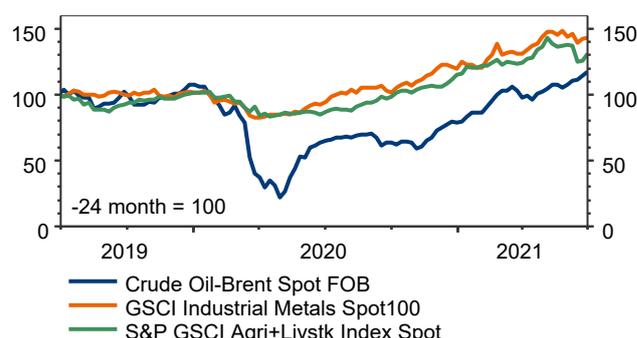
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

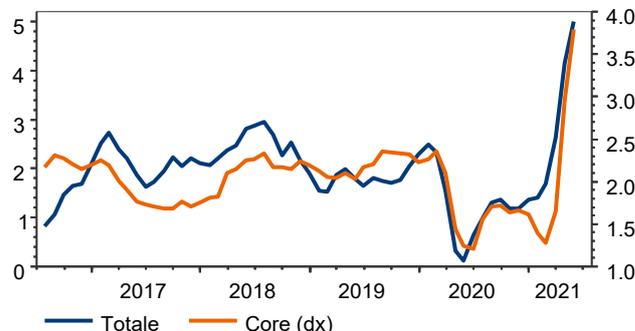
## Stati Uniti

## Indagini ISM



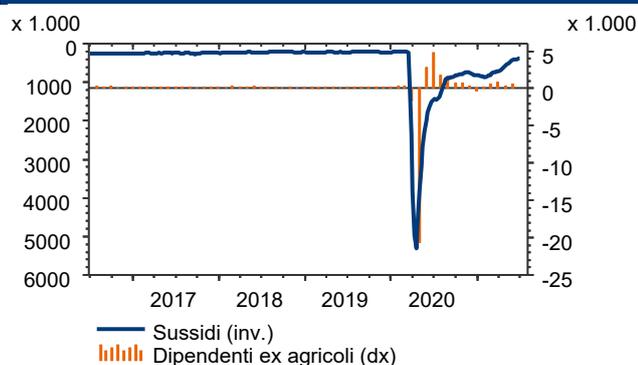
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



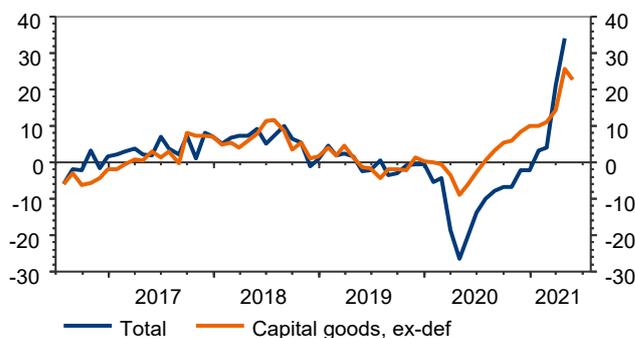
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

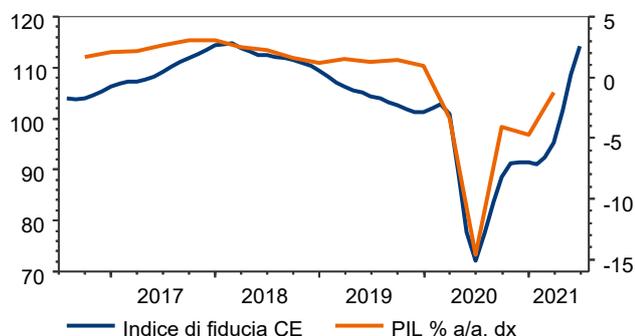
## Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.5	7.5	4.3	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	13.7	8.3	8.1	6.9
- trim./trim. annualizzato				-31.4	33.4	4.3	6.4	12.7	10.2	3.4	1.7
Consumi privati	-3.9	9.8	5.1	-33.2	41.0	2.3	11.4	16.2	12.4	3.6	2.6
IFL - privati non residenziali	-4.0	8.0	2.8	-27.2	22.9	13.1	11.7	8.1	4.0	2.2	0.4
IFL - privati residenziali	6.1	13.0	-0.1	-35.6	63.0	36.6	13.1	0.3	0.7	0.5	-2.1
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.2	1.3	2.5	-4.8	-0.8	5.7	6.6	-4.8	-2.4	2.5
Esportazioni	-12.9	7.2	9.6	-64.4	59.6	22.3	-2.1	8.4	21.5	13.1	5.0
Importazioni	-9.3	15.6	5.5	-54.1	93.1	29.8	9.5	16.6	8.9	5.5	2.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.5	0.0	-4.3	6.5	1.4	-3.2	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	154.9	150.1								
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	7.7	8.6	-12.9	9.6	2.0	0.9	1.2	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.

