

Weekly Economic Monitor

Il punto

La BCE ha sbloccato la flessibilità dei reinvestimenti PEPP per contenere la divergenza delle condizioni finanziarie tra i paesi dell'area euro. Inoltre, ha prospettato l'implementazione di una **soluzione strutturale: probabilmente un meccanismo tipo SMP**, con accesso subordinato al soddisfacimento di condizioni minime e sterilizzazione degli effetti di liquidità. Tale sviluppo dovrebbe facilitare la normalizzazione dei tassi ufficiali nei prossimi mesi.

Il FOMC viene a patti con la realtà: rialzi dei tassi a oltranza per domare l'inflazione. La riunione di giugno ha segnato una nuova svolta della politica monetaria, con un aumento di 75pb e il segnale che gli interventi resteranno ampi fino a quando non ci sarà "evidenza inoppugnabile" di rallentamento della dinamica mensile dei prezzi. La Fed riconosce la necessità di una politica monetaria restrittiva per riportare l'inflazione verso il 2%, e prevede rallentamento della crescita e rialzo della disoccupazione. Dato che l'inflazione è influenzata anche da fattori al di fuori del controllo della banca centrale, un *overshooting* sui tassi e una recessione a partire dal 2° semestre 2023 sono eventi con probabilità rilevante, vicina al 40%, a nostro avviso.

I market mover della settimana

In **area euro** la tornata di indagini di fiducia di giugno dovrebbe riportare un contenuto miglioramento del morale delle imprese in Germania e Francia; indicazioni miste potrebbero venire dalle indagini Istat in Italia. I PMI, pur restando su livelli espansivi, dovrebbero confermare la divergenza in atto tra manifattura e servizi. Anche il morale dei consumatori europei è visto salire leggermente pur restando ben al di sotto della media di lungo periodo. In calendario, infine, le stime finali del PIL in Spagna e nei Paesi Bassi e il dato di aprile sulla produzione nelle costruzioni in area euro.

In settimana ci sono pochi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Gli indici PMI Markit flash per settore e manifatturiero di giugno dovrebbero confermare il proseguimento dell'espansione pur segnalando rallentamento del ritmo di crescita. La fiducia dei consumatori a giugno dovrebbe stabilizzarsi dopo il crollo visto con la lettura preliminare dell'indice, confermando i timori per l'aumento dell'inflazione e la correzione dei mercati. Le vendite di case nuove ed esistenti a maggio dovrebbero proseguire sul trend in calo visto da inizio anno, con variazioni meno ampie rispetto a quelle dei mesi recenti.

17 giugno 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

La BCE ha sbloccato la flessibilità dei reinvestimenti PEPP per contenere la divergenza delle condizioni finanziarie tra i paesi dell'area euro. Inoltre, ha prospettato l'implementazione di una **soluzione strutturale: probabilmente un meccanismo tipo SMP**, con accesso subordinato al soddisfacimento di condizioni minime e sterilizzazione degli effetti di liquidità. Tale sviluppo dovrebbe facilitare la normalizzazione dei tassi ufficiali nei prossimi mesi.

- **Mercoledì 15 giugno, la BCE ha fatto partire il primo piano di emergenza contro la “frammentazione” finanziaria, sbloccando la flessibilità dei reinvestimenti PEPP.** Come segnalato nel [comunicato stampa](#) emesso dopo una riunione straordinaria del Consiglio direttivo, la misura è giustificata dalla necessità di garantire la funzionalità del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.
- Purtroppo, il comunicato non fornisce alcuna indicazione riguardo ai limiti operativi dell'operazione. Entrando nel campo delle congetture, il fatto che la flessibilità riguardi anche l'allocazione fra giurisdizioni, oltre che quella temporale, farebbe pensare che sia **ipotizzabile un assetto nel quale, per brevi periodi di tempo: (1) il portafoglio PEPP può crescere come se gli acquisti netti non fossero stati del tutto sospesi; (2) le deviazioni dall'allocazione normale essere transitoriamente consistenti (anche decine di miliardi)**. In teoria, tutto l'ammontare delle scadenze riferibili alla giurisdizione (che per l'Italia vale 280 miliardi) potrebbe essere concentrato in un periodo di tempo ristretto. Presumibilmente, però, l'applicazione della flessibilità prevedrà un ribilanciamento successivo, mediante un flusso di riacquisto inferiore alle scadenze, e un'eccessiva concentrazione degli acquisti sarebbe percepita come insostenibile, riducendo nel tempo l'efficacia dello strumento.
- Nello stesso comunicato, perciò, la BCE dichiara di aver dato mandato ai comitati e ai servizi della BCE di accelerare il completamento di un **nuovo meccanismo anti-frammentazione** da proporre al Consiglio Direttivo. Come ha dichiarato Knot, tale meccanismo sarebbe attivato qualora i reinvestimenti PEPP si dimostrassero insufficienti. Anche in questo caso, manca qualunque indicazione riguardo alle opzioni che vengono esplorate. Qualche congettura sul nuovo meccanismo:
 - poiché è iniziata una rimozione dello stimolo monetario, **lo strumento deve evitare di interferire con la trasmissione dei prossimi rialzi dei tassi alla curva risk-free**. Ciò esclude programmi di acquisto universali come l'APP o come il PEPP: gli interventi devono agire sui differenziali, e quindi essere *country-specific*. Se prevedono acquisti di titoli *outright*, **dovranno probabilmente essere sterilizzati dal punto di vista dell'impatto di liquidità**;
 - in questa fase serve un sostegno alla liquidità, non un piano di salvataggio: nessun paese ha perso l'accesso ai mercati o è vicino a perderlo. Inoltre, i fondamentali di medio e lungo periodo sono migliorati. Questo aspetto dovrebbe consentire di **evitare una sovrastruttura di condizionalità pesante**, come invece è avvenuto per altri strumenti in passato (per esempio, le OMT¹). Serviranno però ugualmente delle garanzie contro il rischio di *moral hazard* da parte dei governi. Queste potrebbero venire forse da un legame con il rispetto delle raccomandazioni del semestre europeo e/o dal confinamento degli acquisti a scadenze brevi della curva, come per le OMT. Poiché lo scopo della misura non è garantire l'accesso ai mercati ma assicurare una maggiore convergenza delle condizioni finanziarie, riteniamo che non sarebbe opportuno limitare gli acquisti alle scadenze brevi;
 - diversamente dalle OMT, inoltre, **sarebbe preferibile che il meccanismo non richiedesse una domanda di attivazione da parte del paese, ma che scattasse sulla base di un sistema di allarme che identifichi le deviazioni eccessive dai fondamentali e di una**

¹ Le OMT hanno come preconditione l'erogazione di supporto da parte dell'ESM, anche in forma di programma precauzionale, e il ripristino dell'accesso al mercato. In tale programma, mai attivato, gli acquisti BCE si concentrano sulle scadenze 1-3 anni.

decisione del Consiglio Direttivo BCE. Le condizioni di cui sopra, quindi, determinerebbero a priori la possibilità di accesso al meccanismo. Il nuovo meccanismo sarebbe quindi più vicino allo SMP che alle OMT.

- Fino a pochi giorni fa, la BCE aveva sottovalutato la complessità della transizione da un regime in cui i suoi acquisti facevano il mercato, a un assetto normale in cui sono gli operatori privati a determinare di nuovo i prezzi – e in un contesto così incerto che neppure la BCE è più in grado di fornire un indirizzo stabile sulla politica monetaria e si adatta alle aspettative dei mercati. Quello che è stato annunciato mercoledì avrebbe potuto essere comunicato giovedì 9 giugno, se non addirittura preventivamente in aprile. Ciò avrebbe evitato picchi di volatilità potenzialmente deleteri anche per la qualità dei flussi di investimento, perché favoriscono il trading di brevissimo periodo rispetto alle strategie *buy-and-hold*. Però ora qualcosa ha iniziato a muoversi, ed è plausibile che entro poco tempo la lacuna venga colmata con misure strutturali. Se non vi saranno titubanze da qui al 21 luglio, questo è un miglioramento radicale.
- Ciò ha anche implicazioni per la velocità della normalizzazione dei tassi: se la BCE riesce a mitigare i rischi di instabilità finanziaria derivanti dal passaggio, potrà anche permettersi un ritmo di rialzo dei tassi maggiore.

Il FOMC viene a patti con la realtà: rialzi dei tassi a oltranza per domare l'inflazione. La riunione di giugno ha segnato una nuova svolta della politica monetaria, con un aumento di 75pb e il segnale che gli interventi resteranno ampi fino a quando non ci sarà "evidenza inoppugnabile" di rallentamento della dinamica mensile dei prezzi. La Fed riconosce la necessità di una politica monetaria restrittiva per riportare l'inflazione verso il 2%, e prevede rallentamento della crescita e rialzo della disoccupazione. Dato che l'inflazione è influenzata anche da fattori al di fuori del controllo della banca centrale, un *overshooting* sui tassi e una recessione a partire dal 2° semestre 2023 sono eventi con probabilità rilevante, vicina al 40%, a nostro avviso.

