

Weekly Economic Monitor

Il punto

FOMC: l'inizio della fine è alle porte. La Fed apre il dibattito sulla riduzione degli acquisti, ma blinda (per ora) qualsiasi possibilità di svolta dei tassi.

Le indagini congiunturali continuano a dipingere un quadro roseo per l'economia dell'area euro. Nel 2° trimestre la crescita dovrebbe essere tornata in territorio ampiamente positivo, e le prime indicazioni relative a luglio puntano verso una solida entrata nella stagione estiva. La rapida diffusione della variante Delta nell'Eurozona al momento non sembra associata a un'analogia risalita del tasso di ospedalizzazione: è quindi probabile che la nuova ondata possa limitare ma non far deragliare la ripresa.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** sono in calendario i dati di produzione industriale di giugno nei tre principali Paesi, che dovrebbero mostrare tutti un rimbalzo dell'attività su base congiunturale dopo l'inatteso calo del mese precedente. Anche gli ordini tedeschi dovrebbero recuperare, almeno in parte, la flessione di maggio. Sempre a giugno, le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono attese nuovamente in crescita, spinte ancora dall'effetto riaperture. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di luglio dovrebbe confermare l'accelerazione dell'indice composito, trainato in questa fase soprattutto dai servizi.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sull'employment report di luglio, che dovrebbe registrare una solida crescita degli occupati non agricoli, in parte gonfiata da distorsioni dovute a fattori di destagionalizzazione. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare modestamente a 5,8%. Fra gli altri dati di luglio, gli indici ISM dovrebbero restare in territorio ampiamente espansivo e dare segnali in linea con quelli dei PMI: attività in crescita, prezzi ancora in rialzo, persistenti strozzature all'offerta. Per giugno, la spesa in costruzioni dovrebbe riaccelerare dopo il calo di maggio, e il deficit della bilancia commerciale dovrebbe ampliarsi ulteriormente.

29 luglio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

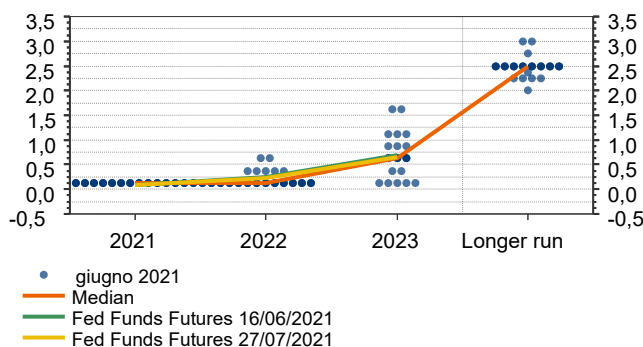
Paolo Mameli
Economista - Italia

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

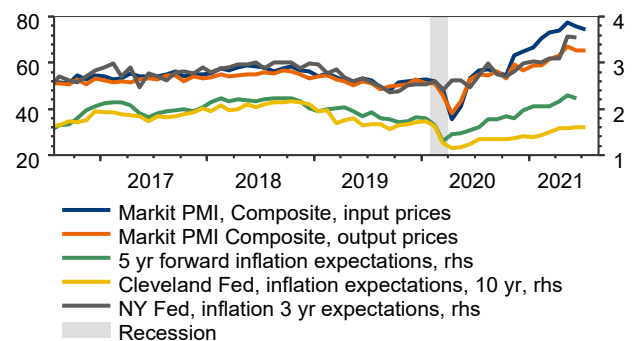
Andrea Volpi
Economista - Area euro

Il mercato non pensa che la Fed debba accelerare o rafforzare la risposta dei tassi...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...anche sulla base delle aspettative di inflazione, per ora sotto controllo



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il punto

FOMC: l'inizio della fine è alle porte. La Fed apre il dibattito sulla riduzione degli acquisti, ma blinda (per ora) qualsiasi possibilità di svolta dei tassi.

- La riunione del FOMC si è conclusa senza novità operative per la politica monetaria, ma con l'attesa apertura della discussione sul *tapering*, alla luce del progresso dell'economia verso gli obiettivi della Fed. Il messaggio generale è formato da parti diverse, con implicazioni contrastanti, a cui Powell però ha voluto dare l'inclinazione più *dovish* possibile, pur mirando a blindare le aspettative di inflazione.
- **Il messaggio post-riunione riguarda sia la valutazione dello scenario, sia le prospettive della politica monetaria:** l'inflazione è in rialzo per fattori temporanei, la ripresa prosegue con "progressi" rispetto a dicembre (ma è ancora lontana dal progresso "sostanziale"), il mercato del lavoro è in miglioramento ma "lontano" dalla piena occupazione, la Fed è disposta (a parole) a modificare la politica monetaria in caso di un sentiero dell'inflazione effettiva e/o delle aspettative non coerente con il proprio mandato ma, salvo casi estremi considerati improbabili, non contempla rialzi dei tassi anticipati. **In sintesi: tapering in arrivo verso fine anno (con dettagli entro settembre), svolta dei tassi ancora relativamente lontana (ma non troppo), Fed vigile sull'inflazione.** Nei prossimi paragrafi segue un'analisi più dettagliata della comunicazione emersa ieri sera.
- Nella parte relativa alla **valutazione congiunturale**, il comunicato rileva che gli indicatori di attività e occupazione "hanno continuato a rafforzarsi", ma sottolinea ancora che i settori più colpiti dalla pandemia, pur in miglioramento, "non si sono ancora ripresi del tutto". Sui prezzi, si ripete che "l'inflazione è salita, riflettendo in gran parte fattori transitori", senza cambiare nemmeno una virgola rispetto a giugno, nonostante le sorprese dai dati. La novità nel comunicato riguarda il paragrafo relativo alla politica monetaria che **dà il via all'avvicinamento del tapering, con l'introduzione di una frase cruciale:** da dicembre, "l'economia ha fatto progressi verso (questi) obiettivi e il Comitato continuerà a valutare il progresso nelle prossime riunioni". Ora il dibattito è davvero aperto e **qualche informazione sui suoi contenuti emergerà con i verbali**, in uscita fra tre settimane, e con i discorsi.
- Nella **conferenza stampa**, Powell ha dato molto peso alla **transitorietà dei rialzi dei prezzi e delle strozzature all'offerta**, sia per beni e servizi, sia per il lavoro, sottolineando la natura straordinaria di questa ripresa, caratterizzata da una rapidissima riapertura delle attività inevitabilmente non lineare. Secondo Powell, nei prossimi mesi si dovrebbe vedere una ricomposizione dell'eccesso di domanda sui diversi mercati, con una normalizzazione della dinamica dei prezzi e degli indicatori del mercato del lavoro.
- Per quanto riguarda il **tapering**, Powell ha fornito l'interpretazione della novità del comunicato che rileva progressi dell'economia, affermando che il Comitato continuerà nelle prossime riunioni a "discutere il progresso e discutere come cambiare" il programma di acquisti, **garantendo un preavviso** prima dell'introduzione di novità operative. Powell non ha voluto precisare in alcun modo i tempi, affermando solo che il FOMC è "nel processo di continuare a valutare il progresso" verso il miglioramento sostanziale (presumibilmente condizionato ad "alcuni dati forti di occupazione") e che cercherà di dare chiarezza e preavviso. Secondo Powell, le due classi di attività, Treasury e MBS, dovrebbero essere ridotte probabilmente in parallelo e maggiori dettagli verranno comunicati con i **verbali e con interventi pubblici** (potenzialmente quindi anche a Jackson Hole). Le parole di Powell e la valutazione dello scenario macro danno supporto alla previsione che **il piano per il tapering possa essere definito entro la riunione di settembre e attuato a partire da fine 2021/inizio 2022.**
- La discussione durante la conferenza stampa si è focalizzata su due punti cruciali, relativi al **sentiero e ai tempi della svolta dei tassi**, in un contesto in cui gli indicatori rilevanti per il mandato duale della Fed su prezzi e occupazione danno segnali contrastanti, con l'inflazione molto al di sopra del 2% e il mercato del lavoro ancora "molto distante" dalla piena occupazione. Sul mercato del lavoro, Powell ha sottolineato che la Fed non può dare obiettivi "numerici" per la piena occupazione, che viene valutata su un ampio insieme di variabili, ma che comunque rimane "terreno da coprire" su tutti i fronti, pur in un contesto di

Aperta la strada per la svolta, ma le condizioni non sono ancora soddisfatte

Valutazione congiunturale: rafforzamento della ripresa, inflazione in rialzo transitorio, offerta frenata da strozzature temporanee

Politica monetaria: progressi dell'economia, non ancora "sostanziali"

Conferenza stampa: in attesa di un calo dell'inflazione e di una ripresa dell'offerta

Tapering: le condizioni per l'annuncio potrebbero essere soddisfatte entro qualche mese, dopo "alcuni dati forti di occupazione", con attuazione non prima di fine anno

Il focus si è già spostato sui tempi della svolta dei tassi, in una fase di conflitto fra gli obiettivi della Fed

domanda di lavoro straordinariamente solida. Implicitamente, i tempi del raggiungimento della piena occupazione sembrerebbero richiedere diversi trimestri, ma non dovrebbero "richiedere molto tempo" per essere raggiunti, partendo ora da una situazione di "mercato del lavoro molto forte".

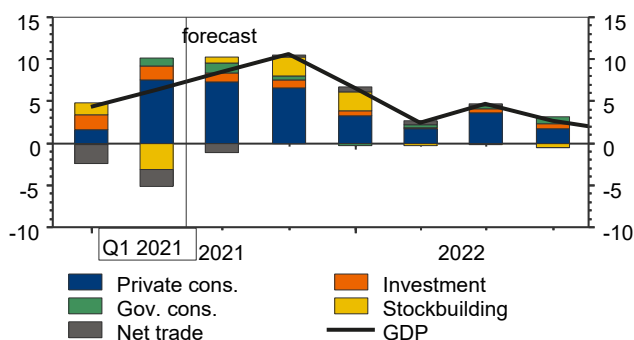
- Sui **prezzi**, alla domanda se ai livelli attuali, ben al di sopra del 2%, l'obiettivo di inflazione media sia già formalmente raggiunto, Powell non ha voluto rispondere, affermando testualmente che la risposta deve essere del Comitato. La domanda era un vero trabocchetto, perché si intersecava con la *forward guidance* per il rialzo dei tassi che richiede, oltre alla massima occupazione, un'"inflazione moderatamente al di sopra del 2 per cento per un certo tempo (...) con l'inflazione in media al 2%". Powell ha sottolineato che comunque al momento sarebbe soddisfatto solo metà del mandato e che **la *guidance per il rialzo dei tassi* "non è rilevante ora" mentre si è ancora "molto distanti da un rialzo dei tassi"**. La valutazione delle condizioni sui prezzi dovrà essere affrontata al momento in cui si discuterà di rialzi, non prima. Qui sta la contraddizione, dato che Powell e il comunicato affermano che il Comitato "userà tutti i suoi strumenti" per fronteggiare un eventuale rialzo dell'inflazione e/o delle aspettative non coerenti con il proprio mandato. Alla domanda se il FOMC potrebbe alzare i tassi anche durante il tapering, Powell ha risposto in modo evasivo, ma ha notato che sarebbe incoerente continuare ad acquistare titoli mentre si alzano i tassi. Powell ha, con fatica, riconosciuto che ci sono rischi verso l'alto sui prezzi, ma fortemente mitigati dalla natura transitoria e circoscritta dei rialzi in corso.
- Infine, rispondendo a una domanda relativa all'interpretazione del mercato che sembra, secondo alcuni, ritenere che la Fed sia in procinto di "sovra-reagire", con un possibile eccesso di restrizione futura, Powell ha detto che a suo avviso la credibilità della Fed non è in discussione e che il framework della politica monetaria è ben compreso dal pubblico, in particolare nelle circostanze attuali di temporaneo contrasto fra gli obiettivi della politica monetaria. Operativamente la riunione ha introdotto **due repo facility**, una domestica e una internazionale, per garantire flussi di liquidità.
- In conclusione, la riunione di luglio ha, come atteso, aperto ufficialmente la porta all'"inizio della fine" delle politiche espansive di questo ciclo, pur senza dare dettagli operativi. I verbali e i discorsi daranno **maggiori informazioni sul tapering, da precisare entro la riunione di settembre, con l'aspettativa di un annuncio di attuazione alla riunione di dicembre**. A questo punto **il focus si sposta sui tempi della svolta dei tassi** e i veri test verranno dai dati. I nodi per convalidare l'attuale previsione del sentiero dei tassi sono due e richiedono che: 1) **l'inflazione sia vicina a un picco**, spinto da rialzi dei prezzi concentrati in alcuni settori colpiti da condizioni particolari legati alla riapertura dell'economia e 2) **l'offerta di lavoro si riprenda**, permettendo la soddisfazione della domanda, un solido aumento degli occupati e della partecipazione e una riduzione delle diseguaglianze fra gruppi demografici. La nostra valutazione è che queste condizioni possano essere soddisfatte fra fine 2022 e inizio 2023, coerenti con la **previsione di svolta sui tassi intorno a metà 2023**.