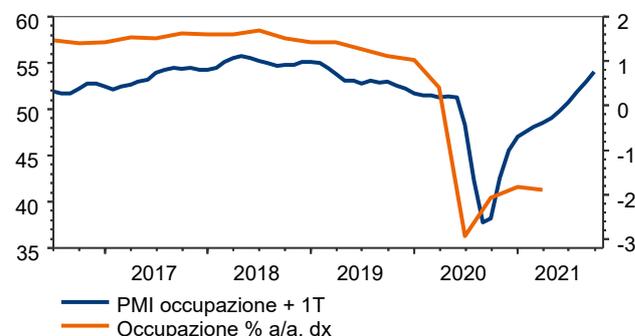
## Area euro

## PIL



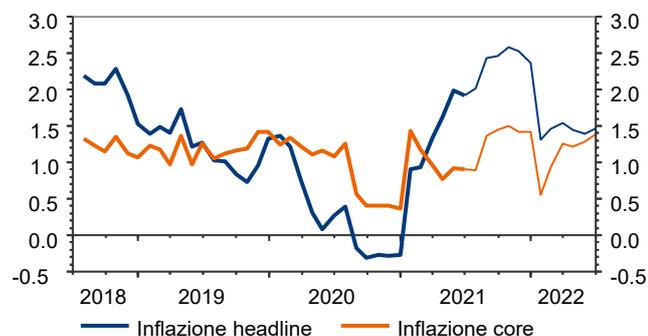
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	1.5
aprile	0.3	1.6	1.4
maggio	0.1	2.0	1.4
giugno	0.3	1.9	1.5
luglio	0.4	2.0	1.6
agosto	-0.2	2.4	1.6
settembre	-0.3	2.5	1.7
ottobre	-0.3	2.6	1.6
novembre	-0.3	2.5	1.6
dicembre	-0.3	2.4	1.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.7	4.5	4.6	-3.3	-14.6	-4.1	-4.7	-1.3	12.9	2.8	4.7
- t/t				-3.8	-11.5	12.6	-0.6	-0.3	1.2	2.5	1.3
Consumi privati	-8.0	2.4	6.1	-4.4	-12.7	14.2	-2.9	-2.3	2.4	3.2	1.8
Investimenti fissi	-8.4	6.6	4.5	-5.8	-16.1	13.7	2.5	0.2	1.5	2.2	1.3
Consumi pubblici	1.4	2.5	1.2	0.0	-2.6	5.3	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4
Esportazioni	-9.6	9.5	5.5	-3.9	-18.6	16.8	3.8	1.0	1.8	2.4	1.7
Importazioni	-9.1	7.6	4.9	-2.6	-18.5	11.9	4.5	0.9	2.1	1.9	1.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.1	-0.3	0.5	-0.1	-1.5	0.5	0.7	-0.3	0.0	-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	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.3	2.5
Produzione industriale (a/a)	-8.6	8.9	3.5	-6.0	-20.1	-6.8	-1.6	3.3	23.7	7.4	3.6
Disoccupazione (%)	7.9	8.0	7.4	7.3	7.6	8.5	8.2	8.2	8.0	7.9	7.8
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.55	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55