- La **riunione del FOMC del 14-15 giugno** si è conclusa con il **rialzo di 75pb** che il mercato ha "imposto" alla Fed dopo la riaccelerazione del CPI di maggio e delle aspettative di inflazione di giugno. Il voto non è stato unanime, con George (Kansas City Fed, sempre all'estremo dei falchi) che avrebbe voluto un rialzo da 50pb, probabilmente per mantenere coerenza con la guidance data fino a una settimana fa. Le **prospettive per i tassi** che emergono dall'aggiornamento delle proiezioni e dalla conferenza stampa di Powell sono di **rialzi fra 50 e 75pb a luglio e proseguimento di aumenti superiori a 25pb** fino a quando non si vedrà "un'evidenza inoppugnabile" di rallentamento delle variazioni mensili di inflazione. Powell ha anche affermato che aumenti di 75pb probabilmente saranno "inusuali" e non "comuni", e che le decisioni verranno prese "riunione per riunione". Lo scenario previsto dal FOMC è di **tassi a 3,4% a fine 2022, a 3,8% a fine 2023, e in successivo calo a 3,4% a fine 2024. I rischi per l'inflazione sono verso l'alto** e, a nostro avviso, di conseguenza sono verso l'alto anche i rischi sui tassi. La Fed scrive nero su bianco (v. tabella e grafico) che 1) l'inflazione resterà elevata nel 2022; 2) la domanda deve rallentare significativamente per generare il rientro dei prezzi; 3) il tasso di disoccupazione deve salire; e che, per ottenere questi risultati, 4) i tassi devono entrare in territorio restrittivo già quest'anno.
- Il **comunicato**, scarno e praticamente invariato, rileva "attività economica in ripresa dopo il calo del 1° trimestre" e non modifica la valutazione di crescita occupazionale "robusta" e tasso di disoccupazione "basso". L'inflazione continua a essere definita "elevata" a causa di "squilibri di domanda e offerta collegati alla pandemia, prezzi energetici in rialzo e pressioni dei prezzi più diffuse". Il Comitato segnala anche le pressioni verso l'alto sull'inflazione e verso il basso sulla crescita derivanti dalla guerra in Ucraina e dai *lockdown* in Cina. Nei paragrafi dedicati alla politica monetaria, si ribadisce che la Fed prevede che "continui rialzi" saranno appropriati, mentre si procederà con la riduzione del portafoglio titoli lungo le linee descritte a maggio. Dal testo è stata rimossa la frase secondo cui "con la restrizione appropriata (...) il Comitato prevede che l'inflazione torni al suo obiettivo del 2% e che il mercato del lavoro resti forte". Powell ha cercato di argomentare che le nuove previsioni, pur con un significativo

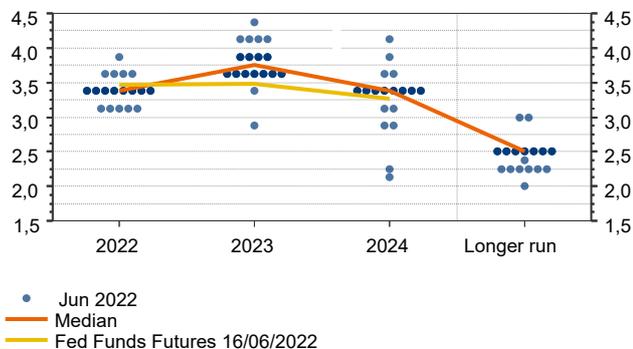
rialzo del tasso di disoccupazione, sono coerenti comunque con un mercato del lavoro "forte", ma è evidente **lo spostamento dell'obiettivo della politica monetaria su una singola variabile, l'inflazione**, anche a discapito del mercato del lavoro.

- Nella **conferenza stampa**, Powell ha giustificato il rinnegamento della *forward guidance*, che segnalava un aumento di 50pb fino a una settimana fa, con le due sorprese macro di venerdì scorso (CPI a 8,6% a/a e aspettative di inflazione a 5 anni a 3,3%), richiamando la necessità di essere "flessibili". Powell ha più volte sottolineato che la Fed è impegnata a **fare scendere l'inflazione a ogni costo**, attraverso una necessaria riduzione della domanda aggregata e della domanda di lavoro, ma ha aggiunto che ci sono **fattori al di fuori del suo controllo** che agiscono sull'offerta (sia sul mercato dei beni sia su quello del lavoro) e sui prezzi (materie prime), rendendo particolarmente difficile il rallentamento della dinamica dei prezzi. I **punti centrali** della discussione sono stati due.
 - **Condizioni per continuare sul sentiero "spedito" dei tassi** (cioè di rialzi > 25pb) - Powell ha ripetuto più volte che la Fed richiederà "evidenza inoppugnabile" di un rallentamento della dinamica mensile dell'inflazione, prima di ridurre il ritmo dei rialzi, e affermato che sarà necessario seguire l'indice headline, e non solo il core. Un'altra versione esplicita delle condizioni per rallentare il ritmo dei rialzi è "una serie di dati mensili di inflazione in calo". Powell ha giustificato la necessità di viaggiare speditamente sul sentiero dei rialzi non solo con **l'inflazione elevata**, ma anche con il **livello obiettivamente basso dei tassi**, evidenziando che i Fed Funds sono ancora adesso "solo" a 1,6% e che i tassi reali nel tratto breve della curva sono ancora ampiamente negativi.
 - **Punto di arrivo dei tassi** - Le proiezioni aggiornate mostrano **un arrivo a 3,8%** (3,75%-4%) nel 2023, in linea probabilmente con due rialzi da 25pb l'anno prossimo. Secondo Powell, questo livello è appropriato per controllare l'inflazione. Tuttavia, in caso di ritardo nella risposta dei prezzi alla riduzione della domanda indotta dal rialzo dei tassi, la Fed "non può fallire" nella guerra sui prezzi e deve "finire il lavoro", ammettendo implicitamente la possibilità di andare in *overshooting* sui tassi nel 2023.
- **Conclusioni e previsioni.** La riunione del 14-15 giugno ha impietosamente rivelato i ritardi e le incertezze della Fed di fronte agli sviluppi economici dell'ultimo anno e indebolito il valore della *forward guidance*. Il mea culpa di Powell non garantisce che in futuro non vengano ripetuti gli errori del recente passato, ma almeno implica determinazione a perseguire l'obiettivo di rientro dell'inflazione e di aggiustamento della politica monetaria, nonostante rischi di ricadute negative su crescita e disoccupazione.

Alla luce dell'impegno ad alzare i tassi "speditamente" fino a quando non si vedrà una sequenza di dati mensili di inflazione in rallentamento, riteniamo che il **sentiero di rialzi che emerge dal grafico a punti sia incoerente con lo scenario dell'inflazione dei prossimi mesi**. La previsione per il CPI di giugno oggi è di 1% m/m per l'indice headline e 0,5% m/m per il core (fonte: Inflation Nowcasting, Cleveland Fed) e rende **probabile un altro rialzo di 75pb a luglio**. In caso di debolezza di altre variabili (indagini presso le imprese, ordini, fiducia) il Comitato potrebbe optare per 50pb, ma sarà difficile, anche perché Powell ha citato diverse volte la necessità di vedere una domanda di lavoro più contenuta (cioè un ampio calo, per esempio, delle posizioni vacanti). Ritenendo improbabile una "sequenza" di variazioni in rallentamento in estate, pensiamo (anche ottimisticamente) che siano probabili almeno altri due rialzi da 50pb seguiti, nell'ipotesi più benigna, da rialzi da 25pb da dicembre 2022 a marzo 2023.

Questo sentiero lascerebbe i **Fed Funds fra 3,5% e 3,75% a fine 2022** (rischio: 3,75%-4%), e potrebbe portare il **punto di arrivo fra 4% e 4,5% a metà 2023**. Come la Fed, riteniamo che 1) il sentiero dell'inflazione dipenda anche da fattori fuori del controllo della banca centrale (offerta di lavoro, eccesso di domanda di case, prezzi delle materie prime), con rischi verso l'alto sui tassi; e 2) il ciclo dei tassi svolterà nel 2024, con una **sequenza di tagli nel 2024-25**.

Grafico a punti: ampio spostamento verso l'alto, forse non è l'ultimo



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

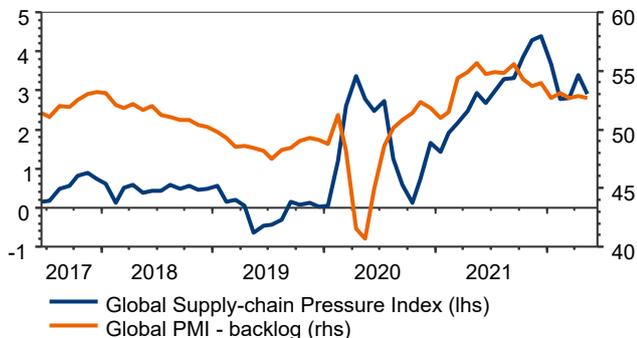
Proiezioni economiche dei membri del Board e dei Presidenti delle Fed regionali: crescita più bassa, disoccupazione e inflazione più alte, tassi in territorio restrittivo

Variable	Median			
	2022	2023	2024	Longer run
Real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8
Dec. projection	2.8	2.2	2.0	1.8
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0
Dec. projection	3.5	3.5	3.6	4.0
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0
Dec. projection	4.3	2.7	2.3	2.0
Core PCE inflation	4.3	2.7	2.3	
Dec. projection	4.1	2.6	2.3	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5
Dec. projection	1.9	2.8	2.8	2.4

Fonte: Federal Reserve Board, giugno 2022

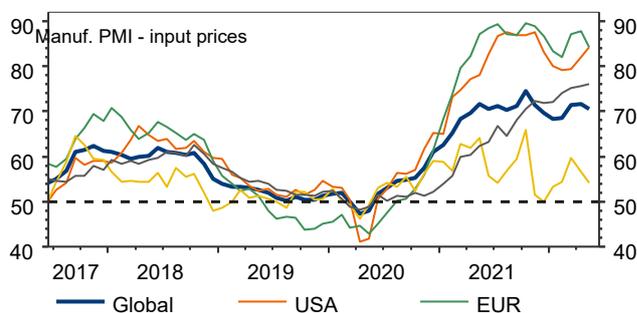
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



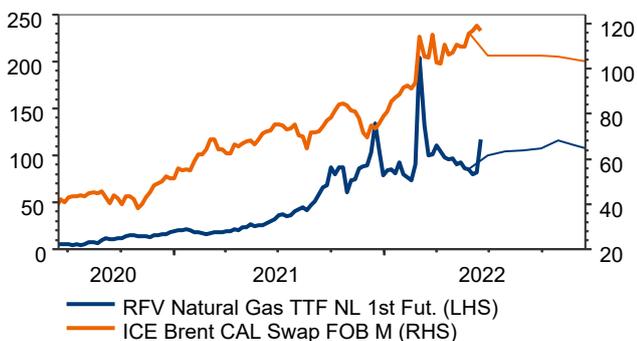
Fonte: New York Fed, IHS Markit.

