

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il 22 luglio, la **Banca Centrale Europea** applicherà per la prima volta la nuova strategia di politica monetaria. La ripercussione più rilevante sarà sulle **indicazioni prospettiche** (*forward guidance*), che **dovranno recepire il cambiamento dell'obiettivo**. La modifica potrebbe non essere irrilevante, se la nuova formulazione giocherà sulla possibilità di superare transitoriamente e moderatamente l'obiettivo di inflazione. In settembre, la BCE fronteggerà una sfida più rilevante con la decisione sugli acquisti netti PEPP: se i falchi l'avessero vinta, i benefici della nuova strategia potrebbero essere annullati.

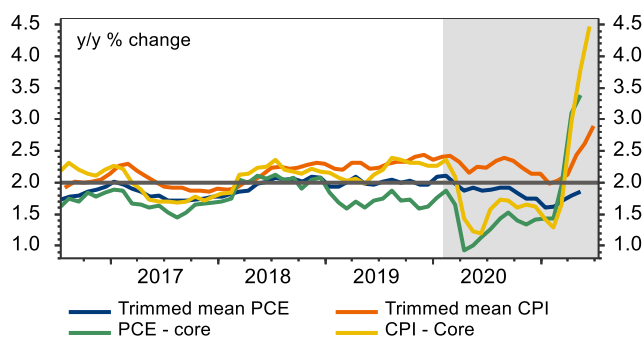
Stati Uniti: esercizi di equilibrio per la Fed. Le **sorprese verso l'alto dei prezzi** hanno indotto la Fed a ribadire l'impegno a controllare l'inflazione e le aspettative, pur nella convinzione che l'attuale accelerazione della dinamica inflazionistica sia un fenomeno transitorio, spinto dalla "tempesta perfetta di domanda elevata e offerta bassa". Powell ha indicato con forza che "il pubblico deve avere fede" nel fatto che la Fed agirà se l'inflazione o le aspettative divergeranno da sentieri coerenti con il mandato della politica monetaria.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. L'attenzione dovrebbe essere calamitata dalla riunione di politica monetaria della BCE: dopo la revisione strategica, ci si attende una modifica della forward guidance – un passaggio che potrebbe avere ripercussioni di mercato. Le indagini PMI di luglio dovrebbero mostrare un ulteriore miglioramento dell'indice composito e dei servizi, mentre si potrebbe vedere una correzione nel manifatturiero. L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione Europea dovrebbe registrare un nuovo aumento. Infine, in Francia, il morale delle imprese manifatturiere è atteso invariato rispetto al mese precedente.

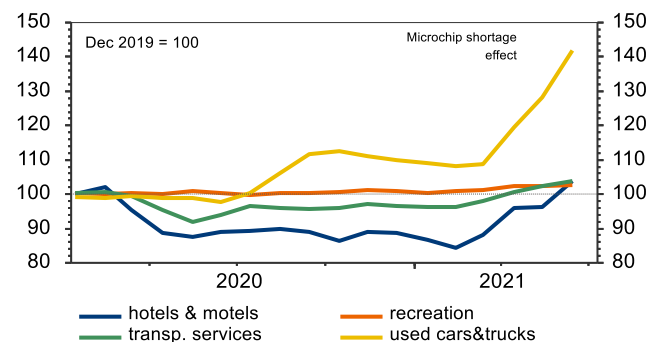
I principali dati in uscita in settimana negli **Stati Uniti** saranno i PMI flash di luglio, che dovrebbero dare indicazioni di stabilizzazione su livelli elevati del ritmo di espansione dell'attività, sia nel manifatturiero sia nei servizi. Gli altri dati in uscita riguardano giugno e sono concentrati sul mercato immobiliare residenziale, con previsione di indicazioni di domanda solida e di persistenti strozzature all'offerta: cantieri residenziali, licenze edilizie e vendite di case esistenti dovrebbero registrare moderati miglioramenti.

Fig. 1 – Il balzo dell'inflazione core a giugno è meno preoccupante se si guardano gli indici al netto delle voci con variazioni fuori dalla norma



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – I "soliti noti" trainano la variazione mensile del CPI core più ampia da metà 2008: auto usate, ospitalità, ricreazione e trasporti (tariffe aeree e auto a noleggio)



Fonte: Refinitiv-Datastream

16 luglio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista - Italia

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Il punto

Il 22 luglio, la **Banca Centrale Europea** applicherà per la prima volta la nuova strategia di politica monetaria. La ripercussione più rilevante sarà sulle indicazioni prospettiche (*forward guidance*), che dovranno recepire il cambiamento dell'obiettivo. La modifica potrebbe non essere irrilevante, se la nuova formulazione giocherà sulla possibilità di superare transitoriamente e moderatamente l'obiettivo di inflazione.

In settembre, la BCE fronteggerà una sfida più rilevante con la decisione sugli acquisti netti PEPP: se i falchi l'avessero vinta, i benefici della nuova strategia potrebbero essere annullati.

- La riunione di politica monetaria del 22 luglio sarà la prima a recepire l'impostazione derivante dalla recente revisione della strategia. Se non fosse per questo, si sarebbe trattato di un evento di scarso interesse. Invece, potrebbe non essere così.
- Oltre alla ristrutturazione delle 'considerazioni sulla politica monetaria', finora note come 'considerazioni introduttive', infatti, la BCE apporterà necessariamente modifiche alla formulazione delle indicazioni prospettiche (*forward guidance*).
- Nello scenario più neutro, la **modifica alle indicazioni prospettiche** potrebbe essere limitata all'inclusione del nuovo obiettivo di inflazione del 2% al posto della precedente formula, che parlava di inflazione "vicina ma inferiore" al 2%. In tal caso, cambierebbe poco. Però la BCE potrebbe anche pensare di sfruttare la nuova impostazione per spingere al rialzo le aspettative di inflazione, per esempio sottolineando la possibilità di un transitorio e moderato *overshooting* dell'obiettivo, previsto nella nuova strategia. In tal caso, potremmo assistere a un ulteriore allontanamento delle aspettative di rialzo dei tassi.
- Per il resto, non dobbiamo attenderci l'annuncio di alcuna nuova misura. Tassi ufficiali, PEPP e APP resteranno invariati. Riteniamo che l'evoluzione dei dati e delle condizioni di finanziamento non richieda alcuna variazione in corso.
- L'eventuale evoluzione del **dibattito interno sul PEPP**, con una minoranza che già alla riunione di giugno riteneva opportuno ridurre gli acquisti netti, emergerà soltanto con la pubblicazione del verbale (anche se, forse, un cenno a decisioni non unanimi sul mix di politica monetaria potrebbe emergere nel Q&A). I sondaggi, inclusa la Survey of Monetary Analysts della stessa BCE, mostrano che lo scenario di consenso è quello di riduzione degli acquisti netti, in particolare nel primo trimestre 2022. Allo stesso tempo, però, nessuno si attende novità a questa riunione.
- Riteniamo che soltanto a settembre la BCE deciderà se ridurre o no gli acquisti nel quarto trimestre. Anche allora vi potrebbero essere ottimi motivi per non ridurli, se la BCE vuole seriamente allontanare l'economia dal *lower bound*. L'annuncio della riduzione, infatti, potrebbe indurre i mercati a dubitare dell'impegno della BCE a perseguire il nuovo obiettivo di inflazione e ad ancorare le aspettative di inflazione. Ciò potrebbe vanificare eventuali effetti positivi ottenuti attraverso le modifiche alla *guidance* e la revisione dell'obiettivo di inflazione. Tuttavia, la ripresa dei casi di COVID-19 durante i mesi estivi, già in corso, potrebbe risolvere in partenza il problema.

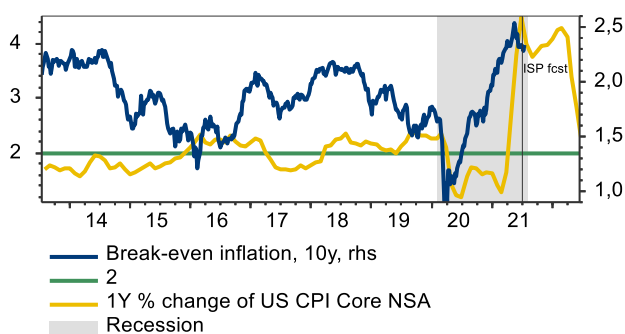
Stati Uniti: esercizi di equilibrismo per la Fed. Le **sorprese verso l'alto dei prezzi** hanno indotto la Fed a ribadire l'impegno a controllare l'inflazione e le aspettative, pur nella convinzione che l'attuale accelerazione della dinamica inflazionistica sia un fenomeno transitorio, spinto dalla "tempesta perfetta di domanda elevata e offerta bassa". Powell ha indicato con forza che "il pubblico deve avere fede" nel fatto che la Fed agirà se l'inflazione o le aspettative divergeranno da sentieri coerenti con il mandato della politica monetaria.

- Il **CPI** a giugno è aumentato di nuovo più delle attese, con una variazione di 0,9% m/m (consenso: 0,5% m/m), il più ampio rialzo mensile da giugno 2008, e l'inflazione headline a 5,4% a/a, massimo da agosto 2008. Quello che conta di più, è che l'indice **core** è balzato di 0,9% m/m (consenso: 0,4% m/m), dopo 0,7% m/m di maggio, spingendo la variazione

tendenziale a 4,5% a/a, sulla scia di ampi incrementi sia dei **beni core** (2,2% m/m, 8,7% a/a, dopo 1,8% m/m di maggio), sia dei **servizi ex-energia** (0,4% m/m, come a maggio).

