

Weekly Economic Monitor
Il punto

Fra il 2022 e il 2023 assisteremo a un rallentamento della crescita economica mondiale e all'arretramento dei tassi di inflazione, in parte autonomo e in parte legato all'orientamento più restrittivo delle politiche economiche e delle condizioni finanziarie. L'incertezza dello scenario è molto alta, e consiglia di non escludere la possibilità di una recessione globale fra il 2023 e il 2024, possibile punto di passaggio per conseguire la soppressione delle pressioni inflazionistiche.

I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sulle stime flash dell'inflazione di giugno, che dovrebbero vedere un nuovo aumento, ancora una volta trainato da energia e alimentari. La settimana vedrà inoltre il completamento della tornata di indagini di fiducia di giugno: saranno diffusi l'indice composito della Commissione Europea, la seconda lettura delle indagini PMI e la fiducia dei consumatori in Francia: dovrebbe essere confermata la correzione dei principali indicatori, per effetto della nuova fiammata sui prezzi. La disoccupazione è vista in salita di un decimo in Italia e stabile nell'Eurozona a maggio (così come in Germania a giugno). Infine, in Francia la spesa per consumi di maggio potrebbe riportare il sesto calo mensile consecutivo.

In settimana, negli **Stati Uniti** i dati dovrebbero mostrare segnali di rallentamento della dinamica della domanda, con correzioni moderate dell'ISM di giugno e degli ordini di beni durevoli di maggio. A maggio, la spesa personale dovrebbe essere in rialzo sostenuto, grazie al comparto servizi e ai prezzi in aumento, il reddito personale dovrebbe proseguire sul trend solido. Il deflatore dei consumi è previsto in aumento di 0,7% m/m, con il core in rialzo di 0,4% m/m, al di sotto della variazione del CPI per via di differenze metodologiche fra i due indici.

24 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

La crescita economica per area geografica

	2020	2021	2022p	2023p	2024p
Stati Uniti	-3.4	5.7	2.5	1.8	1.6
Giappone	-4.6	1.7	1.6	2.0	1.5
Area Euro	-6.5	5.3	3.0	2.1	2.0
Europa orientale	-2.9	5.2	-3.5	0.6	3.3
America Latina	-6.3	7.6	2.3	1.8	2.7
OPEC	-4.7	3.7	5.1	3.4	2.8
Cina	2.2	8.1	4.0	5.4	5.2
India	-6.6	8.3	6.8	5.8	6.4
Africa	-1.3	5.8	3.5	3.4	3.5
Crescita mondiale	-3.2	6.0	3.1	3.3	3.4

Nota: aggregati continentali in USD a prezzi costanti e cambi PPP. Variazioni del PIL per US, Giappone, Area euro, Cina, India calcolati su aggregati a prezzi costanti in divisa locale. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Il punto

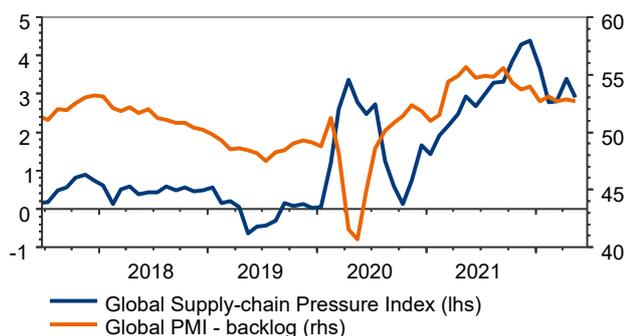
Fra il 2022 e il 2023 assisteremo a un rallentamento della crescita economica mondiale e all'arretramento dei tassi di inflazione, in parte autonomo e in parte legato all'orientamento più restrittivo delle politiche economiche e delle condizioni finanziarie. L'incertezza dello scenario è molto alta, e consiglia di non escludere la possibilità di una recessione globale fra il 2023 e il 2024, possibile punto di passaggio per conseguire la soppressione delle pressioni inflazionistiche.

Nell'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche incluso nel nostro [Scenario Macroeconomico Trimestrale](#) di recente pubblicazione, abbiamo operato un **nuovo taglio delle proiezioni sulla crescita reale**, mentre abbiamo **nuovamente rivisto al rialzo le proiezioni di inflazione**. La causa non è soltanto il protrarsi della guerra russo-ucraina, che incide per 0,3 punti sulla stima globale di crescita e per circa 1 punto su quella di inflazione. Indubbiamente, il conflitto continua a mantenere i prezzi delle materie prime energetiche su livelli superiori alla media degli ultimi anni, e non escludiamo che possa essere all'origine di nuovi incrementi nei prossimi mesi, come effetto della tensione crescente fra Russia e Unione Europea. Ma la revisione al ribasso delle proiezioni di crescita reale riflette anche altri fattori: tra essi le difficoltà che la Cina sta incontrando nella gestione della pandemia, il perdurante livello di stress delle catene di approvvigionamento, l'impatto dell'inflazione sui consumi e il più rapido ritiro dello stimolo monetario. Diversi di questi fattori alimentano anche l'incertezza dello scenario, a motivo della difficoltà di prevederne l'evoluzione o gli effetti:

■ In **Cina**, l'attività economica ha subito un netto rallentamento in marzo e aprile a seguito del confinamento imposto in alcune città per il controllo di focolai di Covid. In maggio si sono osservati segnali di ripresa, che dovrebbero rafforzarsi in giugno. Però l'episodio, che ha probabilmente portato a una contrazione del PIL nel 2° trimestre, è emblematico dei limiti che inizia a incontrare la strategia sanitaria cinese, e potrebbe essere il preludio a nuovi incidenti di percorso nei prossimi mesi. La nostra proiezione di base è fondata sull'ipotesi benevola che le prossime chiusure siano più limitate o siano rese inutili da una più efficace campagna vaccinale, e include un rallentamento graduale dell'economia dopo il rimbalzo legato alle riaperture. Questo implica che i rischi per la crescita 2022-23 siano da considerare largamente al ribasso, malgrado l'intensificarsi degli stimoli fiscali. Inoltre, la Cina potrebbe essere ancora fonte di problemi per le catene globali di fornitura, con ripercussioni più marcate in Asia e, dal punto di vista settoriale, per elettronica e apparecchiature elettriche¹.

