

Weekly Economic Monitor

Il punto

La **Banca Centrale Europea** stringe i tempi della sua **revisione della strategia di politica monetaria**. L'obiettivo di inflazione, che resta di medio termine, diventa simmetrico intorno al 2%, con la possibilità di periodi di moderate deviazioni. Il consiglio direttivo si tiene ampi margini di discrezionalità al riguardo. Nel tentativo di far risalire le attese di inflazione, la BCE segnala che periodi di inflazione molto bassa potrebbero essere compensati da periodi di inflazione sopra l'obiettivo.

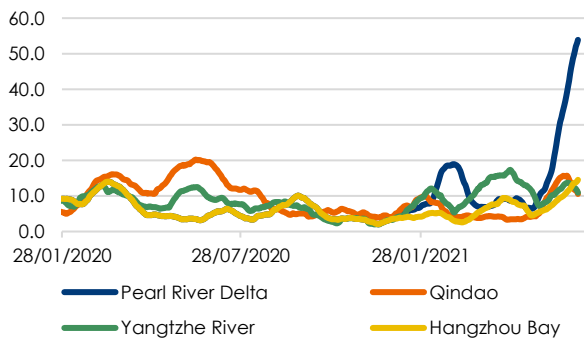
La situazione di **stress dei trasporti marittimi internazionali** non accenna affatto a recedere e, anzi, nelle scorse settimane è stata aggravata dall'emergere di focolai di COVID-19 in alcuni porti cinesi. L'impatto sull'inflazione è transitorio, ma nel breve termine non irrilevante, considerando la dimensione e la persistenza dei rincari. La congestione dei trasporti continuerà a ostacolare la ricostituzione dei magazzini nei prossimi mesi, e potrebbe frenare la ripresa dell'attività manifatturiera.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. I dati di maggio dovrebbero evidenziare un calo della produzione industriale nell'Eurozona. La seconda stima sui prezzi al consumo di giugno ci attendiamo confermerà il rallentamento dell'inflazione armonizzata in Germania (2,1%) e nell'intera Eurozona (1,9%), e l'accelerazione in Francia (1,9%) e Italia (1,3%).

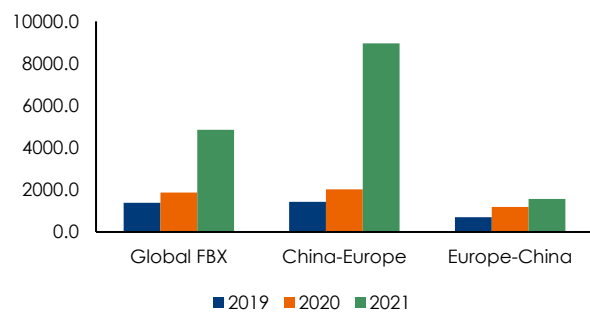
La settimana è densa di dati di rilievo negli **Stati Uniti**, con informazioni sia sui prezzi sia sull'attività reale. Il focus sarà sul CPI di giugno, che dovrebbe registrare ancora variazioni solide (+0,4% m/m sia per l'indice *headline* sia per quello *core*), ma in rallentamento rispetto ai due mesi precedenti e ancora spinte soprattutto dalle auto, dai servizi ricreativi e dell'ospitalità. Per luglio, le prime indagini del manifatturiero dovrebbero dare ancora segnali espansivi con qualche indicazione di stabilizzazione delle pressioni sui prezzi, mentre la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in riaccelerazione. Per l'attività di giugno, la produzione industriale è attesa in solido aumento soprattutto grazie a utility ed estrattivo, con il manifatturiero frenato di nuovo dal comparto auto. Le vendite al dettaglio sono attese in moderato rialzo al netto delle auto.

Forte congestione dei porti cinesi



Fonte: Refinitiv, port congestion analysis

Il costo di trasporto dei container è aumentato a dismisura, e in modo asimmetrico



Nota: il dato del 2021 si riferisce al primo semestre. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Freightos, via Datastream

9 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

Il punto

La **Banca Centrale Europea** stringe i tempi della sua **revisione della strategia di politica monetaria**. L'obiettivo di inflazione, che resta di medio termine, diventa simmetrico intorno al 2%, con la possibilità di periodi di moderate deviazioni. Il consiglio direttivo si tiene ampi margini di discrezionalità al riguardo. Nel tentativo di far risalire le attese di inflazione, la BCE segnala che periodi di inflazione molto bassa potrebbero essere compensati da periodi di inflazione sopra l'obiettivo.

- La revisione della strategia di politica monetaria annunciata giovedì 8 luglio dalla Banca Centrale Europea ha in larga misura confermato le aspettative della vigilia, peraltro preparate da una serie di misurate indiscrezioni. La maggiore sorpresa è che la nuova strategia si applicherà già alla riunione di politica monetaria del 22 luglio, e che in tale occasione anche la struttura del comunicato ufficiale sarà cambiata radicalmente.
- In primo luogo, la BCE conferma il **passaggio a un obiettivo simmetrico del 2% per l'inflazione**. Tuttavia, la nuova impostazione lascia all'interpretazione del consiglio direttivo quanta tolleranza esprimere nei confronti delle **deviazioni dell'inflazione da tale livello**, evitando di indicare riferimenti precisi. Inoltre, il comunicato segnala anche che **la BCE potrà decidere di compensare periodi di inflazione molto bassa** (che, peraltro, si dichiara di voler contrastare con azione decisa e persistente) **con periodi transitori di inflazione sopra l'obiettivo**. Ciò non equivale a introdurre un meccanismo vero e proprio di *inflation averaging*, perché non ci sono automatismi e tutti i parametri (durata del periodo, entità dello sfioramento) restano discrezionali e dipendenti dalle circostanze. Con tale operazione la BCE vuole spostare le aspettative di inflazione verso l'alto, sperando di riancorarle al 2% dopo anni di scivolamento sotto tale soglia.
- La flessibilità che la BCE si è riservata riflette la natura di "medio periodo" dell'orizzonte per l'obiettivo e la scelta di rimanere ancorati all'**IPCA come misura di inflazione**, con tutte le conseguenze che ne derivano in termini di volatilità indotta dalla componente energetica. L'inclusione del costo dell'abitazione occupata dai proprietari nell'indice dei prezzi utilizzato come riferimento, altro elemento che si desume dal comunicato, potrebbe forse far salire l'inflazione osservata.
- Per quanto riguarda gli **strumenti della politica monetaria**, APP, forward guidance e TLTRO entrano formalmente nello strumentario di base della Banca centrale. Il secondo pilastro dell'analisi (il primo resta quello "economico") passa formalmente da "monetario" a "monetario-finanziario", con una valutazione più organica e articolata dei canali di trasmissione della politica monetaria. Nei fatti, tale operazione si era già compiuta negli ultimi anni, integrando la vecchia analisi monetaria con molte altre considerazioni più in linea con i tempi. La trasformazione del quadro di riferimento per l'analisi di politica monetaria, l'inserimento nella cassetta degli attrezzi convenzionale di strumenti una volta ritenuti non convenzionali e la modifica dell'obiettivo di inflazione completano la rottamazione del quadro di riferimento ormai obsoleto che la Deutsche Bundesbank aveva passato alla BCE al momento della creazione dell'unione monetaria.
- Quali sono le implicazioni di questi annunci? Nel 2021, e anche nel biennio 2022-23, nessuno si aspettava alcuna modifica nella politica monetaria, PEPP a parte, e la revisione non cambia tale prospettiva. La rilevanza del cambiamento sarà verificabile soltanto quando l'inflazione sarà tornata all'obiettivo: quanto lungo sarà il periodo transitorio di inflazione sopra l'obiettivo che il consiglio direttivo tollererà in quella fase? E quanto ampia sarà una deviazione moderata? La risposta dipenderà dal contesto di quel momento. In teoria, il cambiamento implica un periodo di politica monetaria più accomodante più a lungo rispetto al precedente regime, e le aspettative dei mercati si sono mosse in tal senso. Nei fatti, tuttavia, il precedente regime era già stato superato con le misure emergenziali adottate dal 2009 in poi, e la discontinuità è minore di quando la forma sembra indicare.

La situazione di stress dei trasporti marittimi internazionali non accenna affatto a recedere e, anzi, nelle scorse settimane è stata aggravata dall'emergere di focolai di COVID-19 in alcuni porti cinesi. L'impatto sull'inflazione è transitorio, ma nel breve termine non irrilevante, considerando la dimensione e la persistenza dei rincari. La congestione dei trasporti continuerà a ostacolare la ricostituzione dei magazzini nei prossimi mesi, e potrebbe frenare la ripresa dell'attività manifatturiera.

- Fra maggio e giugno, le misure adottate dalle autorità cinesi per sopprimere alcuni focolai di COVID-19 hanno portato a un **netto rallentamento dell'attività in alcuni importanti porti commerciali asiatici**. Malgrado il dirottamento su altri scali di una parte del traffico, ciò ha comunque causato **fenomeni di congestione nel trasporto marittimo di container**. A Yantian, a inizio giugno le attese erano stimate fino a 14 giorni¹. L'indice Refinitiv di congestione relativo al traffico di container in alcuni grandi porti cinesi ha iniziato a salire a fine maggio, ha superato i massimi del biennio 2019-20 già alla fine della prima settimana di giugno e quindi ha toccato valori record a inizio luglio. Le tensioni sono peggiorate ancora nella baia di Hangzhou nei giorni seguenti, ma la situazione è migliorata drasticamente nella zona del Pearl River, facendo calare nell'aggregato le misure di congestione.
- Si tratta soltanto dell'ultimo shock che colpisce un sistema da tempo in affanno a gestire la ripresa dei flussi commerciali legata alla riapertura post-pandemica: gravi problemi di congestione si sono registrati anche a Los Angeles, attualmente il 4° scalo più congestionato al mondo, secondo il monitoraggio di Refinitiv; tra il 23 e il 29 marzo, l'incaglio della Ever Given nel canale di Suez ha bloccato per alcuni giorni il traffico da e per il Mediterraneo attraverso il canale. Sullo sfondo, pesano questioni più strutturali: problemi di scarsità di container in alcuni porti, acuito dagli effetti pandemia; un processo di concentrazione industriale che ha ridotto l'eccesso di capacità e aumentato il rischio di manipolazione dell'offerta da parte dei vettori; un rallentamento nella crescita della capacità globale di trasporto nel 2020 (+2,9% a/a, il più basso dal 2016²); una domanda altamente inelastica al prezzo (fattore che riduce anche gli incentivi dell'industria a risolvere il problema della congestione); livelli di scorte bassi in Europa e Stati Uniti, con l'effetto di mantenere alta la domanda di servizi di trasporto anche in periodi di solito meno vivaci.
- I **prezzi di trasporto dei container** riflettono la persistenza di tali carenze cicliche e strutturali ben oltre quanto previsto a inizio anno. L'indice FBX (Global Container Freight Index) di Freightos³ colloca il costo medio per il container da 40 piedi a 6297 dollari, contro 1812 dollari un anno fa (**+250% circa**). Inoltre, per effetto dei problemi nella distribuzione globale dei container, **l'asimmetria dei costi fra tratte di andata e ritorno è aumentata**, in particolare sul tragitto Asia-Europa Settentrionale. Il trasporto verso l'Europa costa oggi 11359 dollari, mentre la tratta opposta ne costa 1609 dollari: di norma, fino al 2020 il rapporto oscillava intorno a 2. Sulla tratta Asia Orientale – Nord America Occidentale il rapporto è di 6,6, inferiore ai picchi del periodo ottobre-dicembre 2020: gli indici Freightos sono rispettivamente 6407 dollari in direzione Est e 965 dollari in direzione Ovest. Sulla tratta transatlantica, il trasporto verso gli Stati Uniti è rincarato del 220%, mentre quello in direzione opposta soltanto del 47%.
- **Come si uscirà da questa situazione?** Innanzi tutto, dopo due anni di calo, la forte domanda ha già causato un aumento del 4% nella **velocità media** delle navi medie e grandi, come ha calcolato Refinitiv, e del 2% di quelle più piccole. La riduzione dei tempi di viaggio potrebbe temporaneamente e parzialmente supplire alla maggiore domanda. In secondo luogo, **la dislocazione dei container può essere in parte alleviata producendone di nuovi**. Un terzo fattore di riequilibrio è l'**espansione della capacità**: l'aumento dei profitti (stimati da SRM a 35