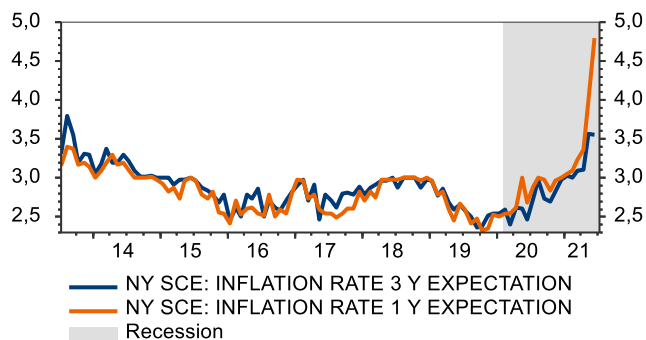
- La sorpresa verso l'alto dei prezzi è ancora in gran parte da attribuire ad alcuni casi **"speciali" nei settori particolarmente colpiti dagli effetti della pandemia**: le auto usate (10,5% m/m, 45,2% a/a), in primis, che rappresentano circa un terzo della variazione totale dell'indice headline, poi altre voci legate alla riapertura dei servizi (trasporti, alberghi, ricreazione). Va rilevata però positivamente la continua moderazione dei prezzi dell'abitazione di residenza (sia affitti, sia affitti figurativi) e della sanità (sia beni, sia servizi). Pertanto, per ora la maggior parte dello shock deriva da **aggiustamenti dei prezzi relativi**, come appare dalla fig. 1 in copertina, che mostra un andamento molto più composto dell'inflazione misurata con la media troncata, rispetto a quello degli indici complessivi. Gli indici dell'Underlying Inflation Gauge, stimati dalla NY Fed per individuare i trend sottostanti dell'inflazione, mostrano un rialzo di 0,2-0,3pp a giugno, ma restano su livelli ancora storicamente contenuti, a 3,4% (prices-only) e 3,5% (full data set), al di sotto dei massimi raggiunti nel 2008 dall'indice "prices-only".
- Osserviamo ancora una volta **due tipologie di spinte verso l'alto** particolarmente marcate sui prezzi (fig. 2 in copertina): da un lato, spinte dovute a **scarsità di beni** o di beni intermedi (prima di tutto semiconduttori) aggravate da difficoltà della logistica; dall'altro, **aggiustamenti dei prezzi dei servizi rimasti bloccati dalla pandemia** (turismo, ricreazione, ristorazione, trasporti), che stanno tornando alla normalità in termini di domanda, con un'offerta frenata anche da mancanza di manodopera. A parte le auto usate, per gli altri sotto-indici il trend recente è a mala pena un recupero dei livelli pre-pandemici. Entrambe queste spinte richiederanno tempo per riequilibrare domanda e offerta, ma prevediamo che, almeno per la seconda categoria di voci (servizi ricreativi, trasporti, ecc.), l'aggiustamento dovrebbe avanzare rapidamente nei prossimi mesi, mentre per i colli di bottiglia sul fronte dei beni i tempi potrebbero essere più lunghi, dato che sono amplificati dalla necessità di ricostituire le scorte delle imprese, dalla domanda internazionale e da alcune situazioni speciali (semiconduttori).
- La potenziale persistenza di questa fase di rialzo dell'inflazione dipende da due elementi: **la durata e l'entità dell'eccesso di domanda** (e l'estensione del *pricing power* delle imprese) da un lato, e l'**ancoraggio delle aspettative** degli agenti economici, dall'altro. Per ora ci sono alcuni elementi incoraggianti per uno scenario di **contenimento di una possibile spirale inflazionistica**: i prezzi delle materie prime in alcuni comparti (per esempio, il legname) sembrano aver svoltato, le aspettative delle famiglie su un orizzonte più lungo di 1 anno si sono stabilizzate, la crescita cinese è in fase di rallentamento, la dinamica dei consumi domestici dovrebbe rallentare dal 4° trimestre e le aspettative dell'inflazione di break-even danno segnali coerenti con moderazione futura.

Fig. 3 – L'inflazione di break-even ha già svoltato: buone notizie per il futuro dell'inflazione core



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Anche le aspettative di medio termine delle famiglie si sono fermate a luglio



Fonte: Refinitiv-Datastream

Qual è il **destino dell'eccesso di domanda di beni, servizi e lavoro** e, di conseguenza, del trend dell'inflazione? Un punto essenziale riguarda la **persistenza di livelli di domanda che non possono essere soddisfatti dall'offerta** nei mercati ora sotto pressione. Per quanto riguarda **beni e servizi**, occorre allungare lo sguardo sul 2022 e sui fondamentali dei bilanci delle famiglie. Un argomento a favore della previsione di un boom di consumi è il **livello record del risparmio** (ora pari a 12,4% del reddito disponibile), che ha alimentato la crescita dei consumi nel pieno della fase recessiva, grazie ai trasferimenti pubblici. Ma l'effetto del carburante dei risparmi sulla corsa dei consumi dipende da quanto le famiglie intendono spingere sull'acceleratore: il serbatoio è pieno, ma la velocità è da determinare. A questo proposito, sono istruttivi i risultati di un'indagine recente condotta dal Census Bureau sull'utilizzo dei tre round di trasferimenti attuati con i pacchetti anti-COVID (Tab. 1, Fig. 5), anche alla luce dell'evidenza storica sulle variazioni dei consumi, dipendenti dal reddito più che da rialzi una tantum della ricchezza. L'indagine mostra che, con il procedere della ripresa, **le famiglie hanno progressivamente e sistematicamente aumentato la quota risparmiata rispetto a quella spesa**. Va anche notato che il boom di consumi attuale si sta spostando sui servizi, dove l'attività è quasi tornata sui livelli pre-pandemia, ma che non potrà recuperare il consumo di servizi perso in fase di lockdown.

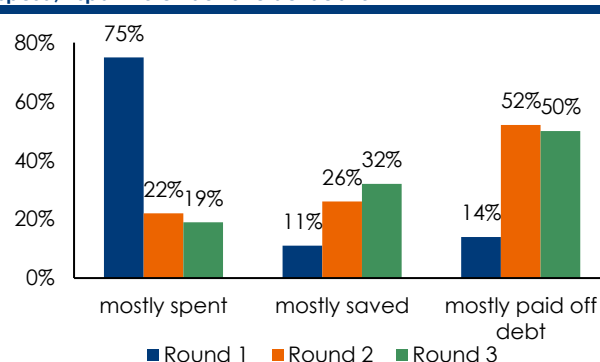
Pertanto, la previsione è **una normalizzazione della dinamica della spesa personale** dall'autunno. Sul fronte del **mercato del lavoro**, come discusso nel focus "Mercato del lavoro: squilibri settoriali transitori, rischi contenuti di spirale salari/prezzi" del 30 giugno, è probabile **un aumento dell'offerta nei prossimi mesi**, tale da contenere l'eccesso di domanda di lavoro e un'accelerazione persistente della dinamica salariale aggregata.

Tab. 1 – Tre round di stimolo fiscale da marzo 2020, per un totale di 867 mld di dollari...

	Total estimated cost	Maximum payment per filer	Maximum payment per qualifying dependent	Share of filers with a rebate
Round 1 - Mar 2020, CARES Act	292	1200 single, 2400 joint	500	93.6%
Round 2 - Dec. 2020, Appropriations Act	164	600 single, 1200 joint	600	91.4%
Round 3 - Mar 2021, American Rescue Plan Act	411	1400 single, 2800 joint	1400	89.0%

Fonte: Tax Foundation su dati Joint Committee on Taxation. Secondo stime del Committee for a Responsible Federal Budget, sono stati distribuiti circa 811 mld sul totale allocato di 867 mld

Fig. 5 – ...con allocazioni molto diverse dei tre trasferimenti fra spesa, risparmio e riduzione del debito



Fonte: Tax Foundation su dati Census Bureau

Per quanto riguarda invece la **stabilità delle aspettative di inflazione**, l'obiettivo di ancorarle, a nostro avviso, ha determinato il messaggio centrale di Powell nella presentazione del Monetary Policy Report in Congresso. **Powell** ha dato una **descrizione positiva del quadro macroeconomico**, con una crescita forte, sui massimi da decenni, ma ha anche evidenziato la presenza di **strozzature all'offerta** in alcuni settori produttivi e sul mercato del lavoro, a fronte di una **domanda molto forte**. Il recente **rialzo dell'inflazione**, attribuito a effetti base e a colli di bottiglia in alcuni comparti per beni e servizi, dovrebbe, secondo la Banca centrale, essere transitorio e causato da un numero limitato di fattori. Secondo Powell, anche in questa fase, le aspettative di inflazione di medio termine, sono "in un intervallo generalmente coerente con l'obiettivo di inflazione di più lungo termine della Fed". Nella discussione, Powell ha però riconosciuto che l'**inflazione** è stata "più alta di quanto atteso e un po' più persistente", ma ha ribadito la convinzione della Banca centrale che l'attuale *overshooting* sia un fenomeno temporaneo, che dovrebbe "parzialmente" rientrare nei prossimi mesi, quando si ridurrà la "tempesta perfetta di domanda elevata e offerta bassa". Powell ha sottolineato che

sarebbe un errore reagire prematuramente con rialzi dei tassi di fronte a un fenomeno transitorio, che dovrebbe rientrare autonomamente.

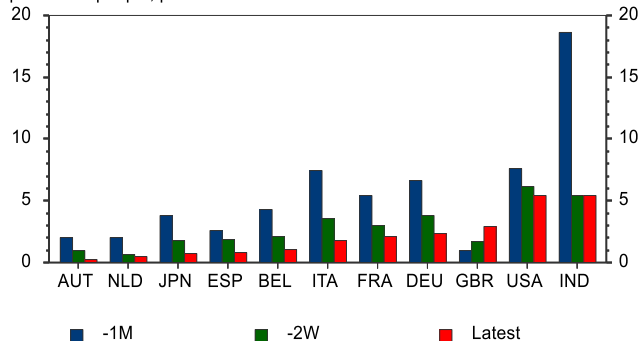
Powell ha però anche **considerato la possibilità di un errore di valutazione**, affermando che la Fed è a disagio con un'inflazione su questi livelli ed è "ansiosa" di vederla recedere, e indicando che la Fed non esiterebbe ad aggiustare la *stance* della politica monetaria nel caso in cui il sentiero dell'inflazione o le aspettative di inflazione di più lungo termine si muovessero in modo significativo o persistente al di là dei livelli coerenti con l'obiettivo della Fed. In caso di persistenza di un nuovo trend e/o di disancoraggio delle aspettative, la Fed agirebbe e "il pubblico deve avere fede nel fatto che la Banca centrale lo farà". Sul **tapering**, Powell ha confermato che ci sarà un nuovo round di discussioni riguardo alla riduzione degli acquisti, ma ha anche ribadito che **il momento di agire è ancora distante**, pur riaffermando l'indicazione che il progresso dovrebbe proseguire.

