

Weekly Economic Monitor

Il punto

Nella prima applicazione della nuova strategia di politica monetaria con obiettivo di inflazione simmetrico al 2%, **la BCE ha segnalato che l'orizzonte temporale di riferimento sarà costituito dal secondo e terzo anno dello scenario previsionale**. Tuttavia, **la reazione del Consiglio non sarà meccanica**, e Lagarde ha segnalato che si vuole evitare il rischio di strette premature. Proprio per garantirsi spazio di manovra la Banca centrale ha lasciato indefiniti diversi aspetti, inclusa l'entità e la durata di eventuali sforamenti dell'obiettivo di inflazione.

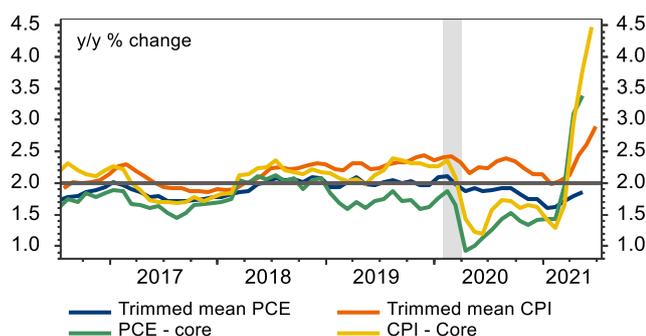
FOMC: mantenere la rotta (per ora), nelle acque agitate dall'inflazione. La riunione del FOMC di fine luglio preparerà la strada per il tapering, segnalando l'apertura delle discussioni per definire un piano di riduzione degli acquisti, senza però dare indicazioni precise sui dettagli e sui tempi della sua attuazione. Il messaggio dovrebbe essere in linea con quello delle recenti audizioni di Powell in Congresso: rialzo dell'inflazione transitorio e mercato del lavoro in via di riequilibrio, politica monetaria vigile e impegnata a reagire di fronte a nuove informazioni dai dati per raggiungere gli obiettivi su prezzi e massima occupazione.

I market mover della settimana

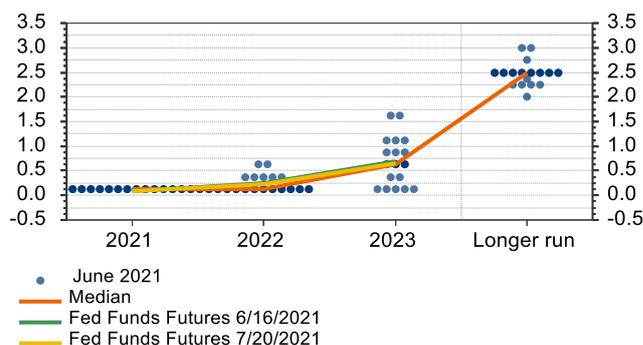
La settimana si prospetta particolarmente ricca di dati rilevanti in **area euro**. I dati di contabilità nazionale in Italia, Germania, Francia, Spagna e nel complesso dell'Eurozona dovrebbero evidenziare una crescita del PIL nel 2° trimestre in media superiore al punto percentuale, sull'onda dell'allentamento delle restrizioni durante i mesi primaverili. Le rilevazioni di luglio sui prezzi al consumo sono attese riportare un'accelerazione dell'inflazione in Germania e Italia a fronte di un rallentamento in Francia. Le indagini di luglio (Commissione Europea, IFO in Germania, Istat in Italia) potrebbero far emergere le prime preoccupazioni legate alla risalita dei contagi da COVID-19, pur confermando un quadro espansivo. In calendario anche i dati occupazionali di giugno in Italia e area euro, e di luglio in Germania.

La settimana ha due appuntamenti di ampio rilievo negli **Stati Uniti**, riunione del FOMC e PIL del 2° trimestre. La riunione del FOMC dovrebbe aprire ufficialmente il dibattito sul tapering ma anche ribadire l'impegno della Fed a intervenire in caso di persistenza delle recenti sorprese verso l'alto dall'inflazione, per ora considerate comunque di natura transitoria. La prima stima del PIL del 2° trimestre dovrebbe registrare un'ulteriore accelerazione della crescita, spinta dalla domanda finale domestica, con ampi contributi positivi di consumi e investimenti non residenziali. fra gli altri dati, la fiducia dei consumatori dovrebbe correggere a luglio, sulla scia dei timori per l'inflazione, mentre i dati di giugno dovrebbero confermare il quadro positivo dell'attività. A giugno, gli ordini di beni durevoli, le vendite di case nuove, la spesa e il reddito personali sono previsti in rialzo. Per quanto riguarda l'inflazione, il deflatore dei consumi di giugno dovrebbe segnare un nuovo ampio rialzo (0,7% m/m) spinto da fattori di natura temporanea.

Le sorprese sull'inflazione complicano la comunicazione della Fed



Mercati e Banca centrale per una volta sono allineati sulle aspettative per il sentiero dei tassi



23 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

Nella prima applicazione della nuova strategia di politica monetaria con obiettivo di inflazione simmetrico al 2%, **la BCE ha segnalato che l'orizzonte temporale di riferimento sarà costituito dal secondo e terzo anno dello scenario previsionale**. Tuttavia, **la reazione del Consiglio non sarà meccanica**, e Lagarde ha segnalato che si vuole evitare il rischio di strette premature. Proprio per garantirsi spazio di manovra la Banca centrale ha lasciato indefiniti diversi aspetti, inclusa l'entità e la durata di eventuali sforamenti dell'obiettivo di inflazione.

- Alla riunione del 22 luglio, la Banca Centrale Europea ha agganciato le indicazioni prospettiche sui tassi ufficiali (o *forward guidance*) al nuovo obiettivo simmetrico del 2%, come anticipato due settimane fa. Inoltre, **la BCE ha deciso di utilizzare la metà lontana dell'intervallo di previsione come riferimento per valutare se l'obiettivo è conseguito**: infatti, l'obiettivo deve essere raggiunto "ben prima" della fine dell'orizzonte di previsione e quindi mantenuto "per il resto del periodo"; inoltre, deve essere confermato dalla dinamica corrente dell'inflazione sottostante. Si badi, però, che **la regola non sarà applicata meccanicamente**: resta una valutazione 'politica' effettuata del Consiglio Direttivo. Come la presidente Lagarde ha segnalato, la decisione sulla *forward guidance* è stata presa a larghissima maggioranza, e non all'unanimità.
- Entra nel comunicato l'avvertenza che la BCE sarà paziente nel reagire al conseguimento dell'obiettivo, perché "nessuno di noi vuole stringere prematuramente", e che quindi **l'inflazione potrebbe transitoriamente e moderatamente eccedere il 2%**. Secondo la Presidente, però, ciò sarà 'accidentale' e non deliberato. Inoltre, anche tale aspetto è lasciato alla discrezione del Consiglio, perché non viene indicato alcun riferimento né temporale, né quantitativo sull'entità dello scostamento. Infine, Lagarde ha respinto l'interpretazione che in questo modo la BCE si accinga a mantenere la politica monetaria più accomodante più a lungo, sostenendo che il vero obiettivo è riportare l'inflazione al 2% più rapidamente. Comunque, i paletti per avviare il ciclo di rialzo dei tassi sono stati spostati significativamente rispetto al precedente assetto formale della politica monetaria, spingendo gli operatori a prevedere il primo rialzo dei tassi più in là rispetto a quanto precedentemente atteso, e non a rivedere al rialzo le attese di inflazione.
- **Non ci sono altre modifiche**: in particolare, tutto è rimasto immutato su APP, PEPP e TLTRO. L'indicazione prospettica sull'APP resta collegata a quella sui tassi, come prima. PEPP e TLTRO non sono neppure stati oggetto di dibattito in questa occasione.
- Riteniamo che la discussione sugli acquisti netti PEPP avverrà a settembre sulla base delle nuove previsioni dello staff. Con l'ascesa della variante Delta in pieno sviluppo, diventa più probabile che non sia decisa una riduzione neppure in tale occasione, sebbene la BCE si sia mostrata abbastanza positiva riguardo alla possibilità di osservare un impatto economico contenuto. In effetti, la BCE prevede un ritorno ai livelli pre-crisi nel 1° trimestre 2022, sottolinea che la fiducia nella ripresa sta già generando ricadute sulla domanda di credito per investimenti e ricorda che lo scenario dello staff includeva già un'ipotesi di restrizioni estese fino al 4° trimestre 2021. In effetti, i rischi per lo scenario di crescita sono giudicati "bilanciati", e non verso il basso.

FOMC: mantenere la rotta (per ora), nelle acque agitate dall'inflazione. La riunione del FOMC di fine luglio preparerà la strada per il tapering, segnalando l'apertura delle discussioni per definire un piano di riduzione degli acquisti, senza però dare indicazioni precise sui dettagli e sui tempi della sua attuazione. Il messaggio dovrebbe essere in linea con quello delle recenti audizioni di Powell in Congresso: rialzo dell'inflazione transitorio e mercato del lavoro in via di riequilibrio, politica monetaria vigile e impegnata a reagire di fronte a nuove informazioni dai dati per raggiungere gli obiettivi su prezzi e massima occupazione.

- Il focus della **riunione del FOMC di luglio** sarà diviso fra la discussione sul tapering e le recenti sorprese dell'inflazione.