¹ Fonti Maersk riportate da Seatrade Maritime News, <https://www.seatrade-maritime.com/ports-logistics/delays-14-days-expected-yantian-port-due-tighter-covid-controls>. Nel momento peggiore, erano 70 le navi ferme in attesa di entrare in porto.

² Global Maritime Hub, "Global container fleet up 2.9% in 2020", gennaio 2021.

³ Si veda <https://fbx.freightos.com/>.

miliardi di dollari nel 2021, contro 27 miliardi nel 2020) potrebbe indurre una accelerazione negli investimenti in nuovo tonnellaggio. A maggio, il libro ordini era stimato in 474 navi, per un incremento del 15% nel tonnellaggio, e l'aumento dei margini potrebbe accelerare la messa in linea della nuova capacità⁴. Tuttavia, i tempi di adeguamento dell'offerta sono lunghi, e la natura in parte transitoria della congestione (legata a necessità di ricostituzione delle scorte), unita alla scarsa elasticità al prezzo della domanda, potrebbe scoraggiare l'aumento della capacità. Infine, è possibile un dirottamento parziale dei flussi su altri mezzi: alcune merci ad alto valore per unità di peso potrebbero essere trasportate per via aerea invece che via mare, anche se è improbabile che ciò possa fornire un contributo rilevante; invece, ci sono già indizi di un aumento del trasporto su ferro dalla Cina all'Europa⁵.

- Quale potrebbe essere l'impatto diretto dei maggiori costi di trasporto sull'inflazione? Considerando l'Unione Europea nel suo complesso, i servizi di trasporto marittimo di merci valevano nel 2019 circa 116 miliardi di euro, sommando crediti e debiti, cioè lo 0,8% del PIL⁶. Stimiamo che ciò sia pari a circa lo 0,3% del valore totale del prodotto, inclusi i consumi intermedi. Se il costo medio nel 2021 fosse 4 volte quello del 2020 (ciò si verificherebbe se il livello delle tariffe di luglio per i container si estendesse a tutto il secondo semestre, e se tale incremento si applicasse a tutti i servizi di trasporto merci via mare, che è un'ipotesi molto aggressiva), e se fosse interamente traslato ai prezzi finali (altra ipotesi aggressiva), ne deriverebbe un aumento un tantum di poco più di un punto percentuale dei prezzi per l'intera economia. Presumibilmente, rimarremo molto lontani da questo livello: al momento SRM prevede un incremento medio annuo dei noli del 22,6% nel 2021, seguito da una flessione di -9,4% nel 2022⁷. **Il contributo diretto all'inflazione 2021 potrebbe quindi essere non irrisorio, anche se transitorio e nel complesso modesto. Il vero rischio è che l'incapacità dell'offerta di beni di adeguarsi alla domanda porti a revisioni diffuse dei listini, spostando poi verso l'alto le aspettative di inflazione.**

- **Ma la congestione del trasporto marittimo ha riflessi anche sulla crescita reale.** L'incertezza e l'allungamento dei tempi di consegna in un contesto di scorte basse potrebbe frenare la crescita della produzione manifatturiera. Nell'indagine di fiducia della Commissione Europea, il giudizio sulle scorte nell'industria manifatturiera è su minimi storici. Qualche indizio di ricadute negative sembra già emergere dai dati europei e statunitensi delle ultime settimane, con un andamento cedente della produzione manifatturiera in alcuni paesi, fra i quali la Germania.

⁴ SRM, Italian Maritime Economy – 8° rapporto annuale, luglio 2021, sintesi, p. 4.

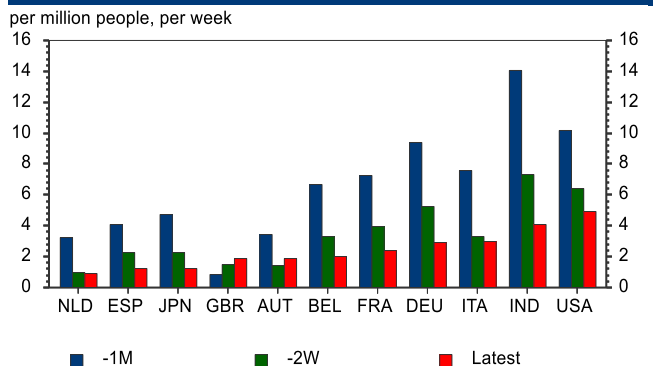
⁵ SRM, cit., riferisce di un incremento del 79% a/a nei treni merci dalla Cina nel 1° trimestre 2021, per un volume di 317000 TEU.

⁶ Si vedano le statistiche Eurostat sul commercio internazionale di servizi di trasporto merci marittimo, nell'ambito delle statistiche sul commercio internazionale di servizi. Come detto, la stima qui riportata è ottenuta sommando il valore di crediti e debiti. Una parte dei servizi è in realtà scambiata fra paesi UE, e vale circa 22 miliardi (in questo caso, calcolato come *media* di crediti e debiti registrati da Eurostat).

⁷ SRM, Italian Maritime Economy – 8° rapporto annuale, luglio 2021.

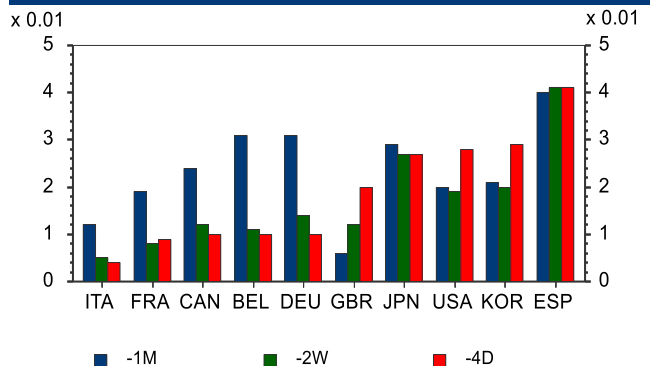
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



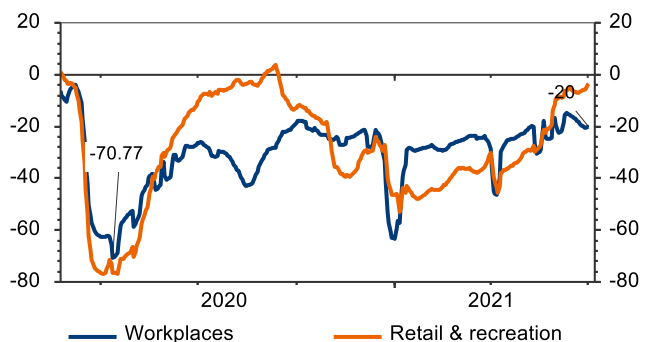
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



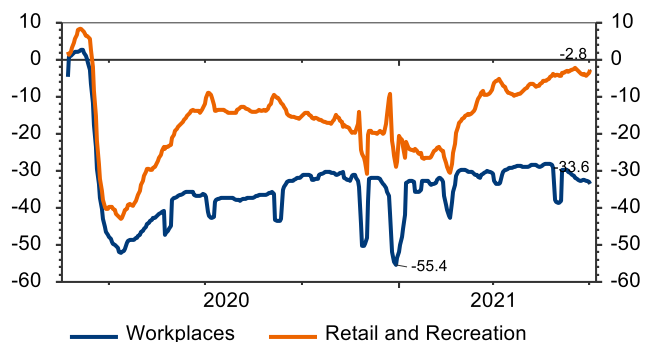
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



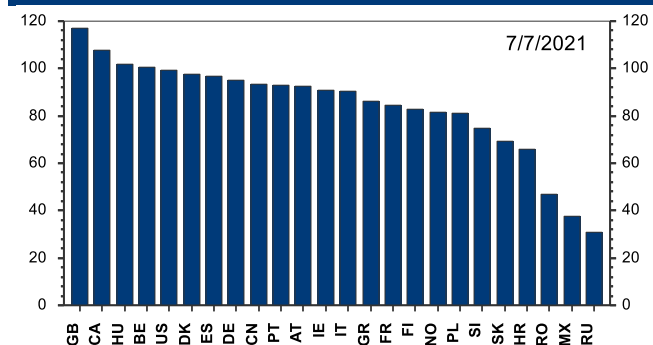
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

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** la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. I dati di maggio dovrebbero evidenziare un calo della produzione industriale nell'Eurozona. La seconda stima sui prezzi al consumo di giugno ci attendiamo confermerà il rallentamento dell'inflazione armonizzata in Germania (2,1%) e nell'intera Eurozona (1,9%), e l'accelerazione in Francia (1,9%) e Italia (1,3%).