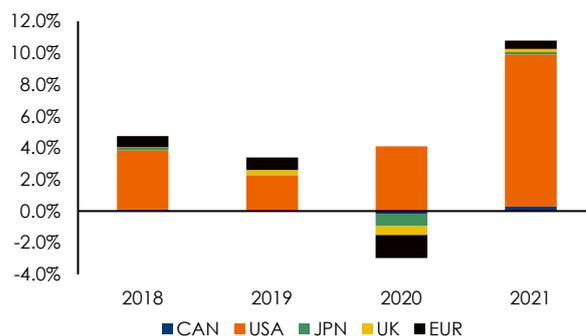
Cina: la pandemia continua a generare volatilità economica, sommandosi ad altri problemi

Le tensioni sulle catene di fornitura globali restano elevate, ma inferiori ai picchi di fine 2021



Fonte: NY Fed, S&P Markit

Gli Stati Uniti originano quasi tutto il boom nella domanda di beni durevoli di consumo nei paesi avanzati (var. % a/a, volume)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BEA e Oxford Economics

■ I segnali di stress delle **catene di approvvigionamento** hanno mostrato un miglioramento nel primo semestre 2022, ma restano elevati soprattutto in Germania e negli Stati Uniti. D'altronde, all'origine del problema c'è soprattutto il boom della domanda di beni durevoli

Lo stress delle catene di approvvigionamento resta elevato

¹ A. Samp, *China's Zero-Covid policy compounding supply issues*, Oxford Economics, June 2022.

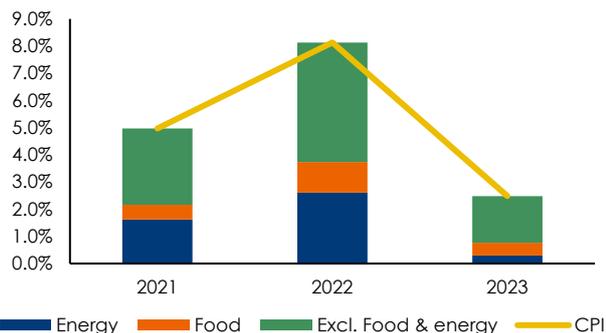
di consumo negli Stati Uniti, che nel 2020 aveva più che compensato il calo avvenuto negli altri paesi avanzati, e nel 2021 spiega quasi tutta la crescita del 10,8% a/a. Il rallentamento dell'attività economica globale atteso e la rotazione della domanda delle famiglie dai beni durevoli ai servizi sono entrambi fattori che dovrebbero ridurre la pressione in futuro; di contro, la guerra russo-ucraina e i problemi sanitari della Cina spingeranno in direzione opposta.

- Lo scenario di riferimento è basato su **prezzi del petrolio** in calo dai picchi correnti (-9,6% nel 2023). Lo scenario è poco variato rispetto a tre mesi fa. I prezzi del **gas** in Europa sono previsti anch'essi in calo rispetto ai picchi (-28% nel 2023), con revisioni al rialzo nel 2022 e al ribasso successivamente. In questo ambito l'incertezza è molto elevata, perché la Russia potrebbe decidere di ridurre più aggressivamente l'offerta (segnali sono emersi in giugno) e l'OPEC potrebbe ritardare l'adeguamento dell'offerta alla crescita della domanda. Una brusca interruzione delle forniture potrebbe portare alla recessione l'economia dell'Eurozona.
- Nel 2022, stiamo assistendo allo **spostamento delle pressioni inflazionistiche dall'energia prima agli alimentari, e poi ai beni manifatturati**. La risultante pressione sui prezzi sottostanti è poi amplificata dalla galoppante ripresa della domanda di servizi ad alta intensità di contatto, che ha indotto le imprese del settore a rivedere al rialzo i prezzi. Tale trasferimento è iniziato prima negli Stati Uniti, dove potrebbe recedere già il prossimo anno; al contrario, potrebbe estendersi anche all'inizio del 2023 nell'area dell'euro, dove è partito dopo. A tali onde, potrebbe sovrapporsi una terza connessa all'adeguamento dei salari e all'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, attualmente più marcato negli Stati Uniti e più modesto nell'area euro.

Prevalgono i rischi al rialzo sui prezzi energetici

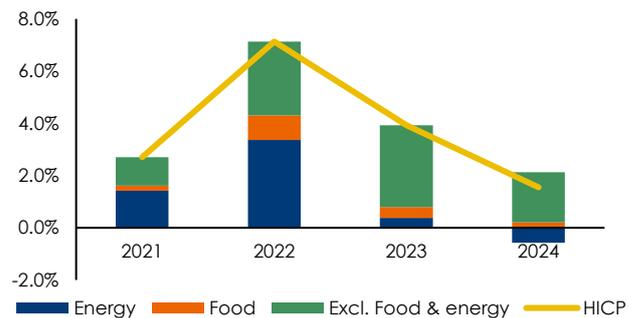
La fase di trasmissione degli impulsi inflattivi è in corso, accentuata da revisioni dei listini in alcuni servizi...

Negli USA, l'inflazione è già soprattutto endogena...



Note: variazione % a/a dell'indice generale dei prezzi e contributi delle rispettive categorie di beni/servizi. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

...mentre nell'area euro potrebbe diventarlo fra metà 2022 e 2023



Note: variazione % a/a dell'indice generale dei prezzi e contributi delle rispettive categorie di beni/servizi. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