Inflazione: è già soddisfatta la *forward guidance* sui prezzi?

La tabella di marcia della politica monetaria è scandita da due date nel 2021, dettagli del tapering entro settembre, annuncio entro dicembre...

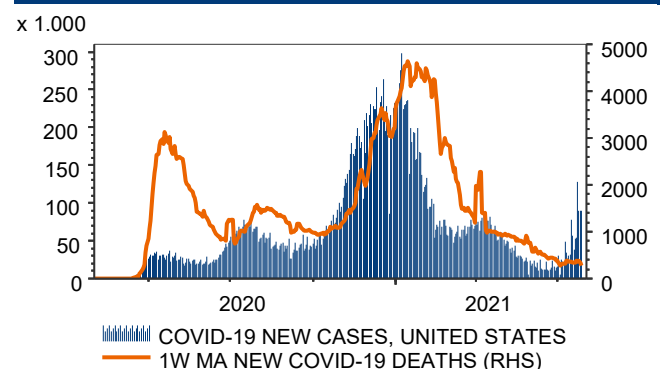
...con il focus sui dati di inflazione e dell'offerta di lavoro per convalidare le aspettative di svolta dei tassi a metà 2023

Fig. 1 – Crescita in accelerazione...



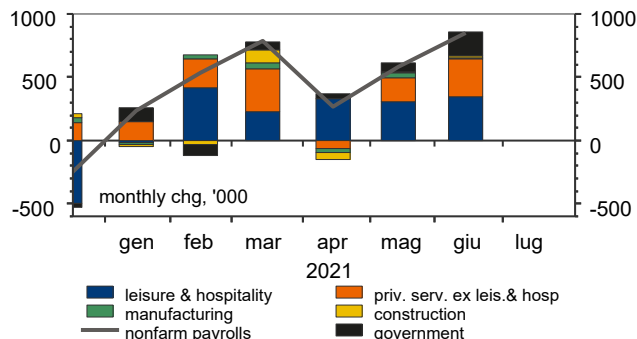
Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – ...ma i rischi pandemici restano, a causa delle varianti e dello stallo della campagna vaccinale



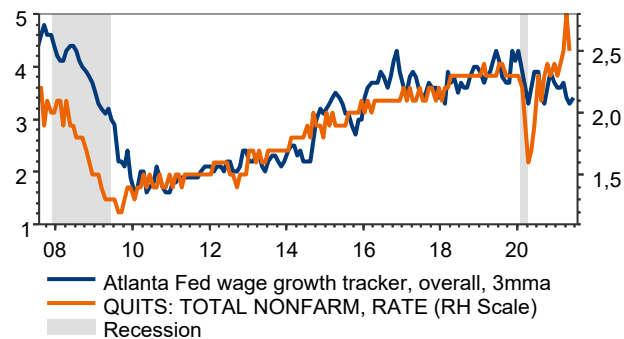
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Occupazione in rialzo, in attesa di un recupero dell'offerta di lavoro



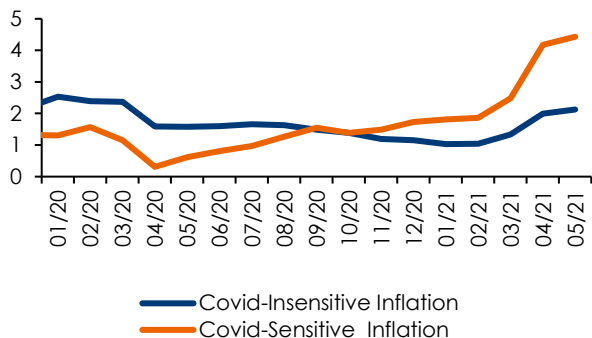
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – L'eccesso di domanda, concentrato in alcuni settori, è in via di rientro e non genera ricadute sui salari aggregati



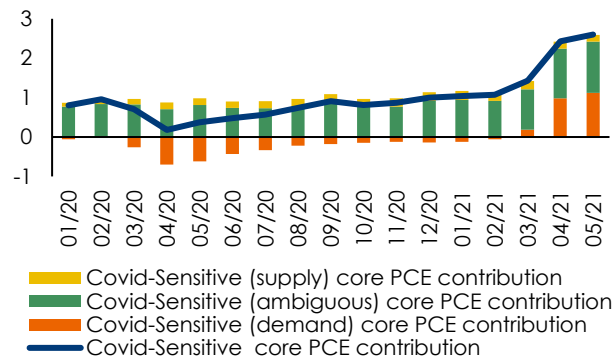
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Inflazione ancora spinta dai settori colpiti da Covid...



Fonte: San Francisco Fed

Fig. 6 – ...con un contributo solo marginale dai problemi di offerta



Fonte: San Francisco Fed

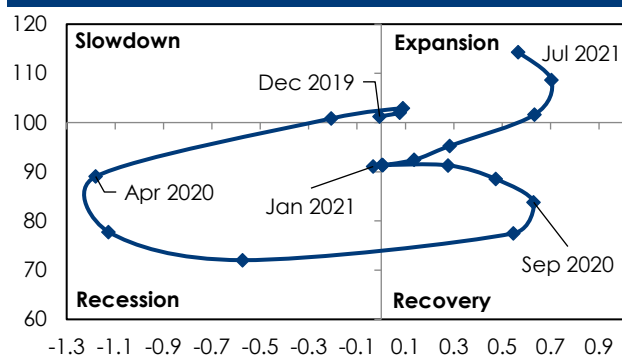
Le indagini congiunturali continuano a dipingere un quadro roseo per l'economia dell'area euro.

Nel 2° trimestre la crescita dovrebbe essere tornata in territorio ampiamente positivo, e le prime indicazioni relative a luglio puntano verso una solida entrata nella stagione estiva. La rapida diffusione della variante Delta nell'Eurozona al momento non sembra associata a un'analogia risalita del tasso di ospedalizzazione: è quindi probabile che la nuova ondata possa limitare ma non far deragliare la ripresa.

- Nonostante i rischi verso il basso derivanti dalla diffusione della variante Delta, le indagini continuano a offrire un quadro incoraggiante per la ripresa nell'Eurozona.
- Nell'industria, nonostante la contenuta correzione dell'indice PMI relativo al complesso dell'Eurozona, e dell'indice IFO tedesco, le indagini si confermano su livelli ampiamente espansivi. A fronte di una solida crescita degli ordinativi le imprese continuano a lamentare la scarsità di input produttivi, soprattutto in alcuni comparti come quello automobilistico, e la presenza di severe strozzature lungo le filiere che stanno frenando l'attività produttiva. È possibile che tali colli di bottiglia non si riassorbano nel breve termine e che in questo frangente l'attività risulti più fiacca rispetto a quanto suggeriscano le indagini ma, grazie ai solidi fondamentali di domanda, è comunque probabile che nei prossimi mesi il trend per il settore rimanga espansivo. Cresce anche la tentazione delle aziende, almeno in alcuni settori industriali, di trasferire a valle almeno in parte i rincari a monte della catena produttiva.

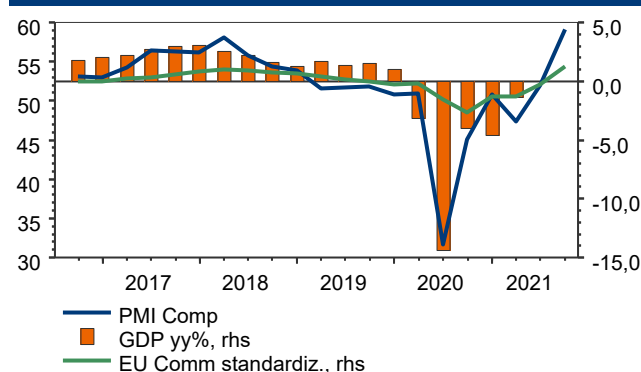
- Nei servizi, l'indice PMI relativo all'insieme dell'area euro è salito a luglio sui massimi dal 2006 così come l'indagine della Commissione Europea ha registrato ulteriori progressi, sostenuti dall'ulteriore alleggerimento delle restrizioni a inizio mese. Sono però iniziati ad emergere i primi segnali di incertezza circa la diffusione della variante Delta, che sta spingendo alcuni governi a rallentare la riapertura delle economie. Le indagini nazionali però hanno riportato un quadro più diversificato, che non riflette necessariamente le differenti situazioni sanitarie. Se il rialzo per l'indice Istat non è sorprendente alla luce di una crescita dei contagi meno forte in Italia rispetto ad altri Paesi, risulta invece più inatteso il netto miglioramento riportato dall'Insee francese del morale delle imprese operanti nei servizi ricettivi e di ristorazione (i comparti potenzialmente più colpiti da un eventuale deterioramento del contesto sanitario). È quindi possibile che al momento le indagini congiunturali risentano solo in misura marginale delle preoccupazioni per il possibile impatto economico della recrudescenza dei contagi; se tale trend dovesse continuare, un impatto più tangibile si potrebbe osservare nelle indagini di agosto. Lo scenario centrale è che, grazie ai progressi della campagna vaccinale, la curva delle ospedalizzazioni possa disancorarsi rispetto a quella dei contagi: se la pressione sul sistema sanitario rimarrà contenuta, difficilmente i governi opereranno per un ritorno a restrizioni comparabili a quelle dello scorso autunno-inverno. Le prossime settimane dovrebbero essere decisive per fare maggiore chiarezza sulla relazione tra contagi e ospedalizzazioni.
- In sintesi, non escludiamo che la ripresa possa mostrare minor vigore nei prossimi mesi, frenata da una maggiore cautela da parte degli agenti economici e da una stagione turistica (soprattutto in Paesi come la Spagna particolarmente esposti al settore) meno vivace rispetto al previsto. Riteniamo comunque che, a meno di un significativo deterioramento della situazione sanitaria, dopo un possibile rimbalzo superiore al punto percentuale nel trimestre primaverile, l'espansione possa restare robusta durante l'estate (verosimilmente, su ritmi non dissimili da quelli della primavera). Saranno l'evoluzione del contesto epidemiologico e il relativo effetto sulle attività economiche a determinare il ritmo di crescita nel prossimo autunno.