La settimana è densa di dati di rilievo negli **Stati Uniti**, con informazioni sia sui prezzi sia sull'attività reale. Il focus sarà sul CPI di giugno, che dovrebbe registrare ancora variazioni solide (+0,4% m/m sia per l'indice *headline* sia per quello *core*), ma in rallentamento rispetto ai due mesi precedenti e ancora spinte soprattutto dalle auto, dai servizi ricreativi e dell'ospitalità. Per luglio, le prime indagini del manifatturiero dovrebbero dare ancora segnali espansivi con qualche indicazione di stabilizzazione delle pressioni sui prezzi, mentre la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in riaccelerazione. Per l'attività di giugno, la produzione industriale è attesa in solido aumento soprattutto grazie a utility ed estrattivo, con il manifatturiero frenato di nuovo dal comparto auto. Le vendite al dettaglio sono attese in moderato rialzo al netto delle auto.

Lunedì 12 luglio

- Nessun dato

Martedì 13 luglio

Area euro

- **Germania.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che a giugno i **prezzi al consumo** sono cresciuti di quattro decimi sia sull'indice domestico, che sull'armonizzato. La tendenza annua è attesa rallentare di due decimi sull'indice nazionale, al 2,3% a/a, e di tre decimi sull'armonizzato, al 2,1% a/a. Il confronto statistico dovrebbe portare l'inflazione oltre il 3% nel secondo semestre 2021 (il taglio dell'IVA è entrato in vigore il 1° luglio 2020), con possibili picchi oltre il 3,5%; l'effetto-IVA causerà un gradino al ribasso da gennaio. In sintesi, la media 2021 è attesa salire al 2,6% (2,7% sull'armonizzato) per poi tornare sotto il 2% il prossimo anno.
- **Francia.** La **stima finale** dell'**inflazione** di giugno è attesa confermare l'accelerazione sia sull'indice nazionale, all'1,5% dall'1,4% di maggio, che sull'indice armonizzato, all'1,9% dall'1,8% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di due decimi su entrambe le misure. In prospettiva, il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,4% sull'indice nazionale e 1,6% sull'armonizzato.

Stati Uniti

- Il **CPI** a giugno è previsto in rialzo di 0,4% m/m (4,8% a/a), dopo 0,6% m/m di maggio. Anche il **CPI core** dovrebbe essere in aumento di 0,4% m/m (3,9% a/a), con un progressivo rallentamento della dinamica mensile, dopo 0,7% m/m a maggio e 0,8% m/m ad aprile, ma con persistenti segnali di eccesso di domanda e riallineamento del livello dei prezzi in diversi comparti, in particolare ancora le auto (sempre per via di carenza di offerta) e i servizi della ristorazione dell'ospitalità e della ricreazione. I prezzi delle auto usate sulla base di indagini di settore risultano sempre in aumento, ma a ritmi inferiori a quelli dei mesi precedenti. Il focus sarà sulla possibile diffusione di rialzi dei prezzi più rapidi anche in settori finora esenti dalla recente riaccelerazione collegata alla riapertura post-pandemia, in particolare l'abitazione, la sanità, ma anche gli alimentari. Per questi ultimi, molti produttori stanno già annunciando aumenti di prezzo causati da rialzo dei costi delle materie prime, dei materiali per il confezionamento e della logistica. Sorprese verso l'alto sono possibili, con l'implicazione di un possibile rafforzamento della coorte dei "falchi" preoccupati per l'inflazione all'interno del FOMC.

Mercoledì 14 luglio**Area euro**

- **Area euro.** La **produzione industriale a maggio** potrebbe calare di -0,4% m/m da +0,8% m/m precedente. La crescita tendenziale dovrebbe invece decelerare a +21,9% da +39,3% precedente, per via del venir meno del confronto con il mese di massima severità del confinamento (aprile 2020). Nonostante solide condizioni di domanda l'attività dovrebbe essere stata frenata dalle strozzature presenti in alcune filiere produttive (per esempio nel settore auto). Fintantoché non ci sarà un ridimensionamento delle problematiche all'offerta è possibile che nei prossimi mesi la ripresa industriale prosegua a ritmi più contenuti rispetto a quanto suggeriscono le indagini congiunturali.

Stati Uniti

- Il **PPI** e il **PPI core** dovrebbero essere in aumento di 0,5% m/m, in rallentamento da 0,8% m/m e 0,7% m/m, rispettivamente. Come sempre sarà importante seguire l'andamento dell'aggregato dei servizi ai consumi, e in particolare la sanità, che danno indicazioni rilevanti per il deflatore dei consumi.
- La Fed pubblica il **Beige Book**, preparato per la riunione del FOMC del 27-28 luglio. Il rapporto sarà importante per valutare la diffusione geografica e settoriale delle strozzature all'offerta e le politiche delle imprese di fronte agli aumenti dei costi e alla difficoltà a reperire manodopera. Probabilmente, il quadro sarà in linea con le indicazioni delle indagini e dei dati, con segnali di espansione dell'attività in tutti i settori, in presenza di freni dal lato dell'offerta, con scorte basse e scarsità di manodopera. Il focus sarà sulle intenzioni delle imprese di trasferire sui prezzi finali gli aumenti di costi.

Giovedì 15 luglio**Area euro**

- **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di giugno dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua a 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 visti in crescita di un decimo sul NIC e due decimi sull'IPCA; i rincari sull'indice nazionale dovrebbero venire soprattutto dai trasporti e dai servizi ricettivi e di ristorazione, segnale che in questa fase le pressioni inflattive non arriverebbero solamente dalle componenti più volatili. L'indice core è atteso a 0,3% a/a, in accelerazione di un decimo rispetto al mese precedente. Ci aspettiamo un'ulteriore salita nei prossimi mesi, sino a un picco vicino al 2% a settembre; il CPI è atteso all'1,3% in media annua nel 2021. I rischi su questo profilo previsivo appaiono oggi verso l'alto.

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** a luglio è atteso a 18,5 da 17,4 di giugno. Da aprile l'indice ha oscillato in un intervallo relativamente contenuto, in linea con la media vista nel periodo di ripresa del 2017-2018 e con indicazioni ampiamente espansive per le condizioni correnti e per quelle a 6 mesi, che segnalano accelerazione. Ordini e consegne dovrebbero continuare a puntare a un sentiero solido per gli investimenti, e gli ordini inevasi dovrebbero essere coerenti con minori pressioni dal lato dell'offerta. Gli indici di prezzo, sia pagati sia ricevuti, a giugno avevano dato un primo accenno di stabilizzazione su livelli molto elevati e sarà importante vedere se questo viene confermato a luglio.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a luglio dovrebbe essere poco variato, a 31,2 da 30,7 di giugno. L'indagine a giugno aveva evidenziato una modesta correzione per l'indice corrente e un ampio rialzo per quello a 6 mesi, con indicazioni ottimistiche da parte delle imprese per le prospettive dell'attività. A giugno gli indici di prezzo si mantenevano su un rapido trend verso l'alto, senza segnali di rallentamento, e il focus sarà su queste componenti, oltre che sull'andamento delle variabili collegate al mercato del lavoro, per valutare se e quanto sia

persistente la difficoltà a reperire manodopera. I dati dovrebbero comunque indicare ulteriore espansione della crescita.

- I **prezzi all'import** sono attesi in aumento di 1,2% m/m a giugno, circa in linea con il risultato di maggio (1,1% m/m), con indicazioni di prosecuzione delle pressioni verso l'alto sui prezzi dei beni intermedi e dei beni di consumo.
- La **produzione industriale** a giugno è prevista in rialzo solido, +0,9% m/m, dopo 0,8% m/m a maggio, con incrementi particolarmente ampi per le utility, in seguito all'ondata di caldo straordinario del mese scorso, e per l'estrattivo, che ha registrato una variazione di ore lavorate di 2,3% m/m. Il manifatturiero dovrebbe registrare un aumento contenuto, 0,4% m/m, parzialmente frenato dal calo di attività nel settore auto, a fronte di diffusi miglioramenti negli altri settori.

Venerdì 16 luglio

Area euro

- **Area euro.** La stima finale di giugno dovrebbe indicare un'**inflazione** in calo all'1,9% a/a dal 2% a/a di maggio. Il rallentamento sarebbe dovuto alla frenata dei prezzi dell'energia (a +12,5% a/a da +13,1% a/a precedente), a cui si assocerebbe un indice core invariato a 0,9% a/a. Sul mese, i prezzi sono attesi in aumento di tre decimi. In prospettiva, l'indice generale dovrebbe risalire all'1,9% in media d'anno nel 2021, per moderare all'1,5% nel 2022. Di contro, l'indice sottostante seguirà una dinamica opposta, con un'accelerazione di 1,3% attesa nel 2022 dopo il +1,2% atteso quest'anno, sulla scia della ripresa del mercato del lavoro. I rischi su questo scenario previsivo sono orientati verso l'alto.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a giugno dovrebbero aumentare di 0,1% m/m, dopo -1,3% m/m di maggio, con un netto calo delle auto che tornano a frenare la spesa delle famiglie per mancanza di offerta. L'aggregato al netto delle auto è previsto in rialzo di 0,4% m/m, dopo -0,7% m/m, sulla scia di dati solidi per abbigliamento e beni per la casa, oltre che dei servizi di ristorazione, mentre il comparto alimentare potrebbe registrare debolezza. Le vendite dovrebbero essere parzialmente ostacolate dalla scarsità di scorte non solo nel settore auto, ma anche in altri comparti, per via delle diffuse difficoltà di aumento della produzione e della distribuzione in questa fase di eccesso di domanda.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a luglio (prel.) dovrebbe aumentare a 88,7 da 85,5, confermando una ripresa del trend verso l'alto interrotto ad aprile. L'elemento principale dell'indagine sarà l'aggiornamento delle aspettative di inflazione, che nella lettura finale di giugno avevano registrato un rallentamento a 4,2% per l'orizzonte a 1 anno e a 2,8% per quello a 5 anni, da massimi degli ultimi 10 anni per l'orizzonte più breve e 13 anni per quello più lungo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (12 – 16 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 12/7	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		mag	0.6	%	2.6
Mar 13/7	00:00	CN	M2 a/a	*	giu	8.3	%	8.2
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	giu	1500	Mld ¥ CN	1800
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	giu	1920	Mld ¥ CN	2870
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	giu	prel 0.4	%	0.4
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		giu	prel 2.3	%	2.3
	08:00	GER	IPCA a/a finale		giu	prel 2.1	%	2.1
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	giu	prel 0.4	%	0.4
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	giu	prel 0.2	%	0.2
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	giu	0.3	%	0.3
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		giu	prel 1.9	%	1.9
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		giu	3.8	%	3.9
	14:30	USA	CPI a/a		giu	5.0	%	4.8
	14:30	USA	CPI m/m	*	giu	0.6	%	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	giu	0.7	%	0.4
Mer 14/7	00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	giu	51.1	%	30.0
	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	giu	45.5	Mld \$	44.2
	00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	giu	27.9	%	23.1
	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		mag	prel -5.9	%	
	08:00	GB	CPI m/m		giu	0.6	%	
	08:00	GB	CPI a/a	*	giu	2.1	%	2.2
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		giu	prel 2.4	%	
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mag	0.8	%	0.2
	14:30	USA	PPI m/m		giu	0.8	%	0.5
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	giu	0.7	%	0.5
Gio 15/7	04:00	CN	PIL a/a	*	T2	18.3	%	8.0
	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T2	0.6	%	1.5
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T2	18.3	%	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	giu	12.4	%	10.9
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	giu	15.4	%	12.3
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		giu	25.7	%	
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		giu	17.8	%	
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		giu	8.8	%	7.9
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mag	4.7	%	4.7
	08:00	GB	Retribuzioni medie		mag	5.6	%	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	giu	prel 0.1	%	0.1
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	giu	prel 0.2	%	0.2
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		giu	prel 1.4	%	1.4
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		giu	prel 1.3	%	1.3
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	373	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.339	Mln	
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	lug	17.4	%	18.0
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		giu	1.1	%	1.2
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	lug	30.7	%	29.8
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		giu	75.2	%	75.6
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		giu	0.8	%	0.8
Ven 16/7	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mag	5.9	Mld €	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		mag	1.0	Mld €	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		giu	prel 0.9	%	0.9
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	giu	prel 1.9	%	1.9
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	giu	prel 0.3	%	0.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	giu	-0.7	%	0.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	giu	-1.3	%	0.0
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		lug	85.5	%	87.8
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		mag	-0.2	%	0.4
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		mag	100.7	Mld \$	