- Il **comunicato** dovrebbe migliorare la valutazione congiunturale rispetto a giugno, rilevando il rafforzamento della dinamica occupazionale e l'accelerazione della crescita sulla scia della riapertura dei servizi e del rafforzamento dei consumi anche nei settori direttamente colpiti dalla pandemia, che a giugno venivano definiti ancora "deboli" pur se in fase di miglioramento. Riguardo all'inflazione, il giudizio degli ultimi comunicati, secondo cui "l'inflazione è aumentata, riflettendo in larga misura fattori transitori", richiederà qualche ulteriore qualificazione che prenda atto delle sorprese recenti, pur senza modificare il giudizio di temporaneità dei rialzi. Il comunicato potrebbe aggiungere un commento riguardo al fatto che le aspettative di inflazione di più lungo termine restano ben ancorate.
- È probabile che nel comunicato non ci siano modifiche al paragrafo relativo agli acquisti di titoli, attuati a un ritmo mensile di "almeno 80 mld per i Treasury e di 40 mld per MBS delle agenzie fino a quando non verrà raggiunto sostanziale ulteriore progresso verso gli obiettivi del Comitato di massima occupazione e stabilità dei prezzi". Nel 2013, nel periodo precedente il tapering, il comunicato non aveva dato indicazioni nuove fino alla riunione in cui effettivamente era stato annunciato il nuovo ritmo di acquisti.
- Le informazioni rilevanti per il futuro della politica monetaria verranno dalla **conferenza stampa** e, successivamente, dai **verbali** in uscita a metà agosto. I temi caldi sono il tapering sull'orizzonte più breve e l'inflazione su quello di medio termine, anche se rimane cruciale l'evoluzione della crescita e del mercato del lavoro.
- Riguardo al **tapering**, Powell dovrebbe ribadire quanto affermato in diversi interventi. Il momento dell'effettiva riduzione degli acquisti è ancora "lontano", ma il Comitato intende definire un piano operativo in tempi rapidi, in modo da essere flessibile riguardo alla sua attuazione, che potrà rispondere ad eventuali nuove informazioni dai dati nei prossimi mesi. La condizione per l'avvio della svolta sugli acquisti, cioè il "sostanziale ulteriore progresso verso gli obiettivi", rimane vaga ed è interpretata in modo differente dai diversi partecipanti al FOMC. Per alcuni, i tempi sono già quasi maturi, per altri invece occorrono ancora conferme dai dati, anche se in generale tutti ritengono che ci siano progressi e che sia probabile l'inizio della riduzione in tempi non troppo lunghi. Il monitoraggio dei dati per il tapering riguarda soprattutto il mercato del lavoro, su diversi fronti: non solo occupazione e tasso di disoccupazione, ma anche partecipazione e tasso di occupazione. Nel contesto recente, tuttavia, anche l'**inflazione** diventa cruciale, dato che la svolta sui tassi richiede la conclusione del tapering. Powell, nelle audizioni in Congresso a metà luglio, ha indicato che probabilmente ci saranno maggiori informazioni entro l'autunno, i principali freni temporanei all'offerta dovrebbero ridursi, dando luogo a un progresso diffuso verso il riequilibrio del mercato del lavoro.
- L'**inflazione** sarà il punto focale della conferenza stampa, con l'aspettativa di messaggi in linea con le audizioni di Powell in Congresso e toni decisamente più preoccupati rispetto alla conferenza stampa di giugno. Il punto di fondo dovrebbe restare però una previsione, fino a prova contraria, che le recenti sorprese sull'inflazione, sebbene più ampie e persistenti delle attese, siano essenzialmente causate da fattori temporanei, con aspettative di medio termine ancorate e ancora in linea con gli obiettivi della politica monetaria.
- In generale, il messaggio della riunione dovrebbe ricalcare le linee guida delle audizioni di Powell: lo **scenario di fondo è invariato, ma le preoccupazioni per l'inflazione sono nettamente aumentate**. Il FOMC dovrebbe riconoscere esplicitamente, come ha fatto Powell a luglio, la possibilità di un **errore di valutazione**, in un contesto congiunturale senza precedenti per via della pandemia e quindi **prepararsi a reagire a un possibile radicamento più persistente delle pressioni verso l'alto sui prezzi**.

**Comunicato stampa:
variazioni contenute nella
valutazione congiunturale...**

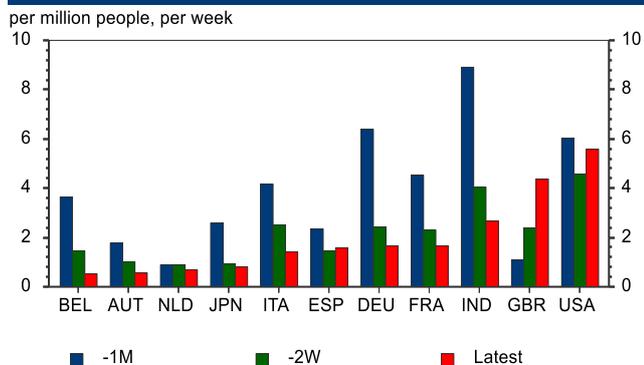
**...e nessun cambiamento
nel paragrafo relativo alla
politica monetaria**

**Conferenza stampa
focalizzata su inflazione e
tapering**

**Tapering: via libera alla
definizione di un piano,
anche se la sua attuazione è
ancora "lontana" (per ora)**

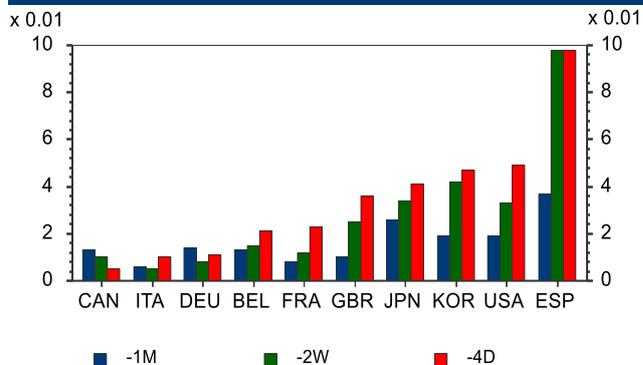
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



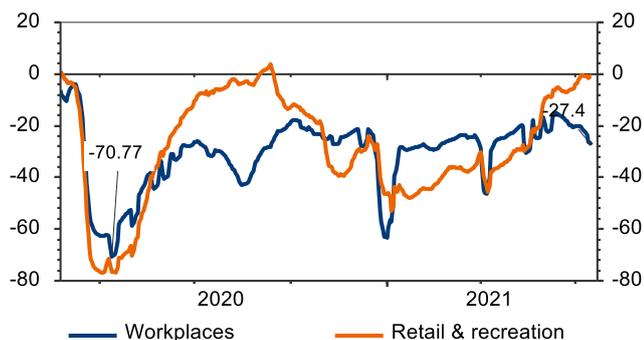
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



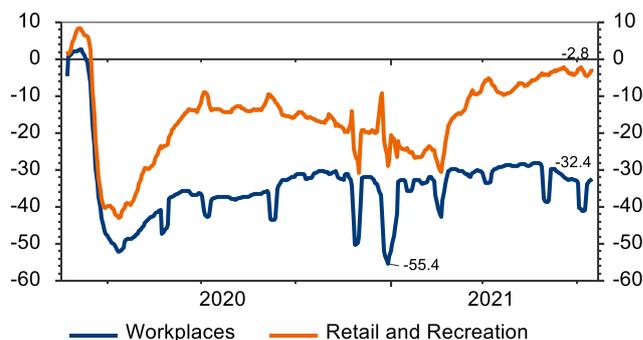
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



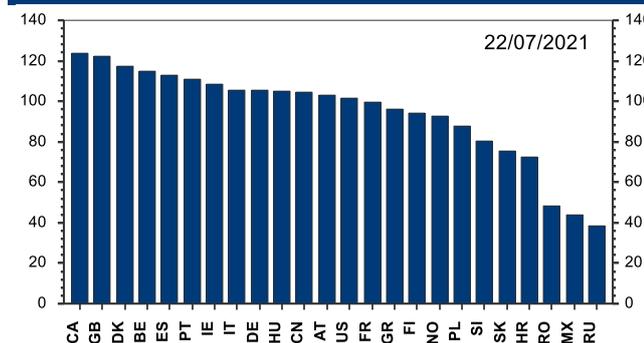
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



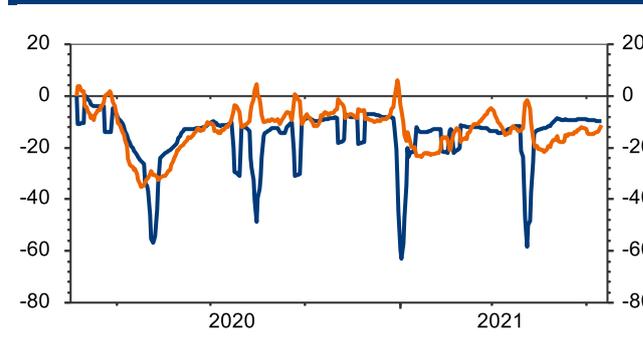
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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

La settimana si prospetta particolarmente ricca di dati rilevanti in **area euro**. I dati di contabilità nazionale in Italia, Germania, Francia, Spagna e nel complesso dell'Eurozona dovrebbero evidenziare una crescita del PIL nel 2° trimestre in media superiore al punto percentuale, sull'onda dell'allentamento delle restrizioni durante i mesi primaverili. Le rilevazioni di luglio sui prezzi al consumo sono attese riportare un'accelerazione dell'inflazione in Germania e Italia a fronte di un rallentamento in Francia. Le indagini di luglio (Commissione Europea, IFO in Germania, Istat in Italia) potrebbero far emergere le prime preoccupazioni legate alla risalita dei contagi da COVID-19, pur confermando un quadro espansivo. In calendario anche i dati occupazionali di giugno in Italia e area euro, e di luglio in Germania.

La settimana ha due appuntamenti di ampio rilievo negli **Stati Uniti**, riunione del FOMC e PIL del 2° trimestre. La riunione del FOMC dovrebbe aprire ufficialmente il dibattito sul tapering ma anche ribadire l'impegno della Fed a intervenire in caso di persistenza delle recenti sorprese verso l'alto dall'inflazione, per ora considerate comunque di natura transitoria. La prima stima del PIL del 2° trimestre dovrebbe registrare un'ulteriore accelerazione della crescita, spinta dalla domanda finale domestica, con ampi contributi positivi di consumi e investimenti non residenziali. fra gli altri dati, la fiducia dei consumatori dovrebbe correggere a luglio, sulla scia dei timori per l'inflazione, mentre i dati di giugno dovrebbero confermare il quadro positivo dell'attività. A giugno, gli ordini di beni durevoli, le vendite di case nuove, la spesa e il reddito personali sono previsti in rialzo. Per quanto riguarda l'inflazione, il deflatore dei consumi di giugno dovrebbe segnare un nuovo ampio rialzo (0,7% m/m) spinto da fattori di natura temporanea.

Lunedì 26 luglio

Area euro

■ **Germania**. Prevediamo una correzione dell'indice **IFO** a luglio, a 100,5 punti da 101,8 precedente, sulla scia della maggiore incertezza legata alla diffusione delle varianti del coronavirus. Il calo dovrebbe riflettere la dinamica ribassista sia delle aspettative (a 101,7 da 104 precedente) che, in minor misura, della situazione corrente (a 99,3 da 99,6 di giugno).

Stati Uniti

■ Le **vendite di case nuove** a giugno sono previste in rialzo a 810 mila da 769 mila di maggio. Nonostante l'ampia volatilità degli ultimi mesi, il trend dei cantieri rimane improntato verso un moderato rialzo, mentre si è registrato un modesto incremento delle scorte di case in vendita, con possibili effetti di moderazione della dinamica dei prezzi.