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Fonte: IHS Markit. Nota: indici di diffusione.

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



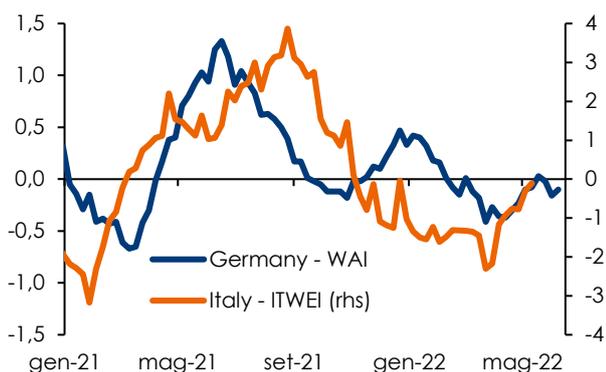
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv.

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



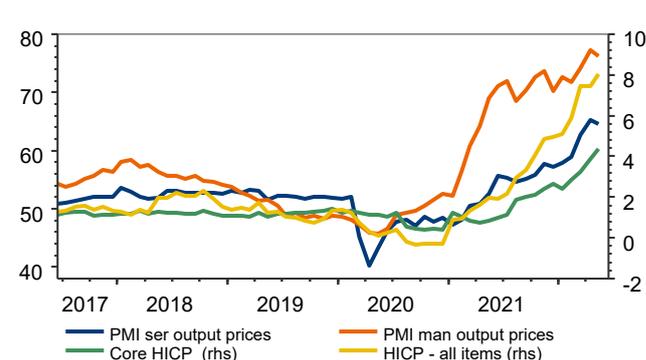
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports. EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna.

Indici settimanali di attività nell'Eurozona (Germania e Italia)



Nota: l'indice tedesco WAI misura il tasso di crescita del PIL nelle ultime 13 settimane rispetto alle 13 settimane precedenti, l'indice italiano ITWEI misura la crescita trimestrale del PIL calcolata implicitamente dalla variazione settimanale tendenziale. Fonte: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia

Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

I market mover della settimana

In **area euro** la tornata di indagini di fiducia di giugno dovrebbe riportare un contenuto miglioramento del morale delle imprese in Germania e Francia; indicazioni miste potrebbero venire dalle indagini Istat in Italia. I PMI, pur restando su livelli espansivi, dovrebbero confermare la divergenza in atto tra manifattura e servizi. Anche il morale dei consumatori europei è visto salire leggermente pur restando ben al di sotto della media di lungo periodo. In calendario, infine, le stime finali del PIL in Spagna e nei Paesi Bassi e il dato di aprile sulla produzione nelle costruzioni.

In settimana ci sono pochi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Gli indici PMI Markit flash per settore e manifatturiero di giugno dovrebbero confermare il proseguimento dell'espansione pur segnalando rallentamento del ritmo di crescita. La fiducia dei consumatori a giugno dovrebbe stabilizzarsi dopo il crollo visto con la lettura preliminare dell'indice, confermando i timori per l'aumento dell'inflazione e la correzione dei mercati. Le vendite di case nuove ed esistenti a maggio dovrebbero proseguire sul trend in calo visto da inizio anno, con variazioni meno ampie rispetto a quelle dei mesi recenti.

Lunedì 20 giugno

Area euro

■ **Area euro.** Stimiamo un calo di -0,7% m/m della **produzione nelle costruzioni** ad aprile dopo la stagnazione registrata nel mese precedente. I dati nazionali finora pubblicati hanno evidenziato un'ampia flessione in Germania, a fronte di una più contenuta crescita in Francia. Le indagini congiunturali puntano verso un rallentamento dell'attività nei prossimi mesi dopo i robusti dati di inizio 2022; il trend è atteso comunque rimanere espansivo.

Martedì 21 giugno

Stati Uniti

■ Le **vendite di case esistenti** a maggio sono previste in calo a 5,39 mln, da 5,61 mln di aprile. I contratti di compravendita continuano a correggere e puntano al proseguimento del trend verso il basso delle vendite iniziato a gennaio. La debolezza delle vendite è solo in parte causata dal significativo rialzo dei tassi sui mutui, sui massimi da 14 anni. Un ampio contributo viene anche dai prezzi elevati (mediana: +14,8% a/a) e dalle scorte sui minimi storici (equivalenti a 1,9 mesi di vendite).

Mercoledì 22 giugno

Area euro

■ **Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea potrebbe migliorare ancora, seppur modestamente, a giugno, stimiamo a -20,5 da un precedente -21,1. Dopo essere crollato tra marzo e aprile, il morale delle famiglie è atteso rimanere ben al di sotto della media di lungo periodo e su livelli inferiori a quelli registrati a inizio anno.

Giovedì 23 giugno

Area euro

■ **Area euro.** Le stime flash dei **PMI** di giugno dovrebbero confermare la divergenza in atto tra manifattura e servizi, continuando però a delineare uno scenario di espansione moderata a cavallo tra primavera ed estate. Nell'industria la contrazione dei nuovi ordinativi e il rallentamento delle commesse in fase registrati a maggio non offrono prospettive incoraggianti per l'attività nei prossimi mesi: vediamo un calo dell'indice **PMI manifatturiero** a 53,2 da 54,6 di maggio. I servizi dovrebbero invece continuare a beneficiare del rimbalzo post-pandemico dell'attività: ci aspettiamo solo una modesta correzione del **PMI servizi** a 55,8 da un precedente 56,1. L'indice composito dovrebbe quindi portarsi a 53,9 da 54,8.

- **Francia.** INSEE pubblica il dato relativo alla **fiducia delle imprese**. Seppure in un contesto caratterizzato da forte incertezza, per il mese di giugno ci attendiamo un miglioramento sia dell'indice composito, a 109, sia di quello manifatturiero, a 108. Il dato non dovrebbe ancora riflettere appieno il progressivo superamento delle criticità nei porti in Cina, mentre dovrebbe incorporare il rallentamento della crescita dei prezzi delle materie prime. Anche l'indagine sui servizi dovrebbe dare segnali nel complesso incoraggianti.

Stati Uniti

- La **stima flash del PMI manifatturiero** di giugno è prevista a 56,5 da 57 di maggio, con indicazioni di domanda e prezzi sempre elevati e persistenti strozzature all'offerta. Nei **servizi**, l'indice flash dovrebbe correggere a 52, sulla scia di segnali di rallentamento della crescita della domanda e di persistenti difficoltà a reperire manodopera.

Venerdì 24 giugno

Area euro

- **Paesi Bassi.** La seconda lettura del **PIL** del 1° trimestre è attesa confermare la stagnazione congiunturale riportata dalla stima preliminare (7% a/a). Lo spaccato mostrerebbe un contributo negativo della domanda interna (-0,6pp): sia i consumi privati che la spesa pubblica dovrebbero essere confermati in calo (di -0,1% e -4% t/t rispettivamente). L'export netto dovrebbe aver contribuito positivamente alla crescita per circa 0,6 punti. Secondo le nostre stime, il 2022 si chiuderebbe con una crescita di 3,1% rispetto al 2021, peggio delle attese di inizio anno. I rischi su questa previsione sono verso il basso.
- **Spagna.** INE comunica la stima finale del **PIL** relativa al 1° trimestre. La seconda lettura è attesa confermare la frenata di marzo (0,3% t/t da 2,2% precedente), sulla scia dell'ampia contrazione riportata dai consumi privati (-3,6% t/t). La dinamica congiunturale potrebbe avere rallentato ulteriormente nel trimestre primaverile (nostra stima: 0,2% t/t), prima di riaccelerare moderatamente nella seconda parte dell'anno. Nel complesso, per l'economia iberica, il 2022 dovrebbe chiudersi con una crescita di 4,1%.
- **Germania.** L'indagine **Ifo** di giugno dovrebbe mostrare un nuovo miglioramento della situazione economica, a dispetto del difficile contesto internazionale e del persistere di forti tensioni sui mercati delle materie prime energetiche. Sulla base delle indicazioni giunte dall'indagine ZEW, le aspettative dovrebbero crescere a 88,5 da 86,9, mentre l'indicatore sulla situazione corrente potrebbe salire a 100. L'indice headline è atteso quindi passare a 94,2 da 93 di maggio.
- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** potrebbe tornare a calare a giugno dopo il rimbalzo registrato, almeno per consumatori e aziende non industriali, a maggio. Il morale delle famiglie è visto a 102 da 102,7 precedente, sulla scia di rinnovate preoccupazioni inflazionistiche. La fiducia delle imprese manifatturiere è attesa a 108,5 da 109,3 di maggio (sarebbe il settimo mese consecutivo di calo), ancora sull'onda dei rincari delle materie prime e delle difficoltà di approvvigionamento. L'indice composito di morale delle aziende è visto poco variato a 111 (da 110,9 precedente), grazie a un possibile ulteriore recupero nei servizi e nel commercio al dettaglio.