- In conclusione, Powell ha fatto un **esercizio di equilibrio**, con l'obiettivo di ribadire una visione benevola dello scenario di inflazione, in rialzo probabilmente solo temporaneo, ma anche di rassicurare che la Fed agirebbe di fronte a un'inflazione più persistente del previsto. Il risultato probabilmente rafforza i timori del mercato di un rallentamento di crescita e inflazione su un orizzonte poco oltre il breve termine, sulla scia di un possibile *fiscal cliff* nel 2022 e di una Fed meno accomodante.

Monitor dell'impatto COVID

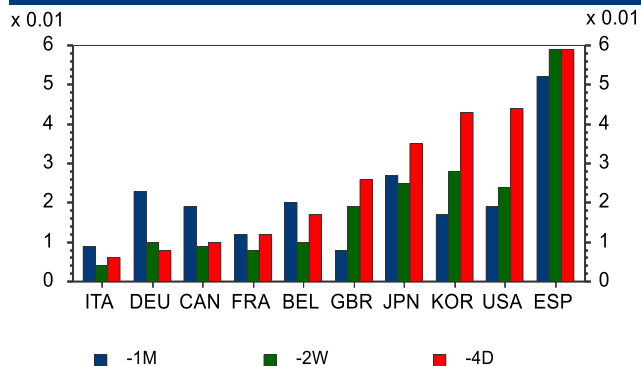
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



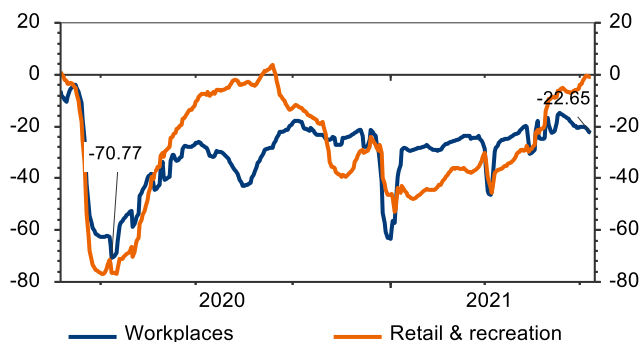
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



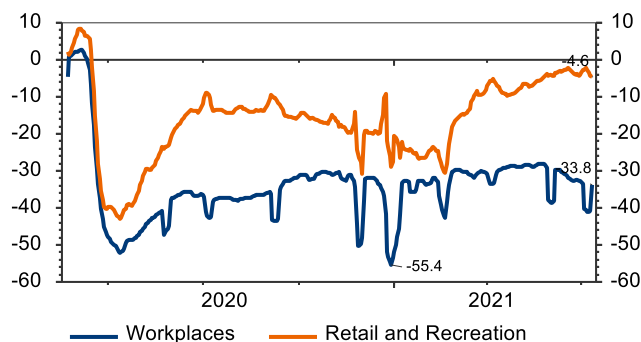
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



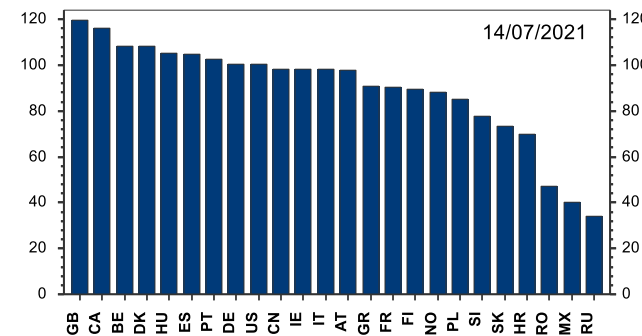
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

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 dati congiunturali. L'attenzione dovrebbe essere calamitata dalla riunione di politica monetaria della BCE: dopo la revisione strategica, ci si attende una modifica della *forward guidance* – un passaggio che potrebbe avere ripercussioni di mercato. Le indagini PMI di luglio dovrebbero mostrare un ulteriore miglioramento dell'indice composito e dei servizi, mentre si potrebbe vedere una correzione nel manifatturiero. L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione Europea dovrebbe registrare un nuovo aumento. Infine, in Francia, il morale delle imprese manifatturiere è atteso invariato rispetto al mese precedente.

I principali dati in uscita in settimana negli **Stati Uniti** saranno i PMI flash di luglio, che dovrebbero dare indicazioni di stabilizzazione su livelli elevati del ritmo di espansione dell'attività, sia nel manifatturiero sia nei servizi. Gli altri dati in uscita riguardano giugno e sono concentrati sul mercato immobiliare residenziale, con previsione di indicazioni di domanda solida e di persistenti strozzature all'offerta: cantieri residenziali, licenze edilizie e vendite di case esistenti dovrebbero registrare moderati miglioramenti.

Lunedì 19 luglio

Stati Uniti

- La **fiducia dei costruttori di case** rilevata dalla National Association of Home Builders a luglio dovrebbe mantenersi su livelli storicamente elevati, a 82, all'interno dell'intervallo di fluttuazione fra 81 e 84, visto da inizio 2021 (81 a giugno), con indicazioni di domanda solida di nuove case in estate, ma in via di modesto rallentamento nei prossimi mesi.

Martedì 20 luglio

Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** a giugno sono previsti in modesto rialzo a 1,59 mln da 1,572 mln di maggio, alla luce delle informazioni dell'employment report, che ha registrato il mese scorso un incremento di 2500 occupati nell'edilizia residenziale. I cantieri dovrebbero rimanere ancora al di sotto dei livelli di marzo e segnalare una stabilizzazione dell'attività di costruzione in linea con fine 2020. Le **licenze** dovrebbero aumentare marginalmente a 1,7 mln da 1,681 mln del mese precedente, con una conferma della difficoltà a espandere l'offerta nel settore dell'edilizia residenziale.

Giovedì 22 luglio

Area euro

- **Area euro.** L'**indice di fiducia dei consumatori** della Commissione Europea a **luglio** è visto salire a -2,6 da -3,3 di giugno, sui massimi da fine 2017 e al di sopra della media di lungo periodo per il quarto mese consecutivo. La lettura del mese precedente aveva riportato miglioramenti diffusi a tutte le componenti prospettiche dell'indagine ed un significativo ridimensionamento delle preoccupazioni relative alla disoccupazione. I timori per la diffusione della variante Delta non dovrebbero, almeno per il momento, aver intaccato il morale delle famiglie.
- **Francia.** L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** è atteso invariato per il secondo mese a 107 punti in luglio. L'indagine dovrebbe invece evidenziare un ulteriore recupero nei servizi (che hanno toccato un massimo da 14 anni in giugno).
- **BCE.** La **riunione di politica monetaria** ha acquisito una rilevanza inattesa grazie al recente completamento della revisione strategica. L'indirizzo (*forward guidance*) dovrà essere modificato per riflettere il cambiamento dell'obiettivo, ora fissato semplicemente al 2%. L'intervento potrebbe essere minimale, oppure la BCE potrebbe decidere di cogliere l'occasione per condizionare le aspettative di inflazione e accelerarne la convergenza al 2%.

La conferenza stampa vedrà anche un formato del tutto nuovo per le considerazioni iniziali della presidente Lagarde. Non ci attendiamo annunci sul PEPP, che riteniamo invece più probabili a settembre.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a giugno sono previste in rialzo a 5,91 mln, da 5,8 mln del mese precedente, alla luce della svolta verso l'alto dei contratti di compravendita, in significativa ripresa a maggio. Le vendite dovrebbero segnare il primo rialzo da inizio anno, nonostante il continuo aumento dei prezzi (prezzo mediano: 350300 dollari, +23,6% a/a a maggio), grazie a un modesto incremento delle scorte di case invendute negli ultimi due mesi. Il mercato rimane sotto pressione con un netto eccesso di domanda, con evidenti riflessi sui prezzi. Le case in vendita restano sul mercato in media 17 giorni, mentre la percentuale di individui che acquistano una casa per la prima volta rimane in calo (a 31% a maggio) per via della sproporzione fra reddito delle coorti più giovani e prezzi di mercato. Il 32% delle vendite avviene a prezzi superiori a 500 mila dollari, mentre il 25% avviene a prezzi compresi fra 100 mila e 250 mila dollari. Anche le indicazioni dei mutui per l'acquisto di una casa sono in linea con le informazioni su prezzi e quantità vendute: i nuovi mutui sono in calo, mentre aumenta costantemente la dimensione media dei mutui.

Venerdì 23 luglio

Area euro

- **Area euro.** Le stime flash degli **indici PMI di luglio** potrebbero evidenziare una correzione del morale manifatturiero mentre l'indagine sui servizi è attesa confermare il settore come comparto trainante per la ripresa durante l'estate. L'indice **PMI manifatturiero**, dopo aver aggiornato i massimi storici per quattro mesi consecutivi, potrebbe correggere a 62,5 da 63,4 precedente, comunque su livelli ampiamente espansivi. Da monitorare con attenzione il grado di stress presente lungo le filiere produttive e i relativi effetti su attività produttiva e prezzi. L'indice **PMI dei servizi** dovrebbe invece salire a 59,0 da 58,3 precedente, ai massimi dal 2006. I dati ad alta frequenza segnalano un incremento della mobilità a inizio mese, coerente con un miglioramento dell'attività nel settore, così come segnalato dalle prime indagini relative a luglio. Alcuni Paesi stanno facendo i conti con un peggioramento della situazione epidemiologica che, almeno per il momento, non dovrebbe riflettersi in maniera significativa sulle indagini di fiducia. Il **PMI composito** è visto salire a 60,0 da 59,5 di giugno, confermando lo scenario di robusta crescita a inizio trimestre.