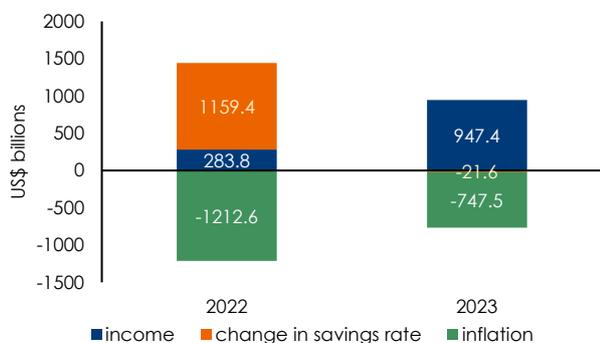
- L'adeguamento dei salari e l'aumento dell'occupazione non compenseranno del tutto lo shock di inflazione, sicché si verificherà una **riduzione del reddito disponibile reale delle famiglie**: stimiamo una contrazione di -0,7% a/a nell'Eurozona e di -3,8% negli Stati Uniti (dove, però, a differenza dell'Eurozona, resterà ampiamente sopra i livelli pre-pandemici a causa del forte incremento del 2020, +6,2% e del 2021, +2,2%). Tuttavia, **l'impatto sulla spesa per consumi quest'anno riteniamo sarà ampiamente mitigato dal crollo della propensione media al risparmio**: quest'anno calerà ben sotto i livelli del 2019 negli Stati Uniti, mentre nell'Eurozona resterà di un punto superiore. L'effetto vale quasi 200 miliardi di euro nell'Eurozona, e oltre 1000 miliardi di dollari negli Stati Uniti, dove nell'aggregato compensa l'erosione del potere d'acquisto. **Soltanto nel 2023** la crescita dei consumi tornerà ad allinearsi a quella del reddito, e **si manifesterà la distruzione di domanda creata dall'inflazione**.
- Il rallentamento della crescita sarà accentuato dal **riassorbimento degli stimoli fiscali** introdotti durante la pandemia, e soltanto in parte sostituiti da misure contro gli effetti dello shock energetico (area euro) o da investimenti pubblici (Cina). Il FMI prevede una riduzione dell'1,4% del saldo primario corretto per il ciclo nei paesi avanzati, mentre nei paesi emergenti si verificherebbe un peggioramento dell'1%, dovuto principalmente alla Cina.

...mentre la distruzione di domanda è compensata dalla riduzione del risparmio

Però le politiche economiche si fanno più restrittive, nei paesi avanzati

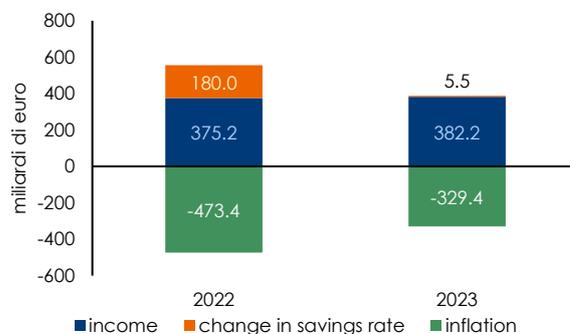
L'aggregazione delle nostre stime risulta in una riduzione di 1,3 punti del rapporto deficit/PIL globale, tendenza che continuerà nel 2023.

Negli Stati Uniti, la riduzione del flusso di risparmio compensa la distruzione di potere d'acquisto



Note: dati in miliardi di dollari correnti. L'erosione di potere d'acquisto è calcolata applicando la variazione del deflatore al reddito nominale dell'anno prima. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nell'area euro, il contributo della riduzione dei risparmi sarà minore



Note: dati in miliardi di euro correnti. L'erosione di potere d'acquisto è calcolata applicando la variazione del deflatore al reddito nominale dell'anno prima. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Politiche monetarie: la normalizzazione accelera quasi ovunque, ed è arduo capire dove si dovrà spingere

Un altro fattore di freno alla crescita reale dei prossimi mesi sarà costituito dalla restrizione delle politiche monetarie. La diffusione delle pressioni inflattive ha indotto quasi tutte le banche centrali a rimuovere lo stimolo monetario introdotto durante la pandemia – l'unica eccezione è rappresentata oggi dalla Banca del Giappone. L'avvio della normalizzazione è partito dalla sospensione dei programmi di acquisto di titoli ed è continuato con l'avvio di una fase di aumento dei tassi ufficiali. Negli Stati Uniti sta già avvenendo anche la riduzione del bilancio, attuata mediante il rinnovo soltanto parziale delle scadenze di portafoglio. Il risultato è che la base monetaria aggregata dei G7+ (in cui includiamo tutta l'area dell'euro) sta iniziando a contrarsi, se misurata in dollari correnti.

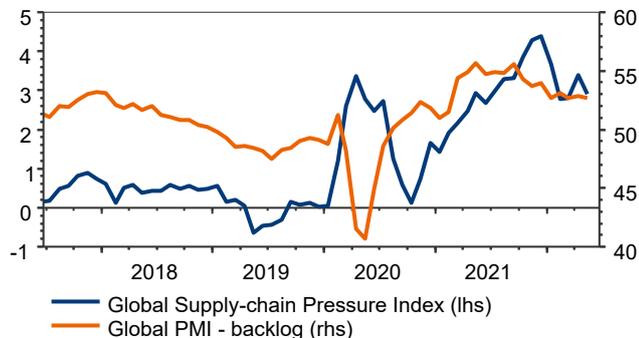
Lo scenario ipotizza un rialzo dei tassi BCE (DFR) a 1,50% e dei tassi Fed a oltre il 4%. I tassi di interesse a breve termine diventerebbero così di poco positivi negli Stati Uniti, ma resterebbero ancora negativi nell'area dell'euro. Si tratterebbe in entrambi i casi di livelli di picco dei tassi inferiori a quelli dei cicli restrittivi del periodo fino al 2010, e **non è certo che ciò sia sufficiente a stabilizzare l'inflazione** sottostante. Il risultato dipenderà dalla dinamica di fattori esogeni ancora in movimento (energia, andamento dell'economia cinese) e dall'intensità della trasmissione degli impulsi (aumento dei tassi ufficiali, riduzione dell'eccesso di liquidità e del portafoglio titoli della banca centrale) alle condizioni finanziarie più in generale.

Il rischio di recessione fra il 2023 e il 2024 è in aumento

L'inversione dei tassi di interesse a termine dal 2024 segnala che i mercati stanno incorporando una probabilità di recessione sia negli Stati Uniti, sia nell'area dell'euro. Nell'area dell'euro, uno scenario recessivo si potrebbe concretizzare nel breve termine in caso di repentina sospensione del flusso di gas dalla Russia. Tuttavia, **lo scenario di recessione globale potrebbe più plausibilmente realizzarsi fra il 2023 e il 2024** in un contesto di restrizione monetaria più intensa del previsto, accompagnata da un calo persistente dei valori azionari e da restrizione delle condizioni del credito, oltre che da un rallentamento dell'economia cinese maggiore delle previsioni di base. D'altronde, dagli anni '60, l'unica fase di aumento dei tassi reali a breve termine americani che non è sfociata in una recessione è stata quella del 1993-95.