Le indagini della Commissione Europea sono coerenti con una solida entrata nel trimestre estivo...



Nota: livello (asse y) e variazione mensile (asse x) dell'indice ESI.
 Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

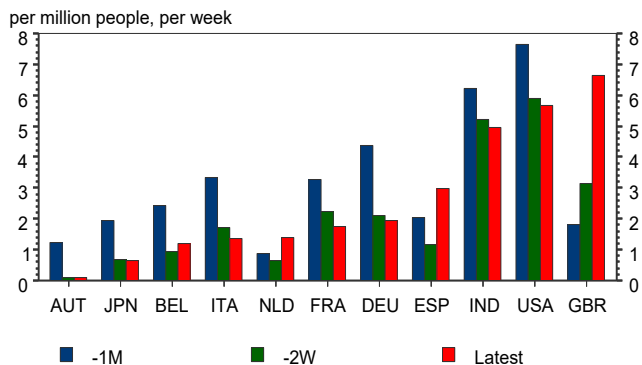
... e congiuntamente con i PMI continuano a dipingere un quadro roseo per la ripresa



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

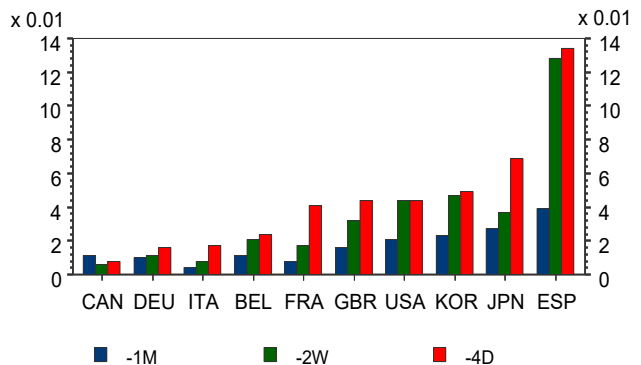
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



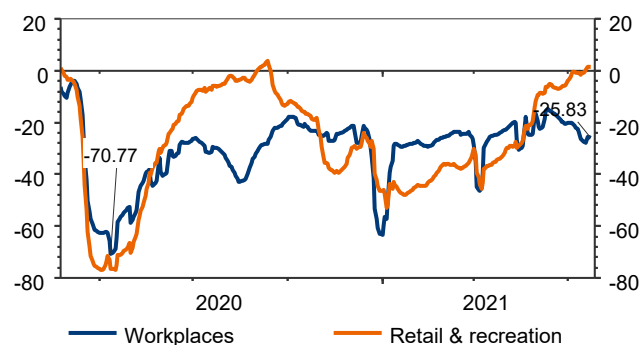
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



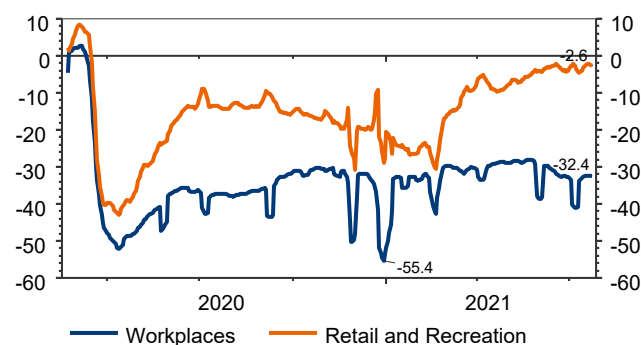
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



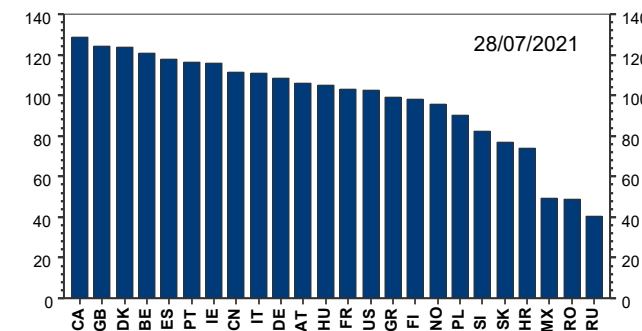
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



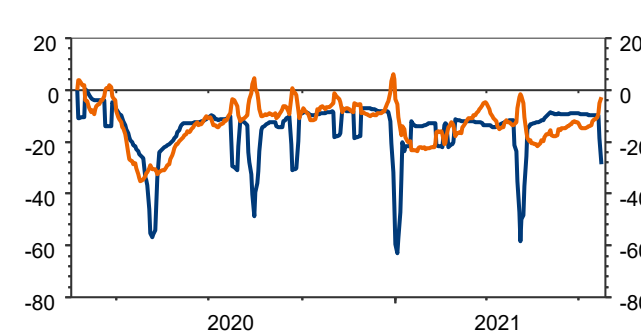
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro** sono in calendario i dati di produzione industriale di giugno nei tre principali Paesi, che dovrebbero mostrare tutti un rimbalzo dell'attività su base congiunturale dopo l'inatteso calo del mese precedente. Anche gli ordini tedeschi dovrebbero recuperare, almeno in parte, la flessione di maggio. Sempre a giugno, le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono attese nuovamente in crescita, spinte ancora dall'effetto riaperture. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di luglio dovrebbe confermare l'accelerazione dell'indice composito, trainato in questa fase soprattutto dai servizi.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sull'*employment report* di luglio, che dovrebbe registrare una solida crescita degli occupati non agricoli, in parte gonfiata da distorsioni dovute a fattori di stagionalizzazione. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare modestamente a 5,8%. Fra gli altri dati di luglio, gli indici ISM dovrebbero restare in territorio ampiamente espansivo e dare segnali in linea con quelli dei PMI: attività in crescita, prezzi ancora in rialzo, persistenti strozzature all'offerta. Per giugno, la spesa in costruzioni dovrebbe riaccelerare dopo il calo di maggio, e il deficit della bilancia commerciale dovrebbe ampliarsi ulteriormente.

Lunedì 2 agosto

Area euro

■ **Area euro. Le stime finali degli indici PMI manifatturieri di luglio** dovrebbero confermare la correzione, su livelli ampiamente espansivi, a 62,6 da 63,4 di giugno già emersa dalle letture preliminari. La prima stima per l'**Italia** potrebbe evidenziare una modesta flessione a 61,6 da 62,2 precedente, ancora prossima al massimo storico raggiunto a maggio.

Stati Uniti

- La **spesa in costruzioni** a giugno dovrebbe segnare un marginale rialzo di 0,1% m/m, dopo -0,3% m/m di maggio.
- L'**ISM manifatturiero** a luglio è previsto in rialzo a 62,5, da 60,6 di giugno. Le indagini regionali sono state miste (Richmond e NY Fed in netto rialzo, Philadelphia Fed in calo), ma con indicazioni complessivamente positive che fanno prevedere una ripresa dell'indice di attività a livello nazionale. Le informazioni per ordini e occupazione puntano a moderati rialzi, in linea con una prosecuzione della ripresa nel settore, seppur in presenza di persistenti difficoltà a reperire beni intermedi e lavoro. Anche il PMI manifatturiero flash ha confermato un quadro di attività in espansione, seppure frenata in parte da persistenti problemi di strozzature all'offerta.

Mercoledì 4 agosto

Area euro

- **Area euro. Le stime finali degli indici PMI dei servizi di luglio** dovrebbero ribadire l'incremento a 60,4 da 58,3 registrato nel mese di giugno confermando il settore come comparto trainante per la ripresa nel 3° trimestre. Le preoccupazioni per la risalita dei contagi e la diffusione della variante Delta hanno già evidenziato i primi effetti sulle aspettative delle imprese ma, almeno per il momento, non dovrebbero modificare in maniera sostanziale lo scenario di ripresa. In **Italia** la prima stima potrebbe mostrare un rialzo a 58,1 da 56,7 precedente, che rappresenterebbe un massimo dal 2007.
- **Area euro. Le vendite al dettaglio** sono attese in ulteriore incremento a **giugno**, stimiamo di +0,9% m/m dopo l'ampio rimbalzo di +4,6% m/m già registrato nel mese precedente per via delle riaperture. Nel mese in esame i dati sulla mobilità personale hanno infatti riportato un aumento degli spostamenti verso gli esercizi commerciali sui livelli della scorsa estate, e la fiducia delle famiglie ha evidenziato un netto miglioramento.

Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a luglio è atteso a 59,5 da 60,1 di giugno, in linea con le indicazioni del PMI flash. L'attività nei servizi, sulla base dei dati ad alta frequenza di diversi sotto-settori, è ormai tornata sui livelli pre-pandemici, nonostante il recente rialzo dei contagi, e gli indici di diffusione sono coerenti con un'espansione solida e diffusa. Come per le altre indagini, i prezzi dovrebbero dare segnali di surriscaldamento ancora in atto.

Giovedì 5 agosto

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi recuperare parte del calo di maggio (-3,7% m/m): stimiamo una crescita di 1,2% m/m. Le indagini continuano a segnalare una protratta debolezza della domanda di beni manufatti tedeschi dall'estero. La presenza di colli di bottiglia in alcune filiere produttive sta pesando sul manifatturiero in Germania più che in altri Paesi dell'eurozona.
- **Francia.** Dopo la contrazione di -0,3% m/m subita a maggio, la **produzione industriale** potrebbe registrare un contenuto rialzo (+0,2% m/m) a giugno. Nonostante la ripresa della domanda, l'attività manifatturiera dovrebbe essere stata penalizzata dalle strozzature dell'offerta, che non danno ancora segnali di ridimensionamento.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a giugno dovrebbe registrare un deficit di -74,1 mld di dollari, dopo -71,2 mld di maggio, alla luce delle informazioni fornite dalla stima preliminare della bilancia dei beni. I dati hanno mostrato un ampliamento del deficit dei beni di circa 3 mld di dollari, sulla scia di un incremento dell'import di 1,5% m/m, a fronte di una variazione dell'export di 0,3% m/m, in linea con un ampio contributo negativo del canale estero alla crescita del PIL del 2° trimestre.

Venerdì 6 agosto

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è attesa in recupero a giugno di 0,7% m/m. Si tratterebbe solo di una parziale normalizzazione dopo mesi di flessioni quasi ininterrotte (in 4 degli ultimi 5 mesi), sulla scia di strozzature presenti in alcune filiere produttive (per esempio nel settore auto). Le indicazioni dalle indagini Ifo e PMI sono miste, ma non si può escludere che l'andamento altalenante continui nei prossimi mesi. Se confermato, il dato di giugno lascerebbe la produzione in rotta per una crescita nel 2° trimestre di 0,5% t/t data la flessione nel trimestre invernale.
- **Italia.** La **produzione industriale** è vista tornare a crescere a giugno dopo l'inattesa flessione del mese precedente. Stimiamo un recupero di 0,6% m/m dopo il -1,5% di maggio. La fiducia delle imprese manifatturiere è ai massimi dal 2000 sia secondo l'indagine Istat, che in base all'indice PMI. L'industria resterà in una fase espansiva anche nei prossimi mesi, anche se le difficoltà di approvvigionamento e i rincari di alcune materie prime stanno facendo sì che la ripresa dell'attività produttiva sia più lenta di quanto segnalato dalle indagini.