Stati Uniti

- Il **PMI Markit flash** per il settore **manifatturiero** a luglio dovrebbe essere poco variato a 62, da 62,1 di giugno. L'indagine dovrebbe continuare a dare segnali di strozzature dal lato dell'offerta, con mancanza di scorte e tempi di consegna lunghi. La chiusura temporanea di alcuni stabilimenti nel settore auto per carenza di semiconduttori dovrebbe frenare parzialmente la produzione, mentre gli ordini dovrebbero mantenersi in territorio espansivo. Per i **servizi**, l'indice dovrebbe stabilizzarsi a 64,5 da 64,8 del mese precedente. Gli indicatori ad alta frequenza segnalano che l'attività nei principali servizi sono in netta ripresa, in alcuni casi anche al di sopra dei livelli pre-pandemici (ristoranti, attività ricreative, traffico aereo). Dato che gli indici PMI sono indici di diffusione, un'interruzione del trend verso l'alto non implica necessariamente rallentamento della crescita.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (19 – 25 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	19/7	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		lug	81		82
Mar	20/7	GIA	CPI (naz.) a/a	*	giu	-0.1	%	
		GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	giu	0.1	%	0.2
		CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	lug	4.7	%	
		CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	lug	3.9	%	
		GER	PPI a/a		giu	7.2	%	
		GER	PPI m/m		giu	1.5	%	
		USA	Nuovi cantieri residenziali	*	giu	1.572	Mln	1.590
		USA	Licenze edilizie		giu	1.683	Mln	1.700
Mer	21/7	GIA	Bilancia commerciale		giu	-189.4	Mld ¥ JP	460.0
		ITA	Fatturato industriale m/m		mag	3.3	%	
		ITA	Fatturato industriale a/a		mag	105.1	%	
Gio	22/7	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	lug	107		108
		USA	Richieste di sussidio	*	settim	360	x1000	
		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.241	Mln	
		USA	Indice anticipatore m/m		giu	1.3	%	1.0
		USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		giu	5.80	Mln	5.90
		EUR	Fiducia consumatori flash	*	lug	-3.3		-2.5
Ven	23/7	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	-1.4	%	1.2
		GB	Vendite al dettaglio a/a		giu	24.6	%	
		FRA	PMI servizi prelim	*	lug	57.8		59.0
		FRA	PMI manifatturiero prelim	*	lug	59.0		58.2
		GER	PMI servizi prelim	*	lug	57.5		59.3
		GER	PMI manifatturiero prelim	*	lug	65.1		64.4
		EUR	PMI servizi prelim	**	lug	58.3		59.5
		EUR	PMI manifatturiero prelim	**	lug	63.4		62.5
		EUR	PMI composito prelim	**	lug	59.5		60.1
		GB	PMI manifatturiero prelim	*	lug	63.9		62.9
		GB	PMI servizi prelim	*	lug	62.4		62.0
		USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	lug	62.1		62.0
		USA	Markit PMI Composito prelim.		lug	63.7		
		USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	lug	64.6		64.5

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 (19 – 23 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	19/7	GB	Discorso di Haskel (BoE)
Mar	20/7	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Mer	21/7	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di giugno
Gio	22/7	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
		EUR	* Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven	23/7	EUR	La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	giu	0.6	%	0.5	0.9
CPI a/a	giu	5.0	%	4.9	5.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	giu	3.8	%	4.0	4.5
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	giu	0.7	%	0.4	0.9
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	giu	0.7	%	0.5	1.0
PPI m/m	giu	0.8	%	0.6	1.0
Richieste di sussidio	settim	386 (373)	x1000	360	360
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3,367 (3,339)	Mln	3,313	3,241
Indice Empire Manufacturing	lug	17.40		18.00	43.0
Prezzi all'import m/m	giu	1.4 (+1)	%	1.2	1.0
Indice Philadelphia Fed	lug	30.7		28.0	21.9
Produzione industriale m/m	giu	0.7 (0.8)	%	0.6	0.4
Impiego capacità produttiva	giu	75.1 (75.2)	%	75.6	75.4
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	giu	-0.7	%	0.4	
Vendite al dettaglio m/m	giu	-1.3	%	-0.4	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	lug	85.5		86.5	
Scorte delle imprese m/m	mag	-0.2	%	0.5	
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mag	100.7	Mld \$		

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

Il **CPI** a giugno aumenta di nuovo più delle attese, con una variazione di 0,9% m/m (consenso: 0,5% m/m). L'indice **core** balza di 0,9% m/m (consenso: 0,4% m/m), dopo 0,7% m/m di maggio, e spinge la variazione tendenziale a 4,5% a/a. I **beni core** registrano un aumento di 2,2% m/m (8,7% a/a), dopo 1,8% m/m di maggio, mentre per i **servizi ex-energia** la variazione è di 0,4% m/m, come a maggio. Le principali voci responsabili della variazione di giugno sono le auto usate (10,5% m/m, 45,2% a/a), le auto nuove (2% m/m, 5,3% a/a), le tariffe aeree (2,7% m/m, 24,6% a/a), le auto a noleggio (5,2% m/m) e l'abbigliamento (0,7% m/m, 4,9% a/a). L'abitazione accelera, con un rialzo di 0,5% m/m, dopo 0,3% m/m, per via di una nuova ripresa nel comparto dell'ospitalità (7,9% m/m, 16,9% a/a), ma in presenza di stabilizzazione per gli affitti figurativi (0,3% m/m) e degli affitti dell'abitazione principale (0,2% m/m) su ritmi moderati. I pochi freni alla dinamica dei prezzi includono sanità e arredamento.

Il **PPI** a giugno sorprende verso l'alto, con una variazione di 1% m/m, dopo 0,8% m/m di maggio e 0,6% m/m di aprile. La dinamica tendenziale, a 7,3% a/a, tocca il massimo storico da quando esiste la serie (novembre 2010). Il rialzo dell'indice per la domanda finale è dovuto a incrementi ampi sia per i servizi (0,8% m/m, con un contributo di circa il 60% della variazione totale) sia per i beni (1,2% m/m). I prezzi al netto di alimentari, energia e servizi al commercio aumentano di 0,5% m/m (5,5% a/a, massimo da quando esiste la serie, agosto 2014), dopo 0,7% m/m di maggio. Nei servizi, i margini nel commercio (+2,1% m/m) sono i principali responsabili dell'aumento dell'indice complessivo. Il 20% circa della variazione dei prezzi dei servizi è concentrata nei margini del commercio al dettaglio del settore auto, in rialzo di 10,5% m/m, seguita in termini di importanza dal commercio all'ingrosso per macchinari e auto, affitti di foresterie e trasporti di passeggeri, mentre risultano in diminuzione i margini per l'abbigliamento all'ingrosso. Sul fronte dei beni, il maggior contributo viene dall'incremento dei prezzi al netto di alimentari ed energia, in rialzo di 1% m/m, guidato dalla chimica industriale e sostenuto, fra le altre categorie, dalle auto. I prezzi della domanda finale per consumi sono in aumento di 0,8% m/m, con +1,3% m/m per i beni e 0,6% m/m per i servizi. I prezzi dei servizi per la sanità, rilevanti per la dinamica del deflatore core dei consumi, sono circa stabili con indicazioni positive per il trend sottostante dell'inflazione.

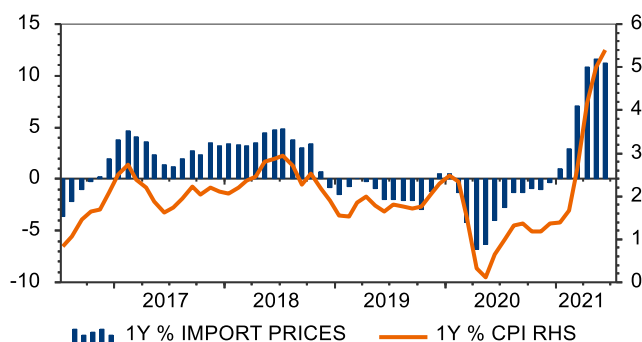
La **Survey of Consumer Expectations** condotta dalla NY Fed a giugno registra un ulteriore aumento delle aspettative di inflazione di breve termine a 4,8% (da 4%), a fronte di aspettative invariate sul lungo termine a 3,5%. Le voci con rialzi dei prezzi attesi più solidi sono l'istruzione universitaria, gli affitti, la sanità e la benzina. Anche le aspettative per la variazione a 1 anno dei

prezzi delle case sono sui massimi da quando esiste la serie, ma a luglio si sono stabilizzate poco sopra il 6%. Le aspettative sulle condizioni del mercato del lavoro continuano a migliorare, con un calo a 30,7% (da 31,9%) della probabilità di disoccupazione più alta fra un anno. La probabilità di trovare un'occupazione è in rialzo dall'inizio della pandemia, ma a ritmi modesti e, a 54,2% a luglio, rimane ancora al di sotto della media pre-pandemica, vicina al 60%. La stabilizzazione delle aspettative di inflazione a 3 anni è un segnale importante per la Fed, che dà certamente più peso a questo indicatore rispetto a quello di persistente rialzo delle aspettative di inflazione a 1 anno.

I **prezzi all'import** a giugno sono in rialzo di 1% m/m (11,2% a/a), dopo 1,4% m/m di maggio e 1,5% m/m di aprile. I prezzi dei carburanti aumentano di 4,7% m/m. Al netto del petrolio, i prezzi sono in aumento di 0,7% m/m. I prezzi delle esportazioni sono in crescita di 1,2% m/m, spinti dai prodotti agricoli (1,5% m/m). I dati indicano ancora pressioni verso l'alto dalle importazioni ma, al netto del petrolio, il ritmo di aumento sembra aver toccato un picco nella primavera.

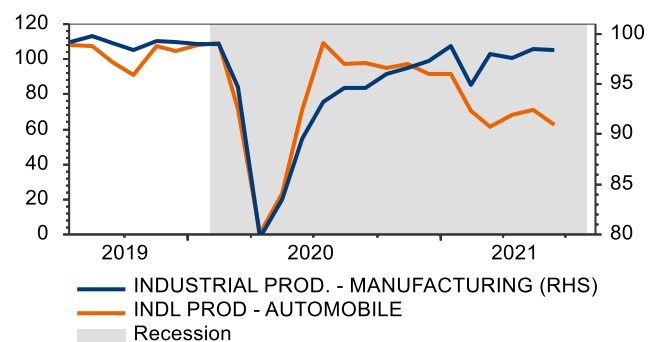
La **produzione industriale** a giugno è in rialzo di 0,4% m/m (9,8% a/a), dopo 0,7% m/m di maggio. Nel manifatturiero l'output corregge di -0,1% m/m, mentre l'estrattivo e le utility registrano solidi aumenti, di 1,4% m/m e di 2,7% m/m, rispettivamente. La debolezza del manifatturiero è principalmente dovuta al calo nel comparto auto (-6,6% m/m), che si mantiene estremamente volatile sulla scia delle difficoltà causate dalla scarsità di semiconduttori. Al netto delle auto, nel manifatturiero, l'output è in crescita di 0,4% m/m; fra i sotto-settori in espansione, emergono l'aeronautica, i metalli, l'arredamento e l'elettronica. La produzione si riporta sui livelli pre-pandemici, ma è ancora in misura evidente frenata da strozzature all'offerta di beni e lavoro.