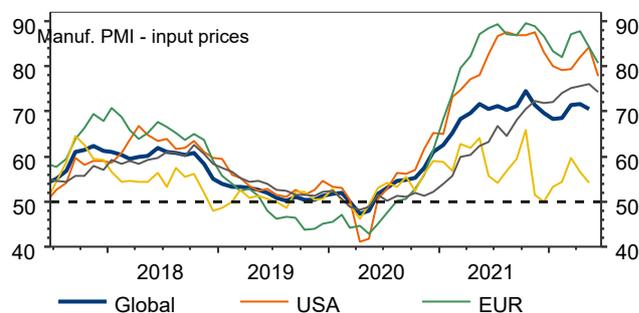
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



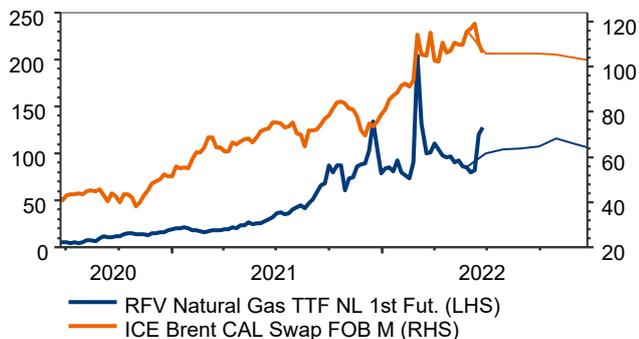
Fonte: New York Fed, IHS Markit.

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Fonte: IHS Markit. Nota: indici di diffusione.

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



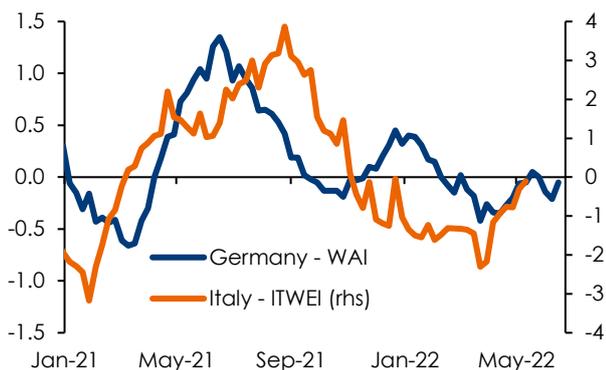
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv.

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



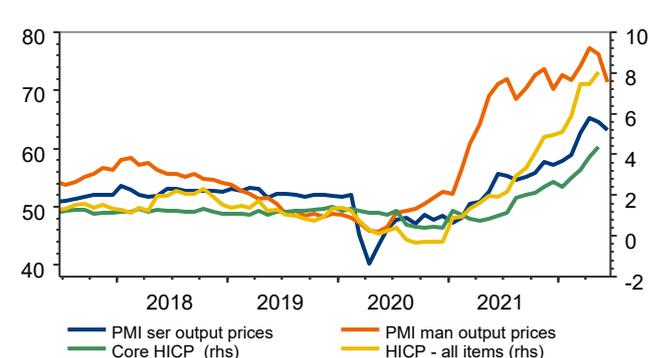
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports. EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna.

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

Nella **zona euro** il focus sarà sulle stime flash dell'inflazione di giugno, che dovrebbero vedere un nuovo aumento, ancora una volta trainato da energia e alimentari. La settimana vedrà inoltre il completamento della tornata di indagini di fiducia di giugno: saranno diffusi l'indice composito della Commissione Europea, la seconda lettura delle indagini PMI e la fiducia dei consumatori in Francia: dovrebbe essere confermata la correzione dei principali indicatori, per effetto della nuova fiammata sui prezzi. La disoccupazione è vista in salita di un decimo in Italia e stabile nell'Eurozona a maggio (così come in Germania a giugno). Infine, in Francia la spesa per consumi di maggio potrebbe riportare il sesto calo mensile consecutivo.

In settimana, negli **Stati Uniti** i dati dovrebbero mostrare segnali di rallentamento della dinamica della domanda, con correzioni moderate dell'ISM di giugno e degli ordini di beni durevoli di maggio. A maggio, la spesa personale dovrebbe essere in rialzo sostenuto, grazie al comparto servizi e ai prezzi in aumento, il reddito personale dovrebbe proseguire sul trend solido. Il deflatore dei consumi è previsto in aumento di 0,7% m/m, con il core in rialzo di 0,4% m/m, al di sotto della variazione del CPI per via di differenze metodologiche fra i due indici.

Lunedì 27 giugno

Stati Uniti

■ Gli **ordini di beni durevoli** a maggio (prel.) sono previsti in calo di -0,4% m/m dopo 0,5% m/m. al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,2% m/m. I dati dovrebbero confermare il graduale miglioramento delle strozzature all'offerta emerse da diversi indicatori, come per esempio l'indice della NY Fed, sempre su livelli storicamente elevati, ma in calo rispetto ai picchi di inizio anno. La divergenza fra ordini e consegne si sta chiudendo e si riscontra un incremento delle scorte, anche se non diffuso a tutti i settori.

Martedì 28 giugno

Area euro

■ **Francia.** La **fiducia dei consumatori**, a giugno, dovrebbe aver aggiornato nuovamente i minimi di periodo, portandosi a 85 da 86 a maggio (ben al di sotto della media di lungo periodo); l'indice peraltro, già da due mesi, è su livelli inferiore persino a quelli raggiunti nel corso delle prime due ondate pandemiche nel 2020. Il calo del morale delle famiglie dovrebbe derivare da un deterioramento delle opinioni rispetto a capacità di risparmio e acquisti futuri, a fronte di prezzi ancora in crescita; non è atteso viceversa un peggioramento delle indicazioni sulla disoccupazione.

Stati Uniti

■ La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a giugno dovrebbe correggere a 101 da 106,4 di maggio. Tutte le indagini di fiducia sono su un chiaro trend verso il basso, ma quella del Conference Board ha subito correzioni più limitate per via del maggior peso attribuito all'andamento del mercato del lavoro. Anche a giugno, il calo previsto per l'indice del Conference Board dovrebbe essere più contenuto rispetto a quello delle altre indagini, con un livello atteso inferiore a quello pre-pandemia, ma ancora al di sopra dei minimi del 2020-21.