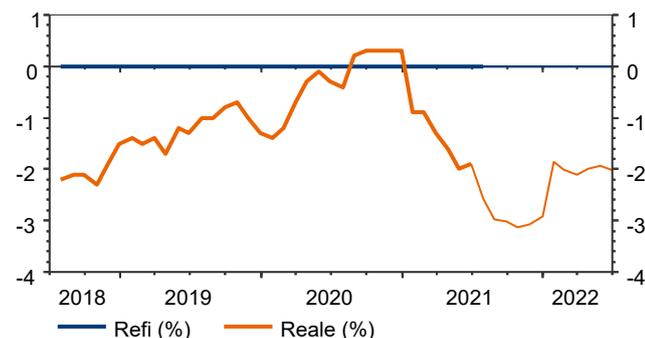
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	1/7	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.55	-0.56	-0.57	<b>-0.56</b>	-0.55	-0.56	-0.56	-0.56
Euribor 3m	-0.55	-0.54	-0.54	<b>-0.55</b>	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

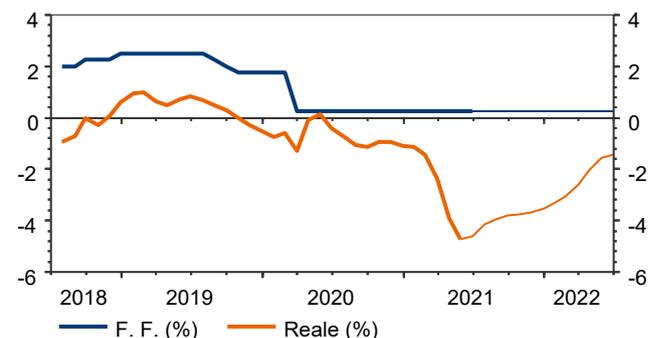


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	1/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.24	0.19	0.15	<b>0.15</b>	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

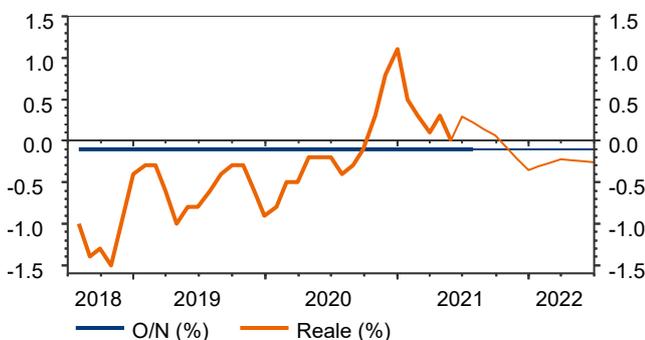


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	dic	mar	giu	1/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.07	-0.08	<b>-0.08</b>	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

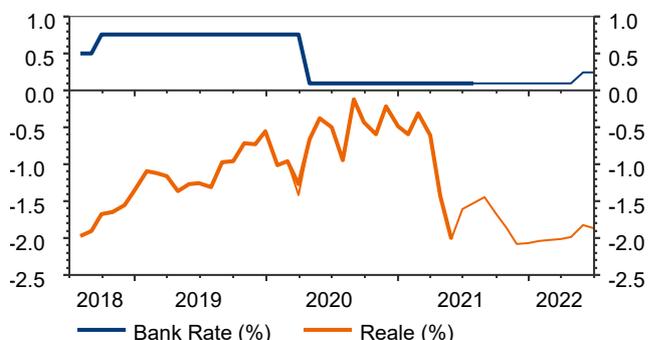


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	1/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.25
Libor GBP 3m	0.03	0.09	0.08	<b>0.08</b>	0.10	0.10	0.20	0.25

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	2/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.13	1.23	1.17	1.22	<b>1.1829</b>	1.19	1.17	1.15	1.20	1.22
USD/JPY	108	108	103	111	110	<b>111.42</b>	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.26	1.25	1.37	1.38	1.42	<b>1.3755</b>	1.39	1.38	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.12	1.06	1.08	1.11	1.10	<b>1.0953</b>	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	122	121	126	130	134	<b>131.81</b>	131	132	130	137	141
EUR/GBP	0.89	0.90	0.90	0.85	0.86	<b>0.8599</b>	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