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 (12 – 16 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	12/7	18:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
Mer	14/7	18:00	USA	* Powell (Fed) presenta alla Camera il rapporto semestrale sulla politica monetaria
		19:00	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		19:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	15/7	12:00	GB	Discorso di Saunders (BoE)
		15:30	USA	* Powell (Fed) presenta alla Camera il rapporto semestrale sulla politica monetaria
		17:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
Ven	16/7	15:00	ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale
		15:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		GIA		* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

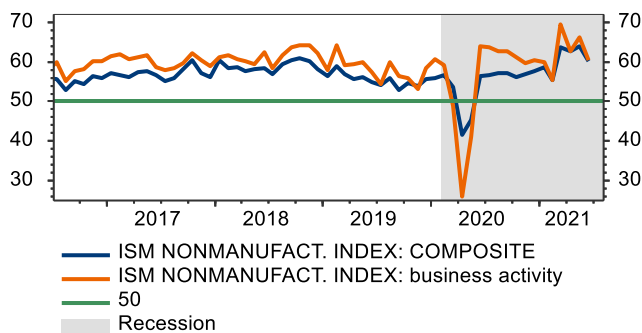
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito finale	giu	63.9		63.7
Markit PMI Servizi finale	giu	64.8		64.6
Indice ISM non manifatturiero composito	giu	64.0	63.5	60.1
Richieste di sussidio	settim	371 (364)	350	373
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.484 (3.469)	3.335	3.339

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

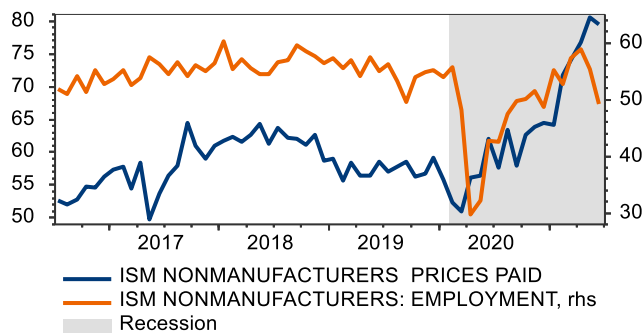
L'**ISM dei servizi** a giugno corregge a 60,1, da 64 di maggio, in moderato ritracciamento dal massimo storico del mese scorso, con qualche indicazione di ridimensionamento delle strozzature all'offerta in continuo aumento nei mesi scorsi. Gli ordini e l'indice di attività sono in flessione a 62,1 (da 63,9) e a 60,4 (da 66,2), rispettivamente. I tempi di consegna sono in calo a 68,5 da 70,1, pur restando su livelli storicamente molto elevati, e l'indice dei prezzi pagati (a 79,5 da 80,6) finalmente segna una prima inversione del trend verso l'alto in atto da fine 2020. La componente occupazione cala a 49,3 da 55,3, in risposta alla difficoltà che le imprese incontrano ad assumere individui qualificati e a fare tornare al lavoro i dipendenti dopo l'interruzione dovuta alla pandemia e in una fase di mercato del lavoro sotto pressione. L'indagine riporta crescita per 16 sotto-settori, ancora vincolata da scarsità di materiali, rialzi dei prezzi, problemi di logistica e di reperimento di manodopera; solo due sotto-settori sono in frenata (agricoltura e immobiliare). Tuttavia, in alcuni sotto-settori le imprese segnalano che nei prossimi mesi i dipendenti dovrebbero rientrare al lavoro e colmare il gap di occupazione rispetto ai livelli pre-pandemia, rimasti indietro rispetto a quelli dell'attività, ormai totalmente normalizzata. La relazione storica fra ISM dei servizi e PIL segnalerebbe una crescita di 3,8%, decisamente al di sotto della variazione prevista per il 2° trimestre, a due cifre grazie al boom di consumi e investimenti in atto dalla fine del 1° trimestre.

ISM non manifatturiero in calo a giugno, ma sempre su livelli ampiamente espansivi



Fonte: Refinitiv-Datastream

I prezzi pagati finalmente smettono di accelerare, mentre l'occupazione rimane in rialzo

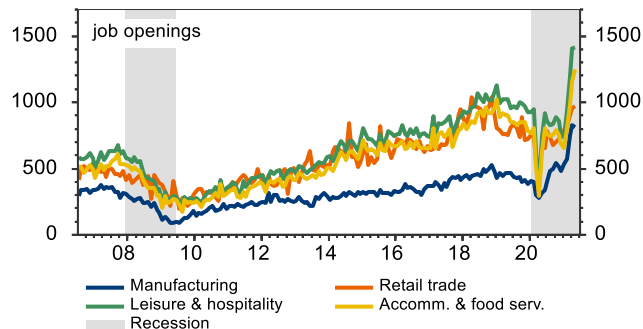


Fonte: Refinitiv-Datastream

La **Job Openings and Labor Turnover Survey** di maggio riporta un livello di posizioni aperte circa stabile, a 9,2 mln, sui massimi storici per la serie, con le assunzioni poco variate a 5,9 mln e un calo a 5,3 mln delle interruzioni dei rapporti di lavoro, esteso anche alle dimissioni volontarie. Le posizioni aperte, complessivamente stabili, vedono aumenti nella componente "altri servizi" e nell'istruzione pubblica, a fronte di riduzioni per il segmento di ricreazione, arti e intrattenimento. Le assunzioni registrano una correzione per le posizioni nel settore pubblico. Le dimissioni volontarie restano diffuse a molti settori, ma sono in flessione a 3,6 mln, in particolare nei servizi professionali, nei trasporti e nel manifatturiero. Il turnover in un mercato del lavoro flessibile come quello americano è sempre molto elevato, ma i dati danno indicazioni sui trend e

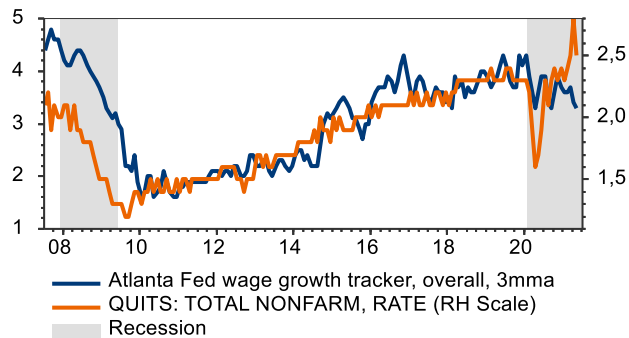
sull'andamento netto dei flussi. Negli ultimi 12 mesi, le assunzioni sono state pari a 73 mln, le interruzioni dei rapporti di lavoro a 64,8 mln, con un effetto netto sugli occupati pari a 8,2 mln.

Jobs and Labor Turnover Survey di maggio: qualche segnale di stabilizzazione delle pressioni sul mercato del lavoro, con le posizioni aperte poco variare anche nei settori "caldi"...



Fonte: Refinitiv-Datastream

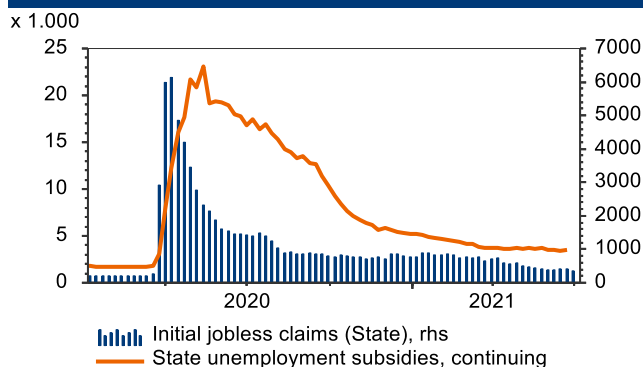
...e un calo delle dimissioni volontarie



Fonte: Refinitiv-Datastream

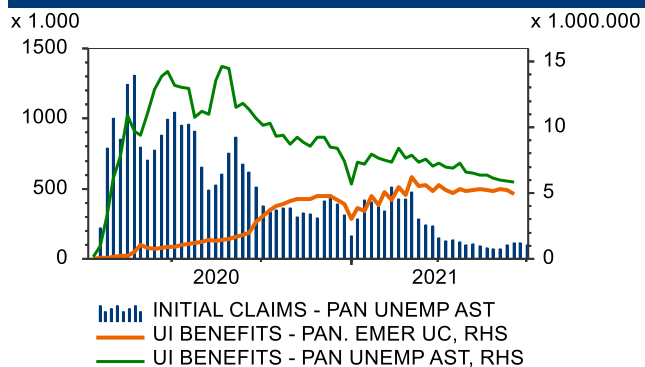
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 3 luglio sono poco variati, a 373 mila da 371 mila della settimana precedente, sui minimi dal 14 marzo 2020. A questi si aggiungono 99 mila (non destag.) sussidi erogati con il programma federale Pandemic Unemployment Assistance. I sussidi statali esistenti a fine giugno correggono a 3,339 mila, con un calo di 145 mila dalla settimana precedente, e toccano il minimo dal 21 marzo 2020. I sussidi totali in essere nella settimana del 19 giugno calano di 449 mila, a 14,209 mln. Le richieste di sussidio sono in calo in quasi tutti i 26 Stati che hanno annunciato l'interruzione dei programmi federali di sussidio anticipata di uno/due mesi rispetto alla fine prevista per settembre.