Mercoledì 29 giugno

Area euro

■ **Area euro.** Le indagini della Commissione Europea di giugno dovrebbero offrire maggiori indicazioni sul ciclo dopo la sorpresa al ribasso giunta dai PMI. L'**ESI** già dipingeva un quadro di maggior cautela rispetto agli indici dei direttori degli acquisti, ma una correzione dopo la sostanziale stagnazione di maggio è comunque probabile (stimiamo a 104,5 da un precedente 105). Oltre al calo già riportato dalla stima flash del morale dei consumatori, ci

aspettiamo che il deterioramento del morale risulti diffuso a industria (4,4 da 6,3) e servizi (12,8 da 14).

Stati Uniti

- La stima finale del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe confermare la contrazione di -1,5% t/t ann. vista con la seconda lettura e causata, in ampia misura, dal contributo negativo del canale estero e delle scorte, a fronte di una domanda finale domestica in crescita sostenuta.

Giovedì 30 giugno

Area euro

- **Area euro.** Il mercato del lavoro non sembra mostrare significativi segnali di indebolimento dopo lo scoppio del conflitto russo-ucraino: le indagini di fiducia segnalano intenzioni di assunzione ancora solide. Tuttavia, le difficoltà di reperimento di manodopera in alcuni settori, confermate dal record storico raggiunto dalle posizioni vacanti, potrebbero frenare le assunzioni. Vediamo un **tasso di disoccupazione** ancora stabile al 6,8% a maggio (come già nei tre mesi precedenti).
- **Germania.** In giugno, il tasso di **disoccupazione** è atteso ancora invariato al 5%. Le indagini congiunturali e i dati sulle posizioni vacanti, che in maggio hanno raggiunto un massimo storico, sono coerenti con una domanda di lavoro ancora robusta. Ad ogni modo, l'incertezza rimane alta e non possiamo escludere che il rallentamento ciclico possa causare un moderato aumento del tasso dei senza lavoro nei prossimi mesi.
- **Germania.** A giugno i **prezzi al consumo** dovrebbero essere cresciuti di tre decimi sull'indice domestico e di quattro decimi sull'armonizzato UE, in rallentamento su base congiunturale rispetto a maggio anche grazie al taglio delle accise sui carburanti deciso dal Governo. La tendenza annua è attesa invariata al 7,9% sulla misura nazionale e in salita di un decimo su quella armonizzata (8,8% a/a). In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe attestarsi intorno al 7,6% sull'indice armonizzato, in un contesto di ampia incertezza.
- **Francia.** In giugno l'**inflazione** è attesa salire a 5,4% da 5,2% precedente sul CPI e a 6,1% a/a da 5,9% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere cresciuti di quattro decimi su entrambe le misure. L'incremento congiunturale sarà trainato ancora una volta dai prodotti energetici, in particolare dai carburanti (cresciuti più che altrove a giugno). In media d'anno nel 2022, l'inflazione è vista a 5,2% (sull'indice armonizzato).
- **Francia.** La **spesa per consumi**, a maggio, potrebbe riportare il sesto calo mensile consecutivo, sia pur marginale (-0,1% m/m, da -0,4% precedente). A fronte di una minore spesa per beni durevoli e alimentari, si potrebbe assistere a un parziale – ulteriore – recupero per i consumi energetici. Se confermato, il dato lascerebbe la spesa per beni in rotta per una nuova contrazione nel 2° trimestre, pari a -1,4% t/t.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe risalire di un decimo all'8,5% ad aprile. La flessione di -0,06% vista a marzo era dovuta all'aumento degli inattivi (in presenza di un calo degli occupati). Inoltre, le indagini hanno mostrato di recente minori intenzioni di assunzione da parte delle imprese. In ogni caso, riteniamo che la risalita della disoccupazione, per effetto dello shock energetico, possa risultare tutto sommato contenuta.

Stati Uniti

- La **spesa personale** di maggio è prevista in rialzo di 1,1% m/m, dopo 0,9% m/m di aprile. La variazione dovrebbe essere determinata da effetti contrastanti dovuti a contrazione dei beni durevoli (calo dei volumi delle auto maggiore rispetto all'aumento dei prezzi) e incrementi per beni non durevoli (per la benzina in rialzo sia i prezzi sia le quantità) e servizi. In termini reali i consumi dovrebbero essere in rialzo moderato (0,5% m/m). Il **reddito personale** dovrebbe crescere di 0,5% m/m, dopo 0,4% m/m. Il **deflatore dei consumi** è atteso in rialzo dello 0,7% m/m (6,5% a/a) e l'indice **core** dovrebbe segnare una variazione dello 0,4% m/m (4,8% a/a), inferiore a quella del CPI per via del diverso peso dell'abitazione e della diversa definizione della voce sanità. La differenza fra variazioni del CPI e del deflatore non dovrebbe modificare

la preoccupazione della Fed per l'inflazione, anche perché la previsione attuale per giugno è di un aumento dello 0,5% m/m per il CPI core e 0,4% m/m per il deflatore core.

Venerdì 1° luglio

Area euro

- **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI manifatturieri** sono attese confermare l'ampia flessione a 52 da 54,6 registrata dalla stima flash, che ha anche evidenziato un marcato deterioramento della domanda di beni e offerto indicazioni particolarmente sfavorevoli per l'attività industriale nel 2° semestre dell'anno. I dati disponibili (Eurozona, Germania e Francia) sono coerenti con un calo del morale manifatturiero anche in Italia e Spagna. In **Italia** vediamo dunque una flessione a 50,6 da 51,9 di maggio.
- **Area euro.** I prezzi al consumo dovrebbero essere cresciuti di 0,7% m/m a giugno, ben oltre l'usuale profilo stagionale. Le pressioni al rialzo si stanno comunque facendo sempre più diffuse e non riguardano solo alimentari ed energia, al netto dei quali prevediamo un aumento congiunturale di circa mezzo punto. L'**inflazione headline** dovrebbe quindi salire all'8,6% a/a da un precedente 8,1% mentre la dinamica core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è vista accelerare al 4,5% da 4,4% di maggio. Entrambe le letture rappresenterebbero un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. Riteniamo che l'inflazione, dopo il picco di questo mese, possa intraprendere un trend di lenta discesa, lievemente più pronunciato rispetto alla dinamica core e legato a effetti base negativi della componente energia, chiudendo il 2022 al 7,3% in media annua. I rischi per i prossimi mesi restano comunque verso l'alto, non solo per quanto riguarda le dinamiche dell'energia ma anche per ciò che concerne il trasferimento a valle degli elevati costi produttivi.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa ancora in salita a giugno, stimiamo a 7,4% da 6,8% a/a precedente sull'indice domestico e a 8% da 7,3% sulla misura armonizzata UE. La componente di fondo (sul NIC) è vista in crescita al 3,6% a/a (0,6% m/m) da 3,2% precedente. Nel mese i prezzi sarebbero saliti di sette decimi sul NIC e di otto sull'IPCA. I rincari dovrebbero ancora essere trainati dai carburanti e dagli alimentari. In prospettiva, l'inflazione potrebbe restare vicina ai picchi di giugno almeno sino a settembre.