Prezzi all'import e CPI: prove di stabilizzazione?



Fonte: Refinitiv-Datastream

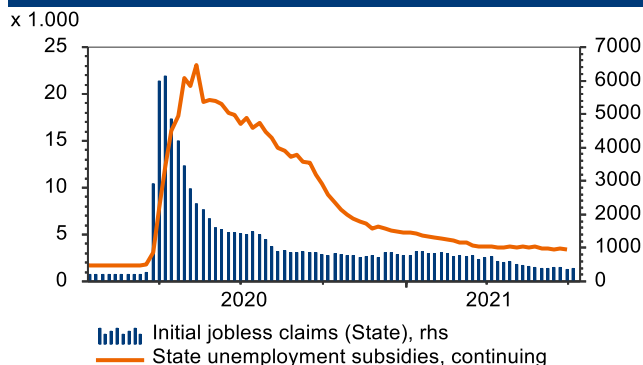
La produzione manifatturiera recupera i livelli pre-pandemici, ma rimane frenata dal settore auto e dalla scarsità di semi-conduttori



Fonte: Refinitiv-Datastream

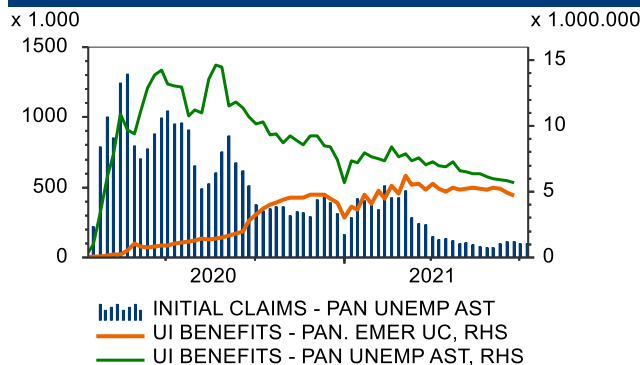
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 10 luglio calano a 360 mila da 386 mila della settimana precedente, toccando il minimo da metà marzo 2020. A questi si aggiungono 96392 nuovi sussidi federali erogati con il programma Pandemic Unemployment Assistance. I sussidi statali esistenti nella settimana del 3 luglio sono in flessione di 126 mila a 3,241 mln. I sussidi totali (statali e federali) in essere nell'ultima settimana di giugno erano pari a 13,836 mln, in calo di 372279 rispetto alla settimana precedente. I dati confermano il graduale ridimensionamento dei sussidi e danno indicazioni positive per lo scenario del mercato del lavoro. Circa metà degli Stati hanno annunciato la sospensione anticipata dei programmi federali, prima della loro scadenza naturale a metà settembre. In questi Stati, il ritmo di riduzione dei sussidi è più rapido (circa il triplo) che nel resto del paese e sembra dare supporto alla previsione di **aumento dell'offerta di lavoro nei prossimi mesi**.

Il graduale calo prosegue sia per i sussidi statali...



Fonte: Refinitiv-Datastream

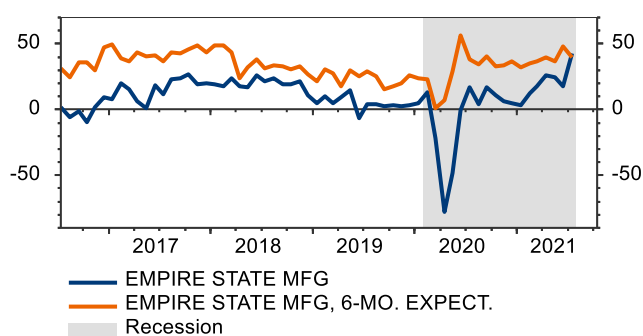
...sia per quelli federali



Fonte: Refinitiv-Datastream

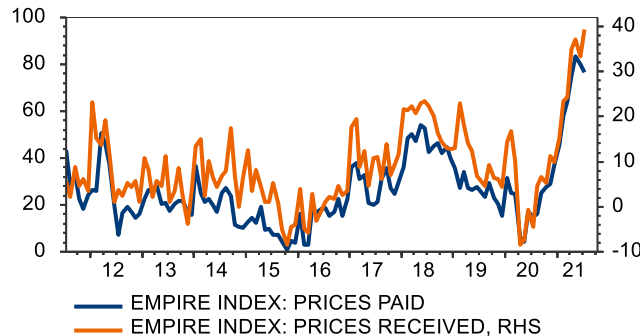
L'indagine **Empire della NY Fed** a luglio tocca un massimo storico, balzando a 43, in rialzo di 26 punti rispetto al mese precedente, dando un segnale di netta accelerazione dell'attività, grazie a un solido aumento degli ordini (a 33,2, +17 punti), delle consegne (a 43,8, +30 punti), dell'occupazione (a 20,6, +8 punti) e degli ordini inevasi. Due elementi importanti per il contenimento dell'eccesso di domanda emergono dai tempi di consegna in calo a 20,2 (da 30,2) che, pur continuando a segnalare difficoltà a soddisfare la domanda, scendono dal record di giugno, e dalle scorte in rialzo. L'andamento dei prezzi si mantiene preoccupante, con i prezzi pagati poco mossi a 76,8 e quelli ricevuti a 39,4, in rialzo di 6 punti e su un nuovo record. Sull'orizzonte a 6 mesi le imprese restano ottimiste, con l'indice di attività in calo di 8 punti a 39,5, su un livello storicamente elevato, supportato da aspettative positive per ordini, consegne e occupazione, ma in presenza ancora di attese di rialzi dei prezzi. L'indagine è positiva per le prospettive correnti e future del manifatturiero e dell'occupazione, mentre lascia aperti rischi di ulteriore accelerazione della dinamica dei prezzi.

Indagine Empire della NY Fed in forte rialzo a luglio



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le pressioni sui prezzi pagati e ricevuti persistono

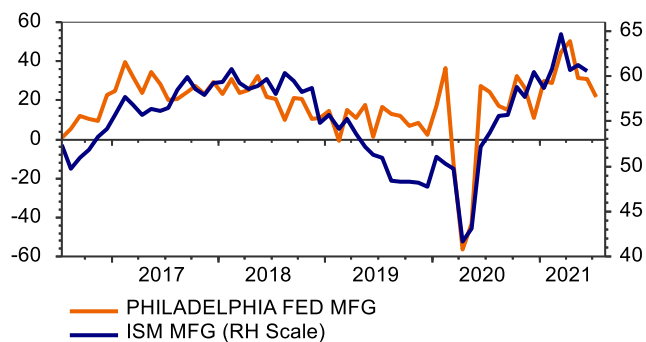


Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice della **Philadelphia Fed** a luglio cala a 21,9 da 30,7 di giugno, con la maggior parte delle imprese che riportano attività stabile e il 33% che registra espansione. I sotto-indici di occupazione, ordini, consegne, ordini inevasi sono in calo, ma sempre su livelli elevati e in territorio ampiamente espansivo, mentre l'occupazione è poco variata. Gli indici di prezzo, sia pagati sia ricevuti, calano a luglio da livelli elevatissimi di giugno. Le aspettative a sei mesi delle imprese sono in via di normalizzazione, con un calo a 48,6 da 69,2 di giugno, unito a ridimensionamento per i principali sotto-indici, sempre su livelli coerenti con solida crescita. Anche sull'orizzonte a 6 mesi gli indici di prezzo riducono i timori di una spirale inflazionistica in atto. Nelle domande speciali del mese, relative a salari e retribuzioni, il 73,6% delle imprese riporta di aver aumentato i salari negli ultimi tre mesi, e il 56,6% delle imprese afferma di avere rivisto i

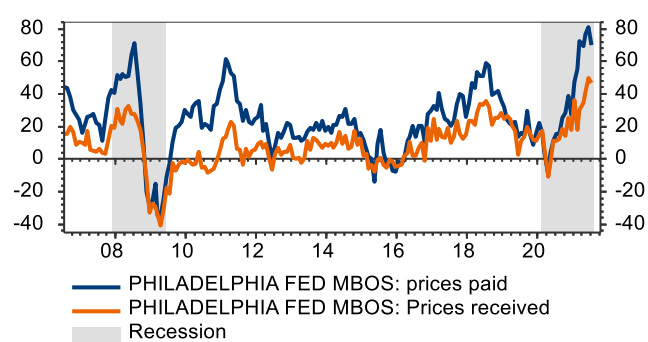
budget del 2021 per le retribuzioni e di avere intenzione di attuare aumenti superiori a quanto pianificato originariamente, con una previsione mediana di incrementi intorno a 4-5%. L'indagine, positiva per lo scenario dell'attività nel manifatturiero, dà anche qualche indicazione di un possibile picco della crescita dei prezzi.

Philadelphia Fed: correzione a luglio, ma livelli sempre elevati



Fonte: Refinitiv-Datastream

Stabilizzazione degli indici di prezzo



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
CPI m/m	giu	0.6	%	0.2	0.5
CPI a/a	giu	2.1	%	2.2	2.5
Retribuzioni medie	mag	5.7 (5.6)	%	7.1	7.3
Tasso di disoccupazione ILO	mag	4.7	%	4.7	4.8

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Esportazioni in USD a/a	giu	27.9	%	23.1	32.2
Importazioni in USD a/a	giu	51.1	%	30.0	36.7
Bilancia commerciale USD	giu	45.54	Mld \$	44.20	51.53
PIL s.a. t/t	T2	0.6	%	1.2	+1.3
PIL cumulato a/a	T2	18.3	%		12.7
PIL a/a	T2	18.3	%	8.1	+7.9
Produzione industriale cumulata a/a	giu	17.8	%		15.9
Vendite al dettaglio cumulate a/a	giu	25.65	%		23.02
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	giu	15.4	%	12.1	12.6
Produzione industriale a/a	giu	8.8	%	7.8	8.3
Vendite al dettaglio a/a	giu	12.4	%	11.0	12.1