Stati Uniti

- L'**employment report** a luglio dovrebbe dare informazioni positive sia sulla domanda sia sull'offerta di lavoro. Gli **occupati non agricoli** sono previsti in rialzo di 920 mila, dopo 850 mila del mese precedente, spinti anche, come a giugno, da fattori di stagionalizzazione particolarmente favorevoli nel settore dell'istruzione. Le richieste di sussidi di disoccupazione nella settimana di rilevazione dell'**employment report** di luglio sono tornate ad aumentare (419 mila, +51 mila), possibilmente sulla scia del rialzo dei contagi, ma restano stabili rispetto all'analoga settimana di giugno. Il trend dei sussidi esistenti è in calo costante, in accelerazione per quelli federali per via dell'interruzione dei programmi in diversi Stati. Sarà

importante vedere se la fine dei programmi federali per la disoccupazione anticipata in 26 Stati fra giugno e luglio, rispetto al termine legislativo di settembre, abbia dato luogo a un recupero dell'offerta di lavoro e a un minor eccesso di domanda. Le indicazioni delle indagini a luglio sono in linea con un'espansione degli occupati più rapida a luglio che a giugno, sia nel manifatturiero sia nei servizi. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe calare a 5,8%, con un recupero dell'occupazione rilevata dall'indagine presso le famiglie, particolarmente compressa a giugno. I salari orari dovrebbero segnare un nuovo aumento relativamente solido, 0,3% m/m, sempre spinto da una dinamica superiore alla media per i lavoratori nella fascia bassa della distribuzione salariale, concentrata nei servizi aggregativi e ricreativi. Le informazioni dell'*employment report* dovrebbero confermare il continuo miglioramento del mercato del lavoro, anche se è probabile che da agosto, con la fine degli effetti legati alla destagionalizzazione nel comparto istruzione, la dinamica occupazionale si riporti su ritmi meno rapidi, in media vicini a incrementi mensili di circa 500 mila posti.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2-8 agosto)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	2/8	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 52.2		
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	lug	51.3	51.1	
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		lug	37.4			
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	4.2	%	1.8	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		giu	-2.4	%		
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	lug	62.2		61.6	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 58.1		58.1	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 65.6		65.6	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 62.6		62.6	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	lug	60.4			
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		lug	63.1			
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	lug	60.6		60.5	62.5
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		giu	-0.3	%		0.1
Mar	3/8	11:00	EUR	PPI a/a		giu	9.6	%	
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		giu	1.7	%	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	giu	prel 0.8	%	
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	giu	prel 0.3	%	
Mer	4/8	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	lug	50.3		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	lug	56.7		58.1
		09:50	FRA	PMI servizi finale		lug	prel 57.0		57.0
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	lug	prel 62.2		62.2
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	lug	prel 60.6		60.6
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	lug	prel 60.4		60.4
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		giu	13.3	%	
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	lug	57.8		
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		giu	4.6	%	0.9
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		lug	692	x1000	
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		lug	59.7		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		lug	59.8		
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	lug	60.1		60.2
Gio	5/8	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	giu	-3.7	%	1.2
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	giu	-0.3	%	0.2
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln	
		14:30	USA	Bilancia commerciale		giu	-71.2	Mld \$	-71.5
Ven	6/8	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	giu	11.6	%	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	giu	-0.3	%	0.7
		08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T2	0.4	%	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		giu	26.0	%	
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	giu	-1.5	%	0.6
		14:30	USA	Salari orari m/m		lug	0.3	%	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	lug	5.9	%	5.7
14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	lug	850	x1000	926	920	
Dom	8/8	00:00	CN	Riserve in valuta estera		lug	3.214	1000Mld \$	
		00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	lug	36.7	%	
		00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	lug	51.5	Mld \$	
		00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	lug	32.2	%	

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 (31 luglio - 6 agosto)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Sab	31/7	02:30	USA	Discorso di Brainard (Fed)
Gio	5/8	10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		--	13:00	GB

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite di nuove case (mln ann.)	giu	0.724	Mln	0.800	0.676
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	giu	3.2	%	2.1	0.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	giu	0.5 (0.3)	%	0.8	0.3
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mag	15.0 (14.9)	%	16.4	17.0
Indice dei prezzi delle case m/m	mag	1.8	%		1.7
Fiducia consumatori (CB)	lug	128.9 (127.3)		123.9	129.1
Bilancia commerciale prelim	giu	-88.16	Mld \$		-91.21
Richieste di sussidio	settim	419	x1000	380	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.236	Mln	3.196	
PIL t/t ann. advance	T2	6.4	%	8.5	
Costo del lavoro	T2	0.9	%	0.9	
Deflatore consumi (core) a/a	giu	3.4	%	3.7	
Deflatore consumi a/a	giu	3.9	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	giu	0.0	%	0.7	
Redditi delle famiglie m/m	giu	-2.0	%	-0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	giu	0.5	%	0.6	
PMI (Chicago)	lug	66.1		64.6	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	lug	80.8		80.8	

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

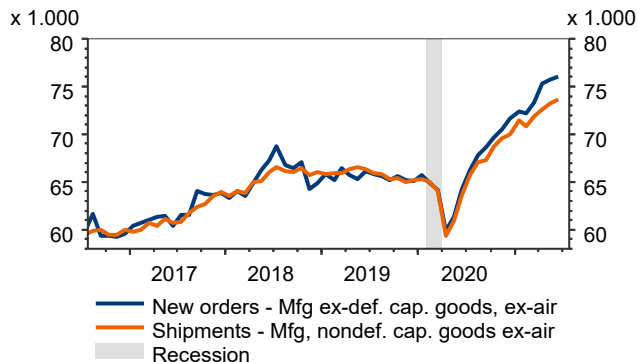
La **bilancia commerciale dei beni** preliminare, a giugno, registra un deficit di 91,2 mld, da 88,2 mld di maggio, spinto da un aumento delle importazioni (1,5% m/m, 3,5 mld), significativamente superiore alla variazione dell'export (0,3% m/m, 0,5 mld). Il rialzo delle importazioni è trainato dai beni capitali e dalle materie prime, mentre i beni di consumo e le auto restano in territorio negativo. Per quanto riguarda l'export, che risente del differenziale di crescita ancora favorevole agli USA rispetto ai partner commerciali, tutte le tipologie di beni sono in rialzo, con l'eccezione di un marginale calo nel comparto dei beni capitali (-0,1% m/m). I dati danno supporto alla previsione di un ampio contributo negativo del canale estero alla crescita del 2° trimestre.

Gli **ordini di beni durevoli** a giugno aumentano di 0,8% m/m, al di sotto delle aspettative di consenso pari a +2,2% m/m, ma il dato di maggio è rivisto verso l'alto a 3,2% m/m da 2,3% m/m. Gli ordini al netto dei trasporti sono in rialzo di 0,3% m/m. Gli ordini continuano a riflettere la solida crescita della domanda, anche se la produzione manifatturiera rimane frenata da problemi di strozzature all'offerta, in particolare nel settore auto. Gli ordini nel settore dell'aeronautica sono stati meno forti delle attese, ma in parte questo potrebbe essere dovuto alla revisione verso l'alto di maggio; nel comparto auto, gli ordini sono in calo di -0,3% m/m, probabilmente sulla scia dei problemi produttivi dovuti alla carenza di semiconduttori, che frenano l'output del prodotto finito e quindi la richiesta di parti. Le informazioni dalle consegne sono positive per le prospettive degli investimenti, con una variazione di 1,9% m/m per l'aggregato di beni capitali al netto della difesa, che conferma l'aspettativa di crescita forte dei macchinari nella stima del PIL del 2° trimestre.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a luglio è poco variata a 129,1 da 128,9 di giugno. Le condizioni correnti migliorano marginalmente a 160,3 da 159,6 e le aspettative sono circa stabili a 108,4 da 108,5. La fiducia si consolida quindi vicino ai livelli di febbraio 2020 (132,6), con indicazioni favorevoli per la crescita del 3° trimestre. Le famiglie restano ottimiste riguardo alla situazione corrente e continuano ad aspettarsi miglioramenti dell'economia, del mercato del lavoro e della loro situazione finanziaria. Ci sono anche indicazioni favorevoli riguardo alla spesa, con un aumento della frazione di intervistati che intende acquistare casa, auto e altri beni durevoli. Riguardo al mercato del lavoro, il 54,9% degli intervistati ritiene che i posti di lavoro disponibili siano abbondanti e solo il 10,5% ritiene che siano difficili da trovare, con segnali in linea con l'aspettativa di ulteriore calo del tasso di disoccupazione, sostenuti anche

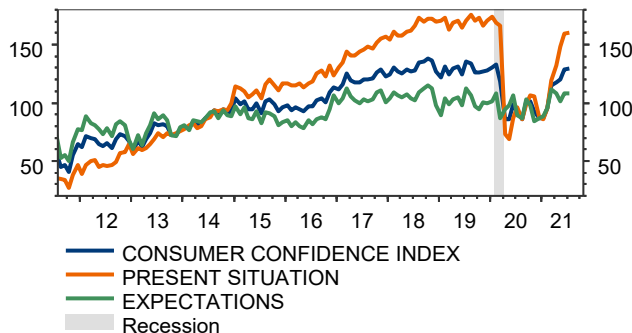
dalla valutazione di ulteriore miglioramento sull'orizzonte a 6 mesi. Le aspettative di inflazione restano storicamente elevate, ma calano modestamente da giugno.

Ordini e consegne di beni capitali continuano a crescere, segnalando domanda solida ed espansione degli investimenti



Fonte: Refinitiv-Datastream

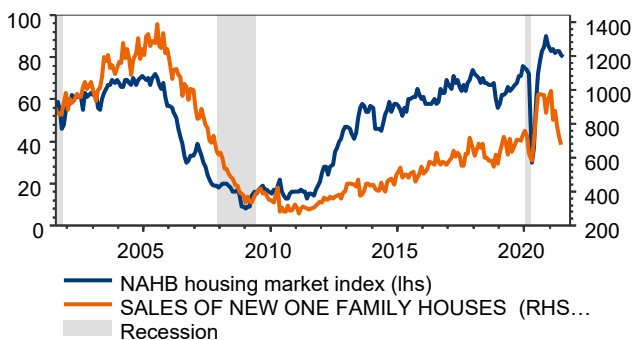
Fiducia dei consumatori vicina ai livelli pre-pandemici, con indicazioni positive per consumi e mercato del lavoro



Fonte: Refinitiv-Datastream

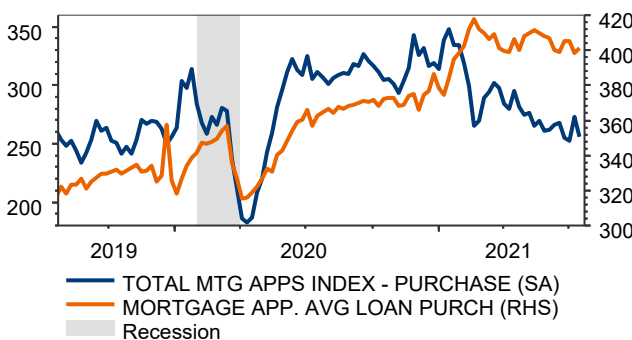
Le **vendite di case nuove** a giugno calano a 676 mila (consenso: 796 mila) da 724 mila di maggio (-6,6% m/m, -19,4% a/a) e registrano la terza flessione consecutiva. La correzione delle vendite ha determinato un aumento delle scorte, a 6,3 mesi, e un calo dei prezzi di -5% m/m, con un rallentamento della dinamica annua a +6% a/a, da 20% a/a di maggio. Il 2020 è stato un anno di boom immobiliare e a giugno le vendite sono tornate sui livelli pre-pandemici. Nei mesi recenti le vendite sono state frenate dai prezzi elevati e dalla scarsità di case di metrature contenute, che ha lasciato fuori dal mercato le famiglie con redditi medio-bassi al loro primo acquisto. Nonostante le flessioni recenti, la previsione è di stabilizzazione e modesto trend positivo, in linea con le indicazioni della fiducia dei costruttori e con il significativo calo dei tassi sui mutui.