Martedì 27 luglio

Area euro

■ **Area euro**. A giugno la crescita di **M3** dovrebbe rallentare a 8,2% a/a da 8,4% precedente. Nonostante il confronto sfavorevole con lo scorso anno, la dinamica dell'aggregato monetario dovrebbe continuare ad essere sostenuta dagli acquisti dell'Eurosistema. In occasione della revisione della strategia di politica monetaria la BCE ha riconosciuto l'indebolimento della relazione tra aggregati monetari e inflazione, formalizzando il ridimensionamento dell'attenzione prestata dall'Istituto a M3.

Stati Uniti

■ Gli **ordini di beni durevoli** a giugno (prel.) dovrebbero aumentare di 2,5% m/m dopo 2,3% m/m di maggio, grazie al comparto dell'aeronautica civile trainato da un nuovo balzo di ordini e consegne per Boeing. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,7% m/m, con indicazioni di proseguimento dell'espansione solida dell'attività nel manifatturiero nonostante le strozzature all'offerta e i problemi di logistica. Il settore auto dovrebbe segnalare un miglioramento dopo la debolezza di maggio.

Mercoledì 28 luglio

Area euro

- **Francia.** A luglio la **fiducia dei consumatori** dovrebbe calare a 99 punti da 102 precedente, portandosi nuovamente sotto il livello medio di lungo periodo (100). Sul morale delle famiglie dovrebbe pesare la maggiore incertezza legata all'evoluzione della situazione epidemica.
- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** potrebbe migliorare ancora a luglio, anche se in misura minore che nei mesi precedenti, frenata da un contenuto ritorno di preoccupazioni sulla situazione epidemiologica. Il morale dei consumatori è visto a 115,5 da 115,1 di giugno, quello delle aziende a 113,5 da 112,8 precedente; nel manifatturiero, l'indice potrebbe aumentare ulteriormente a 115,1 da 114,8, toccando un nuovo massimo ventennale, ancora sostenuto dalla forza della domanda mondiale.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** a luglio è attesa in calo a 124,1 da 127,3 di giugno. Gli indici di fiducia recentemente hanno segnato delle flessioni, collegate ai timori per l'aumento dell'inflazione e in parte all'aspettative della fine dei programmi federali di integrazione dei sussidi di disoccupazione. Da luglio si potrebbe avere un effetto positivo dall'inizio del pagamento diretto dei crediti di imposta per i figli, con conseguenze particolarmente marcate sul reddito delle famiglie nella parte bassa della distribuzione.
- La **riunione del FOMC** avrebbe dovuto essere concentrata sul tapering, ma le recenti **sorprese dall'inflazione** complicano lo scenario della politica monetaria e la comunicazione della Fed. Sul fronte del **tapering**, la riunione dovrebbe preparare la strada per la riduzione degli acquisti, segnalando l'apertura del dibattito per un piano operativo, senza però dare indicazioni precise né sui dettagli né sui tempi della sua attuazione. Sull'**inflazione**, il FOMC dovrà trovare un compromesso fra la propria valutazione di rialzo transitorio dell'inflazione e l'evidenza dei dati che mostrano una dinamica dei prezzi molto più forte e persistente delle attese. Il messaggio dovrebbe confermare l'aspettativa di rialzo dell'inflazione transitorio e mercato del lavoro in via di riequilibrio, con la politica monetaria vigile e impegnata a reagire di fronte a nuove informazioni dai dati per raggiungere gli obiettivi su prezzi e massima occupazione. Il **comunicato** potrebbe aggiungere riferimenti all'accelerazione della crescita, da un lato, e alle sorprese verso l'alto dell'inflazione, dall'altro, mitigate però da un andamento delle aspettative di inflazione ancora coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe ribadire **l'impegno della Fed ad agire prima del previsto in caso di rischi concreti di perdita di controllo dell'inflazione e/o delle aspettative**. Per quanto riguarda il tapering, prevediamo che entro la riunione di settembre il FOMC sia pronto a dare maggiori dettagli, in particolare sulla scelta relativa alla velocità di riduzione dei due tipi di titoli acquistati, Treasury e MBS. In base all'esperienza del precedente tapering del 2013, il piano dovrebbe essere annunciato al momento della sua implementazione, anche perché la data di inizio e la velocità di riduzione dipenderanno dall'evoluzione dei dati di mercato del lavoro e di inflazione dell'estate e dell'autunno. **L'inizio del tapering dovrebbe avvenire entro fine 2020**, a nostro avviso.

Giovedì 29 luglio

Area euro

- **Area euro.** Le **indagini di fiducia della Commissione Europea di luglio** dovrebbero confermare lo scenario di solida ripresa a inizio trimestre, con l'indice ESI che è visto circa stabile a 118,1 da 117,9 di giugno, poco al di sotto del record di maggio 2000. Nel manifatturiero e nelle costruzioni la principale incognita è legata all'impatto sull'attività produttiva delle strozzature presenti in alcune filiere. Nei servizi invece le preoccupazioni per la risalita dei contagi potrebbero penalizzare le aspettative delle imprese, ma non intaccare in maniera significativa il quadro espansivo per il comparto. L'indice relativo ai servizi è quindi atteso in contenuto miglioramento a 18,3 da 17,9 precedente, mentre il morale nell'industria, dopo sette rialzi consecutivi, potrebbe correggere marginalmente a 12,5 da 12,7, rimanendo

comunque su livelli espansivi e prossimi al massimo storico raggiunto a giugno. La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe infine confermare la flessione a -4,4 da -3,3 emerso dalla lettura preliminare.

- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso in calo di un decimo a luglio, al 5,8%. Le indagini di questo mese hanno mostrato un aumento delle intenzioni di assunzioni sia nell'industria che nei servizi, che, tuttavia, verrà in parte spiazzato da un possibile calo degli inattivi. Riteniamo che il ritorno ai livelli pre-crisi del tasso dei senza-lavoro possa arrivare più avanti, verso la fine del 2022.
- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe indicare che a luglio i **prezzi al consumo** sono cresciuti di quattro decimi sull'indice domestico e di mezzo punto percentuale sull'armonizzato. La tendenza annua è attesa aumentare di nove decimi rispetto a giugno su entrambe le misure, portandosi al 3,2% sull'indice nazionale e al 3,0% su quello armonizzato, per via dell'effetto base indotto dal taglio dell'IVA entrato in vigore nel luglio 2020. La media 2021 è attesa salire al 2,6% (2,7% sull'armonizzato) per poi tornare sotto il 2% il prossimo anno. I rischi sulla previsione sono verso l'alto.

Stati Uniti

- La prima stima del **PIL del 2° trimestre** dovrebbe registrare un'accelerazione della crescita, spinta dagli effetti della diffusione dei vaccini e dalla riapertura delle attività nei servizi. La variazione attesa di 8,4% t/t ann., dopo 6,4% t/t ann., dovrebbe avere un ampio contributo dalla domanda finale domestica. I **consumi** sono previsti in rialzo di 10,8% t/t ann., dopo 11,35% t/t ann., con la componente servizi in netta ripresa dopo l'andamento moderato del trimestre precedente. Anche gli **investimenti fissi non residenziali** sono previsti in forte aumento (7,7% t/t ann.), sulla scia dell'andamento solido del comparto dei macchinari. Gli **investimenti residenziali** dovrebbero risentire del rallentamento dell'attività nel settore immobiliare residenziale e segnare una variazione negativa (-7,5% t/t ann.), per la prima volta da un anno. La spesa pubblica dovrebbe ancora sostenere la dinamica del PIL con un ampio rialzo. Le **scorte** dovrebbero dare un contributo positivo (0,7pp), dopo alcuni trimestri di ampie correzioni, mentre il **canale estero dovrebbe restare un ampio freno** (-0,8pp) alla crescita per via del ritmo molto più rapido dell'espansione USA rispetto a quello delle sue controparti commerciali. La crescita del 2° trimestre dovrebbe rappresentare il picco della ripresa e riportare il PIL al di sopra dei livelli pre-pandemici. Dall'estate, la dinamica della domanda finale dovrebbe rallentare, pur restando ben al di sopra della crescita potenziale, ma l'accumulo di scorte dovrebbe contribuire a spingere ancora le variazioni del PIL.

Venerdì 30 luglio

Area euro

- **Francia.** Il **PIL** potrebbe essere tornato a crescere nel **2° trimestre** del 2021, stimiamo di +0,4% t/t (+17,1% a/a) dopo il -0,1% t/t (+1,2% a/a) registrato durante l'inverno. La Francia dovrebbe aver sottoperformato le altre principali economie dell'Eurozona a causa di misure restrittive più severe a inizio trimestre e di un avvio ritardato delle riaperture. Le più recenti indagini congiunturali e i dati ad alta frequenza sulla mobilità personale hanno comunque evidenziato un recupero dell'attività a fine trimestre più veloce del previsto, tale da permettere un ritorno del PIL in territorio positivo, sostenuto dalla domanda interna. La ripresa dovrebbe consolidarsi nella seconda metà dell'anno. Prevediamo una crescita del PIL al 5,5% nel 2021 e al 4,6% nel 2022.
- **Germania.** Nel **2° trimestre il PIL** dovrebbe tornare a crescere, stimiamo di +2,3% t/t dopo il -1,8% t/t precedente, sulla scia del recupero del valore aggiunto nel terziario e nel commercio e (dal lato della domanda) della ripresa dei consumi (attesi a +3,5% t/t). Di contro, un contributo negativo, seppur marginale, dovrebbe arrivare dal commercio estero. La variazione tendenziale è vista a 9,8% a/a da -3,1% precedente, per via del confronto favorevole con il 2° trimestre 2020. Il balzo degli indici di mobilità nelle ultime settimane anticipa una possibile accelerazione nei mesi estivi; la ripresa continuerà nei trimestri

successivi, anche grazie al sostegno fiscale e a condizioni finanziarie accomodanti. Ci attendiamo una crescita media annua di 3,5% quest'anno e un'accelerazione a 4,9% nel 2022. I rischi sulla stima 2021 sono a nostro avviso verso l'alto.