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a maggio dovrebbero essere poco variate a 595 mila da 591 mila di aprile sulla scia dell'aumento di scorte visto ad aprile e dell'incremento di unità completate dopo il calo degli ultimi mesi. I mutui per l'acquisto di case si sono stabilizzati, come anche i tassi sui mutui. Il mercato immobiliare resterà debole nei prossimi trimestri, ma non in caduta libera.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a giugno (finale) dovrebbe stabilizzarsi a 51 dopo il crollo visto con la lettura preliminare, con livelli poco variati per aspettative e condizioni correnti, oltre che per l'inflazione attesa.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (20 – 24 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 20/6	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	giu	4.5	%	
	03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	giu	3.7	%	
	08:00	GER	PPI a/a		mag	33.5	%	33.5
	08:00	GER	PPI m/m		mag	2.8	%	1.5
Mar 21/6	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		mag	5.61	Mln	5.41 5.39
Mer 22/6	08:00	GB	CPI m/m		mag	2.5	%	0.7
	08:00	GB	CPI a/a	*	mag	9.0	%	9.1
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	giu	-21.1		-21.4 -20.5
Gio 23/6	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		giu	53.3		
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	giu	106	105	108
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	giu	58.3	57.0	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	giu	54.6	53.5	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	giu	55.0	54.5	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	giu	54.8	53.8	
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	giu	56.1	55.5	55.8
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	giu	54.8	54.0	53.9
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	giu	54.6	53.9	53.2
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	giu	54.6		
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	giu	53.4		
	14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T1	-217.9	Mld \$	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	giu	57.0		56.5
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		giu	53.6		
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	giu	53.4		52.0	
Ven 24/6	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mag	2.5	%	
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mag	2.1	%	2.1
	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.0	%	0.0
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	1.4	%	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		mag	-4.9	%	
	09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.3	%	0.3
	10:00	GER	IFO	**	giu	93.0	92.7	94.2
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		giu	99.5	98.9	100.0
	10:00	GER	IFO (attese)		giu	86.9	87.4	88.5
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		giu	102.7		102.0
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	giu	109.3		108.5
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		mag	-2.3	Mld €	
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		giu	1.8		
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mag	0.591	Mln	0.605 0.595
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		giu	prel 50.2		51.0	

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 (18 – 24 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento
Sab 18/6	22:40	USA	Discorso di Waller (Fed)
	22:40	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
Dom 19/6		FRA	* Elezioni legislative (secondo turno)
Lun 20/6	09:00	EUR	Discorso di Muller (BCE)
	10:00	GB	Discorso di Haskel (BoE)
	15:00	GB	Discorso di L Mann (BoE)
Mar 21/6	09:15	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
	14:15	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
	18:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
	21:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Mer 22/6	01:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di aprile
	10:40	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
	16:00	USA	* Powell (Fed) presenta al Senato il rapporto semestrale sulla politica monetaria
	18:50	USA	Discorso di Evans (Fed)
	19:30	USA	Discorso di Harker (Fed)
Gio 23/6	10:00	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di maggio
	16:00	USA	* Audizione di Powell di fronte alla commissione affari finanziari della Camera
	-	EUR	Discorsi di Nagel e Villeroy (BCE)
	-	UE	* Consiglio europeo
Ven 24/6	08:40	GIA	Discorso di Amamiya (BoJ)
	14:30	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
	15:45	GB	Discorso di Haskel (BoE)
	22:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
	-	UE	* Consiglio europeo

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mag	0.2 (0.4)	%	0.6	0.5
PPI m/m	mag	0.4 (0.5)	%	0.8	0.8
Prezzi all'import m/m	mag	0.4 (0.0)	%	1.1	0.6
Indice Empire Manufacturing	giu	-11.6		3.0	-1.2
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mag	0.4 (0.6)	%	0.8	0.5
Vendite al dettaglio m/m	mag	0.7 (0.9)	%	0.2	-0.3
Scorte delle imprese m/m	apr	2.4 (2.0)	%	1.2	1.2
Indice Mercato Immobiliare NAHB	giu	69		68	67
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	apr	23.1	Mld \$		87.7
Richieste di sussidio	settim	232 (229)	x1000	215	229
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.309 (1.306)	Mln	1.302	1.312
Licenze edilizie	mag	1.823	Mln	1.785	1.695
Nuovi cantieri residenziali	mag	1.810 (1.724)	Mln	1.701	1.549
Indice Philadelphia Fed	giu	2.6		5.5	-3.3
Produzione industriale m/m	mag	1.1	%	0.4	
Impiego capacità produttiva	mag	79.0	%	79.2	
Indice anticipatore m/m	mag	-0.3	%	-0.4	

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

Il **PPI** di maggio ha mostrato un aumento di 0,8% m/m, in linea con le attese, ma un rialzo di 0,5% m/m per l'indice core, al di sotto del consenso per 0,6% m/m. I beni hanno prezzi in rialzo sempre solido (0,7% m/m), ma il focus è sui servizi, con prezzi relativamente moderati in due comparti, sanità e servizi finanziari, misurati con metodologie diverse rispetto a quelle utilizzate per il CPI, ma simili a quelle del deflatore. Pertanto, è probabile che il deflatore core dei consumi di maggio registri una variazione di 0,3% m/m, più contenuta rispetto al CPI, come ad aprile.

Le **vendite al dettaglio** hanno deluso le aspettative, con un calo di -0,3% m/m, sulla scia di una contrazione per le auto di -3,5% m/m, nonostante l'aumento dei prezzi visto nel CPI. Al netto delle auto, le vendite sono aumentate di 0,5% m/m. Lo spaccato delle vendite mostra incrementi in linea con le variazioni dei prezzi per la benzina, per gli alimentari e per la ristorazione (0,7% m/m), ma significative correzioni per molte altre voci (arredamento, sanità, online, varie) in linea con un indebolimento della spesa per i beni, che però dovrebbe essere compensata dallo spostamento verso i servizi. La stima *nowcasting* dell'Atlanta Fed per i consumi nel 2° trimestre è di crescita di 2,6% t/t ann.

L'indice **Empire della NY Fed** a giugno è risalito a -1,2 da -11,6, segnalando stabilizzazione dell'attività, modesta espansione degli ordini e delle consegne, e un solido incremento dell'occupazione. I prezzi pagati restano in accelerazione e quelli ricevuti sono in modesto rallentamento su livelli elevati. Le aspettative a 6 mesi sono di crescita contenuta, con occupazione e prezzi sempre in rialzo.

L'indice della **Philadelphia Fed** a giugno si è indebolito ulteriormente, entrando in territorio marginalmente recessivo a -3, con indicazioni di debolezza per ordini e consegne. Invece l'indice dell'occupazione rimane solido, a 28,1. Sul fronte dei prezzi, gli indici rimangono su livelli storicamente elevati ma registrano modeste correzioni. Le imprese riportano persistente espansione dell'attività nel 2° trimestre, un elevato utilizzo della capacità produttiva e vincoli alla crescita dovuti a carenza di manodopera e a strozzature all'offerta.

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** all'11 giugno calano marginalmente a 229 mila, mantenendosi all'interno di un intervallo circoscritto da febbraio.

I **cantieri residenziali** di maggio hanno evidenziato un calo a 1,549 mln da 1,810 mln di aprile (ampiamente rivisto verso l'alto); anche le **licenze** flettono, scendendo a 1,695 mln, con

indicazioni di modesta ripresa prevista per i cantieri nei prossimi mesi. Le **unità completate** sono in rialzo di 9,1% m/m e indicano che gli investimenti residenziali non sono in caduta libera nel 2° trimestre, nonostante il rialzo dei tassi sui mutui.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	apr	-1.3	%	-1.5
Ordinativi di macchinari m/m	apr	7.1	%	-1.5 10.8
Bilancia commerciale	mag	-842.8	Mld ¥ JP	-2022.6 -2384.7

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

Gli **ordini di macchinari** di aprile sono aumentati di 10,8% m/m, contro attese per un calo di -1,5% m/m. L'ampio incremento è diffuso sia al manifatturiero (10,3% m/m) sia al non manifatturiero (8,9% m/m) e alla maggior parte dei sotto-settori. Il trend verso l'alto è in parte associato al deprezzamento dello yen e in parte alla riapertura dell'attività in Cina, come segnalato dalla variazione di 52% m/m degli ordini dall'estero, dopo due mesi di correzioni.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	apr	-1.4	%(-1.8)	0.5 0.4
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T1	1.9	%	3.2
EUR	CPI a/a finale	mag	8.1	%	8.1 8.1
EUR	CPI m/m finale	mag	0.6	%	0.8 0.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	mag	4.4	%	4.4 4.4
FRA	IPCA m/m finale	mag	0.7	%	0.7 0.8
FRA	IPCA a/a finale	mag	5.8	%	5.8 5.8
FRA	CPI m/m Ex Tob	mag	0.4	%	0.7
GER	CPI m/m finale	mag	0.9	%	0.9
GER	CPI a/a finale	mag	7.9	%	7.9 7.9
GER	IPCA m/m finale	mag	1.1	%	1.1 1.1
GER	IPCA a/a finale	mag	8.7	%	8.7 8.7
GER	ZEW (Sit. corrente)	giu	-36.5		-31.0 -27.6
GER	ZEW (Sentiment econ.)	giu	-34.3		-27.5 -28.0
ITA	IPCA a/a finale	mag	7.3	%	7.3 7.3
ITA	IPCA m/m finale	mag	0.9	%	0.9 0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mag	0.9	%	0.9 0.8
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mag	6.9	%	6.9 6.8
ITA	Bilancia commerciale (totale)	apr	-0.229	Mld €	(-0.084) -3.666
ITA	Bilancia commerciale (EU)	apr	0.275	Mld €	(0.420) -0.955