Le vendite di case nuove a giugno tornano sotto i livelli pre-pandemici, ma la fiducia dei costruttori rimane su massimi storici



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le domande di nuovi mutui si stanno stabilizzando, grazie anche al calo dei tassi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	lug	52.4		52.2
Job to applicant ratio	giu	1.09	1.10	
Tasso di disoccupazione	giu	3.0	%	3.0
Vendite al dettaglio a/a	giu	8.3 (8-2)	%	0.2
Produzione industriale m/m prelim	giu	-6.5	%	5.0

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	lug	9.8			10.1
BEL	PIL t/t prelim	T2	1.1	(1.0)	%	1.5
EUR	M3 dest. a/a	giu	8.4		%	8.2
EUR	Fiducia consumatori finale	lug	-3.3	(-4.4)		-4.4
EUR	Fiducia servizi	lug	17.9			19.9
EUR	Indice di fiducia economica	lug	117.9			118.5
EUR	Fiducia industria	lug	12.8	(12.7)		13.0
EUR	PIL t/t 1a stima	T2	-0.3		%	1.5
EUR	PIL a/a 1a stima	T2	-1.3		%	13.2
EUR	CPI a/a stima flash	lug	1.9		%	2.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	lug	0.9		%	0.7
EUR	Tasso di disoccupazione	giu	7.9		%	7.9
FRA	Fiducia consumatori	lug	103	(102)		102
FRA	PIL t/t prelim	T2	-0.1		%	0.8
FRA	Spese per consumi m/m	giu	10.4		%	1.4
FRA	IPCA a/a prelim	lug	1.9		%	1.4
GER	IFO	lug	101.7			102.1
GER	IFO (sit. corrente)	lug	99.7			101.6
GER	IFO (attese)	lug	103.7	(104.0)		103.3
GER	Prezzi import a/a	giu	11.8		%	12.6
GER	Fiducia consumatori	ago	-0.3			1.0
GER	Tasso di disoccupazione	lug	5.9		%	5.8
GER	Variazione n° disoccupati	lug	-38		x1000	-28
GER	IPCA m/m prelim	lug	0.4		%	0.5
GER	IPCA a/a prelim	lug	2.1		%	2.9
GER	CPI (Lander) a/a prelim	lug	2.3		%	3.3
GER	CPI (Lander) m/m prelim	lug	0.4		%	0.5
GER	PIL s.a. t/t prelim	T2	-1.8		%	2.0
GER	PIL s.a. a/a prelim	T2	-3.1		%	9.6
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	giu	4.77		Mld €	4.79
ITA	Fiducia consumatori	lug	115.1			115.5
ITA	Indice di fiducia delle imprese	lug	114.8			115.4
ITA	PPI a/a	giu	8.1	(8.0)	%	9.1
ITA	PPI m/m	giu	1.1	(1.0)	%	1.4
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	giu	10.5		%	10.4
ITA	PIL a/a prelim	T2	-0.8		%	15.6
ITA	PIL t/t prelim	T2	0.1		%	1.3
ITA	IPCA m/m prelim	lug	0.2		%	-1.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	lug	1.3		%	1.7
ITA	IPCA a/a prelim	lug	1.3		%	1.0
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	lug	0.1		%	0.2
SPA	IPCA a/a prelim	lug	2.5		%	2.9
SPA	PIL t/t prelim	T2	-0.4		%	2.2

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

Area euro. Le indagini di fiducia economica della Commissione Europea di luglio sorprendono al rialzo e dipingono un quadro di robusta attività economica nei mesi centrali dell'anno. L'indice composito ESI è salito a 119 da 117,9 precedente, un nuovo massimo storico dopo che già la lettura di giugno era risultata la seconda più alta mai registrata. Il miglioramento del morale tra le imprese risulta diffuso a industria e servizi, a fronte di una leggera correzione nelle costruzioni e una sostanziale stagnazione nel commercio al dettaglio. Tra le principali economie dell'area, si registrano incrementi per Germania (a 117,2 da 112,2, un nuovo record), Francia (a 112,2 da 110,9 precedente) e Italia (a 117,9 da 115,8), a fronte di una correzione in Spagna (107,2 da 108,3).

La fiducia tra le imprese dei **servizi** è salita per il sesto mese consecutivo portandosi a 19,3 da 17,9 di giugno, ben al di sopra dei livelli pre-COVID e sui massimi dalla primavera del 2007. L'indice ha beneficiato dell'ulteriore alleggerimento delle restrizioni a inizio mese; tuttavia, si inizia a

registrare, come già nelle indagini PMI diffuse la scorsa settimana, un primo contenuto deterioramento delle aspettative per i prossimi mesi. La correzione delle attese può essere fisiologica dopo sei rialzi consecutivi ma potrebbe essere imputabile alle incertezze legate alla diffusione della variante Delta. È probabile che l'indagine di luglio non risenta ancora appieno della più recente evoluzione del contesto sanitario: se tale trend dovesse continuare, un impatto più tangibile si potrebbe osservare nelle indagini di agosto.

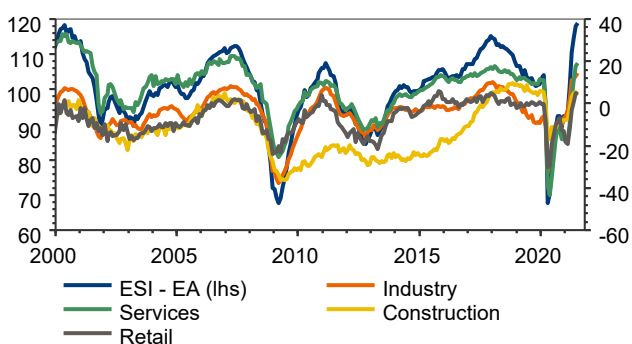
In crescita per l'ottavo mese consecutivo la fiducia delle imprese nell'**industria** a 14,6 da 12,8: l'indice ha aggiornato il massimo storico per il quarto mese consecutivo. Le aziende continuano a riportare un'accelerazione delle commesse a fronte di un continuo depauperamento delle scorte (con l'indice relativo che scende ai minimi storici), sintesi di una domanda in crescita a ritmi superiori all'offerta. I risultati delle indagini trimestrali sul settore manifatturiero evidenziano che le imprese segnalano livelli elevati del grado di utilizzo della capacità produttiva e lamentano difficoltà nel far fronte alla crescita degli ordini. Difficilmente la scarsità di input produttivi e la presenza di strozzature lungo le filiere produttive si ridimensioneranno nel breve termine. È quindi probabile che l'attività produttiva nei prossimi mesi possa risultare più fiacca rispetto a quanto suggeriscano le indagini.

La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori ha infine confermato la flessione a -4,4 da -3,3 di giugno, penalizzata da un peggioramento delle attese per il futuro (sia per quanto riguarda la condizione personale che la situazione economica generale) ed un incremento dei timori per la disoccupazione. In questa fase, il morale delle famiglie potrebbe essere più esposto di quello delle imprese alle preoccupazioni circa la risalita dei contagi; l'indice rimane comunque al di sopra dei livelli di maggio e superiore alla media di lungo periodo. I consumatori potrebbero assumere un approccio più cauto nei prossimi mesi ma continuiamo a ritenere che i consumi privati possano risultare tra le componenti di domanda destinate a trainare la ripresa nel 2° semestre.

Domani verrà pubblicata la prima stima del PIL area euro relativa al 2° trimestre. Alla luce del rapido miglioramento dell'attività a fine trimestre e delle indicazioni emerse dagli indici di fiducia riteniamo che i rischi per la nostra previsione di 1,4% t/t siano prevalentemente verso l'alto.

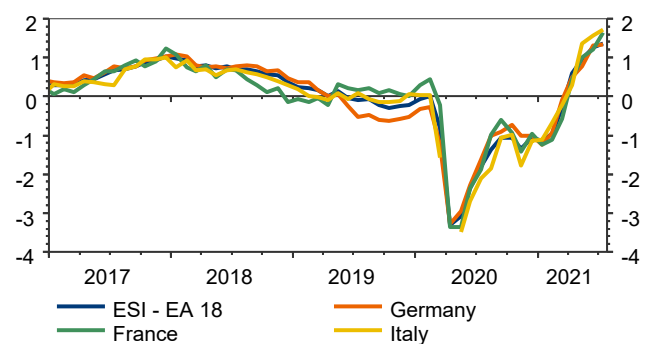
Nonostante l'incertezza relativa alla diffusione della variante Delta, lo scenario per il 2° semestre rimane espansivo. Le prime indagini di luglio sono infatti coerenti con una solida entrata nel 3° trimestre ed è possibile che, grazie ai progressi vaccinali, alla risalita dei contagi non corrisponda un'analogia saturazione delle strutture sanitarie tale da rendere necessarie restrizioni paragonabili a quelle varate durante le precedenti ondate. **L'espansione dovrebbe quindi rimanere solida durante l'estate** mentre saranno l'evoluzione del contesto epidemiologico e il relativo effetto sulle attività economiche a determinare il ritmo di crescita nel prossimo autunno.