- **Spagna.** La **stima preliminare** è attesa evidenziare un rimbalzo del **PIL** nel **2° trimestre** di circa il 2% t/t (18,9% a/a) da -0,4% t/t (-4,2% a/a) precedente. L'attività economica dovrebbe essere trainata soprattutto dai consumi; gli investimenti dovrebbero tornare a crescere, e la ripresa della domanda estera è vista sostenere le esportazioni. Ci aspettiamo un'accelerazione della crescita nel 3° trimestre 2021, la cui forza dipenderà principalmente dagli effetti della diffusione delle varianti del coronavirus sul turismo. Il nostro scenario centrale vede al momento un balzo del PIL del 5,6% nel 2021; i rischi su questa previsione sono al ribasso.
- **Francia.** La stima flash dell'**inflazione** di luglio è attesa rallentare sia sull'indice nazionale, all'1,3% dall'1,5% di giugno, che sull'armonizzato, all'1,4% da 1,9% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero crescere di due decimi sulla misura nazionale e registrare una stagnazione sull'indice armonizzato UE. In prospettiva, il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre. In media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,5% sull'indice nazionale e 1,7% sull'armonizzato.
- **Francia.** A giugno la **spesa per consumi** dovrebbe essere salita del 5,5% m/m, dal 10,4% m/m di maggio. Dopo la pesante flessione di inizio trimestre l'allentamento delle restrizioni e la riapertura degli esercizi commerciali sta permettendo un ampio recupero delle vendite (trainato dai comparti più penalizzati dalle chiusure), come segnalato dalla ripresa più rapida del previsto dei dati di mobilità personale. Il secondo mese consecutivo di rialzo non dovrebbe essere però tale da impedire una contrazione degli acquisti di beni (circa il 30% dei consumi privati) nel trimestre primaverile.
- **Italia.** La **stima preliminare del PIL** dovrebbe vedere una espansione significativa nel 2° trimestre, dopo la sostanziale stagnazione d'inizio anno. Vediamo un'attività economica in aumento di 1,5% t/t (+15,7% a/a per via del confronto con il trimestre delle chiusure del primo lockdown). La crescita dovrebbe venire interamente dalla domanda interna (soprattutto dai consumi), mentre gli scambi con l'estero potrebbero aver frenato ancora il PIL come nei tre mesi precedenti. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto sarà trainato dai servizi, in presenza di un contributo ancora positivo da industria e costruzioni. La fase di ampio rimbalzo dovrebbe estendersi anche al trimestre estivo, a meno di un sensibile peggioramento della situazione sanitaria.
- **Italia.** Il mese di giugno potrebbe vedere un ulteriore aumento degli **occupati** (il quinto consecutivo), che potrebbe iniziare a riguardare i lavoratori autonomi. Il tasso di attività potrebbe riprendere a salire dopo la stabilità di maggio, compensando l'incremento atteso per gli occupati, con il risultato di un tasso di disoccupazione stabile al 10,5% (dopo che ad aprile era stato toccato, a 10,7%, un picco dal 2018). Tuttavia, lo sblocco dei licenziamenti e l'ulteriore recupero della partecipazione potrebbero ancora esercitare pressioni al rialzo sul tasso dei senza-lavoro nei prossimi mesi.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa in aumento a luglio, a 1,6% secondo l'indice domestico e a 1,7% in base alla misura armonizzata UE (da 1,3% precedente). Nel mese i prezzi salirebbero di un decimo sul NIC e calerebbero di -0,4% m/m (per via dell'inizio dei saldi) sull'IPCA. A luglio le pressioni al rialzo verranno soprattutto dalle spese per la casa, visto il balzo delle bollette su luce e gas, e dai trasporti, dati i rincari sia dei carburanti che di alcuni servizi di trasporto; possibili anche aumenti dei listini nei servizi ricettivi e di ristorazione e nelle spese per il tempo libero, per il combinato disposto di effetti stagionali e impatto delle riaperture. L'inflazione potrebbe salire ancora nei prossimi mesi, sino a un picco attorno al 2% a settembre.
- **Area euro.** Stimiamo una crescita del **PIL** di +1,4% t/t (+12,9% a/a) nel **2° trimestre** dopo la contrazione di -0,3% t/t (-1,3% a/a) registrata a inizio anno. Il rimbalzo dovrebbe essere legato all'allentamento delle restrizioni. Dal lato dell'offerta saranno infatti servizi e commercio a trainare la ripresa. Dal lato della domanda dovrebbe essere invece il recupero dei consumi

a guidare la crescita, ma anche gli investimenti dovrebbero aver sostenuto il PIL. Contributi negativi potrebbero invece venire da esportazioni nette e scorte. La diffusione della variante Delta sul territorio europeo potrebbe moderare, ma non far deragliare, l'espansione nei prossimi mesi: riteniamo quindi che la ripresa possa restare solida anche durante l'estate. Vediamo una crescita al 4,6% in media annua nel 2021 al 4,7% e nel 2022.

- **Area euro. Il tasso di disoccupazione a giugno** è visto stabile al 7,9%. Le indagini di fiducia offrono segnali di recupero delle assunzioni sull'onda della ripresa economica diffusa a manifattura e servizi, ma nel breve termine il rientro degli inattivi nella forza lavoro potrebbe limitare la riduzione del tasso dei senza-lavoro. Vediamo un graduale calo del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri, destinato ad accelerare nel 2022.
- **Area euro.** La **stima flash** di luglio dovrebbe indicare un'**inflazione** al 2,1% a/a, dopo l'1,9% a/a registrato a giugno. L'accelerazione sarebbe ancora guidata dai rialzi della componente energia (13,9% a/a), per via dei rincari di carburanti e gas; l'indice core potrebbe risultare invariato a 0,9% a/a. Sul mese, i prezzi sono attesi in calo di due decimi. Rivediamo al rialzo di un decimo la stima di inflazione media 2021 e 2022, rispettivamente a 2% e 1,6%; l'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere attorno al 2,6% nel secondo semestre, cui seguirà un ritorno sotto area 2% dal 1° trimestre 2022.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a giugno è attesa in aumento di 0,5% m/m, dopo una variazione nulla a maggio. A giugno si dovrebbe vedere un'accelerazione della spesa per servizi, spinta dalla ripresa dell'attività nei comparti ricreativi e aggregativi. Il **reddito personale** è previsto in aumento marginale (0,1% m/m), dopo -2% m/m a maggio, con una normalizzazione dopo gli effetti dei trasferimenti pubblici in atto fra gennaio e aprile. Da luglio, il reddito personale dovrebbe riaccelerare, grazie all'aumento del credito di imposta per i figli e all'inizio della nuova modalità di pagamento, che fino a fine 2021 avverrà su base mensile invece che in una sola rata annuale. Il **deflatore dei consumi** è previsto in aumento di 0,7% m/m, sia per l'indice totale sia per quello core, con un ampio contributo di alcune voci influenzate dalla riapertura delle attività, come il CPI, ma una significativa moderazione delle componenti abitazione e sanità. L'inflazione core dovrebbe toccare 3,7% a/a, mentre per il deflatore totale la variazione prevista su base tendenziale è di 4,1% a/a.
- L'**Employment Cost Index** nel 2° trimestre dovrebbe registrare una variazione di 0,9% t/t, come nel 1° trimestre, sulla scia della continua rapida crescita delle retribuzioni, soprattutto nelle fasce basse della distribuzione salariale.
- La lettura finale della **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a luglio dovrebbe correggere ancora a 83,5, da 85,5, per via dei persistenti timori legati all'aumento dell'inflazione. Il focus sarà sulle aspettative di inflazione, che nella lettura preliminare erano ulteriormente aumentate, a 4,8% sull'orizzonte a 1 anno e a 2,9% sull'orizzonte a 5-10 anni.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (26 – 31 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 26/7	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		lug	52.4			
	10:00	GER	IFO	**	lug	101.8	102.0	100.5	
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		lug	99.6	101.7	99.3	
	10:00	GER	IFO (attese)		lug	104.0	103.3	101.7	
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		lug	9.8			
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	giu	0.769	Mln	0.800	0.810
Mar 27/7	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	giu	8.4	%	8.2	8.2
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		giu	4.8	Mld €		
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	giu	2.3	%	2.1	2.5
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	giu	0.3	%	0.8	0.7
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		mag	14.9	%		
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mag	1.8	%		
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	lug	127.3		125.8	124.1
Mer 28/7	08:00	GER	Prezzi import a/a		giu	11.8	%	12.6	
	08:00	GER	Fiducia consumatori		ago	-0.3		0.0	
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		lug	102		104	99
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		lug	115.1			115.5
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	lug	114.8			115.1
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		giu	-88.1	Mld \$		
Gio 29/7	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		lug	2.5	%		
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	lug	-38	x1000	-20	
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		lug	5.9	%	5.8	5.8
	10:30	GB	Credito al consumo		giu	0.280	Mld £		
	11:00	BEL	PIL t/t prelim		T2	1.0	%		
	11:00	EUR	Fiducia industria		lug	12.7		13.0	12.5
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	lug	117.9		119.0	118.1
	11:00	EUR	Fiducia servizi		lug	17.9			18.3
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		lug	prel -4.4			-4.4
	11:00	ITA	PPI a/a		giu	8.0	%		
	11:00	ITA	PPI m/m		giu	1.0	%		
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	lug	2.1	%	3.0	3.0
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	lug	0.4	%	0.5	0.5
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	lug	2.4	%	3.3	3.2
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	lug	0.4	%		0.4
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	419	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.236	Mln		
14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T2	6.4	%	8.0	8.4	
Ven 30/7	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		giu	3.0	%	3.0	
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		giu	1.1		1.1	
	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		giu	8.3	(8.2) %	0.2	
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		giu	-6.5	%	5.0	
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T2	-0.1	%	0.8	0.4
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	giu	10.4	%		5.5
	08:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T2	-1.8	%	2.1	2.3
	08:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T2	-3.1	%	9.6	9.8
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	lug	1.9	%		1.4
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T2	-0.4	%	2.2	2.0
	09:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	giu	10.5	%		10.5
	10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T2	0.1	%	1.5	1.5
	10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T2	-0.8	%	15.8	15.7
	11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T2	-1.3	%	13.2	12.9
	11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T2	-0.3	%	1.5	1.4

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

Calendario dei dati macroeconomici (26 – 31 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	* Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Ven	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	lug	1.3	%	1.6	
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	lug	0.1	%	0.1	
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	lug	1.3	%	1.7	
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	lug	0.2	%	-0.4	
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	lug	1.9	%	2.0	2.1
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	lug	0.9	%	0.9	0.9
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	giu	7.9	%	7.9	7.9
	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T2	0.9	%	0.9	0.9
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	giu	0.5	%	0.7	0.7
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	giu	0.0	%	0.5	0.5
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	giu	3.4	%		3.7
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	giu	3.9	%		4.1
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		giu	-2.0	%	0.2	0.2
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	lug	66.1			
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		lug	prel 80.8		81.3	83.5
	Sab	31/7	03:00	CN	PMI non manifatturiero - NBS		lug		53.5
03:00			CN	PMI manifatturiero - NBS	*	lug		50.9	50.8
03:00			CN	PMI composito - Caixin		lug		52.9	