I sussidi statali proseguono su un moderato trend verso il basso



Fonte: Refinitiv-Datastream

Anche i sussidi erogati con i programmi federali, in via di scadenza fra luglio e metà settembre, sono in calo



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	mag	13.0	%	10.9 +11.6

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

Il Governo ha annunciato l'introduzione dello **stato di emergenza per la prefettura di Tokyo**, il quarto da aprile 2020, con durata almeno fino alla fine delle Olimpiadi, per far fronte al nuovo aumento di contagi generato dalla diffusione della variante Delta e dall'andamento più lento

del previsto della campagna vaccinale. Il Comitato olimpico rivedrà nei prossimi giorni le regole precedentemente annunciate riguardo alle presenze massime di spettatori negli stadi, che erano state fissate a 10 mila o al 50% della capienza. Attualmente solo il 27% della popolazione ha ricevuto almeno una dose di vaccino, e la curva dei contagi è già in ripresa in molte aree solo un mese dopo la riduzione delle misure di contenimento introdotte con lo stato di emergenza iniziato ad aprile. Al momento solo la prefettura di Okinawa è ancora soggetta a misure restrittive da stato di emergenza, ma l'andamento dei nuovi casi mette a rischio la recente riapertura del resto del Paese, e rende più incerta la previsione di ripresa della crescita in estate, dopo un 1° trimestre negativo e un 2° trimestre probabilmente stagnante.

I **consumi delle famiglie** a maggio aumentano di 11,5% a/a in termini nominali e di 11,6% a/a in termini reali. Il reddito e il reddito disponibile reali correggono di -2,6% a/a e di -3,9% a/a, rispettivamente. I confronti con maggio 2020 risentono delle misure restrittive in atto durante lo stato di emergenza della primavera scorsa. su base mensile, i consumi sono in calo di -2,1% m/m, dopo -0,4% m/m di aprile, frenati dal nuovo stato di emergenza in vigore da aprile, con un crollo di -15,9% m/m per l'abbigliamento, di -11,8% m/m per trasporti e comunicazioni e di -4,4% m/m per cultura e ricreazione. Rimbalzano invece la spesa sanitaria (+4,4% m/m) e quella per l'istruzione (14,8% m/m). **Lo scenario economico giapponese rimane sotto l'ombra della pandemia**, con un andamento della campagna vaccinale più lento di quanto annunciato dal governo. Il primo ministro ha detto che l'obiettivo è somministrare 1 mln di dosi al giorno in modo da avere il 78% della popolazione vaccinato con due dosi entro novembre. Tuttavia, recentemente il ritmo delle vaccinazioni è rallentato di nuovo tornando vicino a 540 mila al giorno, anche sulla scia di apparenti ritardi nelle consegne ai siti vaccinali. Di questo passo, a novembre sarebbe vaccinato solo il 51% della popolazione. Inoltre, i nuovi casi frenati dallo stato di emergenza introdotto ad aprile, hanno smesso di scendere e il trend si è già invertito (se pure modestamente) a metà giugno. A Tokyo, la situazione è in rapido deterioramento e, con i dati attuali, circa il 40% degli eventi delle Olimpiadi dovrebbero svolgersi senza spettatori. In alcune prefetture, fra cui Tokyo, le misure restrittive dello stato di emergenza erano state solo parzialmente sospese, con l'aspettativa di eliminarle del tutto l'11 luglio, ma l'andamento dei nuovi casi mette in dubbio i programmi di riapertura, e frena le prospettive di riaccelerazione della crescita nel 3° trimestre.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PMI servizi finale	giu	58.0		58.0	58.3	
EUR	PMI composito finale	giu	59.2		59.2	59.5	
EUR	Vendite al dettaglio m/m	mag	-3.9	(-3.1)	%	4.4	+4.6
FRA	Produzione industriale m/m	mag	+0.1	(-0.1)	%	0.8	-0.3
FRA	PMI servizi finale	giu	57.4		57.4	57.8	
GER	PMI servizi finale	giu	58.1		58.1	57.5	
GER	Ordini all'industria m/m	mag	1.2	(-0.2)	%	1.0	-3.7
GER	ZEW (Sit. corrente)	lug	-9.1			5.0	21.9
GER	ZEW (Sentiment econ.)	lug	79.8			75.2	63.3
GER	Produzione industriale m/m	mag	-0.3	(-1.0)	%	0.5	-0.3
GER	Bilancia commerciale destag.	mag	15.6	(15.9)	Mld €	15.4	+12.6
ITA	PMI servizi	giu	53.1			56.0	56.7
ITA	Vendite al dettaglio a/a	mag	30.40		%		+13.3
ITA	Produzione industriale m/m	mag	1.5	(1.8)	%	0.3	-1.5
SPA	Produzione industriale a/a	mag	48.2		%	22.1	+26.0

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

Area euro. L'indice PMI servizi di giugno è stato rivisto verso l'alto di tre decimi a 58,3, in netto miglioramento dal 55,2 registrato il mese precedente e sui massimi da luglio del 2007. Si registra in particolare una **revisione al rialzo per l'indice francese** (la lettura preliminare non aveva probabilmente catturato l'allentamento delle restrizioni di inizio mese) a 57,8 da 57,4, il livello più

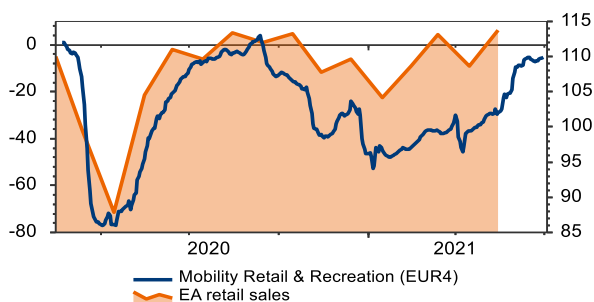
elevato da inizio 2018. **In Germania la stima flash è stata invece limata** da 58,1 a 57,5, confermando comunque il progresso rispetto al 52,8 di maggio e il record dai primi mesi del 2011.

Migliori delle attese infine le stime degli indici italiano e spagnolo. In Italia l'indice PMI servizi si è portato sui massimi da gennaio 2018, a 56,7 (consenso: 56,0) da 53,1 precedente mentre quello spagnolo è balzato al livello più alto da oltre vent'anni a 62,5 (consenso: 60,6) da 59,4 di maggio. L'indice PMI servizi relativo al complesso dell'area euro segna quindi in giugno il quinto rialzo consecutivo (per il terzo mese in territorio espansivo): il settore, dopo essere stato il più penalizzato dalle misure anti-COVID, sta progressivamente chiudendo il divario con la manifattura e dovrebbe quindi tornare a sostenere la crescita del PIL dai trimestri centrali del 2021. Le imprese segnalano, infatti, un notevole ottimismo circa le prospettive future, un rafforzamento della domanda di lavoro e rincari diffusi dei prezzi, pagati e ricevuti. Le revisioni al rialzo degli indici manifatturiero e dei servizi permettono all'indicatore composito di toccare un massimo da 15 anni a 59,5 (59,2 preliminare, 57,1 a maggio) confermando la decisa accelerazione della ripresa tra la primavera e l'estate.

Area euro. Nel 1° trimestre 2021 **il tasso di risparmio è salito al 21,5% dal 19,5%** di fine 2020, il secondo livello più alto mai registrato dall'inizio delle serie nel 1999 dopo il massimo di 25,0% toccato durante la scorsa primavera. La crescita dei risparmi a inizio anno è sintesi di un calo dei consumi di -1,2% t/t da -3,2% t/t precedente e di un'inattesa crescita del reddito disponibile di +1,4% t/t da -0,7% t/t. La propensione al risparmio delle famiglie in Eurozona rimane quindi ben al di sopra dei livelli pre-COVID (12,7% nel 4° trimestre 2019) sia per ragioni precauzionali che forzose. Nei prossimi trimestri, sull'onda del progressivo ritorno alla normalità e della ripresa economica, l'eccesso di risparmio dovrebbe ridimensionarsi ed alimentare la ripresa dei consumi nel biennio 2021-22.

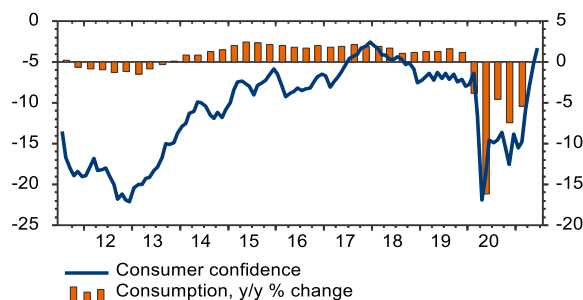
Area euro. A maggio le **vendite al dettaglio** sono ritornate al di sopra dei livelli pre-COVID con una crescita di +4,5% m/m, dopo che la contrazione registrata nel mese precedente è stata rivista verso il basso a -3,9% m/m da -3,1% m/m precedente. La tendenza annua è rallentata a 9,0% da 23,3% precedente per via del venir meno del confronto con il mese di massima severità del confinamento (aprile 2020). Il rimbalzo mensile risulta diffuso a gran parte dei Paesi membri ed è dovuto alla completa riapertura degli esercizi commerciali. Si registra, infatti, un rimbalzo degli acquisti di beni non-alimentari (+8,8% m/m da -6,1% m/m di aprile) e di carburante (+8,1% m/m da -1,3% m/m precedente) a fronte di un modesto calo per i prodotti alimentari (-0,2% m/m da -1,7% m/m). Le vendite potrebbero crescere di oltre il 3% t/t nel 2° trimestre. L'allentamento delle restrizioni, il ritorno del morale delle famiglie al di sopra della media di lungo periodo e il netto miglioramento dei dati di mobilità personale segnalano una crescita vigorosa dei consumi (di beni ma soprattutto di servizi) tra la primavera e l'estate. Nei prossimi trimestri dovrebbe essere quindi la spesa delle famiglie a trainare la ripresa, supportata anche dall'eccesso di risparmio accumulato durante i mesi di confinamento.