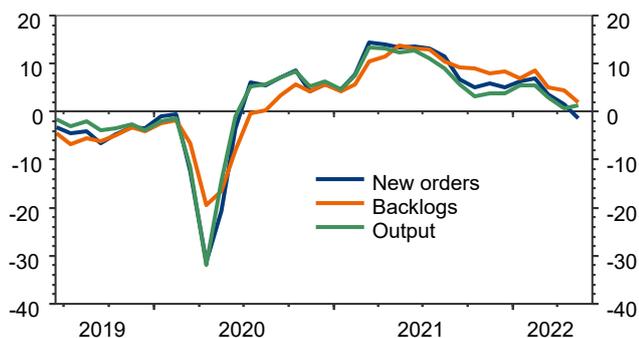
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. Ad aprile la **produzione industriale** è tornata a crescere dopo il tonfo registrato nel mese precedente: +0,4% m/m da -1,4% m/m (rivisto da -1,8%). La flessione tendenziale si è invece ampliata a -2% da -0,5% di marzo. Il rimbalzo è trainato dalla produzione di energia (sostenuta dal forte incremento registrato in Germania), che torna a crescere dopo quattro flessioni mensili consecutive (5,4% da -0,3%). La produzione di beni intermedi è in rialzo di un più modesto +0,7% (-0,3% a/a), dopo aver ceduto il -1,9% a marzo; l'output di beni strumentali cala per il quarto mese (-0,2% da -2%; -9% a/a), offrendo prospettive poco incoraggianti per la dinamica degli investimenti fissi in macchinari. Più favorevole invece il quadro per i beni di consumo, con una crescita diffusa ai durevoli (0,2% da 1,3%, al terzo rialzo di fila) e ai non durevoli (0,4% da -1,1%). In Germania i dati sulla produzione di auto e sul traffico autostradale di mezzi pesanti puntano verso una crescita dell'output a maggio. Anche le indagini di fiducia sono coerenti con una sostanziale tenuta della produzione nel complesso dell'Eurozona, in un contesto però di generale rallentamento dell'attività. Il dato di aprile è più che altro fisiologico e non indicativo di una riaccelerazione dell'attività: i PMI di maggio hanno, infatti, riportato la prima contrazione dei nuovi ordinativi da quasi due anni, con le imprese che stanno facendo affidamento sulle

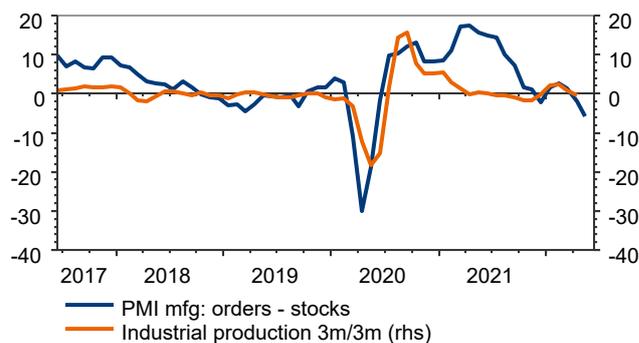
commesse inevase per sostenere l'attività produttiva. Nonostante il parziale rimbalzo di aprile e il possibile, contenuto, progresso di maggio, l'ampia flessione di marzo lascia l'industria in rotta per una contrazione nel 2° trimestre, quando dovrebbe quindi contribuire negativamente alla crescita del valore aggiunto.

Nonostante il calo degli ordinativi la produzione tiene grazie alle commesse inevase



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

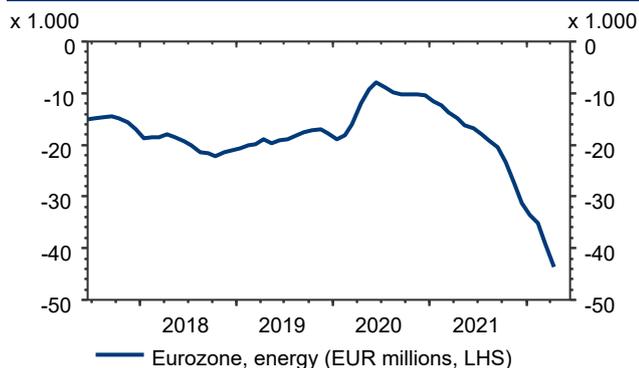
Il calo degli ordinativi offre segnali poco incoraggianti per la produzione nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

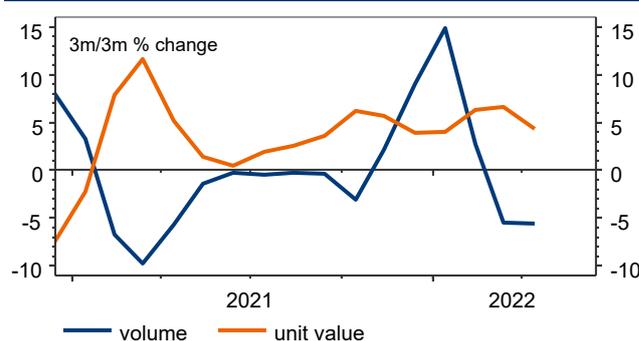
Area euro. I dati di aprile sul **commercio internazionale di beni** hanno registrato una forte accelerazione dell'import (7% m/m da 3,2% di marzo), cresciuto per il sedicesimo mese consecutivo. In salita, ma a ritmi più contenuti, anche le esportazioni (1,5% m/m da 1%), al quarto progresso consecutivo. Il balzo dell'import, gonfiato dai rincari energetici, ha causato un deficit record del saldo commerciale (-58 mld da +61 mld di un anno prima). Al netto dell'effetto dei maggiori prezzi e tenendo in considerazione anche l'apporto degli scambi internazionali di servizi, nel 1° trimestre le esportazioni nette hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL. È comunque probabile che già a partire dal trimestre in corso, anche tenendo conto della ripresa dei flussi turistici in entrata, il rallentamento globale possa pesare sulle esportazioni così come i maggiori costi di produzione possano penalizzare la competitività degli esportatori europei. Nel corso del 2022 vediamo quindi un apporto sostanzialmente nullo del canale internazionale alla crescita.

Area euro: l'energia appesantisce il deficit commerciale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

L'accelerazione delle importazioni è spiegata dalla crescita dei prezzi

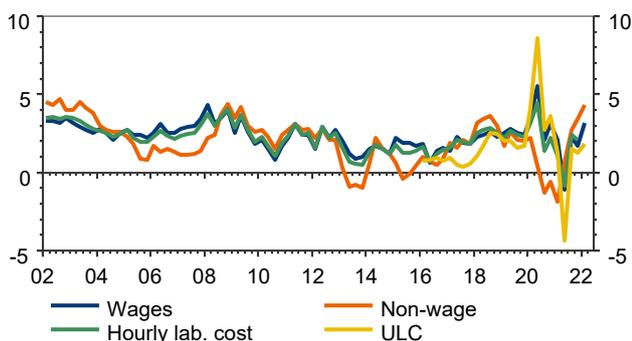


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Area euro. Nel 1° trimestre il **costo del lavoro** è cresciuto di 3,2% a/a dall'1,9% registrato a fine 2021; se si esclude il periodo della pandemia sarebbe il ritmo più robusto dall'inizio delle rilevazioni, quindi da almeno il 2009. Su base congiunturale la crescita è stata invece dell'1,2%, un massimo dalla primavera 2019. La crescita delle retribuzioni ha accelerato al 2,7% a/a da un precedente 1,5%, mentre la componente non salariale è salita al 4,8% a/a dal 3,3% del 4°

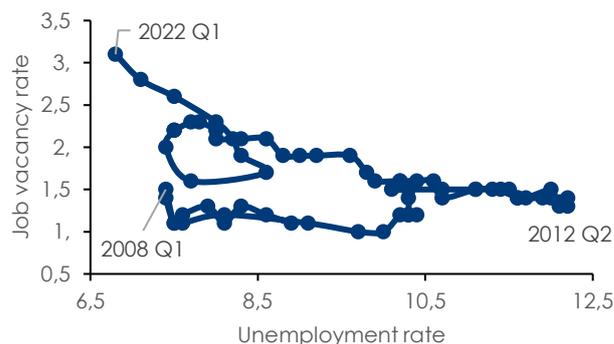
trimestre dello scorso anno. Ci aspettiamo che il costo del lavoro possa crescere ancora nei prossimi trimestri: le indicazioni sulle contrattazioni sindacali sono infatti coerenti con maggiori progressi nel tentativo di recuperare, almeno in parte, il potere d'acquisto perduto. Anche le condizioni occupazionali restano favorevoli, e coerenti con ulteriori aumenti dei salari. A inizio 2022 infatti il **tasso di posizioni vacanti** ha raggiunto un record del 3,1% da un precedente 2,8%, confermando difficoltà nell'incontro tra la domanda e l'offerta di lavoro che potrebbero generare ulteriori pressioni al rialzo sulle retribuzioni. In ogni caso riteniamo che la crescita dei salari resterà inferiore all'inflazione, che continuerà dunque ad erodere il potere d'acquisto delle famiglie.

Area euro: accelerano i salari a inizio 2022, maggiori progressi in vista



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

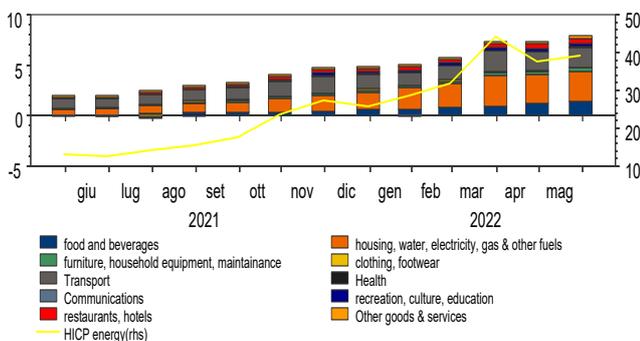
La curva di Beveridge segnala tensioni all'offerta nel mercato del lavoro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

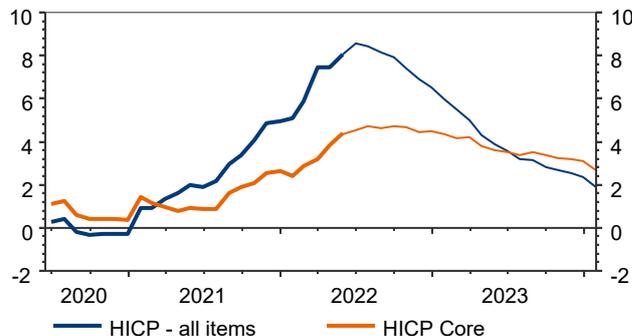
Area euro. La **seconda lettura** conferma che a maggio i **prezzi al consumo** hanno registrato un nuovo forte rialzo di 0,8% m/m, e l'indice core è cresciuto di 0,7% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dall'energia (1,9% m/m), spinta al rialzo dai rincari dei carburanti, e dagli alimentari (1,6% m/m), dato che la filiera alimentare è ad alta intensità energetica. Nel mese crescono anche i beni manufatti (0,6% m/m), che continuano a risentire dell'impatto dei colli di bottiglia lungo le filiere produttive, e i servizi (0,4% m/m), che beneficiano della ripresa della domanda nei settori in precedenza colpiti dal Covid. Lo spaccato evidenzia aumenti diffusi a tutte le componenti. Sia l'inflazione *headline*, a 8,1% a/a da 7,4% precedente, che quella *core*, a 4,4% a/a da 3,9%, sono ai massimi dal 1998 (ovvero da quando esistono i dati comparabili). L'indice sottostante è spinto sia dai beni che dai servizi: i beni manufatti ex-energia mostrano una accelerazione a 4,2% dal 3,8% di aprile, e segnalano pressioni alimentate da una domanda elevata e da un'offerta frenata da colli di bottiglia, il cui contributo sull'inflazione di questo mese è stimato intorno a +0,8%; per i servizi la variazione è stata di 3,5% da 3,3% precedente.