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

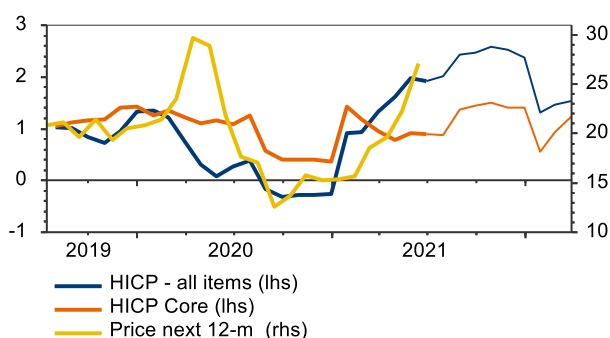
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	mag	0.6 (0.8)	%	-0.2 -1.0
EUR	CPI a/a finale	giu	1.9	%	1.9 1.9
EUR	CPI m/m finale	giu	0.3	%	0.3 0.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	giu	0.9	%	0.9 0.9
FRA	IPCA m/m finale	giu	0.2	%	0.2 0.2
FRA	IPCA a/a finale	giu	1.9	%	1.9 1.9
FRA	CPI m/m Ex Tob	giu	0.3	%	0.1
GER	CPI (Lander) m/m finale	giu	0.4	%	0.4 0.4
GER	CPI (Lander) a/a finale	giu	2.3	%	2.3 2.3
GER	IPCA m/m finale	giu	0.4	%	0.4 0.4
GER	IPCA a/a finale	giu	2.1	%	2.1 2.1
ITA	IPCA a/a finale	giu	1.3	%	1.3 1.3
ITA	IPCA m/m finale	giu	0.2	%	0.2 0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	giu	0.1	%	0.1 0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	giu	1.3	%	1.3 1.3
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mag	5.871 (5.870)	Mld €	5.642
ITA	Bilancia commerciale (EU)	mag	1.013 (1.012)	Mld €	0.859
SPA	IPCA a/a finale	giu	2.4	%	2.4 2.5

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

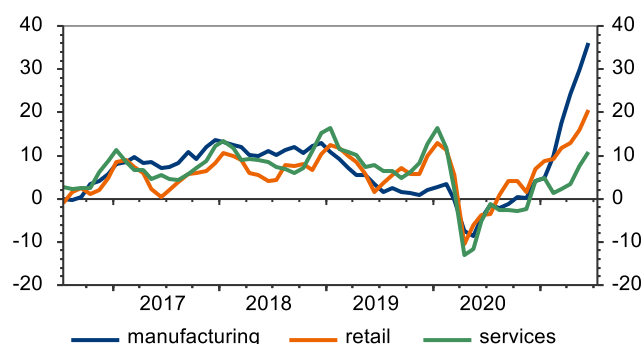
Area euro. La seconda lettura conferma il rallentamento dell'inflazione nel mese di giugno, da 2,0% a 1,9% a/a (+0,3% m/m). Il ribasso è guidato dalla frenata dei prezzi dell'energia (a 12,6% a/a da 13,1% precedente) e dal calo degli alimentari freschi (-0,3% a/a da zero precedente), per via anche di 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% precedente). 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.

Area euro - Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs indice core e headline



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

Area euro - Aspettative dei prezzi fra le imprese



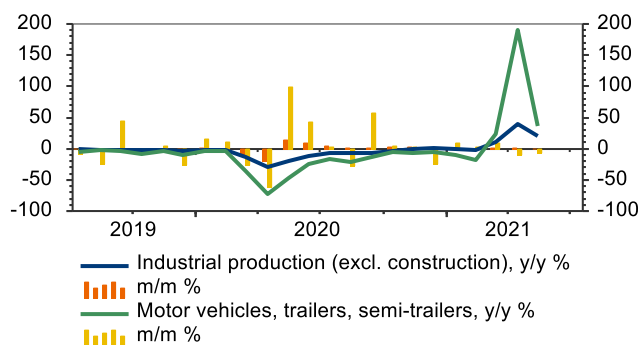
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Lo **spaccato per Paese** mostra un andamento discordante dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area. L'indice generale cresce di un decimo in Francia (1,9% a/a), Spagna (2,5% a/a) e in Italia (1,3% a/a), e cala di tre decimi in Germania (2,1% a/a). In ogni caso, 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 moderare 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 su questo scenario previsivo sono orientati verso l'alto.

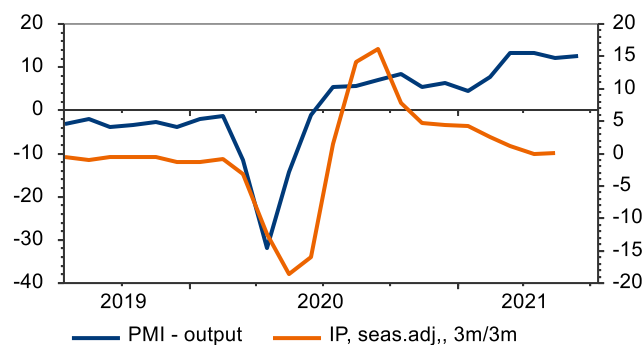
Area euro. A maggio la produzione industriale è calata più del previsto, di -1,0% m/m (consenso -0,2% m/m), mentre l'incremento del mese precedente è stato rivisto verso il basso di due decimi a +0,6% m/m. La crescita tendenziale ha invece rallentato a 20,5% da 39,4% precedente. Sul mese la flessione risulta generalizzata a tutti i comparti, ad eccezione dei beni di consumo durevoli (+1,6% m/m da +3,4% precedente). Il calo più marcato è stato invece registrato dai beni di consumo non durevoli (-2,3% m/m da +1,5% m/m), il più ampio da aprile 2020. La contrazione risulta diffusa tra le principali economie (Germania -0,6% m/m, Francia -0,3% m/m, Italia -1,5% m/m). L'attività industriale non ha ancora completamente recuperato i livelli pre-COVID (il divario da colmare è pari all'1,4%) e il dato di maggio è coerente con una flessione di -0,2% t/t nel 2° trimestre dopo la crescita di +1,1% t/t registrata a inizio anno. Il trend per l'industria dovrebbe comunque rimanere espansivo nei prossimi mesi: la battuta d'arresto di maggio, dopo due mesi consecutivi di crescita, non dovrebbe essere infatti imputabile a un rallentamento della domanda, che resta solida come emerge dalle indicazioni delle imprese sugli ordinativi, bensì alle strozzature presenti in alcune filiere produttive (soprattutto nel settore dei trasporti, il più colpito per la carenza di semiconduttori). I colli di bottiglia stanno risultando più persistenti rispetto a quanto previsto ed è probabile che finché non ci sarà un più significativo ridimensionamento, la ripresa industriale prosegua a ritmi più contenuti rispetto a quanto suggeriscono le indagini congiunturali. La temporanea debolezza dell'industria pone modesti rischi al ribasso per lo scenario nel breve termine, non tali da far deragliare una ripresa economica che nei trimestri centrali dell'anno risulterà trainata dal recupero dell'attività nel terziario.

Area euro: cala più del previsto la produzione industriale a maggio, frenata dai colli di bottiglia presenti nelle filiere produttive, in particolare nei trasporti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

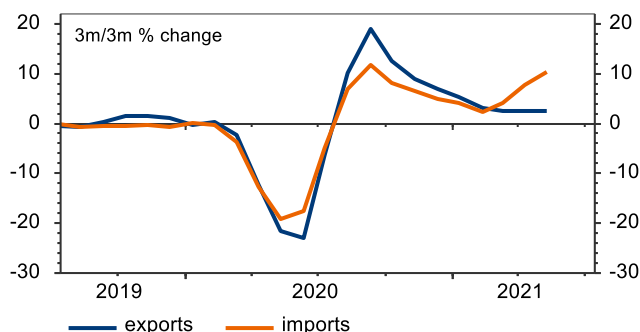
Il trend per il settore dovrebbe comunque rimanere espansivo nei prossimi mesi, ma su ritmi più contenuti rispetto a quanto suggeriscono le indagini congiunturali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

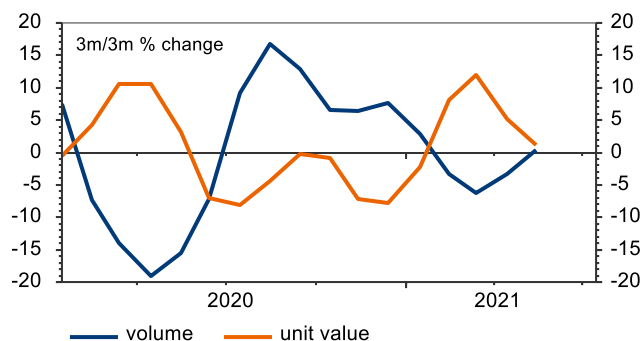
Area euro. A maggio le **esportazioni** di beni sono calate di -1,5% m/m a fronte però di una revisione verso l'alto del dato di aprile (+0,2% m/m da -2,3% m/m). Le **importazioni** sono invece cresciute per il quarto mese consecutivo (+0,7% m/m da +2,7% m/m). Il surplus commerciale (non stagionalizzato) è quindi calato a 7,5 miliardi di euro da 15,2 miliardi precedente, un minimo da aprile 2020. Nel 2° trimestre le importazioni dovrebbero crescere a ritmi decisamente più vivaci rispetto alle esportazioni: il canale estero dovrebbe quindi contribuire negativamente alla crescita del PIL.

Area euro: importazioni in crescita a ritmi superiori alle esportazioni nel 2° trimestre...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

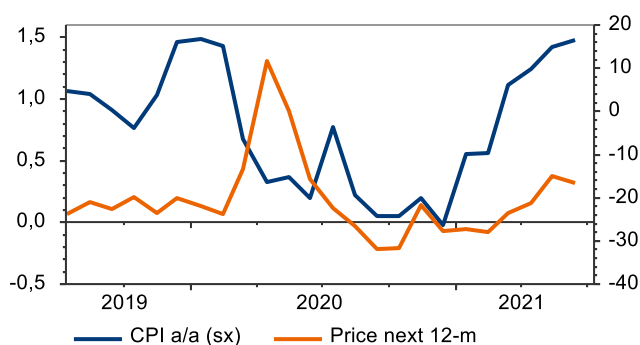
... ma la crescita non è più trainata solo dal rincaro dei valori unitari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

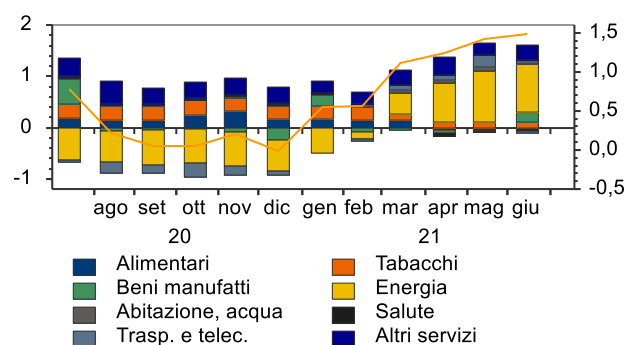
Germania. La seconda lettura ha confermato il rallentamento dell'**inflazione** in giugno, da 2,5% a **2,3% a/a** sull'indice nazionale e **da 2,4% a 2,1% a/a su quello armonizzato**. Il ribasso è spiegato in parte dalla frenata di energia (9,4% a/a da 10% di maggio) e alimentari (1,2% a/a da 1,5%). Se escludiamo alimentari ed energia, l'indice nazionale mostra un calo a 1,7% a/a da 1,9% a/a di maggio. 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%, spinti al ribasso dai prezzi dei biglietti dei treni (-3,4%) e delle telecomunicazioni (-1,1%). I prezzi al consumo sono saliti di 0,4% m/m 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 chiudendo il 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 l'effetto-riaperture. 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.