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 (26 – 30 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	26/7	13:00	GB	Discorso di Vlieghe (BoE)
Mer	28/7	01:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di luglio
		20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
		20:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Ven	30/7	-	GER	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Indice Mercato Immobiliare NAHB	lug	81	82	80	
Licenze edilizie	giu	1.683	Mln	1.700	1.598
Nuovi cantieri residenziali	giu	1.546 (-572)	Mln	1.590	1.643
Richieste di sussidio	settim	368 (360)	x1000	350	419
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.265 (3.241)	Mln	3.100	3.236
Indice anticipatore m/m	giu	1.2 (-1.3)	%	0.9	0.7
Vendite di case esistenti (mln ann.)	giu	5.78 (-5.80)	Mln	5.90	5.86
Markit PMI Composito prelim.	lug	63.7			
Markit PMI Manif. prelim.	lug	62.1	62.0		
Markit PMI Servizi prelim.	lug	64.6	64.8		

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

I **cantieri residenziali** a giugno aumentano a 1,643 mln (+6,3% m/m), da 1,546 mln di maggio, di cui 1,116 mln per case monofamiliari, sui massimi da marzo e circa in linea con i livelli del 2007. Le **licenze** calano a 1,598 mln (-5,1% m/m). L'attività di costruzione e le vendite nel settore immobiliare residenziale rimangono vincolate da problemi di offerta e dai costi elevati. Secondo la National Association of Home Builders (NAHB), l'aumento dei prezzi del legname dell'ultimo anno ha determinato un incremento di costo di 30 mila dollari per una casa unifamiliare media, anche se ora in alcuni comparti del settore legname la tendenza si sta invertendo e dà qualche segnale incoraggiante per una ripresa delle vendite sostenuta da rincari dei prezzi più contenuti. La fiducia dei costruttori rilevata dalla NAHB a luglio si è stabilizzata a 80, da 81 di giugno, inferiore al picco di novembre 2020 (a 90), ma su massimi storici per la serie prima di agosto 2020. Gli investimenti residenziali dovrebbero essere in calo nel 2° trimestre, dopo il boom del 2020, per via delle strozzature all'offerta e dei prezzi elevati, con prospettive di modesta crescita nel resto del 2021.

Nuovi cantieri residenziali e fiducia dei costruttori di case ancora su livelli storicamente elevati



Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli investimenti residenziali segnano una battuta d'arresto dopo il boom del 2020



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	giu	0.1	%	0.2	0.2
CPI (naz.) a/a	giu	-0.1	%		0.2
Bilancia commerciale	giu	-189.4	Mld ¥ JP	460.0	383.2

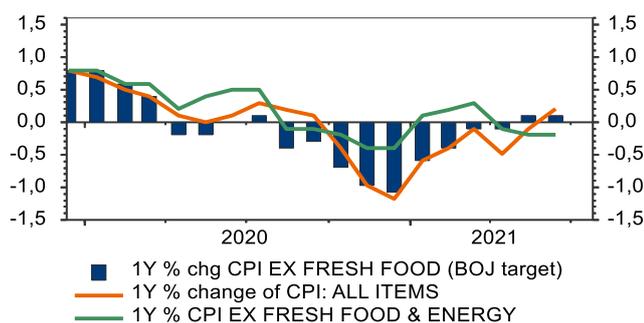
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **CPI** a giugno aumenta di 0,2% a/a, sia per l'indice headline sia per quello al netto di alimentari freschi (core). Il rialzo della dinamica tendenziale del CPI è in parte dovuto all'effetto statistico di

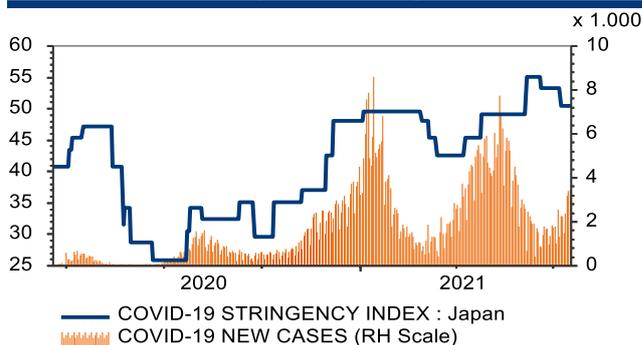
confronto con il 2020. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia invece registra una contrazione di -0,2% a/a. Su base mensile, le variazioni sono di 0,3% e 0,1% per gli indici headline e core, rispettivamente. Le uniche voci con ampi rialzi sono alimentari (0,7% m/m) ed energia (0,7% m/m); istruzione, trasporti e comunicazioni registrano modesti incrementi (0,1% m/m ciascuno), mentre risultano in calo abbigliamento (-0,4% m/m), sanità (-0,1% m/m), cultura e ricreazione (-0,3% m/m), anche sulla scia della nuova ripresa dei contagi e della reintroduzione di misure di contenimento della pandemia in alcune aree. A luglio, la base dell'indice verrà cambiata e definita sui dati 2020, con un probabile effetto negativo sull'inflazione core di maggio e giugno di circa -0,3 pp. Il trend dell'inflazione dovrebbe rimanere solo modestamente positivo.

Inflazione sempre vicina allo zero...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...anche sulla scia della ripresa dei contagi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori flash	lug	-3.3	-2.5	-4.4
EUR	PMI servizi prelim	lug	58.3	59.5	60.4
EUR	PMI manifatturiero prelim	lug	63.4	62.5	62.6
EUR	PMI composito prelim	lug	59.5	60.0	60.6
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	lug	108	107	110
FRA	PMI servizi prelim	lug	57.8	58.7	57.0
FRA	PMI manifatturiero prelim	lug	59.0	58.4	58.1
GER	PPI m/m	giu	1.5	1.1	1.3
GER	PPI a/a	giu	7.2	8.4	8.5
GER	PMI servizi prelim	lug	57.5	59.1	62.2
GER	PMI manifatturiero prelim	lug	65.1	64.2	65.6
ITA	Fatturato industriale a/a	mag	105.1		40.2
ITA	Fatturato industriale m/m	mag	3.3		-1.0

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. Le stime flash degli indici PMI di luglio hanno evidenziato una contenuta correzione del morale manifatturiero sostanzialmente in linea con le attese (62,6 da 63,4) **ed un miglioramento più ampio del previsto della fiducia nei servizi** (60,4 da 58,3) che hanno portato l'indice composito sui massimi dal luglio del 2000 (a 60,6 da 59,5). Su base nazionale è ancora la Germania a trainare la crescita a fronte di una contenuta correzione degli indici francesi che rimangono comunque su livelli ampiamente espansivi.

La correzione del **PMI manifatturiero**, che rimane comunque su livelli ampiamente espansivi, è imputabile ad un rallentamento dell'attività produttiva a fronte di strozzature presenti lungo le filiere produttive che ancora non mostrano segnali di ridimensionamento. Nel complesso però le

indicazioni sulla domanda che emergono dalle valutazioni sugli ordinativi, così come la dinamica delle scorte, continuano a dipingere un quadro incoraggiante per il settore. È possibile che in questo frangente le indagini stiano sovrastimando l'entità della ripresa manifatturiera ma il trend nei prossimi mesi dovrebbe comunque rimanere espansivo. I colli di bottiglia presenti lungo le filiere produttive non impattano solo l'attività produttiva ma continuano a riflettersi anche in un incremento dei costi degli input con l'eventualità che una recrudescenza dei contagi su scala globale possa generare ulteriori strozzature nelle catene distributive con maggiori rischi al rialzo per l'inflazione nel 2° semestre.

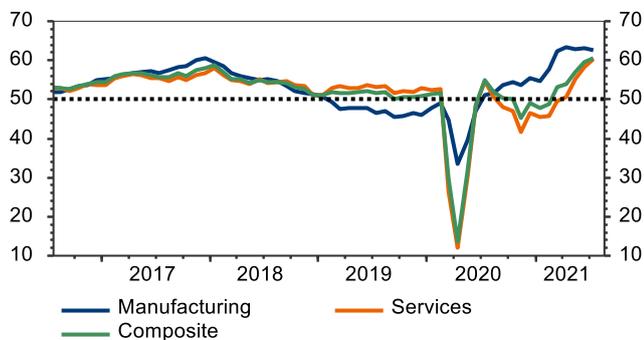
Il rialzo del **PMI servizi**, ai massimi da giugno 2006, riflette invece il proseguimento dell'allentamento delle restrizioni a inizio mese e conferma come possa essere il settore terziario a trainare la ripresa nei mesi centrali dell'anno. A differenza delle letture precedenti inizia però ad emergere un ridimensionamento delle aspettative di business. Le imprese iniziano infatti a riportare le prime preoccupazioni circa la diffusione della variante Delta, con la risalita dei contagi che sta spingendo i governi nazionali a rallentare il processo di riapertura delle economie (e in alcuni casi reintroducendo restrizioni al momento ancora blande).

In **Germania** l'indice composito ha realizzato un nuovo record dall'inizio delle rilevazioni salendo a 62,5 da 60,1 precedente. Anche l'indice relativo ai servizi (62,2 da 57,5, consenso 59,1) aggiorna il massimo storico mentre il PMI manifatturiero registra un inatteso progresso (65,6 da 65,1, consenso 64,2), frutto però anche di un intensificarsi dei colli di bottiglia all'offerta. In **Francia** invece la prima correzione dell'indice composito (56,8 da 57,4) dopo cinque rialzi consecutivi è sintesi di un calo del PMI manifatturiero poco superiore alle attese (58,1 da 59,0, consenso 58,4) e di un'inattesa flessione del morale nei servizi (57,0 da 57,8, consenso 58,7) imputabile ad un ridimensionamento delle aspettative. Sospettiamo che la differenza tra i due paesi nell'indagine relativa ai servizi sia dovuta ad una più rapida risalita dei contagi in Francia, ma nel complesso lo scenario si conferma decisamente espansivo.

Nonostante i rischi verso il basso derivanti dalla diffusione della variante Delta, le indagini continuano a dipingere un quadro di solida ripresa per l'area euro nei mesi centrali dell'anno.