Indici di fiducia della Commissione Europea per settore



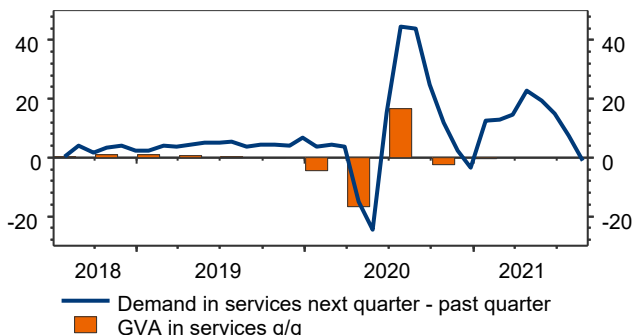
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Indici ESI per Paese



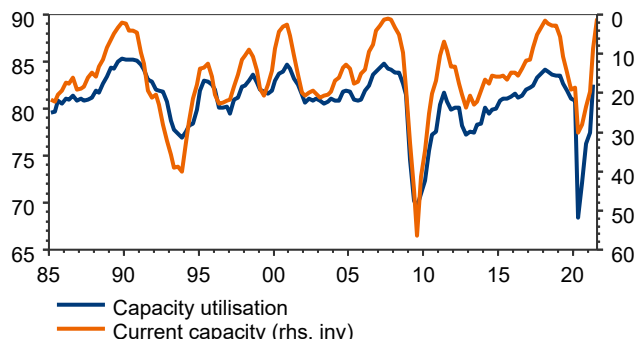
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Le indagini sui servizi segnalano una dinamica ancora espansiva ma le aspettative iniziano a risentire della diffusione della variante Delta



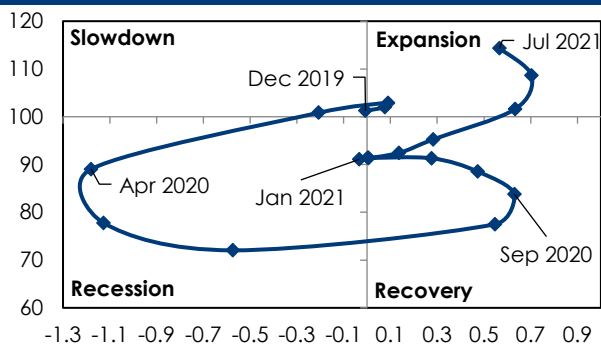
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

L'indagine trimestrale conferma la presenza di strozzature all'offerta nell'industria



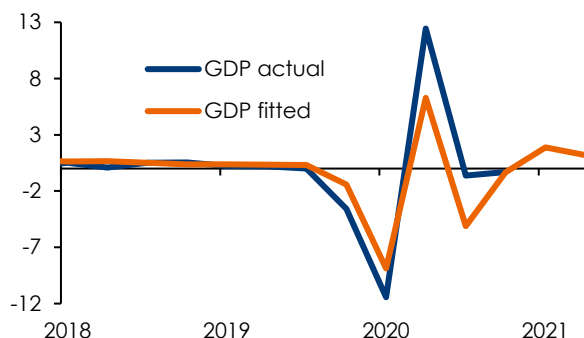
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

L'indagine è coerente con una solida entrata nel trimestre estivo



Nota: livello (asse y) e variazione mensile (asse x) dell'indice ESI (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Crescita del PIL (var % t/t) stimata sulla base dell'indice ESI



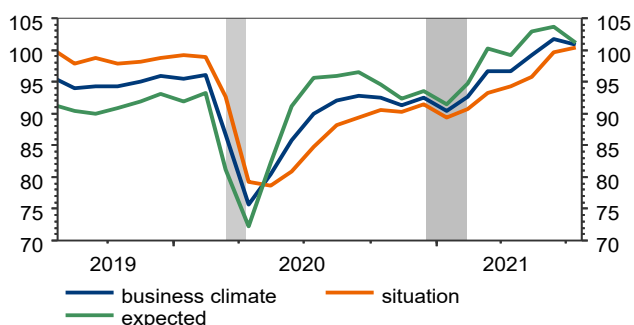
Fonte: Intesa Sanpaolo

Area euro. A giugno la crescita di **M3** è rallentata, circa in linea con le attese, a 8,3% a/a da 8,5% di maggio (rivisto al rialzo di un decimo). L'analisi delle controparti conferma come sia ancora il credito al settore pubblico, sostenuto dagli acquisti dell'Eurosistema, a fornire il maggior contributo (5,1% da 5,9% precedente). Invariato rispetto al mese precedente, invece, l'apporto dei prestiti al settore privato (3,6%), che riflette una stabilizzazione della crescita del credito alle imprese (1,9% a/a) a fronte di una contenuta accelerazione per quelli verso le famiglie (4,0% a/a da 3,9% precedente).

Germania. Dopo sei mesi di aumenti ininterrotti, l'**indice Ifo** a luglio è sceso a 100,8 da 101,7; il dato è circa in linea con le nostre previsioni. A cedere sono le attese, passate a 101,2 da un precedente 103,7, che però restano su valori elevati. L'indice sulla situazione corrente, invece, migliora a 100,4 da 99,7 punti. L'indagine di questo mese risente della presenza di colli di bottiglia dal lato dell'offerta e della maggiore incertezza legata alla diffusione delle varianti del coronavirus. Lo spaccato per comparto mostra una correzione dei servizi (indice in calo a 19,8 da 22,5), in contrasto con quanto segnalato dalle indagini PMI della scorsa settimana. La fiducia è calata nel manifatturiero, dove le attese per i prossimi mesi sono di moderazione. Le aziende tedesche lamentano la scarsità di prodotti intermedi e la mancanza di lavoratori qualificati. In peggioramento il morale anche nel commercio al dettaglio con l'indice per il comparto in calo a 10,3 da 12,6. Nel commercio all'ingrosso, le condizioni sono peggiorate meno, con l'indice in calo a 19,1 da 20,8. Di contro, le costruzioni segnano un'espansione, anche se il recupero nel

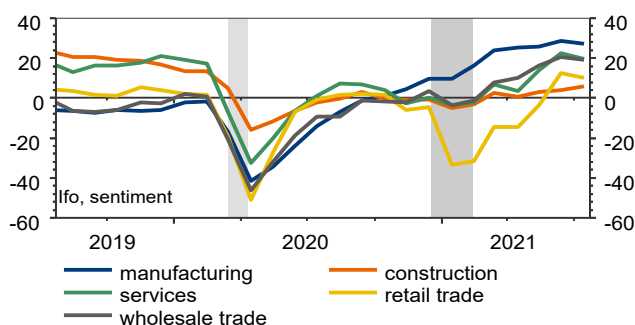
settore appare rallentato dai rincari delle materie prime. L'indice Ifo rimane ben al di sopra della media di lungo termine e continua a segnalare una fase di crescita solida dell'economia tedesca. Il rallentamento del manifatturiero sembra essere una tendenza che difficilmente invertirà a breve. Altresì, riteniamo che, al di là della volatilità mensile, servizi e commercio possano compensare la debolezza dell'industria, dal momento che la spesa di famiglie e imprese dovrebbe crescere a ritmi solidi. In sintesi, il livello di entrata dell'indice Ifo nel trimestre estivo suggerisce una normalizzazione dell'economia tedesca, attesa toccare il picco del ciclo (intorno al 2,6% t/t). Prevediamo una crescita del PIL di 2,3% t/t nel 2° trimestre (i dati saranno diffusi il 30 luglio). Di conseguenza, la nostra previsione di crescita del PIL di 3,5% nel 2021 sembra essere soggetta a rischi verso l'alto.

Germania: l'indice Ifo corregge lievemente a luglio



Fonte: Ifo, Refinitiv

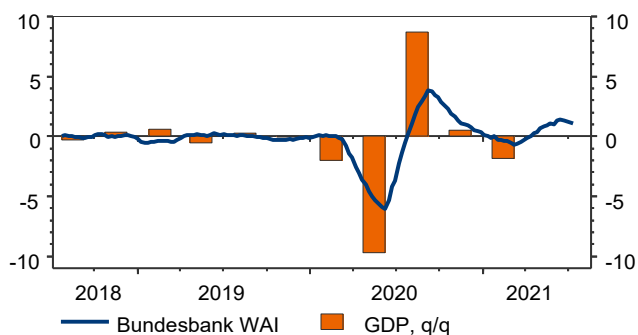
La battuta d'arresto riguarda quasi tutti i settori



Fonte: Ifo, Refinitiv

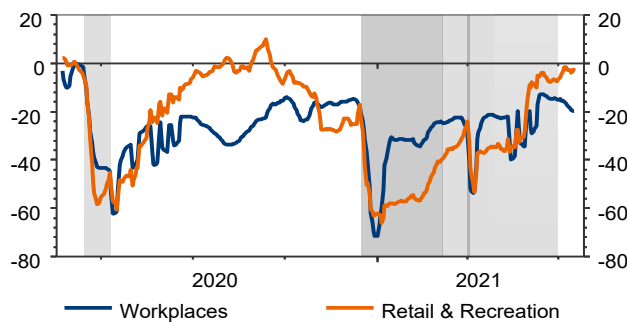
Germania. Il **WAI** della Bundesbank mostra un calo rispetto alla settimana precedente, a 1,1 punti; l'indice è coerente con una crescita del PIL del 2,3% nelle 13 settimane prima del 25 luglio rispetto alle 13 settimane ancora precedenti.

Germania: Indice WAI in frenata...



Fonte: Deutsche Bundesbank, DeStatis

... mentre gli indici di mobilità divergono



Fonte: Google Community Mobility Report

Germania. In **luglio il tasso di disoccupazione** è calato un decimo più del previsto, al 5,7% dal 5,9% di giugno. Nei prossimi mesi il consolidamento della ripresa guiderà la risalita dell'occupazione, che, tuttavia, verrà in parte spazzata da un possibile calo degli inattivi. Vediamo una diminuzione della disoccupazione quest'anno, al 5,7% dal 5,9% del 2020; riteniamo che il ritorno ai livelli pre-crisi del tasso dei senza-lavoro possa arrivare più avanti, verso la fine del 2022.

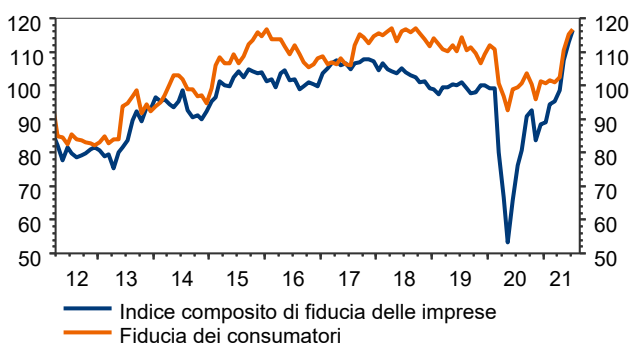
Francia. A **luglio l'indice di fiducia dei consumatori dell'INSEE** è calato a 101 da 103 precedente, rimanendo comunque al di sopra della media di lungo periodo (100) per il secondo mese consecutivo. La flessione è imputabile soprattutto ad una correzione delle aspettative sul tenore

di vita, della propensione nell'effettuare spese di rilievo e delle attese sulle finanze personali, che rimangono comunque ben al di sopra del livello medio. È possibile che le famiglie francesi abbiano risentito della maggiore incertezza relativa alla diffusione della variante Delta e non escludiamo che nei prossimi mesi assumano un approccio più cauto. La ripresa dei consumi non dovrebbe comunque subire un'inversione nei prossimi mesi.

Italia. I dati sulla fiducia di famiglie e imprese comunicati dall'Istat e relativi al mese di luglio sono stati ancora una volta più forti del previsto: tutti i principali indicatori hanno mostrato un miglioramento rispetto al mese precedente (particolarmente ampio per la fiducia delle aziende nel settore dei servizi), che riporta gli indici su livelli superiori a quelli pre-COVID, o su nuovi massimi da due decenni nel caso dell'industria e delle costruzioni.