Area euro: l'allentamento delle restrizioni sostiene il recupero delle vendite al dettaglio a maggio...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

...e si unisce al miglioramento del morale delle famiglie nell'offrire solidi presupposti per la ripresa dei consumi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Area euro. La Commissione Europea ha pubblicato le **Previsioni Economiche d'Estate** con revisioni al rialzo delle stime di crescita e inflazione rispetto alle proiezioni di maggio. La revisione è spiegata da una frenata dell'attività economica meno forte del previsto a inizio anno e da un processo di riapertura delle economie più rapido rispetto a quanto anticipato. L'impatto delle strozzature presenti nelle filiere industriali, seppur considerato transitorio, sta risultando più rilevante delle attese, ma non appare tale da compensare la ripresa in corso nei servizi, dove iniziano ad emergere le prime indicazioni di recupero per il turismo. Rispetto a maggio sono invece rimaste sostanzialmente invariate le valutazioni d'impatto economico dei Piani di Ripresa e Resilienza presentati dai Governi dei Paesi membri, con i primi effetti attesi a partire dalla seconda metà dell'anno. Dopo la contrazione del **PIL** di -0,3% t/t registrata nel 1° trimestre, Bruxelles stima un rimbalzo di 1,3% t/t in primavera e un'accelerazione a 2,9% t/t durante la stagione estiva, quando l'effetto delle riaperture dovrebbe risultare massimo; l'UE si attende poi un 1,3% t/t a fine anno. **La Commissione prevede quindi una crescita al 4,8% nel 2021** (4,3% nelle Spring Forecast) **e al 4,5% nel 2022** (4,4% a maggio) con un ritorno ai livelli pre-COVID che, rispetto alle precedenti proiezioni, verrebbe anticipato di un trimestre a fine 2021. I livelli di attività pre-COVID saranno recuperati già nel 3° trimestre di quest'anno in Germania mentre per Italia e Spagna sarà necessario attendere l'estate del prossimo anno (comunque in anticipo rispetto alle scorse previsioni). L'incertezza sullo scenario rimane elevata ma i rischi sono ritenuti complessivamente bilanciati; tra quelli al ribasso, preoccupa la diffusione della variante Delta (destinata a diventare dominante durante l'estate, secondo lo European Centre for Disease Prevention and Control). Sul fronte dei prezzi i rischi sono valutati al rialzo, soprattutto nel caso in cui i colli di bottiglia lungo le filiere produttive dovessero rivelarsi più persistenti del previsto. Nelle stime della Commissione, l'**inflazione** dovrebbe attestarsi in media annua all'**1,9% nel 2021** (1,7% nelle Spring Forecast), spinta sia dalla ripresa della domanda che dalle strozzature dal lato dell'offerta, oltre che da un effetto base favorevole e da altri fattori tecnici destinati a venir meno nel 2022, quando l'inflazione dovrebbe scendere all'**1,4%** (1,3% precedente).

Commissione Europea: previsioni sul PIL (var. % a/a)

	2020	Summer Forecast		Spring Forecast	
		2021	2022	2021	2022
Area euro	-6.5	4.8	4.5	4.3	4.4
Germania	-4.8	3.6	4.6	3.4	4.1
Francia	-7.9	6.0	4.2	5.7	4.2
Italia	-8.9	5.0	4.2	4.2	4.4
Spagna	-10.8	6.2	6.3	5.9	6.8

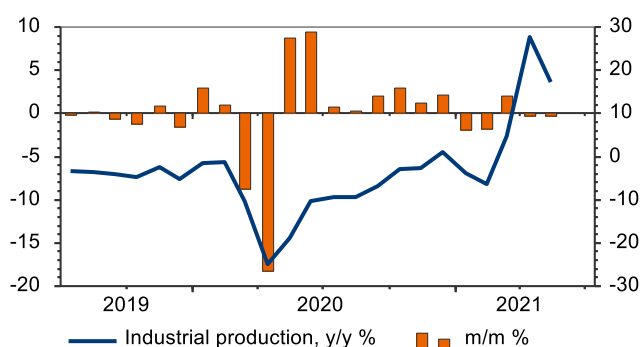
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

Germania. Gli **ordini all'industria sono calati di -3,7% m/m** a maggio; la flessione in parte è spiegata anche dalla revisione al rialzo di 1,4pp del dato di aprile (a +1,2% m/m). La variazione tendenziale è passata al +54,3% a/a dal +80,2% a/a precedente, per l'effetto statistico di confronto con il mese di maggio dello scorso anno (primo mese di riaperture dopo il lockdown). Gli ordinativi esteri sono calati (-6,7% m/m) principalmente grazie ad una netta flessione delle commesse dai paesi non appartenenti all'area euro (-9,3% m/m), mentre quelli domestici sono cresciuti di +0,9% m/m. In base ai dati preliminari di maggio, il **fatturato** nel comparto manifatturiero è sceso di **-0,5% m/m** dopo il -2,5% m/m di aprile.

Germania. A maggio la **produzione industriale** è calata nuovamente di -0,3% m/m; la flessione è in parte spiegata dalla revisione al rialzo di sette decimi del dato di aprile (da -1% a -0,3% m/m). Escludendo costruzioni ed energia, nel manifatturiero il calo si attesta a -0,5% m/m ed è dovuto soprattutto ai beni di investimento (-3,4% m/m). Tra quest'ultimi, la produzione di auto ha segnato una nuova contrazione (-7,2% m/m) per il quinto mese consecutivo; i beni di consumo e i beni intermedi hanno registrato una crescita (rispettivamente +4,1% m/m e +0,6% m/m). La produzione di energia è scesa di -2,1% m/m, mentre quella nelle costruzioni è salita in maggio di +1,3% m/m. Nel complesso, la variazione tendenziale è calata a +17,3% a/a (+27,6% a/a in aprile); rispetto a febbraio

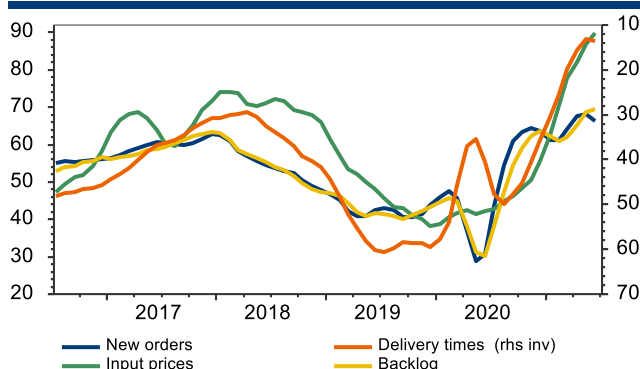
2020 il valore risulta tuttora più basso di -5,0% (dato destagionalizzato e corretto per gli effetti del calendario), a fronte di un crollo della produzione di auto di -28%. La debolezza dell'output è spiegata da problemi all'offerta e, in particolare, dalla scarsità di semiconduttori. Di contro, le indagini congiunturali continuano a segnalare una domanda vivace. In sintesi, il dato di maggio lascia la produzione in rotta per un aumento congiunturale di mezzo punto nel 2° trimestre, ma la variazione trimestrale potrebbe essere rivista al ribasso per via di una crescita dell'output meno forte a giugno.

Germania: secondo mese consecutivo di calo per la produzione industriale...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

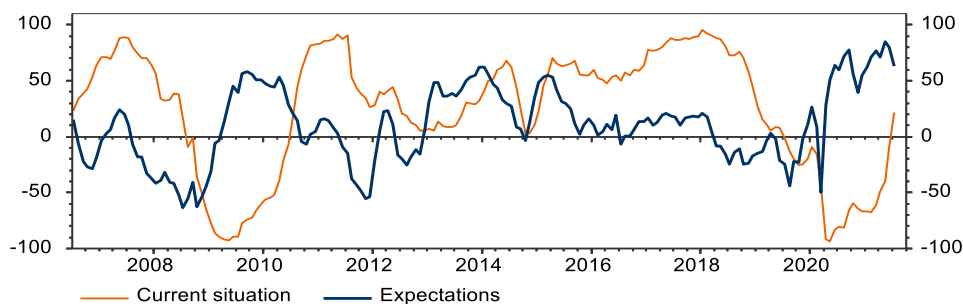
... a dispetto di una domanda vivace



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Germania. L'indice **ZEW** è calato ben oltre le attese di consenso nel mese di luglio, con l'indice delle aspettative che è passato a 63,3 da 79,8 di giugno. Nonostante la marcata correzione, il dato non si allontana di molto dal massimo ventennale toccato a maggio. Di contro, la valutazione sulla situazione corrente è balzata in territorio positivo dopo due anni di valori negativi: l'indice è passato a 21,9 punti da -9,1 di giugno, assestandosi così sui livelli di inizio 2019. In sintesi, l'indagine segnala una normalizzazione dell'economia tedesca, attesa mostrare una crescita solida tra il 2° e il 3° trimestre. Dall'indagine emerge anche che il 75% degli operatori continua a vedere un'accelerazione dell'inflazione nell'Eurozona nei prossimi sei mesi, sebbene l'indice delle aspettative sui prezzi sia calato di 10 punti.

ZEW: le aspettative correggono nuovamente, ma rimangono su valori elevati



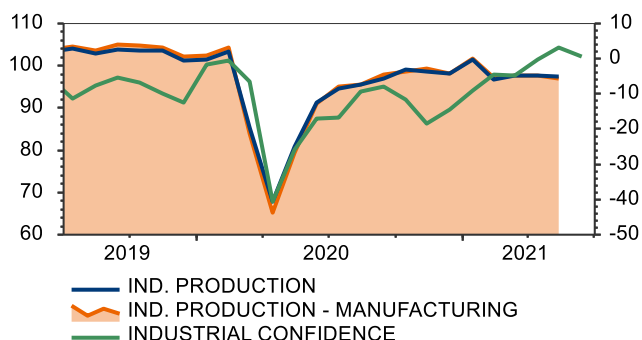
Fonte: ZEW

Germania. In maggio, i dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** pubblicati da Destatis hanno evidenziato una crescita modesta (per il secondo mese) delle esportazioni (+0,3% m/m da +0,2% precedente) a fronte di un rimbalzo delle importazioni (+3,4% m/m da -1,4% di aprile). Di conseguenza, l'avanzo commerciale in termini destagionalizzati è passato a 12,6 miliardi, dai 15,6 del mese precedente e dai 7,1 di un anno prima. A maggio, il valore dell'export risulta inferiore di -0,3% e quello dell'import superiore

di +9,4% rispetto ai livelli di febbraio 2020. In termini tendenziali, le esportazioni calano a 36,4% a/a da 47,6% precedente, le importazioni a 32,6% a/a da 33,6% di aprile. Secondo la Bundesbank, il saldo di conto corrente di maggio (in termini non destagionalizzati) è risultato pari a +13,1 mld (da +21 di aprile), con un contributo positivo di beni (+14,4 mld) e servizi (+1,2 mld) e negativo per redditi primari (-0,1 mld) e redditi secondari (-2,4 mld).