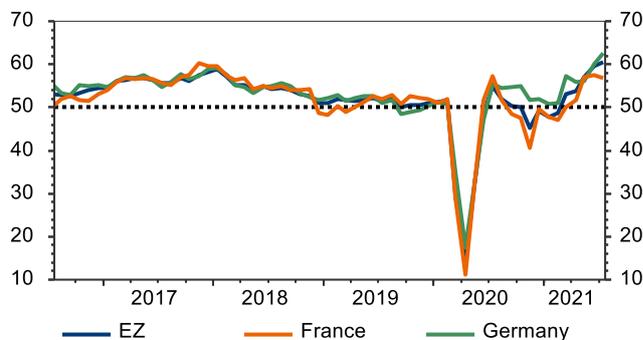
Dopo la contrazione registrata a inizio 2021, la crescita dovrebbe essere tornata positiva nel 2° trimestre (il livello dei PMI è coerente con un +1,4% t/t) e riteniamo che l'espansione possa restare robusta durante l'estate (sopra al 2% t/t). **La risalita dei contagi** (cui non corrisponde ancora un aumento analogo di ricoveri e decessi) **potrebbe moderare il ritmo della ripresa ma al momento non risulta tale da farla deragliare.**

Area euro: indici PMI composito, manifatturiero e dei servizi



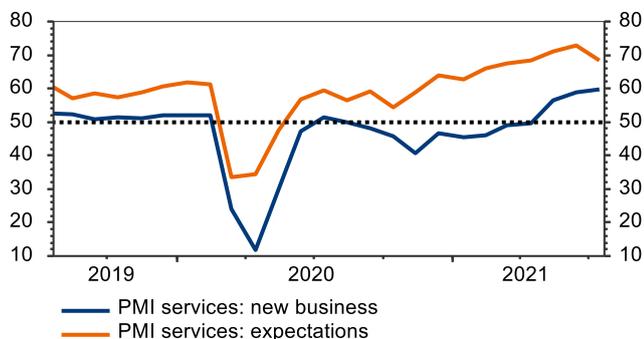
Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Indici PMI composti per Paese



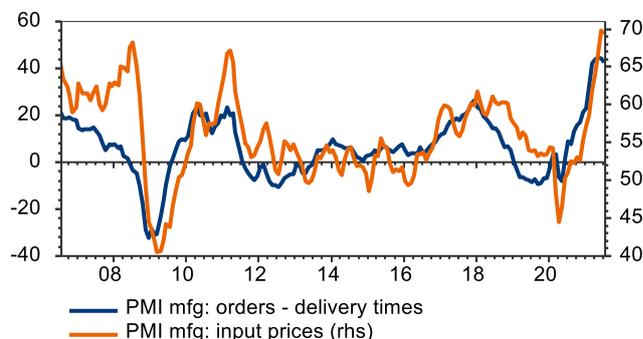
Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Nei servizi le preoccupazioni per la diffusione della variante Delta iniziano a riflettersi sulle aspettative



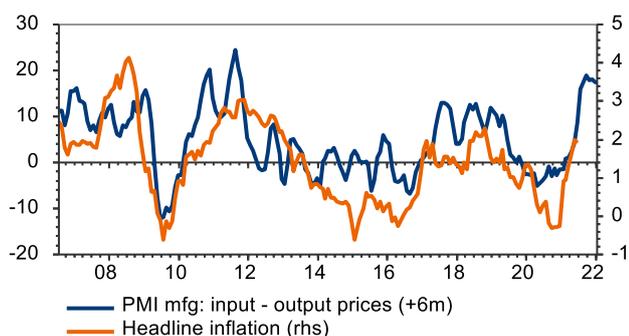
Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Nella manifattura il divario tra ordini e tempi di consegna su livelli elevati conferma la presenza di severe strozzature lungo le filiere produttive che si riflettono anche sui prezzi degli input...



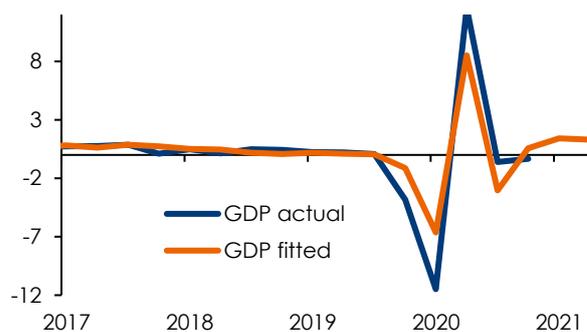
Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

... e pongono rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi



Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Crescita del PIL (var % t/t) stimata sulla base del PMI composito



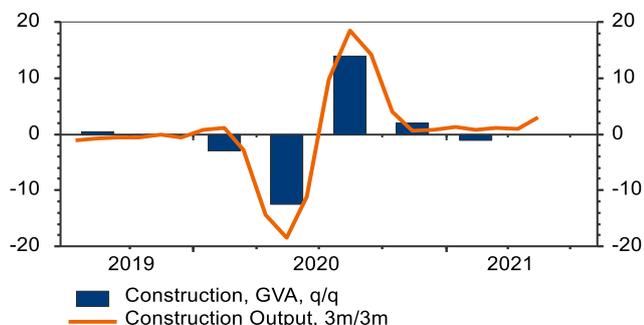
Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Area euro. L'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea ha registrato un inatteso calo a **luglio** (-4,4 da -3,3 precedente, consenso -2,5). Il morale delle famiglie potrebbe aver iniziato a risentire delle preoccupazioni circa l'evoluzione della situazione epidemiologica, ma l'indice rimane comunque al di sopra dei livelli di maggio e superiore alla media di lungo periodo. La propensione al consumo potrebbe risentire della maggiore incertezza prospettica anche se al momento continuiamo a ritenere che le spese delle famiglie possano contribuire positivamente alla crescita del PIL nel 2° semestre. Lo scenario rimane espansivo, ma la diffusione della variante Delta, che sta spingendo i governi nazionali a rallentare il processo di riapertura delle economie, rappresenta comunque un rischio al ribasso per la ripresa nei prossimi mesi.

Area euro. A maggio la **produzione nelle costruzioni** è salita di +0,9% m/m, mentre la flessione di aprile è stata ridimensionata a -0,4% m/m da -2,2% m/m precedente. La costruzione di edifici risulta in crescita per il terzo mese consecutivo (+1,2% m/m dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto verso l'alto a +0,3% m/m da -1,0% m/m). I lavori ingegneristici hanno invece registrato la seconda flessione consecutiva (-0,3% m/m da -3,1% m/m). La crescita tendenziale rallenta invece a +13,6% da 45,2% precedente per via di un confronto con lo scorso anno meno favorevole rispetto ad aprile. L'attività nelle costruzioni ha ormai recuperato i livelli pre-crisi e il dato di maggio lascia l'output in rotta per una crescita di oltre il 2% t/t nel 2° trimestre.

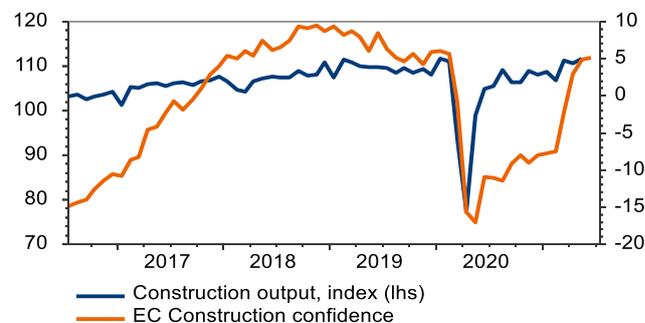
Nei prossimi mesi un ulteriore elemento di sostegno per la ripresa nel settore potrebbe provenire dalle misure contenute nei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza.

Area euro: le costruzioni dovrebbero tornare a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto dalla primavera



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

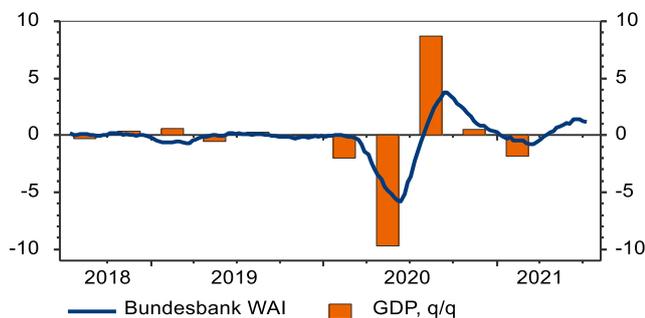
L'attività ha ormai recuperato i livelli pre-COVID e le indagini di fiducia offrono indicazioni espansive per il settore



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

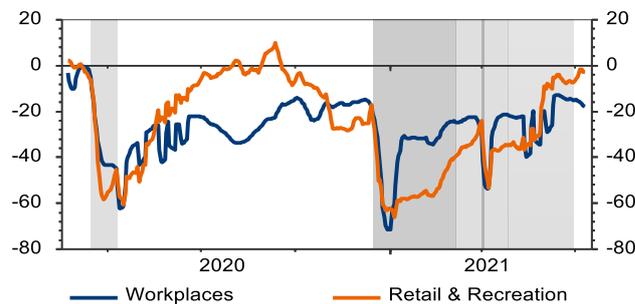
Germania. Il **WAI** della Bundesbank rimane stabile rispetto alla settimana precedente, a 1,2 punti; l'indice è coerente con una crescita del PIL del 2,6% nelle 13 settimane prima del 18 luglio rispetto alle 13 settimane ancora precedenti.

Germania: Indice WAI in frenata...



Fonte: Deutsche Bundesbank, DeStatis

...mentre gli indici di mobilità divergono



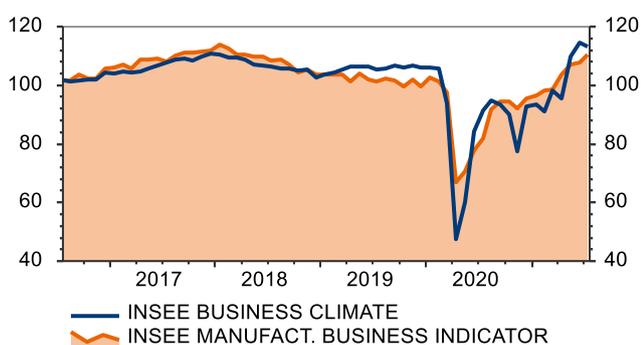
Fonte: Google Community Mobility Report

Germania. A giugno, la crescita dei **prezzi alla produzione nell'industria** ha rallentato a +1,3% m/m da +1,5% m/m (decimo mese consecutivo di rincaro). La variazione sull'anno è salita all'8,5% da 7,2% precedente, portandosi ai massimi dal gennaio del 1982 (8,9% a/a), sostenuta anche dal confronto favorevole con giugno 2020. In entrambi i casi l'aumento è trainato dal rincaro dell'energia (+2,2% m/m e 16,9% a/a) e dei beni intermedi (1,8% m/m e 12,7% a/a); tra quest'ultimi un aumento significativo è stato registrato da materie prime secondarie metalliche (+88,1% a/a) e legname (+84,6% a/a). Sul mese crescono marginalmente i beni durevoli e i beni di investimento (entrambi di +0,2%), mentre i beni non durevoli sono saliti di +0,7% m/m.