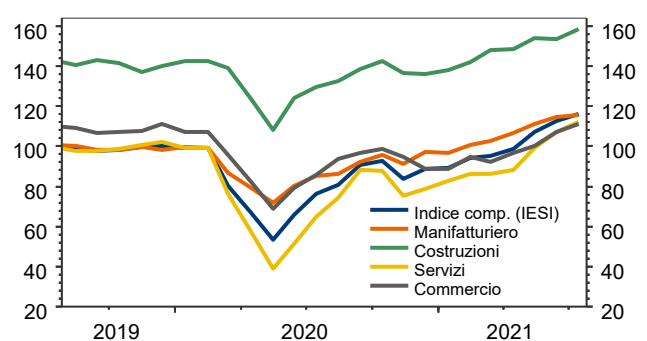
La fiducia dei consumatori è salita per il quarto mese consecutivo a luglio, a 116,6 da 115,1 del mese scorso. Il dato è più forte delle stime di consenso (che si posizionavano a 115,5) e porta l'indice ai massimi da settembre del 2018. **Il miglioramento è trainato dal clima economico nazionale**, che migliora più della situazione personale degli intervistati (che comunque raggiunge un nuovo massimo storico), **e dai giudizi sulle condizioni correnti, mentre le aspettative sul futuro sono meno ottimistiche** (ma la correzione appare fisiologica dopo che il mese scorso era stato toccato un record nella storia della serie). Correggono anche le attese sulla situazione economica dell'Italia (che peraltro avevano toccato anch'esse un massimo storico a giugno). **Salgono, per il secondo mese consecutivo, le aspettative sulla disoccupazione:** si tratta di un segnale che le famiglie sono preoccupate dei possibili effetti del graduale venir meno del blocco dei licenziamenti, coerente con la nostra idea che una svolta per il mercato del lavoro non sia ancora imminente.

In decisa accelerazione la ripresa della fiducia di consumatori e imprese



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

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



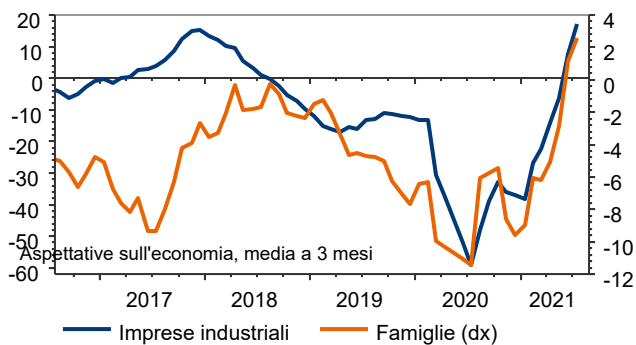
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice composito Istat sulla fiducia delle imprese è aumentato per l'ottavo mese consecutivo, a 116,3 da un precedente 112,8: si tratta di un massimo storico. Tutti i principali macrosettori hanno registrato un miglioramento. **Il recupero è particolarmente forte per i servizi** (a 112,3 da 107), **per il commercio al dettaglio** (a 111 da 107,2) – che fanno registrare dei nuovi massimi rispettivamente da giugno 2017 e da dicembre 2019 – e per le costruzioni, dove il morale ha raggiunto il livello più alto da gennaio 2000 (158,6 da 153,6 precedente).

Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è salita ancora una volta più del previsto, a 115,7 a luglio da 114,8 di giugno: si tratta di un nuovo record da novembre del 2000. **Il progresso è trainato dai giudizi correnti sugli ordini (dal mercato interno) e sulla produzione** (e da un calo delle scorte), mentre gli ordinativi correnti dall'estero e le aspettative su ordini e produzione (e sull'economia) sono in calo rispetto al mese scorso, quando però erano stati toccati dei massimi

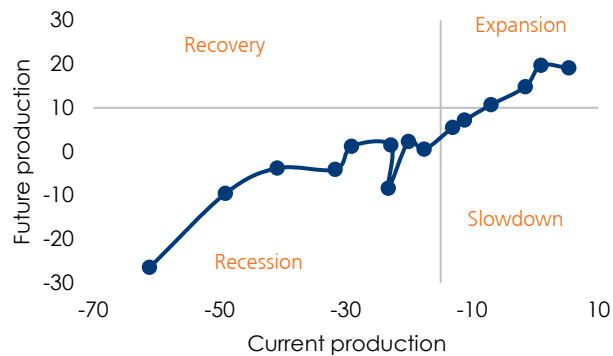
ventennali. Le attese sui prezzi di vendita sono salite a nuovi record, un segnale della **crescente tentazione delle aziende**, almeno in alcuni settori industriali, **di trasferire a valle le pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva**.

Le aspettative sulla situazione economica dell'Italia (pur in flessione a luglio) restano su livelli elevati



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

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



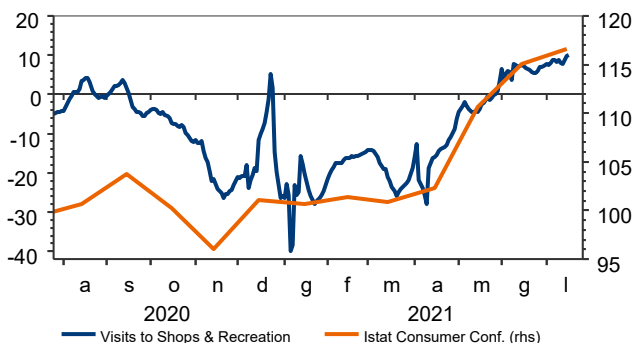
Nota: indici di produzione corrente e futura nell'indagine Istat sulle imprese manifatturiere (dati degli ultimi 13 mesi); l'intersezione degli assi è in corrispondenza con le medie storiche dei due indicatori. Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, la tornata di indagini di fiducia di luglio è stata, come già nei due mesi precedenti, decisamente migliore delle attese. **La ripresa della mobilità personale seguita alla "riapertura" dell'economia è stata più rapida del previsto**, come visibile dal fatto che la mobilità verso gli esercizi commerciali e le attività ricreative (secondo gli indicatori diffusi da Google) è sui massimi dallo scoppio del COVID. **Di ciò stanno beneficiando soprattutto servizi e commercio**, in presenza di un trend di espansione che continua nel manifatturiero e nelle costruzioni.

Peraltro, dalle indagini emerge anche qualche segnale di minor vigore in merito alle aspettative future: **i dubbi di famiglie e imprese circa il prosieguo della ripresa agli attuali ritmi potrebbe essere legato alle preoccupazioni sulla risalita dei contagi**, anche in conseguenza della diffusione della "variante Delta". Se dovesse proseguire questo trend, le indagini potrebbero mostrare una correzione (da livelli molto elevati) ad agosto.

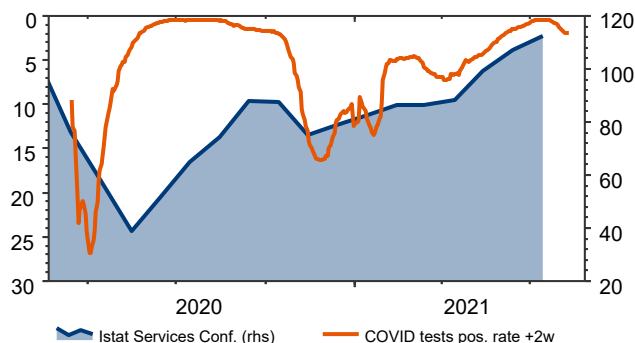
L'Istat diffonderà domani il dato preliminare sul PIL nel 2° trimestre dell'anno. **La nostra previsione è più ottimistica del consenso** e vede un'espansione di un punto percentuale e mezzo nel trimestre. **Le indagini di luglio segnalano che l'economia potrebbe mantenere un ritmo molto vigoroso (tra 1,5% e 2% t/t) anche nel trimestre estivo**, trainata dai consumi dal lato della domanda e dai servizi dal lato dell'offerta (le componenti che più avevano frenato il PIL durante la fase più acuta della crisi). **Difficilmente la risalita in corso dei contagi farà deragliare la ripresa nei mesi estivi** (almeno finché le ospedalizzazioni rimarranno su livelli contenuti); una maggiore incertezza potrebbe però riguardare il trimestre autunnale.

Gli ulteriori progressi della fiducia (e della spesa) dei consumatori dipenderanno dall'evolversi della situazione sanitaria...



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

...così come l'attività economica nei servizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Protezione Civile

Italia. I dati di giugno sul **commercio extra-UE** hanno evidenziato una sostanziale stabilità delle esportazioni (+0,1% m/m da -4% di maggio) a fronte di un aumento delle importazioni (+1,2% m/m da -1,6% precedente). Dal lato dell'export, si nota una crescita di beni intermedi (+6,1% m/m) ed energia (+2% m/m) in presenza di beni di consumo poco variati (+0,1% m/m) e beni strumentali in calo (-4,5% m/m). Dal lato dell'import sono invece i beni strumentali a registrare l'incremento più ampio (+5,3% m/m), ma la crescita è diffusa ai beni intermedi (+1,8% m/m) e di consumo (+1,1% m/m, che nasconde però un ampio balzo del 13,2% per i durevoli). Flettono rispetto al mese precedente gli acquisti di beni energetici (-2,8% m/m), al netto dei quali la crescita dell'import è più ampia (+2,4% m/m). La tendenza annua dell'export rallenta a 23,3% da 44%, quella dell'import a 31,1% da 55,1% (ritmi ancora viziati dal confronto con i livelli particolarmente bassi dei mesi primaverili del 2020). A giugno il saldo commerciale con i Paesi non appartenenti all'UE è risultato pari a +4.790 milioni (+4.676 milioni a giugno 2020) e a +7.517 milioni (+6.265 milioni un anno prima) al netto dell'energia. **Il 2° trimestre si chiude con importazioni extra-UE in crescita (+10,9% t/t) a ritmi superiori alle esportazioni (+6,3% t/t).** I dati sul commercio verso i Paesi UE verranno pubblicati il 12 agosto. Il canale estero dovrebbe aver frenato il PIL nel secondo trimestre.

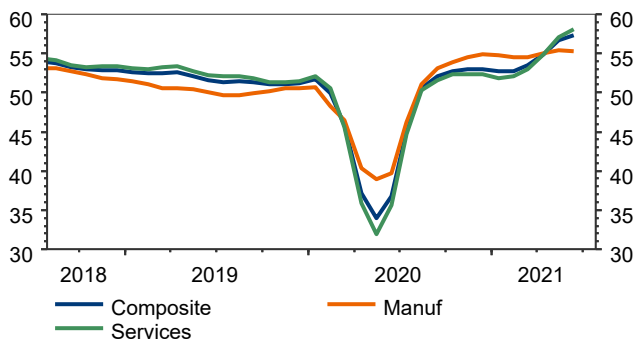
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	lug	52.9		
PMI manifatturiero - NBS	lug	50.9	50.8	
PMI non manifatturiero - NBS	lug	53.5		

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

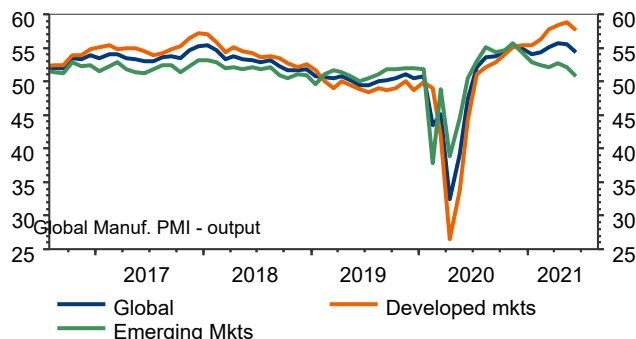
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



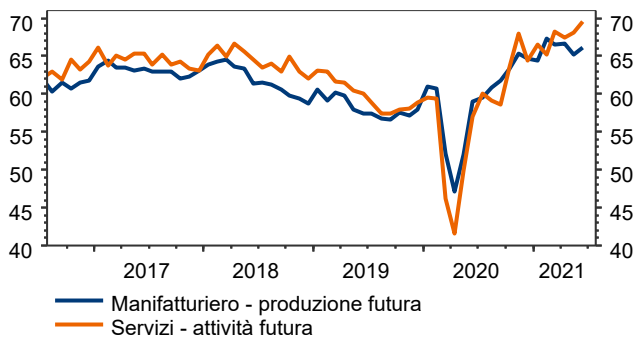
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