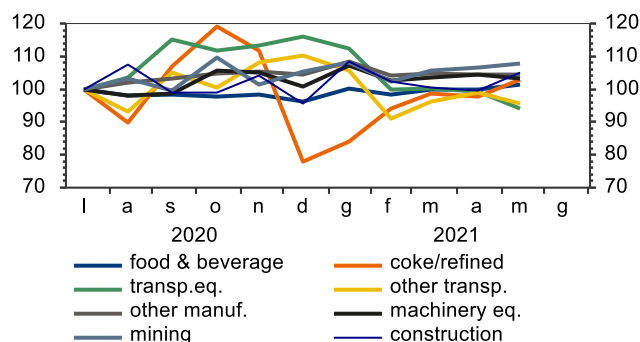
Francia. La **produzione industriale** ha fatto registrare a sorpresa una flessione di -0,3% m/m a maggio; il dato di aprile è stato rivisto da -0,1% a +0,1%. La caduta è stata più marcata nel manifatturiero (-0,5% da -0,1% precedente). **La rilevazione appare condizionata da fattori transitori:** l'output ha risentito delle difficoltà di approvvigionamento di materie prime, che hanno penalizzato maggiormente la costruzione di mezzi di trasporto (-5,4% m/m), a fronte di un calo più contenuto nella produzione di macchinari e attrezzature (-0,8% m/m da +0,9%) e nella componente residuale degli altri prodotti industriali (-0,2% m/m). Un apporto positivo è giunto da alimenti e bevande (+1,4% m/m, grazie alla riapertura di bar e ristoranti) e dalle attività di raffinazione (+5,2% m/m) ed estrazione (+0,9% m/m). Le costruzioni hanno fatto segnare un balzo di +5,4% m/m, che riporta l'indice sopra la media di lungo periodo. I dati tendenziali per l'industria nel suo complesso e per il manifatturiero (rispettivamente 25,1% e 27,9% a/a) restano elevati per il confronto statistico. In questa fase, la ripresa della produzione è assai più lenta e contrastata di quanto segnalato dalle indagini, forse per effetto delle difficoltà di approvvigionamento e dei rincari delle materie prime. Verosimilmente il settore frenerà il PIL nel 2° trimestre, ma una ripresa è solo rimandata al trimestre estivo.

Francia: nell'industria la fiducia migliora più dei dati reali...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

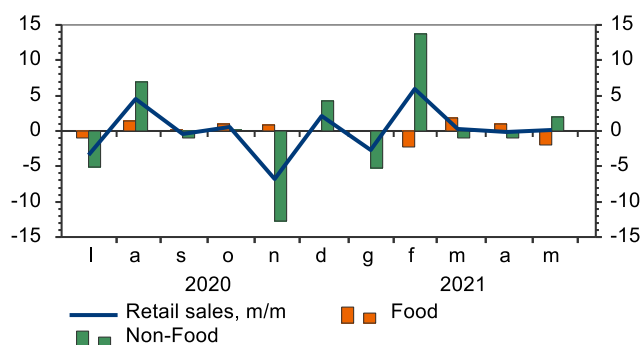
...a causa di andamenti settoriali divergenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

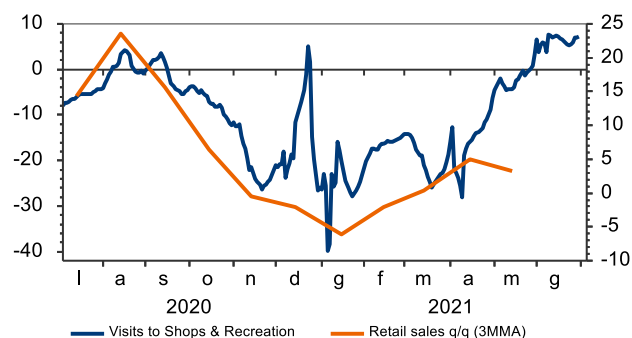
Italia. **Le vendite al dettaglio a maggio** hanno registrato un contenuto incremento di +0,2% m/m in valore (+0,4% m/m in volume) mentre la flessione di aprile è stata ridimensionata di tre decimi a -0,1% m/m. La sostanziale stagnazione è la sintesi di un rimbalzo delle vendite di beni non-alimentari (+2% m/m da -1% precedente), sostenuto dall'effetto delle riaperture degli esercizi commerciali, controbilanciato da una contrazione (dopo due mesi di solida espansione) di pari entità delle vendite di beni alimentari. La crescita tendenziale rallenta a 13,3% da 30,4% per via del venir meno del confronto con il mese di massima severità del confinamento (aprile 2020). I dati sulla mobilità personale evidenziano nelle ultime settimane un ulteriore incremento degli spostamenti verso gli esercizi commerciali, giunti ormai al di sopra dei livelli dell'estate scorsa. Le vendite al dettaglio potrebbero chiudere il 2° trimestre in crescita di oltre il 2% t/t. Soprattutto, al recupero degli acquisti di beni si aggiunge la ripresa dei consumi di servizi, che sarà determinante nel trainare la spesa delle famiglie e la crescita del PIL nei prossimi trimestri.

Italia: la riapertura degli esercizi commerciali spinge al rialzo gli acquisti di beni non alimentari a maggio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Sulla base dei dati di mobilità, la tendenza delle vendite al dettaglio è attesa in ulteriore miglioramento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Istat e Google Community Mobility Report

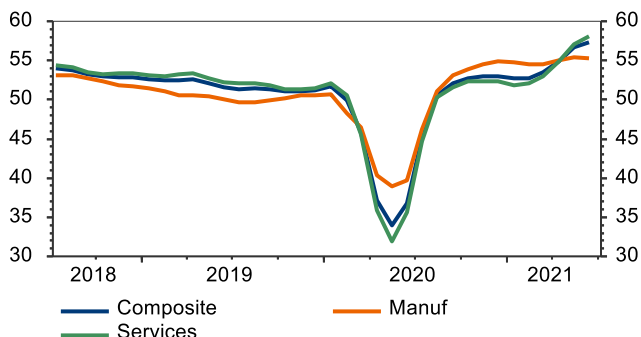
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	giu	55.1		50.3
Riserve in valuta estera	giu	3.222	1000Mld \$	3.202 3.214
CPI m/m	giu	-0.2	%	0.0 -0.4
CPI a/a	giu	1.3	%	1.3 1.1
PPI a/a	giu	9.0	%	8.8 8.8

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

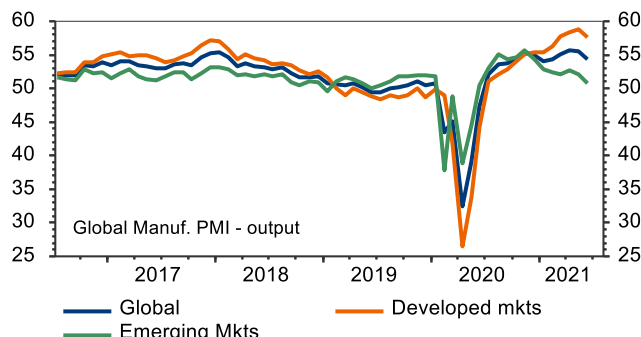
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



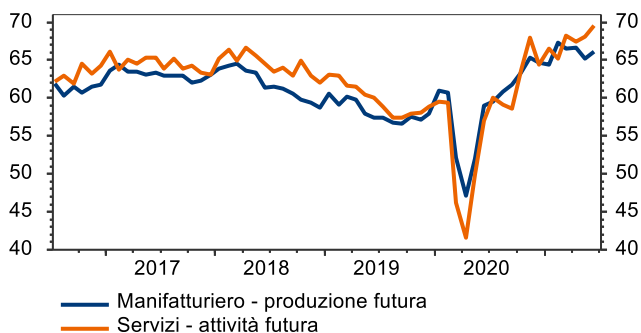
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



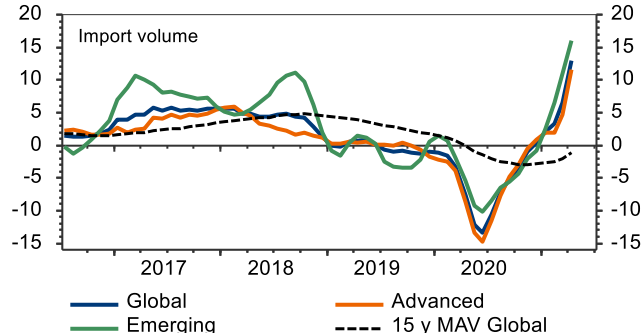
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



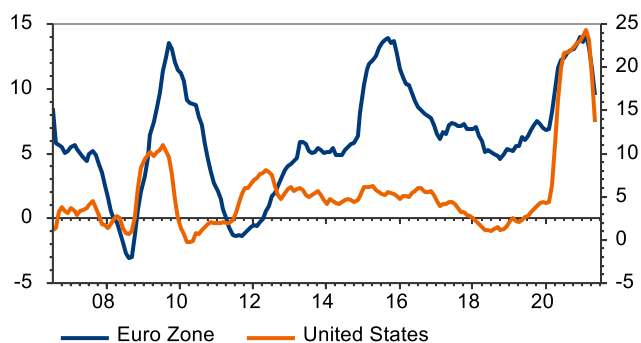
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



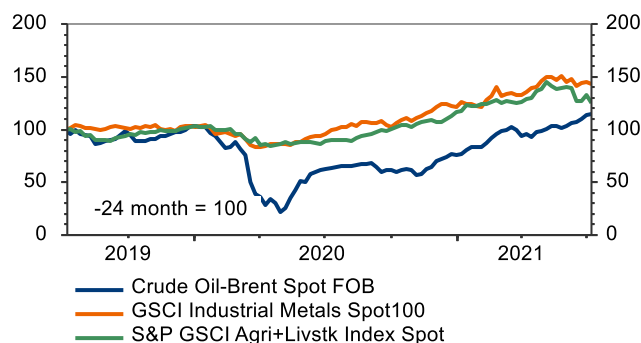
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