I principali contributi all'inflazione vengono ancora da energia e alimentari



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Dinamica dei prezzi – IPCA e IPCA core

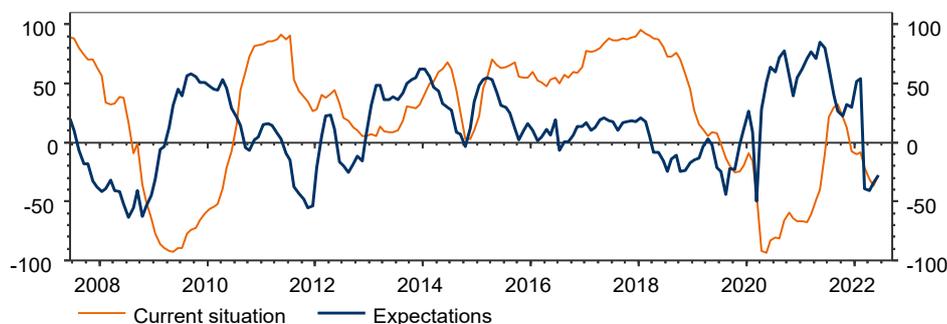


Fonte: Eurostat

Rispetto allo scenario di marzo, rivediamo significativamente al rialzo la nostra previsione di inflazione sia per il 2022, al 7,3%, che per il 2023, al 3,7%. La revisione è quasi esclusivamente concentrata sull'inflazione core, attesa ora al 4,1% nel 2022 e al 3,6% il prossimo anno. In particolare, l'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere la componente meno volatile toccare un picco intorno al 4,7% nel 3° trimestre per poi spostarsi lungo un trend di moderata discesa. In ogni caso, l'indice core è atteso restare abbondantemente sopra il 3% anche il prossimo anno. Il rallentamento dell'indice generale, atteso a partire da luglio, dovrebbe essere lievemente più pronunciato e legato ad effetti base negativi della componente energia.

Germania. L'indice **ZEW** di giugno ha registrato un miglioramento da -34,3 a -28, in linea con le nostre aspettative. L'indicatore sulla situazione corrente è cresciuto dopo tre mesi di cali continui, da -36,5 a -27,6 (media storica: -8), su livelli coerenti con una semi-stagnazione del PIL. Dall'indagine è emerso anche un nuovo calo delle aspettative di inflazione nell'Eurozona (-21,8 punti rispetto a maggio, a -32,4).

ZEW: le aspettative migliorano a giugno



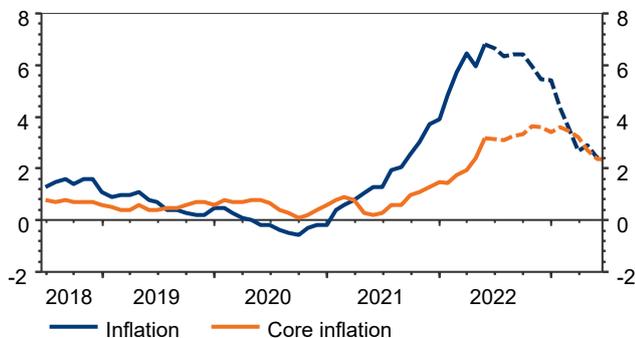
Fonte: ZEW

Germania. La **stima finale** ha confermato che l'**inflazione** armonizzata è salita all'8,7% a/a dal 7,8% precedente, portandosi sui massimi dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. Su base nazionale l'inflazione è confermata al 7,9% a/a dal 7,4% di aprile, record toccato solamente durante i mesi a cavallo tra il 1973 e il 1974 (ovvero durante la prima crisi petrolifera). Lo spaccato suggerisce come siano ancora energia (38,3% a/a da 35,3% precedente) e alimentari (11,1% a/a da 8,6% precedente) a trainare l'inflazione. Tra le componenti energetiche, i prezzi di gasolio per riscaldamento sfiorano il doppio rispetto ad un anno fa (+94,8% a/a) ma anche gas naturale (+55,2% a/a) e carburanti (+41%) confermano la forte crescita. Rallentano i servizi (2,9% a/a da 3,2%), per via di irregolarità stagionali dovute alla collocazione della Pasqua a inizio aprile, che hanno colpito principalmente la componente dei pacchetti vacanze. A maggio, crescono i beni manifatturati (+13,6% a/a), in particolare i beni non durevoli (+17,9% a/a), che risentono dell'impatto ritardato dei colli di bottiglia dall'offerta. Nel complesso, l'inflazione di fondo è confermata al 3,8% a/a (non escludiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi). I prezzi sono cresciuti di 1,1% m/m sull'indice armonizzato e di 0,9% m/m su quello nazionale. La stima finale dai Länder indica che il maggior contributo alla variazione mensile viene da alimentari, saliti del 2,1% m/m, in particolare grassi e olii (+9,9%), ed energia (+2,8% m/m), in particolare gas naturale (+5,3% m/m). In prospettiva, difficilmente l'inflazione rallenterà significativamente nel breve periodo, anche se da giugno si dovrebbe vedere una moderazione dei prezzi dei carburanti per effetto dei tagli fiscali varati dal Governo. In media annua, l'inflazione tedesca potrebbe assestarsi intorno al 7,5% sull'indice armonizzato nel 2022; l'indice core dovrebbe assestarsi intorno al 4,5%. Un rischio sulla dinamica sottostante deriva dai rinnovi salariali, che potrebbero far salire il costo del lavoro nella seconda parte dell'anno (dopo che già nel 1° trimestre i salari negoziati sono cresciuti del 4% a/a in termini nominali).

Francia. La **seconda lettura** ha confermato che a maggio l'**inflazione** è salita dal 4,8% al 5,2% precedente sull'indice nazionale e dal 5,4% dal 5,8% sull'armonizzato. Il dato ha sorpreso al rialzo. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 0,7% sull'indice nazionale e di 0,8% sull'armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dall'accelerazione dell'energia, a 27,8% da 26,5%, e degli alimentari (+4,3% a/a da 3,8%); i servizi sono passati al 3,2% a/a da 3% precedente (con i servizi di catering che hanno visto una forte crescita al 4,6% dal 2,7%), in salita malgrado il calo tendenziale registrato dai trasporti (a 9% da 15,7%); anche i beni manufatti hanno visto un'accelerazione da 2,6% a/a a 3%, dovuta soprattutto ai rincari di arredamento, grandi elettrodomestici e beni non durevoli. L'inflazione di fondo è salita al 3,7% a/a da 3,2% precedente. In media annua, l'inflazione dovrebbe superare di poco il 5% (sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli decisamente inferiori alla media Eurozona.

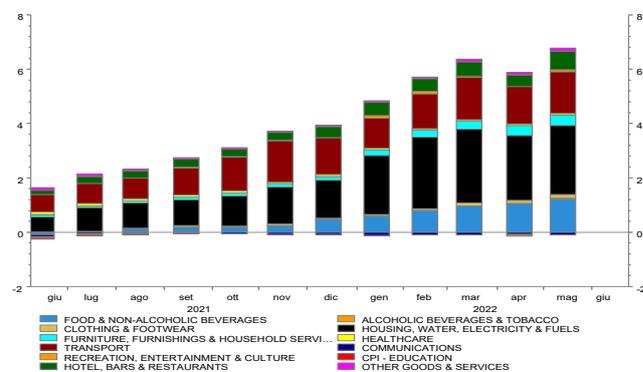
Italia. La **stima finale** dei **prezzi al consumo** di maggio ha rivisto al ribasso di un decimo l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC, al 6,8% a/a dal 6% di aprile, e confermato quella armonizzata, al 7,3% a/a (massimo da quando esiste la serie storica) da 6,3% del mese precedente. I prezzi sono cresciuti di 0,8% m/m sul NIC (rivisto al ribasso di un decimo rispetto la stima preliminare) e di 0,9% m/m sull'IPCA (in linea con il dato flash). L'ampio rialzo è imputabile ancora alla componente energetica (da 39,5% di aprile a 42,6%; +2,9% m/m nel mese), principalmente per effetto dei carburanti (gasolio da 23,1% a 25,1% a/a, +2,4% m/m; benzina da 13% a 15,1% a/a, +2,9% m/m). In forte rialzo anche gli alimentari (da 6,1% di aprile a 7,1% a/a; +1,2% m/m), che risentono, oltre che del fatto di essere un settore ad alta intensità energetica, di locali fenomeni di siccità (ad esempio in Puglia e in Romagna); in particolare accelerano ulteriormente, tra gli altri, i prezzi di olii e grassi (da 15,2% a/a a 18,9%; +3,7% m/m) e quelli di pasta secca, pasta fresca e preparati di pasta (da 13,4% a/a a 16,2%, +1,6% m/m).