Francia. L'indice **INSEE di fiducia economica di luglio** ha corretto di un punto portandosi a 113, rimanendo comunque ben al di sopra dei livelli pre-crisi e della media di lungo periodo. Su base settoriale si registrano progressi per l'industria (110 da 108 precedente) a fronte di una stabilizzazione per i servizi (112) e di un contenuto calo per il commercio al dettaglio (a 115 da 116), entrambi comunque su livelli ampiamente espansivi e al di sopra delle medie di lungo periodo. L'ottavo rialzo consecutivo dell'indice **manifatturiero**, che si porta sui massimi da aprile 2018, è sintesi di un'accelerazione degli ordinativi a fronte di segnali di stress lungo le filiere

produttive. Dai risultati dell'indagine trimestrale emerge infatti come la percentuale di imprese che lamenta problematiche all'offerta (circa il 40%) sia salita ai massimi da fine 2000, con il comparto auto (dove la proporzione sale al 77%) tra i più penalizzati per la difficoltà di reperire input produttivi (in particolare semiconduttori). La stabilizzazione registrata nei **servizi** riflette invece una valutazione per l'attività nel settore leggermente meno ottimistica (ma ancora al di sopra della media di lungo periodo). Al momento non sembrerebbero però ancora emergere indicazioni che la risalita dei contagi dovuta alla diffusione della variante Delta stia frenando in maniera significativa la ripresa: al contrario si registra un netto miglioramento del morale nei servizi ricettivi e ristorativi, il comparto che potenzialmente potrebbe risultare il più colpito. Sul fronte dei **prezzi**, invece, si registrano attese di incremento dei listini nei prossimi mesi diffusi a tutti i settori, che confermano i rischi al rialzo per l'inflazione nel secondo semestre. Infine, risulta in miglioramento anche l'indice relativo all'**occupazione** (108 da 105), sui massimi dalla primavera del 2019, sostenuto da valutazioni incoraggianti sulle assunzioni nei servizi: un segnale positivo per la ripresa del mercato del lavoro. **In sintesi, le indagini di luglio confermano il quadro di solida espansione per l'economia francese nei mesi centrali dell'anno.** Nel 2° trimestre la crescita dovrebbe essere tornata in positivo, e potrebbe irrobustirsi durante l'estate.

Francia: corregge l'INSEE a luglio ma rimane al di sopra della media di lungo periodo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

L'indagine trimestrale conferma la presenza di stress lungo le filiere produttive, particolarmente forte nel settore auto



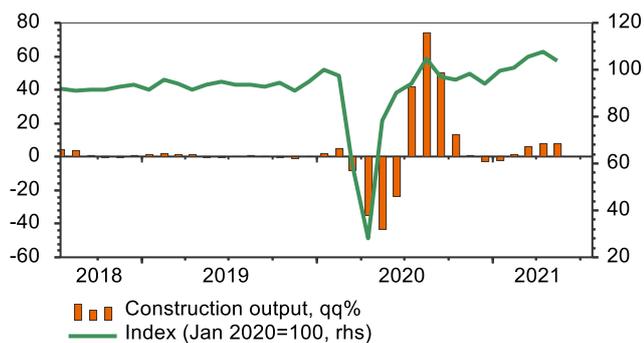
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Italia. Dopo cinque mesi consecutivi di rialzo, il fatturato industriale è tornato a calare a maggio, di -1% m/m dopo il +3,3% di aprile. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi il ritmo di crescita è rallentato a 40,2% da 105,1%, ancora sostenuto dal confronto con lo scorso anno, anche se meno favorevole rispetto ad aprile. La flessione congiunturale è imputabile al solo mercato interno (-1,9% m/m da +3,9% precedente) che però, a differenza di quello estero (+0,7% m/m da +1,8%), ha già ampiamente superato i livelli pre-crisi. Tra i principali raggruppamenti di industrie **sono i beni strumentali (-6,2% m/m) a penalizzare le vendite**, a fronte di progressi per i beni intermedi (+0,8% m/m), di consumo (+1,0% m/m) e soprattutto per l'energia (+5,6% m/m), al netto della quale la flessione del fatturato risulta dunque più accentuata (-1,4% m/m). **La contrazione del fatturato si aggiunge a quella registrata nello stesso mese per la produzione, ma la battuta d'arresto dovrebbe risultare temporanea**: il trend per il settore è atteso restare espansivo nei prossimi mesi, sostenuto da una domanda sia interna che estera ancora robusta.

Italia. A maggio, la produzione nelle costruzioni è calata di -3,6% m/m, ma il dato di aprile è stato rivisto decisamente al rialzo, a +2,2% m/m da una stima iniziale diametralmente opposta (-2,2% m/m). Il calo risulta quindi il primo dopo quattro mesi di robusta crescita (da inizio anno l'output risulta in aumento di quasi il 5%) e lascia comunque l'attività nel settore in rotta per un'espansione di oltre il 3% t/t nel 2° trimestre, dopo che già ad inizio anno l'output aveva registrato un ampio rimbalzo rispetto a fine 2020. La crescita tendenziale e corretta per gli effetti di calendario è invece rallentata a 32,6% da 287,1% precedente, dato ancora viziato dall'effetto

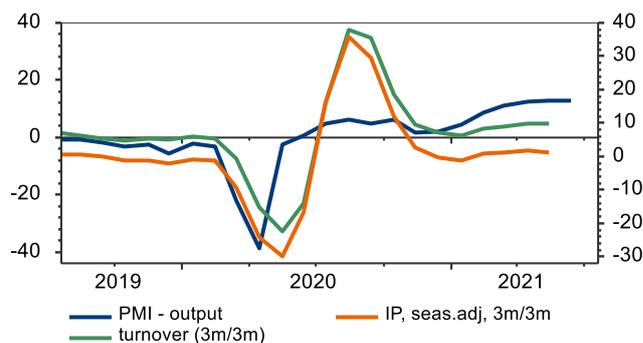
di confronto con i mesi primaverili del 2020. L'indagine Istat di giugno sul morale dei costruttori è rimasta su livelli ampiamenti espansivi e in prospettiva l'attività nel settore potrebbe essere ulteriormente stimolata dagli incentivi fiscali e dai programmi infrastrutturali previsti dal PNRR. **Le costruzioni dovrebbero quindi continuare a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto anche nei prossimi trimestri.**

Italia – produzione nelle costruzioni



Fonte: elaborazioni su dati Istat

Italia – fatturato industriale, produzione e PMI



Fonte: elaborazioni su dati Istat e IHS Markit

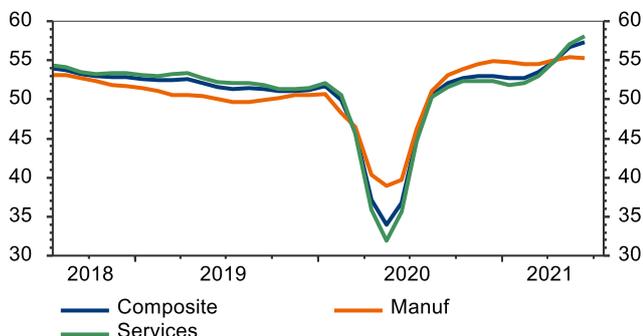
Cina

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

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

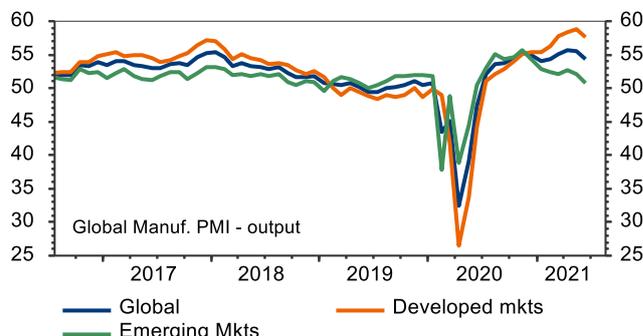
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



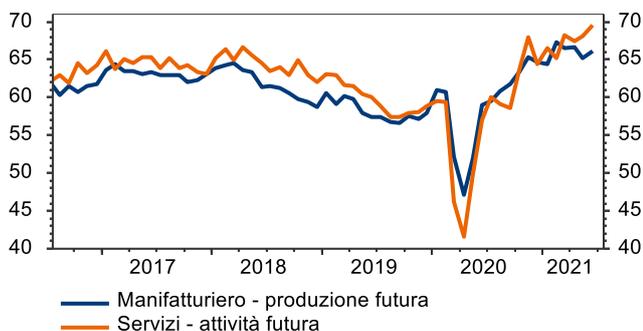
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



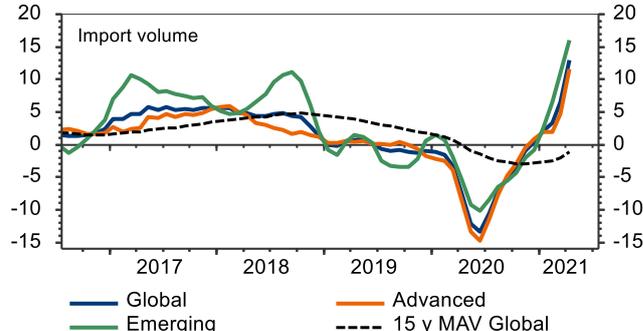
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



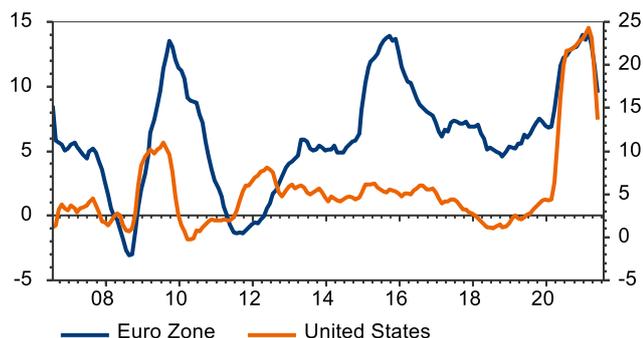
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



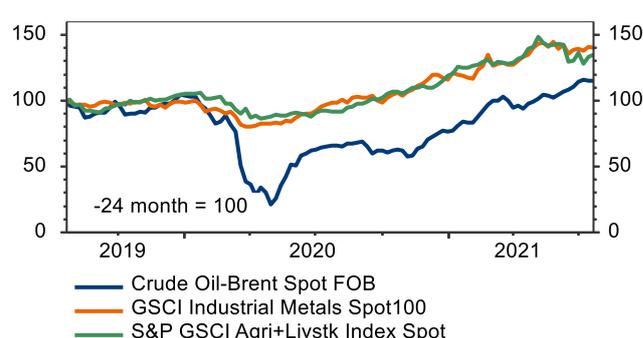
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