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a giugno è atteso a 55,5, da 56 di maggio. Le prime indagini di giugno hanno segnalato attività poco variata, a fronte del persistente aumento dell'occupazione e dei prezzi, sia per gli indici coincidenti sia per quelli a sei mesi. Il 2° semestre dovrebbe essere caratterizzato da un rallentamento della crescita, dovuto al ridimensionamento della domanda in seguito alla svolta della politica monetaria.
- La **spesa in costruzioni** a maggio dovrebbe aumentare di 0,3% m/m, dopo 0,5% m/m di aprile. I dati dovrebbero mostrare un moderato rialzo nel comparto residenziale e una variazione marginalmente positiva per la componente non residenziale, sostenuta anche dall'estrattivo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (27 giugno – 1° luglio) ...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 27/6	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mag	0.5		%	-0.4	-0.4
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mag	0.4		%		0.2
Mar 28/6	08:00	GER	Fiducia consumatori		lug	-26.0			-27.5	
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		giu	86			84	85
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		apr	2.4		%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		apr	21.4		%		
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		mag	-105.9		Mld \$		
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		apr	21.2		%		
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		apr	1.5		%		
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	giu	106.4			100.0	101.0
Mer 29/6	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mag	3.1	(2.9)	%	3.3	
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		giu	34.1				
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		giu	8.5		%	8.6	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mag	6.0		%	5.9	5.8
	10:30	GB	Credito al consumo		mag	1.399		Mld £		
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	giu	105.0			104.0	104.5
	11:00	EUR	Fiducia servizi		giu	14.0			12.0	12.8
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		giu prel	-23.6			-23.6	-23.6
	11:00	EUR	Fiducia industria		giu	6.3			4.6	4.4
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T1	prel 5.1		%		
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T1	prel 8.1		%		
	14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T1	prel -1.5		%		-1.5
	Gio 30/6	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		mag	-1.5		%	-0.3
03:30		CN	PMI manifatturiero - NBS	*	giu	49.6				
03:30		CN	PMI composito - Caixin		giu	48.4				
03:30		CN	PMI non manifatturiero - NBS		giu	47.8				
08:00		GB	PIL t/t finale		T1	prel 0.8		%	0.8	
08:00		GER	Prezzi import a/a		mag	31.7		%		
08:00		GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	-5.4		%	1.0	
08:00		GER	Vendite al dettaglio a/a		mag	-0.4		%		
08:45		FRA	Spese per consumi m/m	**	mag	-0.4		%		-0.1
08:45		FRA	IPCA a/a prelim	*	giu	5.8		%	6.1	6.1
09:55		GER	Variazione n° disoccupati	*	giu	-4		x1000	-6	
09:55		GER	Tasso di disoccupazione		giu	5.0		%	5.0	5.0
10:00		ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	mag	8.4		%		8.5
11:00		EUR	Tasso di disoccupazione	*	mag	6.8		%	6.8	6.8
14:00		GER	IPCA a/a prelim	*	giu	8.7		%	8.8	8.8
14:00		GER	IPCA m/m prelim	**	giu	1.1		%	0.2	0.4
14:00		GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	giu	7.9		%	7.9	7.9
14:00		GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	giu	1.0		%	0.3	0.3
14:30		USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mag	0.3		%		0.4
14:30		USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mag	0.9		%		1.1
14:30		USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mag	4.9		%		4.8
14:30		USA	Deflatore consumi a/a	*	mag	6.3		%		6.5
14:30		USA	Redditi delle famiglie m/m		mag	0.4		%		0.5
14:30		USA	Richieste di sussidio	*	settim	229		x1000		
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.315		Mln			
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	giu	60.3					

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

Calendario dei dati macroeconomici (27 giugno – 1° luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven 1/7	00:00	ITA	PPI a/a		mag	35.3	%	
	00:00	ITA	PPI m/m		mag	0.2	%	
	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mag	2.5	%	2.5
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		mag	1.2		1.2
	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifat.	**	T2	9		14
	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T2	14		13
	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		giu	prel 52.7		
	03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	giu	48.1		
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	giu	51.9	50.8	50.6
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		giu	prel 51.0	51.0	51.0
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	giu	prel 52.0	52.0	52.0
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	giu	prel 52.0	52.0	52.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	giu	53.4		
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	giu	6.8	%	7.4
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	giu	0.8	%	0.7
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	giu	7.3	%	7.8
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	giu	0.9	%	0.8
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	giu	8.1	%	8.3
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	giu	4.4	%	4.7
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		giu	52.4		
16:00	USA	Spesa in costruzioni		mag	0.2	%	0.3	
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	giu	56.1	55.8	55.5	

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

Calendario degli eventi (27 giugno – 1° luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 27/6	01:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di giugno
	09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		EUR	* BCE: Forum annuale delle banche centrali
Mar 28/6	12:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		USA	Discorso di Daly (Fed)
	EUR	* BCE: Forum annuale delle banche centrali	
Mer 29/6	14:30	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		USA	Discorso di Mester (Fed)
	19:05	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		EUR	* BCE: Forum annuale delle banche centrali
Gio 30/6		Riunione ministeriale OPEC e non-OPEC in videoconferenza	

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mag	5.60	(5.61)	Mln	5.40	5.41
Richieste di sussidio	settim	231	(229)	x1000	227	229
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.310	(1.312)	Mln	1.315	1.315
Saldo partite correnti	T1	-224.8	(-217.9)	Mld \$	-273.5	-291.4
Markit PMI Composito prelim.	giu	53.6				51.2
Markit PMI Manif. prelim.	giu	57.0			56.0	52.4
Markit PMI Servizi prelim.	giu	53.4			53.5	51.6
Vendite di nuove case (mln ann.)	mag	0.591		Mln	0.588	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	giu	50.2			50.2	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PMI manifatturiero flash** di giugno ha corretto più delle attese, scendendo a 52,4 da 57, sulla scia di flessioni per ordini e produzione (entrambi sotto 50) e segnalando rallentamento della crescita. Anche l'indice dei **servizi** è stato più debole del previsto, con una flessione a 51,6 da 53,4. Un fattore positivo è il calo degli indici dei prezzi in tutti i settori, con segnali di continua crescita ma a ritmi più contenuti.