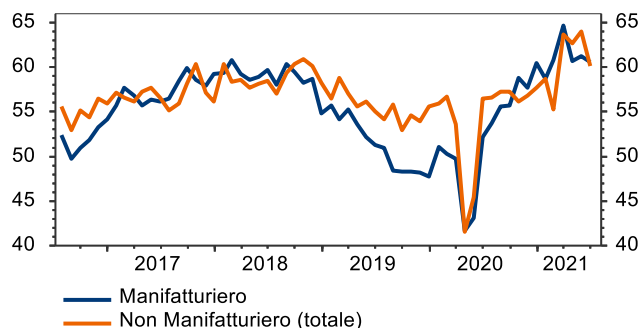
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

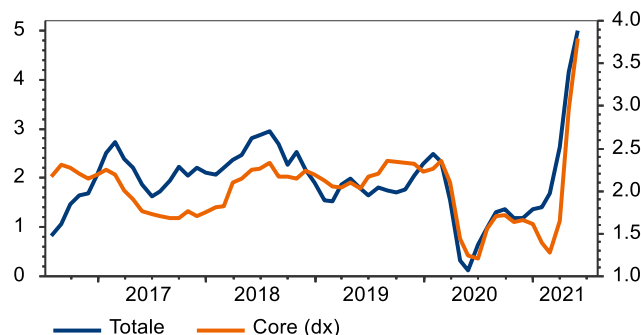
Stati Uniti

Indagini ISM



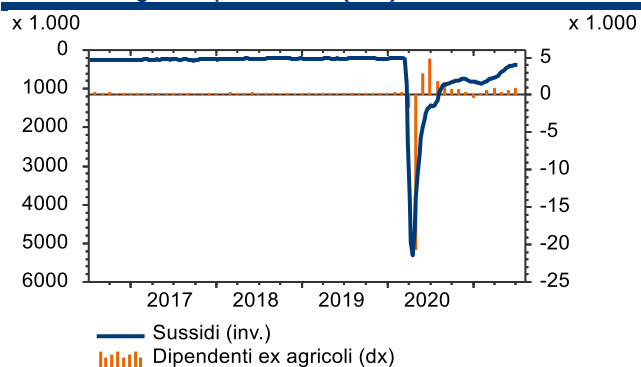
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



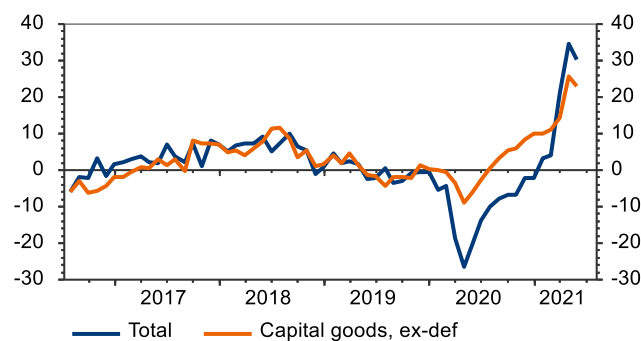
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

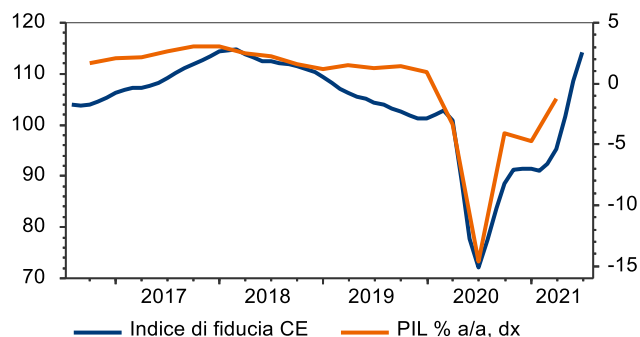
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2020	2021	2021	2021	2021	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	3.8	2.3	0.4	1.2	1.2	1.9	4.7	4.4	4.1	3.4
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	5.3	4.0	13.1	8.8	6.8	6.2	5.9	4.6	4.4	4.1

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

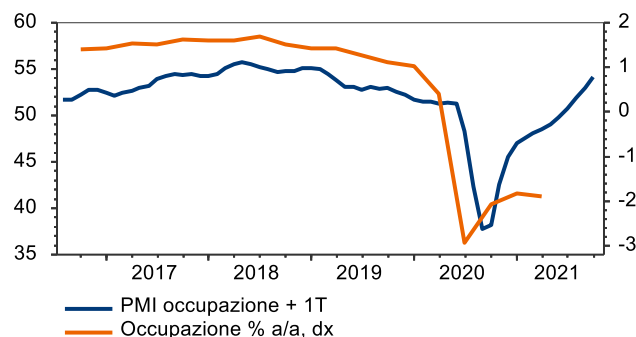
Area euro

PIL



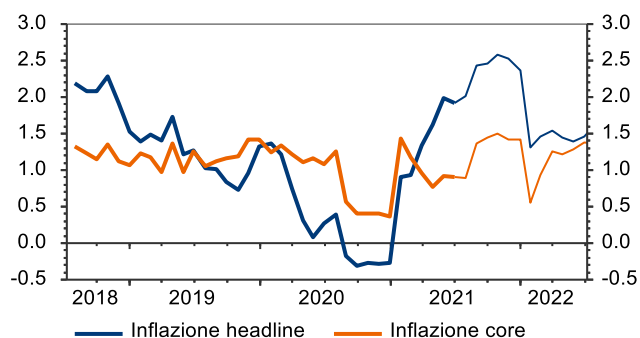
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.7	4.5	4.6	-14.6	-4.1	-4.7	-1.3	12.9	2.8	4.7	6.0
- t/t				-11.5	12.6	-0.6	-0.3	1.2	2.5	1.3	0.9
Consumi privati	-8.0	2.4	6.1	-12.7	14.2	-2.9	-2.3	2.4	3.2	1.8	1.2
Investimenti fissi	-8.4	6.6	4.5	-16.1	13.7	2.5	0.2	1.5	2.2	1.3	0.9
Consumi pubblici	1.4	2.5	1.2	-2.6	5.3	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3
Esportazioni	-9.6	9.5	5.5	-18.6	16.8	3.8	1.0	1.8	2.4	1.7	1.2
Importazioni	-9.1	7.6	4.9	-18.5	11.9	4.5	0.9	2.1	1.9	1.7	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.1	-0.3	-0.1	-1.5	0.5	0.7	-0.3	0.0	-0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.6	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.8	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	98.1	101.8	100.2								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.9	1.5	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.3	2.5	1.4
Produzione industriale (a/a)	-8.6	8.9	3.5	-20.1	-6.8	-1.6	3.3	23.7	7.4	3.6	2.9
Disoccupazione (%)	7.9	8.0	7.4	7.6	8.5	8.2	8.2	8.0	7.9	7.9	7.7
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.55	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.56	-0.55

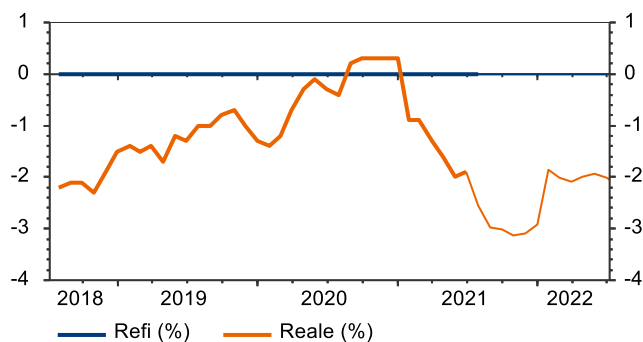
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	8/7	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.55	-0.56	-0.57	-0.56	-0.56	-0.55	-0.56	-0.56
Euribor 3m	-0.55	-0.54	-0.54	-0.55	-0.56	-0.56	-0.55	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

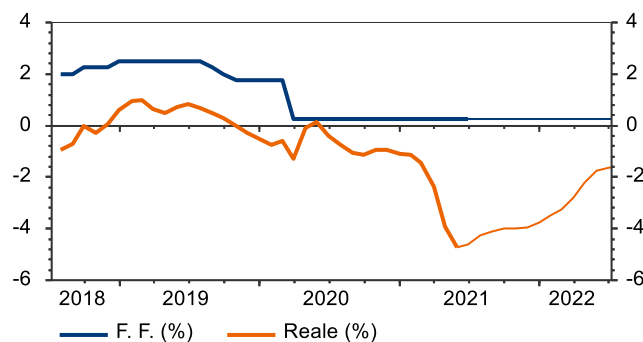


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	8/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.24	0.19	0.15	0.12	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

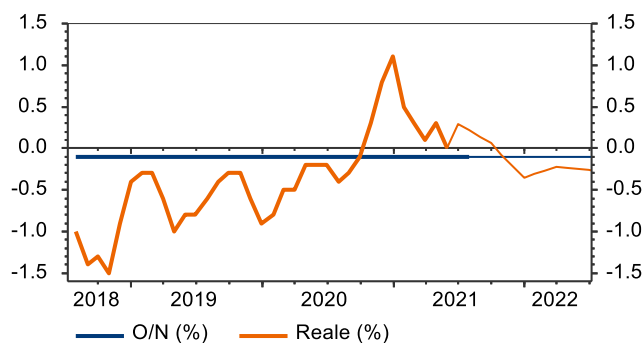


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	8/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.07	-0.08	-0.08	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

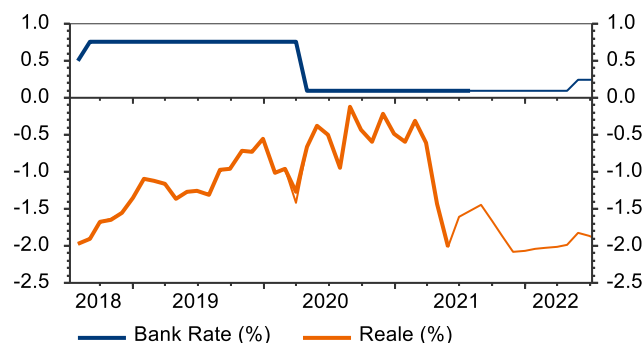


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	8/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
Libor GBP 3m	0.03	0.09	0.08	0.08	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	9/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.13	1.23	1.19	1.22	1.1829	1.19	1.17	1.15	1.20	1.22
USD/JPY	109	107	104	110	110	110.01	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.25	1.26	1.36	1.37	1.41	1.3768	1.39	1.38	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.11	1.06	1.08	1.10	1.09	1.0840	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	122	122	127	130	133	130.15	131	132	130	137	141
EUR/GBP	0.90	0.90	0.90	0.87	0.86	0.8592	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 Mamei (Responsabile)	62128	paolo.mamei@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