Francia: inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs. CPI



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Francia: le principali pressioni inflazionistiche vengono ancora dai beni energetici



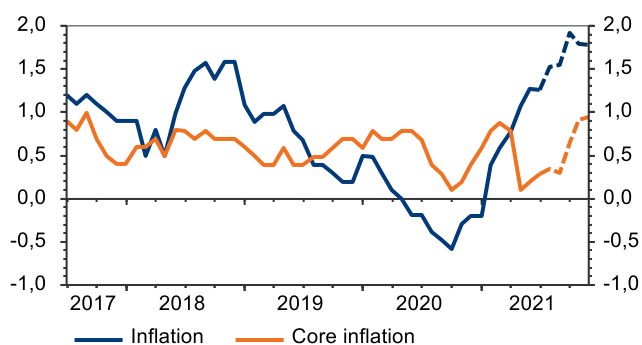
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Francia. La **stima finale** ha confermato la salita dell'**inflazione** a giugno, 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. L'inflazione di fondo sull'indice domestico è passata a 1,1% da 0,9% precedente. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dal rincaro dei beni manifatti (+0,7% a/a da -0,1% a/a 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 circa stabili a -0,2% a/a (da -0,3% a/a precedente);

l'inflazione decelera ancora sui servizi (a 0,8% a/a dall'1,1% di maggio). Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di un decimo sulla misura nazionale (rivista al ribasso da +0,2% m/m della stima flash) e di due decimi sull'armonizzato. In prospettiva, il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è prevista a 1,4% sull'indice nazionale e 1,6% sull'armonizzato.

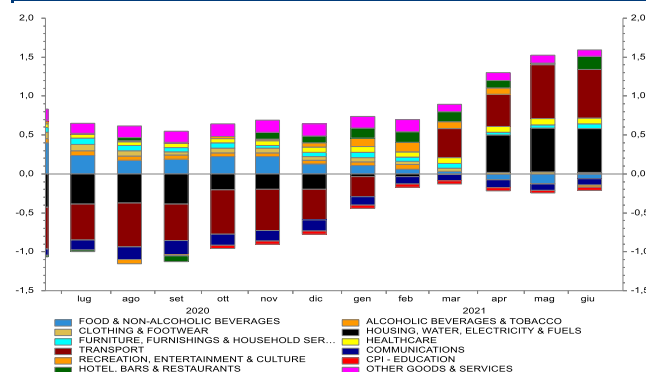
Italia. La seconda lettura dell'inflazione di giugno ha confermato la stima preliminare. **L'inflazione annua è risultata pari all'1,3%** (stabile rispetto al mese scorso sull'indice nazionale e in aumento di un decimo sulla misura armonizzata UE); su base congiunturale, i prezzi sono saliti di un decimo sul NIC e di due decimi sull'IPCA. Nel mese, i rincari sono venuti soprattutto dai trasporti (+0,8% 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 (-1% m/m, -2,9% 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 e quella al netto dei soli beni energetici sono entrambe salite di un decimo, a 0,3% a/a. 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.

Italia: l'inflazione headline potrebbe salire ulteriormente nei prossimi mesi



Fonte: Refinitiv-Datastream

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



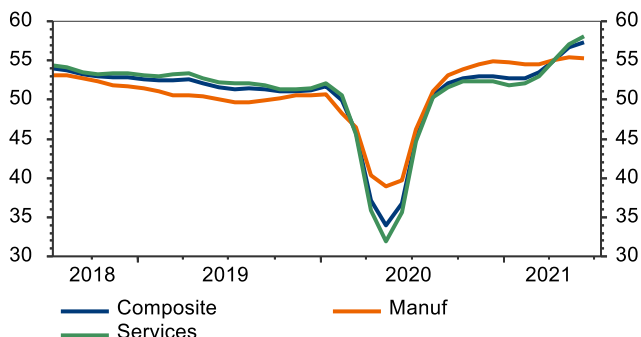
Fonte: Refinitiv-Datastream

Italia. A maggio la ripresa delle **esportazioni** ha subito una battuta d'arresto con la prima flessione mensile dopo quattro mesi di crescita (-2,0% da +3,4% m/m di aprile). Le **importazioni** hanno registrato una correzione più moderata (-0,3% m/m da +1,9% m/m). Il calo dell'export è stato trainato dai beni strumentali (-4,6% m/m) e di consumo (-4,3% m/m per i durevoli, -2,9% m/m i non durevoli) a fronte di una crescita per quelli intermedi (+1,1% m/m) e per l'energia (+9,2% m/m), al netto della quale la flessione dell'export risulta più ampia (-2,3% m/m). Anche la dinamica congiunturale dell'import mostra una contrazione per i beni strumentali (-4,6% m/m) e di consumo (-0,5% m/m) e viceversa un incremento per beni intermedi (+0,5% m/m) ed energia (+7,4% m/m). Lo spaccato geografico evidenzia come a fronte di una stagnazione per le esportazioni dirette verso l'Unione Europea sia stata la flessione delle vendite extra-UE (-4,0% m/m) a penalizzare l'export italiano a maggio. Secondo l'Istat, però, il calo dovrebbe essere stato condizionato da operazioni occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale, al netto delle quali la contrazione risulta più contenuta (-1,2% m/m). Anche sull'import pesano soprattutto la componente extra-UE (-1,5% m/m, contro una crescita di quella interna all'Unione Europea di +0,6% m/m). In termini tendenziali la crescita di esportazioni e importazioni rimane comunque solida, rispettivamente a +41,9% e +51,2%, ancora sostenuta dal confronto favorevole con i mesi primaverili dello scorso anno. Tutti i settori di attività economica a eccezione della farmaceutica contribuiscono infatti positivamente alla crescita tendenziale dell'export, con gli

incrementi più sostenuti che riguardano macchinari, metalli e mezzi di trasporto (i comparti più penalizzati nel 2020). Anche per l'import si registrano solidi incrementi tendenziali per tutti i settori ad eccezione del tessile, in particolare di provenienza cinese. A maggio il saldo commerciale è risultato pari a +5.642 milioni di euro (+5.620 a maggio 2020) e a +8.632 milioni (+6.633 milioni un anno prima) al netto dell'energia. Nel complesso, nonostante la battuta d'arresto di maggio, esportazioni e importazioni hanno già superato i livelli pre-COVID e restano in rotta per una robusta espansione nel 2° trimestre (gli scambi con l'estero dovrebbero comunque contribuire negativamente alla crescita del PIL, per via di una maggiore vivacità dell'import rispetto all'export).

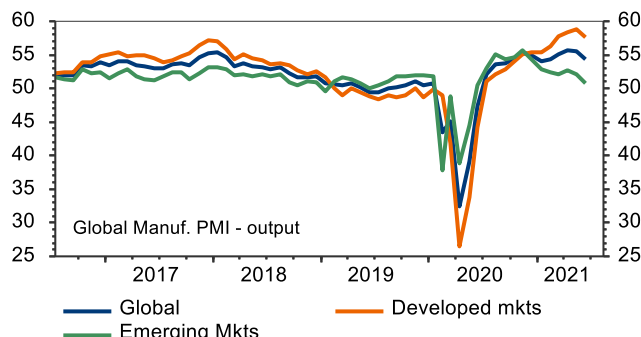
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



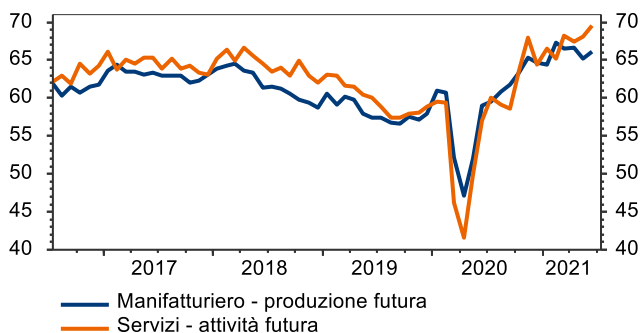
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



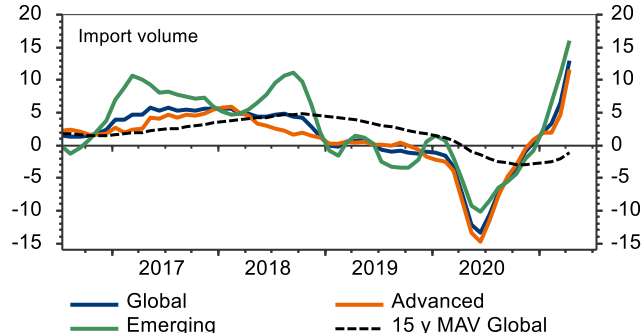
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



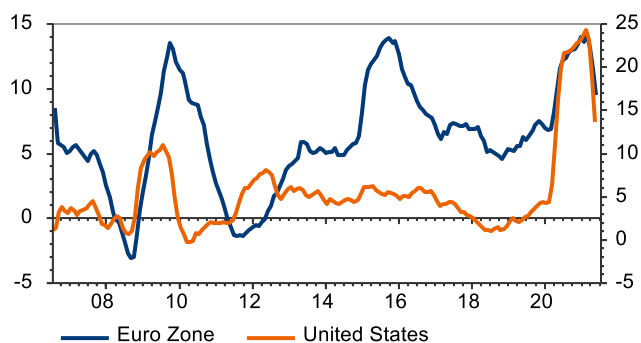
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