Le **vendite di case esistenti** di maggio hanno mostrato una correzione di -3,4% m/m, tornando sui livelli del 2019 sia per le unità monofamiliari, sia per quelle multiple, con indicazioni di un ritorno alle preferenze pre-pandemia in termini di residenze urbane e suburbane. Le scorte di case restano su livelli molto bassi e il prezzo mediano è in rialzo di 14,8% a/a. Il trend delle vendite è previsto ancora in calo ma, nonostante ciò, il mercato dovrebbe restare caratterizzato da un ampio eccesso di domanda.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PMI manifatturiero prelim	giu	53.3			52.7	
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mag	2.1		%	2.1	2.1
CPI (naz.) a/a	mag	2.5		%		2.5

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	giu	1.8				
EUR	Fiducia consumatori flash	giu	-21.2	(-21.1)	-20.5	-23.6	
EUR	PMI servizi prelim	giu	56.1		55.5	52.8	
EUR	PMI manifatturiero prelim	giu	54.6		53.9	52.0	
EUR	PMI composito prelim	giu	54.8		54.0	51.9	
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	giu	106		105	108	
FRA	PMI servizi prelim	giu	58.3		57.6	54.4	
FRA	PMI manifatturiero prelim	giu	54.6		54.0	51.0	
GER	PPI m/m	mag	2.8		%	1.5	1.6
GER	PPI a/a	mag	33.5		%	33.5	33.6
GER	PMI servizi prelim	giu	55.0		54.5	52.4	
GER	PMI manifatturiero prelim	giu	54.8		54.0	52.0	
GER	IFO	giu	93.0		92.9	92.3	
GER	IFO (sit. corrente)	giu	99.6	(99.5)	99.1	99.3	
GER	IFO (attese)	giu	86.9		87.4	85.8	
ITA	Fiducia consumatori	giu	102.7		102.5	98.3	
ITA	Indice di fiducia delle imprese	giu	109.4	(109.3)	108.5	110.0	
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	mag	-2.29		Mld €	-0.64	
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T1	3.0		%		
SPA	PIL t/t finale	T1	0.3		%	0.3	0.2

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

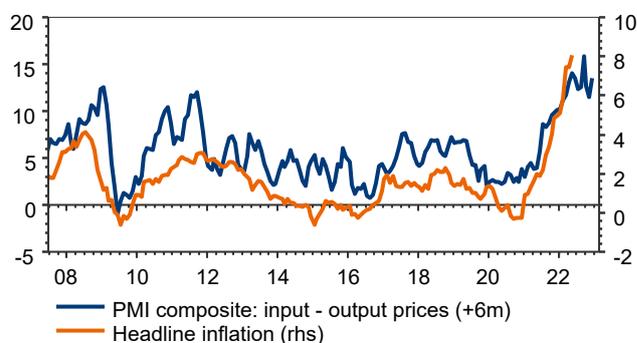
Area euro. Le stime flash degli indici **PMI** di giugno registrano un calo superiore alle previsioni, nostre e di consenso, diffuso a manifattura e servizi. In particolare, le indagini riportano una frenata della domanda di beni e servizi, penalizzata dallo shock sui prezzi, che non offre prospettive incoraggianti per l'attività nella seconda metà dell'anno. Il **PMI composito** rimane su livelli espansivi (51,9 da 54,8) ma se si escludono i mesi del 2020, quando l'attività economica era distorta dai lockdown, la flessione subita dall'indice è la più ampia dal 2008. Il mercato rallentamento risulta diffuso a Germania e Francia ma le letture relative al complesso dell'Eurozona sono coerenti con un calo della fiducia anche in Italia e Spagna. Il **PMI manifatturiero** cala a 52 da 54,6, un minimo da agosto 2020; lo spaccato dell'indagine è ancora meno incoraggiante rispetto a quanto emerge dall'indicatore *headline*: accelera il calo dei nuovi ordinativi (sui minimi da maggio 2020) mentre la produzione si contrae per la prima volta dal giugno del 2020. In territorio negativo anche le commesse in fase, un segnale particolarmente sfavorevole per le prospettive di produzione industriale perché indica che a fronte di una marcata frenata della domanda nei prossimi mesi le imprese faranno progressivamente più fatica a sostenere l'output attraverso lo stock di ordinativi accumulati. Il **PMI servizi** flette invece a 52,8 da 56,1, vicino ai livelli di inizio anno quando l'attività era frenata dalla recrudescenza pandemica: il secondo calo mensile del morale nel settore suggerisce che la spinta dalle riaperture stia iniziando a scemare. Al momento riteniamo che i servizi possano continuare a trainare la ripresa nei prossimi trimestri, seppur a ritmi progressivamente più blandi, e compensare l'attesa frenata manifatturiera. Tuttavia, il netto rallentamento dell'afflusso di nuovi ordini suggerisce la presenza di rischi al ribasso circa la tenuta della domanda anche nei servizi nei prossimi mesi. Sul fronte dei **prezzi** si registra un contenuto rallentamento della crescita di quelli di vendita per il terzo mese. I costi degli input invece decelerano nella manifattura mentre tornano a riaccelerare nei servizi (probabile indicazione dell'irrobustimento delle pressioni salariali). Gli indici relativi ai prezzi suggeriscono che l'inflazione potrebbe aver toccato un picco, anche perché a causa dell'indebolimento della domanda le imprese non riescono a trasferire i maggiori costi di produzione ai consumatori finali. La relazione storica tra PMI e PIL suggerisce che nell'Eurozona il livello degli indici sia coerente con una crescita intorno allo 0,5% t/t nel 2° trimestre. Ribadiamo però che dallo scoppio della pandemia la capacità predittiva dei PMI si è significativamente indebolita: negli ultimi due trimestri gli indici dei direttori degli acquisti hanno significativamente sovrastimato il ritmo di ripresa. Le nostre stime, anche alla luce delle indagini condotte dalla Commissione Europea e di un morale dei consumatori prossimo ai minimi storici, sono più caute: vediamo una crescita intorno allo 0,2% t/t nel trimestre in corso, mentre le letture di giugno non offrono prospettive particolarmente incoraggianti per una eventuale riaccelerazione durante l'estate.