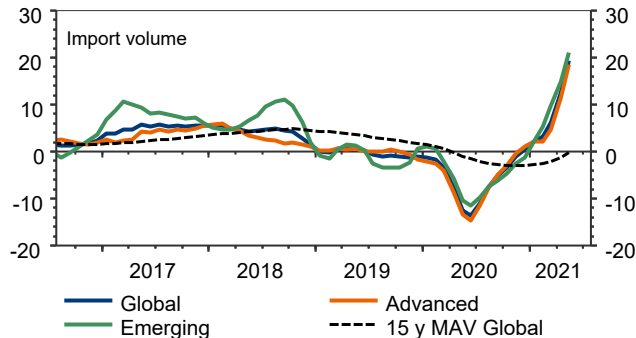
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



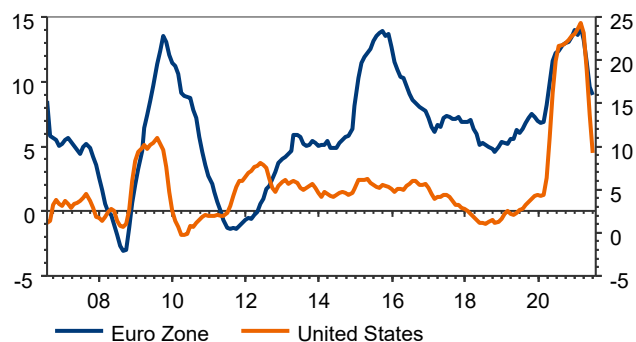
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



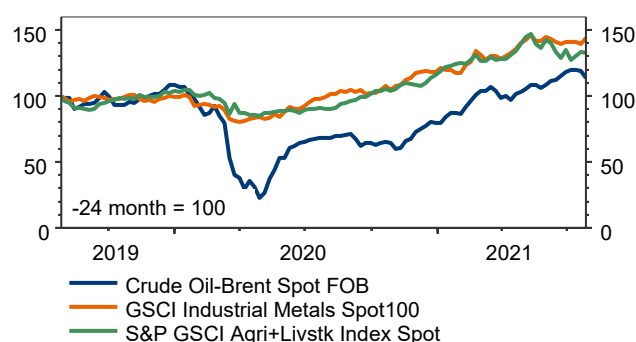
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

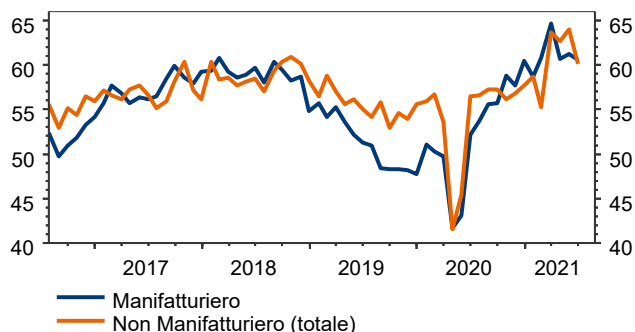
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

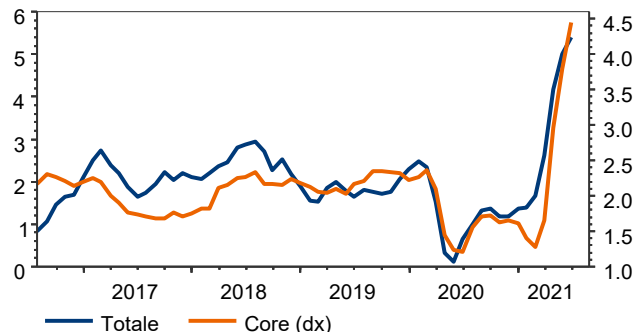
Stati Uniti

Indagini ISM



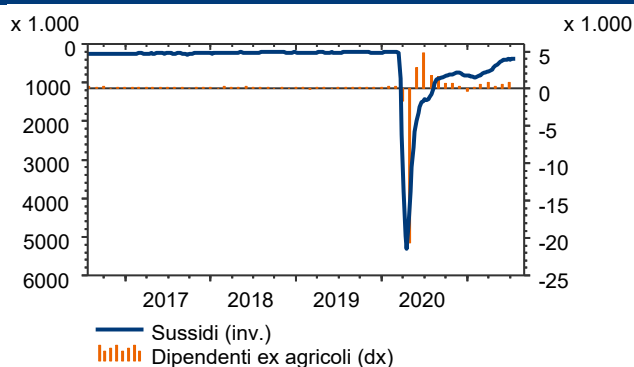
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



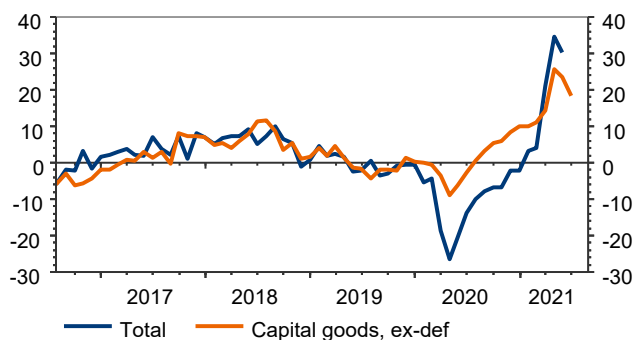
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

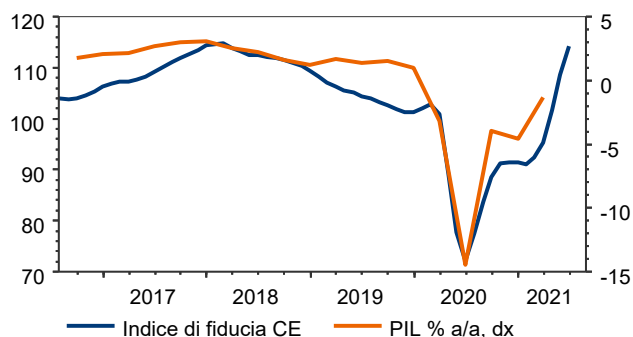
Previsioni

	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	5.9	4.0	-12.9	9.6	2.0	0.9	1.4	2.0	1.1	0.8
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

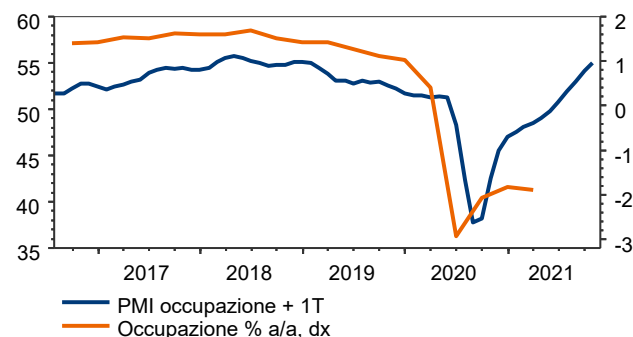
Area euro

PIL



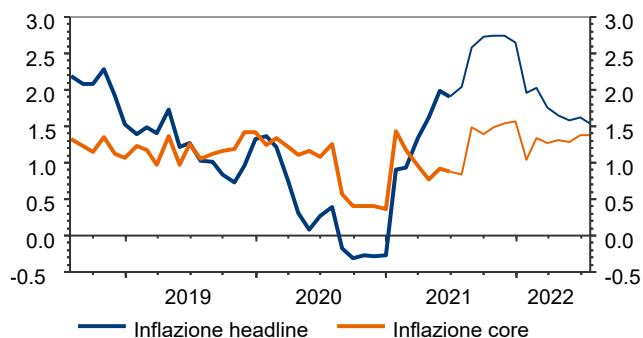
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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

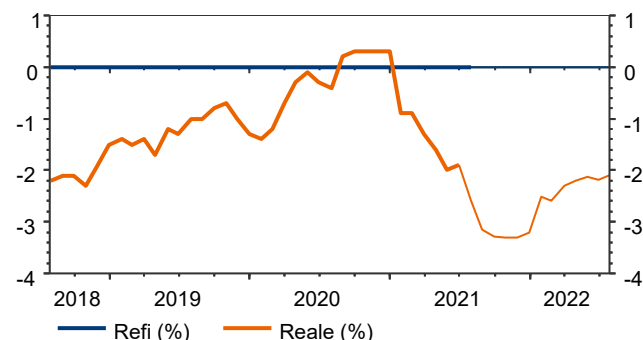
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	28/7	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

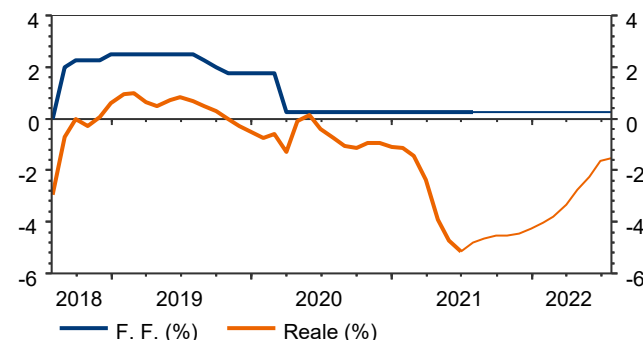


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	28/7	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

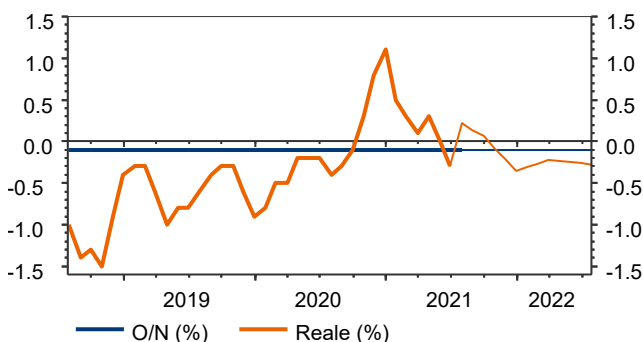


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	28/7	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	-0.10	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

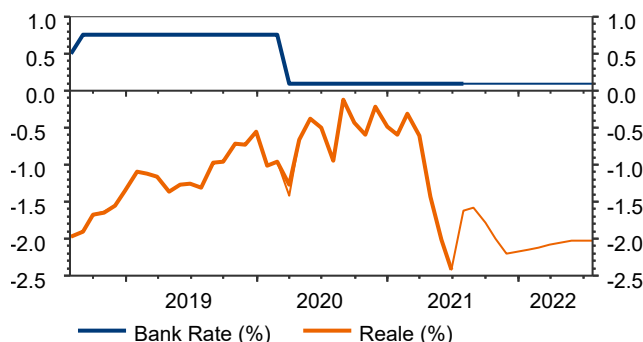


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	28/7	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	0.07	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	29/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.17	1.21	1.21	1.19	1.1870	1.17	1.16	1.15	1.20	1.22
USD/JPY	109	105	105	109	111	109.75	111	112	113	114	115
GBP/USD	1.22	1.30	1.37	1.39	1.38	1.3955	1.37	1.37	1.36	1.44	1.48
EUR/CHF	1.10	1.08	1.08	1.10	1.10	1.0786	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	121	123	127	132	132	130.30	129	130	129	137	141
EUR/GBP	0.90	0.90	0.88	0.87	0.86	0.8504	0.85	0.84	0.84	0.83	0.82

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

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