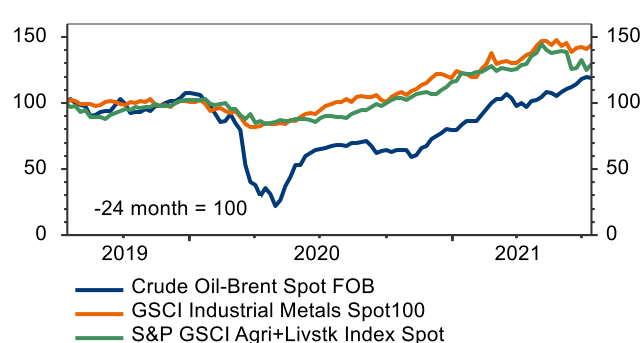
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

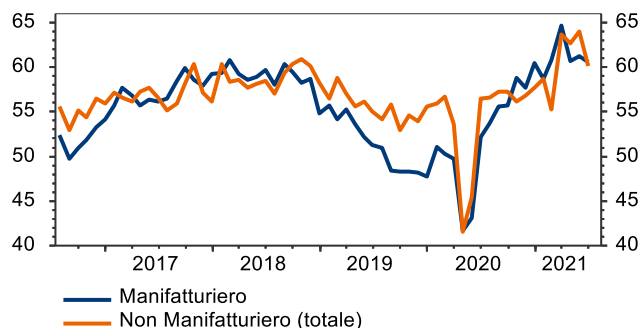
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

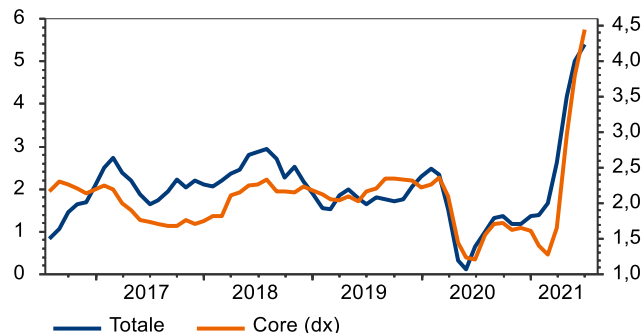
Stati Uniti

Indagini ISM



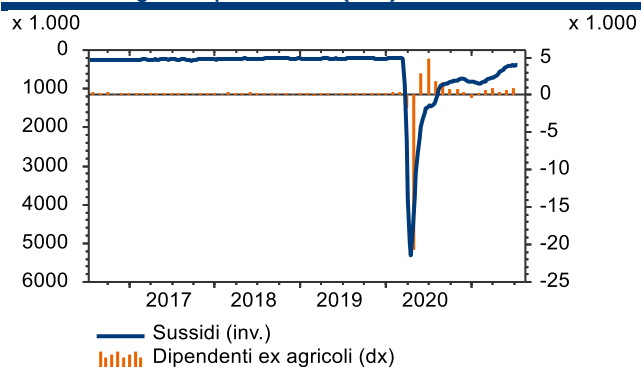
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



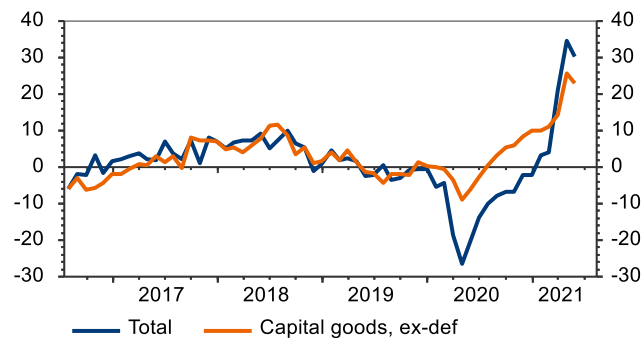
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

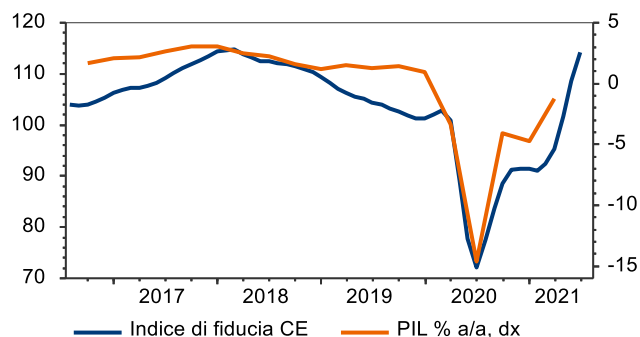
Previsioni

	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)	-3.0	-3.4	-3.0								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.9	-12.3	-6.0								
Debito pubblico (% PIL)	160.5	153.5	149.7								
CPI (a/a)	1.2	4.1	2.5	0.4	1.2	1.2	1.9	4.8	4.9	4.7	4.0
Produzione Industriale	-7.2	6.0	4.4	-12.9	9.6	2.0	0.9	1.2	2.2	1.6	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	5.3	4.0	13.1	8.8	6.8	6.2	5.9	4.7	4.4	4.1

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

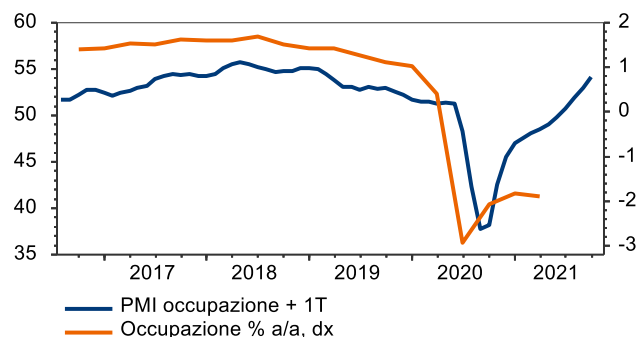
Area euro

PIL



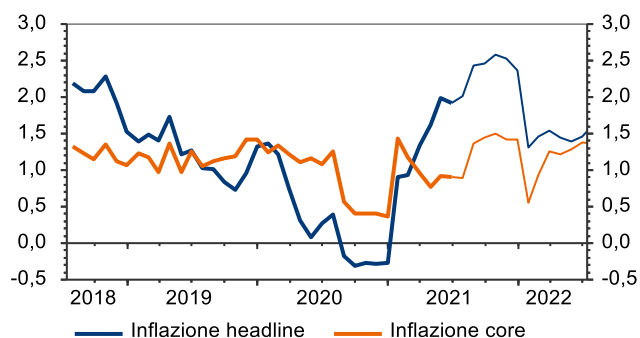
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	7.8	2.9	-20.2	-6.8	-1.6	3.4	22.4	5.8	2.1	1.4
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

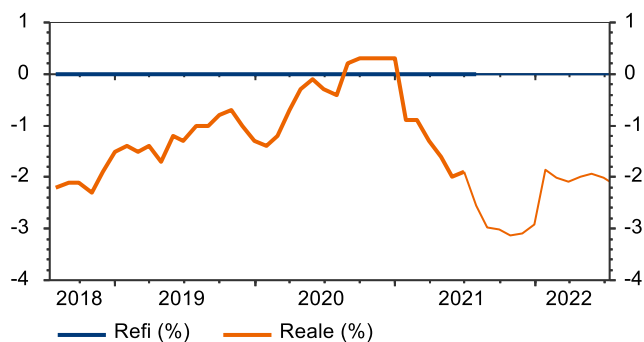
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	15/7	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

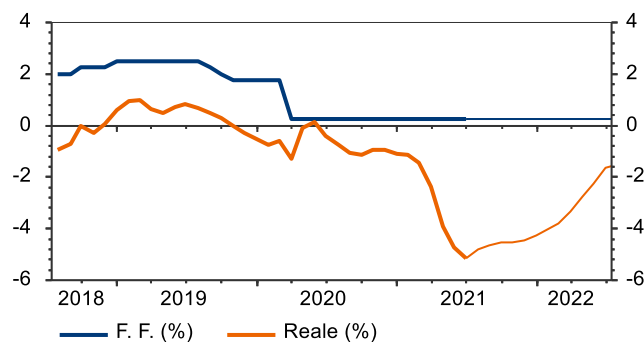


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	15/7	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	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

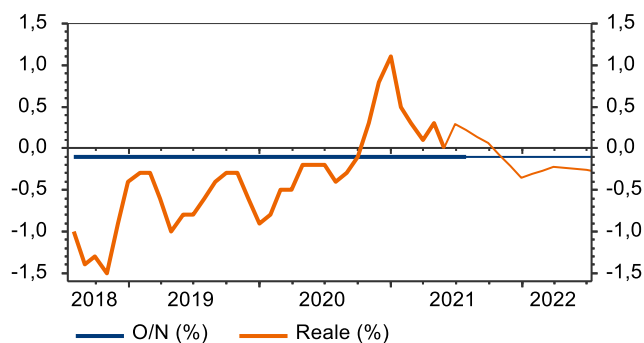


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	15/7	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

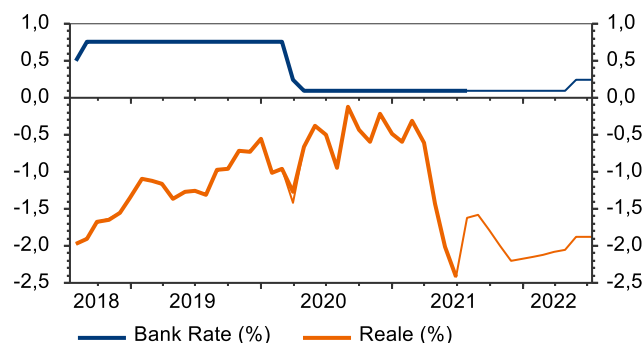


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	15/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.03	0.09	0.08	0.08	0.10	0.10	0.12	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	16/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.14	1.21	1.20	1.21	1.1816	1.18	1.17	1.15	1.20	1.22
USD/JPY	108	107	104	109	110	110.09	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.24	1.26	1.36	1.38	1.41	1.3849	1.39	1.38	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.11	1.08	1.08	1.10	1.09	1.0861	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	121	122	126	130	133	130.10	130	132	130	137	141
EUR/GBP	0.90	0.91	0.89	0.87	0.86	0.8531	0.85	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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic 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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.fiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com