L'inflazione headline seguirà uno stabile trend discendente solo, nella migliore delle ipotesi, a estate inoltrata



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Le principali pressioni inflazionistiche vengono ancora dai beni energetici e dagli alimentari



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, hanno sorpreso al rialzo (rispetto alla stagionalità di maggio, corretta per il trend degli ultimi mesi) i servizi ricettivi e di ristorazione (da 3,6% a 6% a/a), le spese per il tempo libero e i trasporti (non solo nella componente energetica), settori che potrebbero beneficiare della ripresa di domanda nei settori più colpiti dal Covid; hanno sorpreso al ribasso solo le comunicazioni (-1% m/m). L'inflazione di fondo è stata rivista al ribasso di un decimo rispetto la stima preliminare, al 3,3% a/a dal 2,4% di aprile, ma riteniamo probabili ulteriori rialzi nei prossimi mesi. In prospettiva, l'inflazione potrebbe intraprendere uno stabile trend discendente nella migliore delle ipotesi solo da estate inoltrata. La media d'anno potrebbe attestarsi al 6,5% nel 2022 e al 2,7% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.

Italia. Ad aprile, ancora una volta l'import si è dimostrato più vivace dell'export (+7% contro +1,5% m/m). Su base annua, l'export registra un rallentamento (a 14,9% da 23,1% a/a di marzo), ma resta robusto con incrementi diffusi a tutti i settori eccetto gli autoveicoli, e a tutti i principali Paesi

a esclusione di Russia, Cina e Giappone. L'impennata dell'import (42,4% a/a) è spiegata per 15,9 punti percentuali dagli acquisti di gas naturale e petrolio greggio. Il deficit energetico si è ampliato ulteriormente, raggiungendo circa -31 miliardi nei primi quattro mesi dell'anno. **Il saldo commerciale complessivo mostra un disavanzo di oltre -10 miliardi, a fronte di un avanzo di oltre 17 miliardi dei primi quattro mesi del 2021.**

Italia. Ad aprile, la produzione nelle costruzioni ha registrato il primo calo congiunturale (-1,3% m/m) dopo otto mesi consecutivi di crescita. Il livello dell'output resta comunque vicino ai massimi dal 2011. Su base tendenziale si registra ancora una crescita elevata, seppure in rallentamento da 20% a 16,9%. Il settore dovrebbe ancora una volta contribuire positivamente alla crescita del PIL nel trimestre primaverile, sia pure verosimilmente su ritmi inferiori a quelli (molto robusti) visti nei 5 trimestri precedenti.

Cina

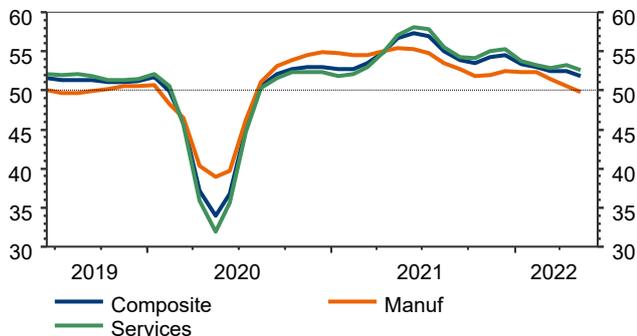
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	mag	4.0	%	3.3
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mag	-0.17	%	-1.51
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mag	6.8	%	6.0
Produzione industriale a/a	mag	-2.9	%	-0.7
Vendite al dettaglio a/a	mag	-11.1	%	-7.1

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

I dati relativi al mese di **maggio** sono stati superiori alle attese, e segnalano un miglioramento rispetto ad aprile seppur non del tutto riconciliabile con le indicazioni degli indici PMI pubblicati la scorsa settimana. Anche se il punto di minimo sembra superato, la prosecuzione della strategia di tolleranza zero, che ha portato a nuove chiusure di alcuni distretti a Shanghai e Pechino negli ultimi giorni, continuerà a porre un freno alla ripresa, soprattutto dei consumi, mantenendo rischi al ribasso sullo scenario. La **produzione industriale** è salita dello 5,6% m/m in maggio dopo il calo del 5,8% m/m in aprile (rivisto al rialzo da un precedente -7,1% m/m) riportando la variazione tendenziale da -2,9% a/a in aprile in territorio positivo a +0,7% a/a, rispetto ad attese di consenso di un calo dello 0,9% a/a. Anche gli **investimenti fissi nominali** hanno quasi recuperato il calo mensile di aprile (-0,85% m/m) salendo dello 0,72% m/m in maggio e del 6,2% cum. a/a implicando un'accelerazione da 2,4% a/a in aprile a 4,7% a/a in maggio trainata dagli investimenti delle imprese statali e da un miglioramento della dinamica tendenziale degli investimenti immobiliari che rimane però negativa (-7,7% a/a) così come quella della superficie residenziale venduta e dei nuovi cantieri. La variazione tendenziale delle **vendite al dettaglio** è rimasta negativa a -6,7% a/a (consenso Bloomberg -7,1% a/a) ma in miglioramento da -11,1% a/a in aprile con un incremento nullo sul mese precedente, mentre i dati di febbraio e marzo sono stati rivisti al ribasso. La situazione del mercato del lavoro resta difficile: il **tasso di disoccupazione urbano** è sceso da 6,1% in aprile a 5,9% in maggio ma rimane sui livelli più elevati dalla primavera del 2020 e, nell'indagine relativa alle 31 maggiori città, il tasso di disoccupazione è salito da 6,7% in aprile a 6,9% in maggio, ben al di sopra del picco della prima ondata pandemica (5,9% a maggio 2020).

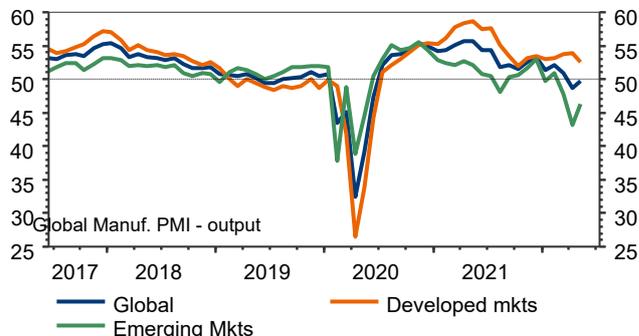
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



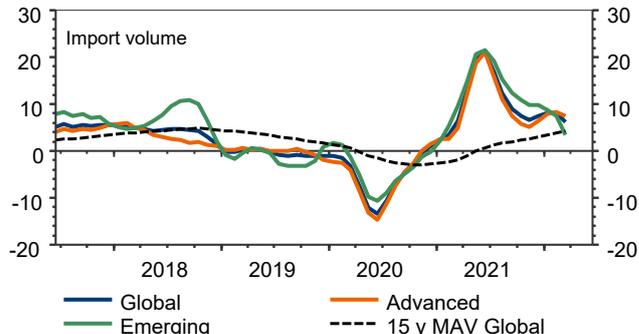
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



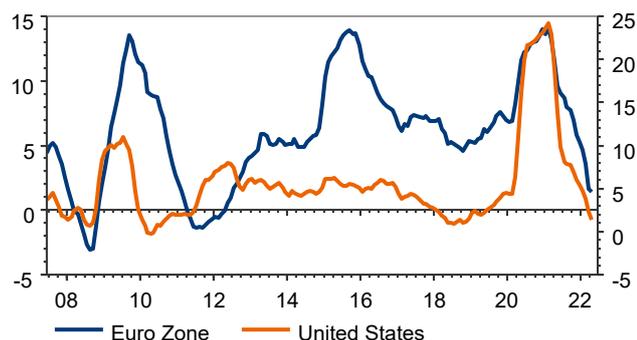
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



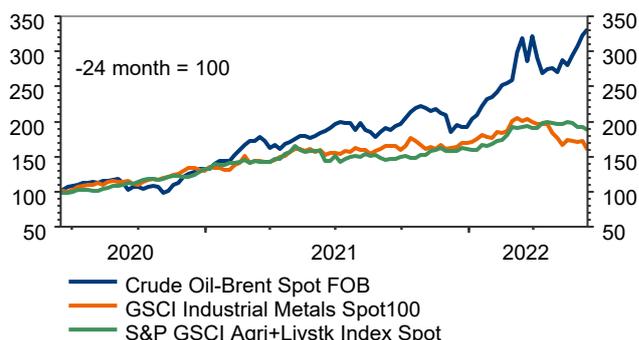
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

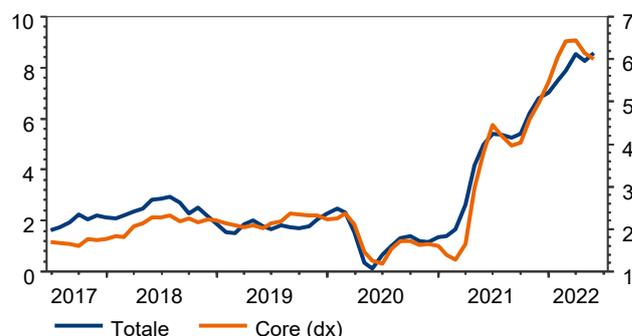
Stati Uniti

Indagini ISM



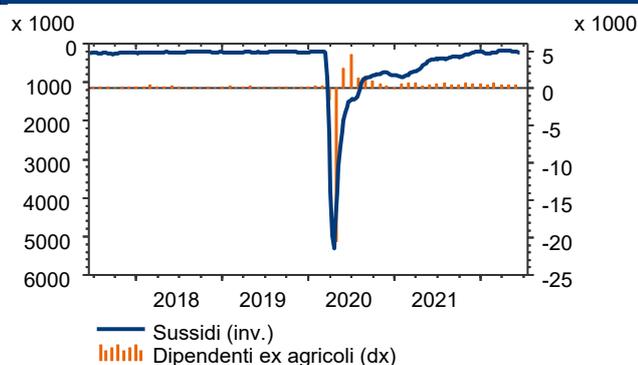
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