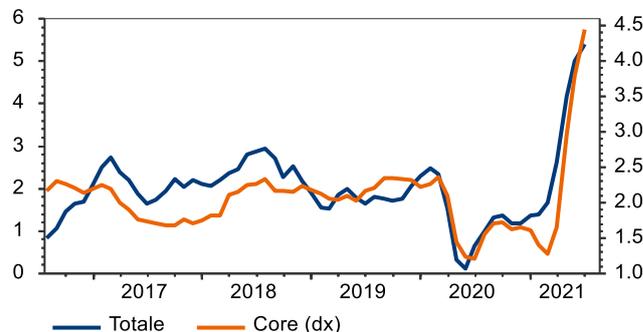
Stati Uniti

Indagini ISM



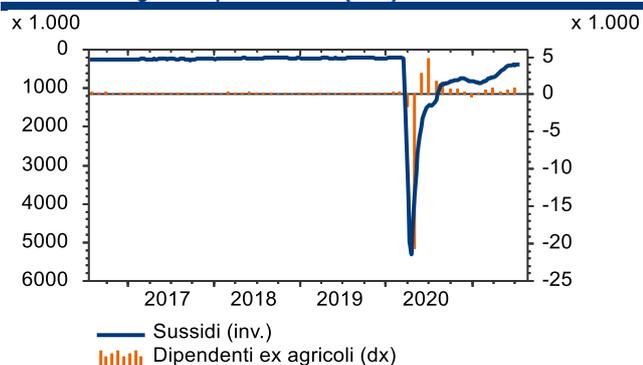
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



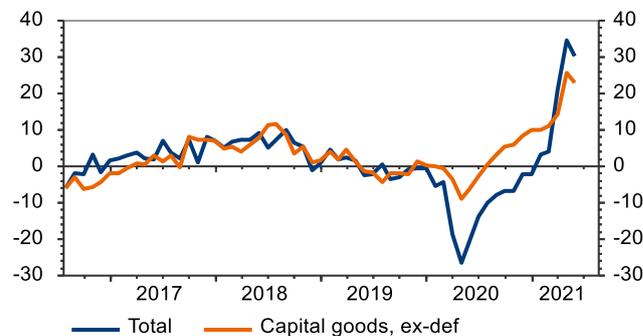
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

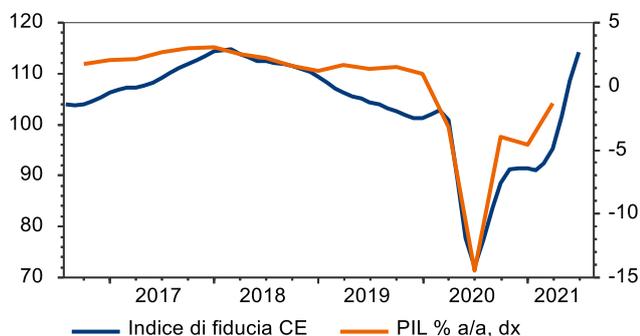
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti,a/a)	-3.5	7.0	4.9	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	12.6	7.4	8.0	7.0
- trim./trim. annualizzato				-31.4	33.4	4.3	6.4	8.4	10.6	6.6	2.5
Consumi privati	-3.9	8.6	4.7	-33.2	41.0	2.3	11.4	10.8	9.7	4.7	2.6
IFL - privati non residenziali	-4.0	8.4	3.5	-27.2	22.9	13.1	11.7	7.7	6.5	4.3	0.4
IFL - privati residenziali	6.1	11.2	0.4	-35.6	63.0	36.6	13.1	-7.5	-1.1	3.3	0.0
Consumi e inv. pubblici	1.1	2.3	2.4	2.5	-4.8	-0.8	5.7	7.1	2.5	-1.5	2.5
Esportazioni	-12.9	6.3	9.6	-64.4	59.6	22.3	-2.1	7.5	13.9	15.0	7.3
Importazioni	-9.3	14.4	5.2	-54.1	93.1	29.8	9.5	11.1	7.5	6.1	2.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.5	0.6	-4.3	6.5	1.4	-3.2	0.7	2.3	2.2	-0.2
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.

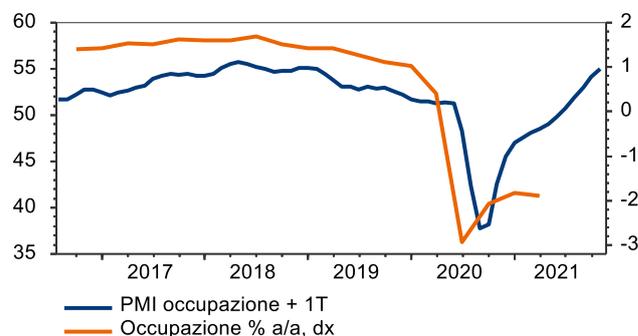
Area euro

PIL



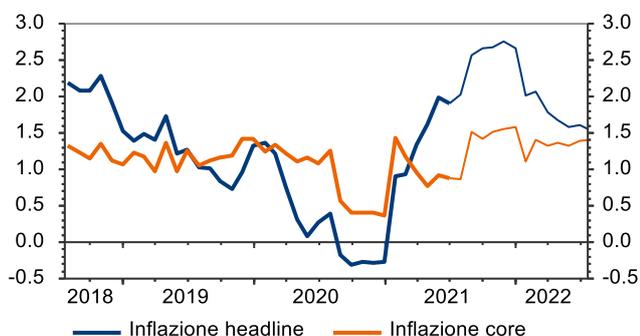
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	2.0
febbraio	1.2	0.9	2.1
marzo	0.7	1.3	1.8
aprile	0.3	1.6	1.7
maggio	0.1	2.0	1.6
giugno	0.3	1.9	1.6
luglio	0.4	2.1	1.5
agosto	-0.2	2.6	1.4
settembre	-0.3	2.8	1.3
ottobre	-0.3	2.8	1.2
novembre	-0.3	2.8	1.3
dicembre	-0.3	2.7	1.3

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)	-6.5	4.6	4.7	-14.4	-4.0	-4.6	-1.3	13.0	2.9	4.8	6.2
- t/t				-11.4	12.4	-0.6	-0.3	1.4	2.4	1.2	1.0
Consumi privati	-8.0	2.5	6.1	-12.6	14.1	-2.9	-2.2	2.4	3.2	1.8	1.2
Investimenti fissi	-7.6	5.2	4.5	-19.3	13.0	2.6	0.1	1.5	2.2	1.3	0.9
Consumi pubblici	1.4	2.4	1.2	-2.6	5.3	0.5	-0.2	0.1	0.2	0.4	0.3
Esportazioni	-9.4	9.1	5.5	-18.5	16.6	3.9	0.6	1.8	2.4	1.7	1.2
Importazioni	-9.2	6.4	4.9	-20.0	11.6	4.9	0.1	2.1	1.9	1.7	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	-1.5	0.5	0.6	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.6	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-7.0	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	97.8	100.2	98.8								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	2.0	1.6	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.5	2.7	1.9
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

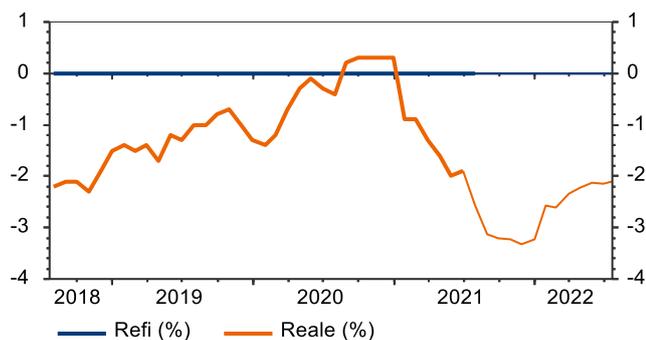
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	22/7	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	-0.54	-0.56	-0.56	-0.55	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

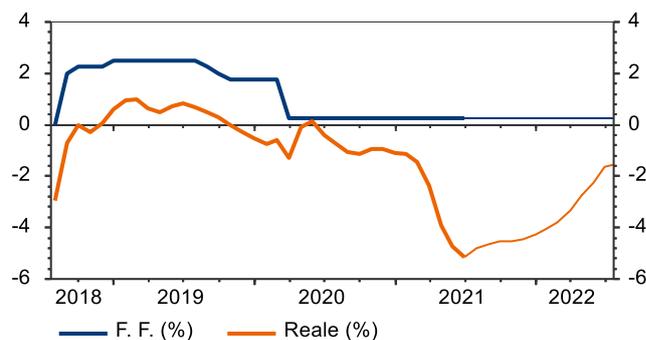


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	22/7	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	0.14	0.13	0.13	0.14	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

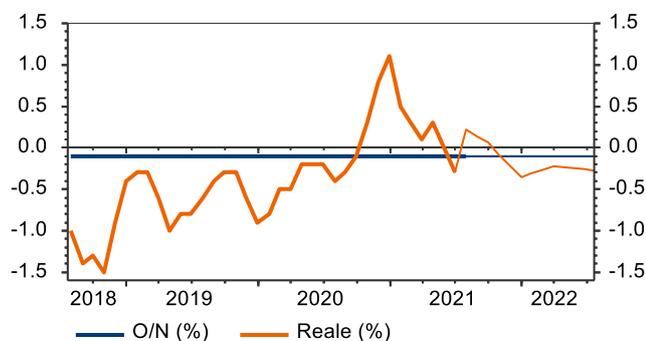


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	22/7	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	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

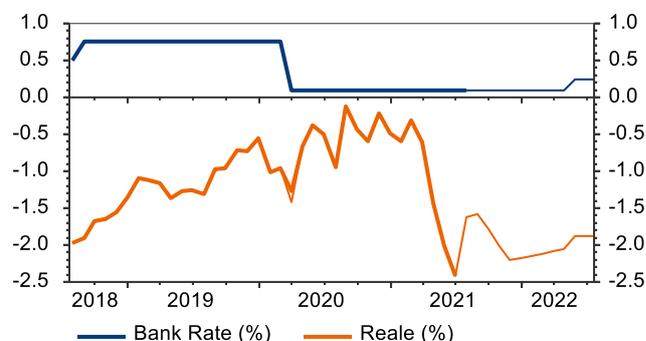


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	22/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.12
Libor GBP 3m	0.03	0.09	0.08	0.07	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	23/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.16	1.22	1.21	1.20	1.1771	1.18	1.17	1.15	1.20	1.22
USD/JPY	108	107	104	108	111	110.46	110	112	113	114	115
GBP/USD	1.24	1.27	1.37	1.38	1.40	1.3736	1.39	1.38	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.10	1.07	1.08	1.10	1.10	1.0832	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	121	124	126	130	132	130.05	130	132	130	137	141
EUR/GBP	0.90	0.91	0.89	0.87	0.85	0.8569	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.tiberi@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