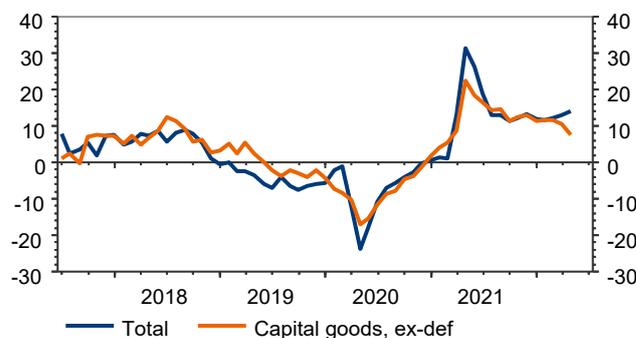
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

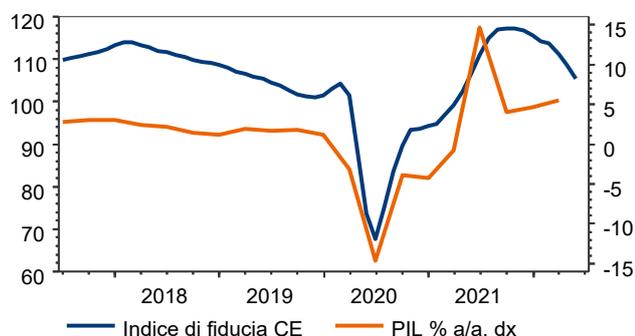
Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	2.5	1.8	0.5	12.2	4.9	5.5	3.5	2.4	2.5	1.4
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	-1.5	2.1	2.8	2.2
Consumi privati	7.9	3.3	2.1	11.4	12.0	2.0	2.5	3.1	3.3	2.5	2.5
IFL - privati non residenziali	7.4	6.3	3.9	12.9	9.2	1.7	2.9	9.2	8.5	6.4	4.5
IFL - privati residenziali	9.2	-1.6	-0.9	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	1.0	-2.8	-3.0
Consumi e inv. pubblici	0.5	-0.5	2.0	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.7	1.5	2.2	2.0
Esportazioni	4.5	4.8	4.8	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-5.4	7.5	6.5	5.5
Importazioni	14.0	10.9	4.8	9.3	7.1	4.7	17.9	18.3	6.5	4.9	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.9	0.0	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-0.9	-0.2	0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-4.6	-4.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.8	-4.6	-5.3								
Debito pubblico (% PIL)	150.6	143.2	142.7								
CPI (a/a)	4.7	7.6	3.4	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	8.3	7.8	6.4
Produzione Industriale	5.5	5.4	1.8	1.0	1.6	0.8	0.9	1.9	2.0	0.7	0.4
Disoccupazione (%)	5.4	3.5	3.7	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.4	3.4

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

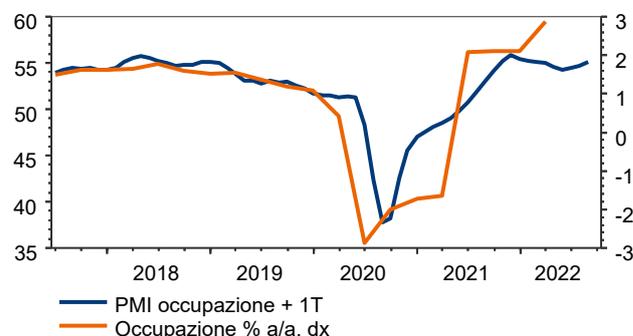
Area euro

PIL



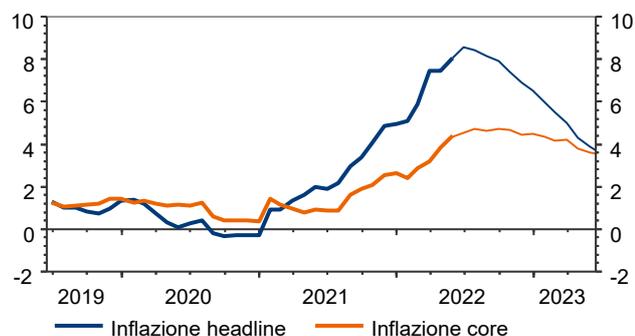
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	6.0
febbraio	0.9	5.9	5.5
marzo	1.3	7.4	5.0
aprile	1.6	7.4	4.3
maggio	2.0	8.1	3.9
giugno	1.9	8.6	3.6
luglio	2.2	8.4	3.2
agosto	3.0	8.1	3.1
settembre	3.4	7.9	2.8
ottobre	4.1	7.4	2.7
novembre	4.9	6.9	2.5
dicembre	5.0	6.5	2.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.0	2.1	-0.9	14.7	4.0	4.7	5.4	3.4	1.4	1.7
- t/t				-0.1	2.2	2.3	0.2	0.6	0.2	0.4	0.5
Consumi privati	3.6	2.8	1.9	-2.2	3.8	4.5	-0.3	-0.7	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	4.1	4.2	4.7	0.1	1.4	-0.9	3.1	0.1	1.2	1.3	1.2
Consumi pubblici	3.9	0.8	0.7	-0.1	1.9	0.4	0.4	-0.3	0.2	0.1	0.2
Esportazioni	10.8	4.6	2.7	0.9	3.2	1.9	2.7	0.4	0.1	0.5	0.6
Importazioni	8.7	5.1	2.9	1.0	3.3	1.4	4.7	-0.6	0.4	0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.5	-0.1	1.1	-0.6	-0.2	0.4	0.6	-0.1	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.4	1.4	1.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.8	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	95.6	96.7	95.6								
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	7.3	3.7	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	8.1	6.9
Produzione industriale (a/a)	7.8	0.7	2.7	4.8	23.2	6.0	0.1	-0.1	-0.6	0.9	2.4
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	6.7	8.2	8.1	7.5	7.1	6.8	6.8	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.10	1.27	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.39	0.05	0.49

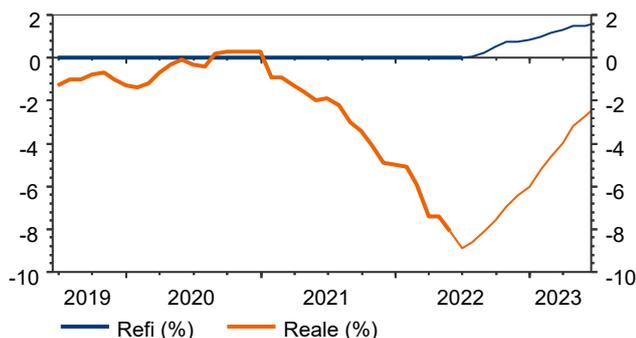
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	16/6	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75	1.00	1.50
Euribor 1m	-0.56	-0.58	-0.53	-0.49	-0.54	0.06	0.37	0.88
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	-0.17	-0.33	0.30	0.53	1.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

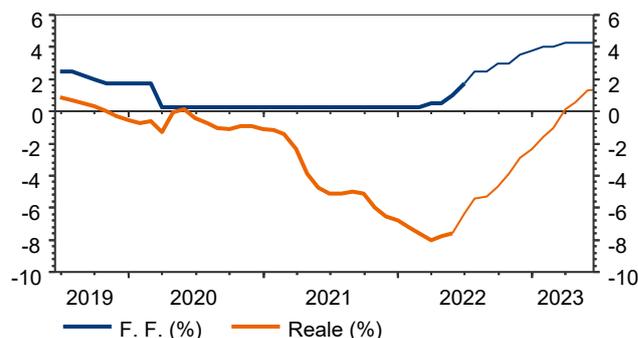


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	16/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.50	1.75	1.75	3.00	3.75	4.25
OIS 3m	0.08	0.12	0.72	2.01	1.66	2.84	3.73	4.23

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

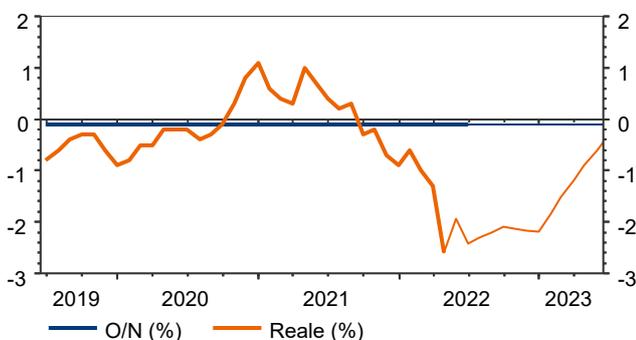


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	16/6	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.08	0.00	-0.02	-0.04	-0.06	-0.06	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

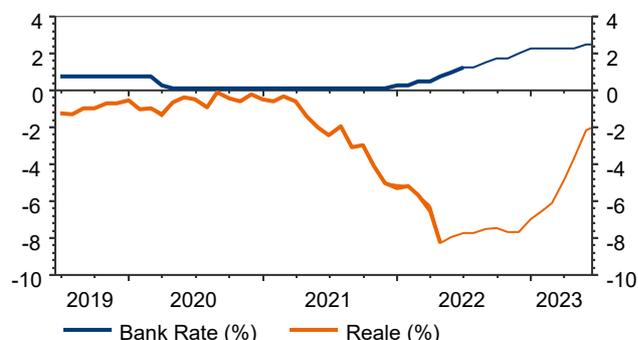


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	16/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.25	0.75	1.25	1.25	1.75	2.25	2.25
Libor GBP 3m	0.08	0.26	1.04	1.59	1.65	1.90	2.30	2.40

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	17/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.19	1.13	1.11	1.05	1.0519	1.05	1.08	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	107	110	114	118	129	134.86	135	132	130	128	124
GBP/USD	1.25	1.40	1.33	1.32	1.25	1.2313	1.22	1.28	1.30	1.32	1.37
EUR/CHF	1.07	1.09	1.04	1.04	1.05	1.0156	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	121	132	128	131	136	141.88	142	143	144	145	146
EUR/GBP	0.89	0.86	0.85	0.84	0.84	0.8542	0.86	0.84	0.85	0.85	0.86

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 S.p.A.-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 S.p.A. 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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------