Area euro: nella manifattura l'indebolimento della domanda non offre prospettive incoraggianti per la produzione nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

L'inflazione potrebbe aver toccato un picco ma le pressioni restano severe

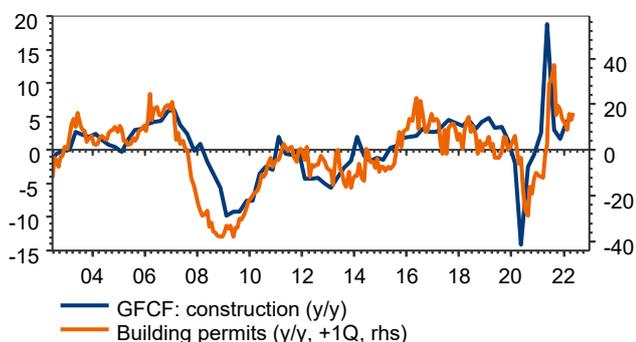


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Area euro. Ad aprile la **produzione nelle costruzioni** è diminuita di -1,1% m/m da un precedente +0,1% m/m: è la prima flessione dopo tre rialzi consecutivi. Il calo è imputabile all'ingegneria civile

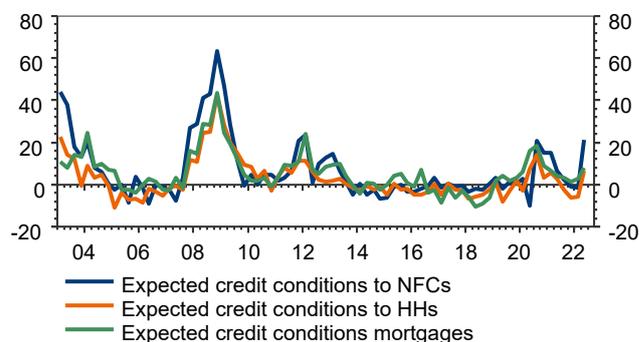
(-5,5% m/m dopo il 2% di marzo) a fronte di una sostanziale stagnazione nell'edilizia (0,1% m/m da -0,3%). In termini tendenziali, l'output rimane comunque in crescita di un solido 3% (da 3,4% del mese precedente). Dopo due trimestri di espansione, grazie anche a condizioni meteorologiche favorevoli, l'attività dovrebbe rallentare durante la primavera. Ci aspettiamo però che la tendenza nei prossimi trimestri possa restare complessivamente espansiva: la domanda sottostante è ancora positiva e i dati sui permessi di costruzione sono coerenti con una crescita dell'attività nel settore. Dopo un 2021 particolarmente vivace, una decelerazione in corso d'anno è comunque probabile: le istituzioni finanziarie iniziano a segnalare attese di un inasprimento delle condizioni creditizie mentre la svolta di politica monetaria della BCE dovrebbe riflettersi sui tassi sui mutui (che in ogni caso resteranno in territorio negativo in termini reali).

I dati sui permessi di costruzione sono coerenti con un'attività ancora espansiva nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Le istituzioni finanziarie iniziano a riportare attese di inasprimento delle condizioni creditizie



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

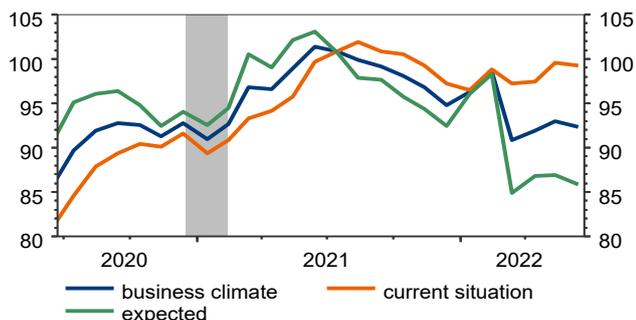
Germania. Il PPI di maggio è cresciuto dell'1,6% m/m. Su base annua l'indice è salito al 33,6% a/a, il ritmo più forte mai registrato dall'inizio delle rilevazioni, ancora spinto dal rincaro dei prezzi energetici (87,1% a/a e 2,5% m/m) - la componente gas naturale ha registrato un incremento del 148,1% a/a - e dei beni intermedi (25,1% a/a e 1,5% m/m), soprattutto metalli.

Germania. L'indice di fiducia IFO è sceso a giugno a 92,3 da un precedente 93, dopo essere cresciuto per due mesi consecutivi. A cedere è soprattutto la componente delle attese che passa a 85,8 da un precedente 86,9. La valutazione della situazione corrente, invece, scende solo marginalmente a 99,3 da 99,6 di maggio. **Lo shock sui prezzi dell'energia e la minaccia di nuovi tagli alle forniture di gas naturale dalla Russia sono fonte di forte preoccupazione per le imprese tedesche.** Pertanto, ci attendiamo un ritorno degli indici sopra la media di lungo periodo più lento del previsto. In linea con le indagini PMI diffuse ieri, **il sondaggio IFO suggerisce un mercato rallentamento dell'attività manifatturiera**, con l'indice per il comparto in calo a 0,3 punti da 2,7 precedente. I problemi dal lato dell'offerta e il rallentamento della ripresa globale stanno chiaramente pesando sulla dinamica dell'export e sull'attività manifatturiera tedesca. In peggioramento il morale anche nel commercio all'ingrosso, con l'indice in calo a -9,3 da 4,9. È in particolare l'andamento del commercio al dettaglio a pesare, con l'indice in calo a -23 punti da -19,5, vicino al minimo visto ad aprile. In generale, il settore del commercio continua a risentire del forte aumento dell'inflazione. Di contro, **la fiducia delle imprese è cresciuta nei servizi** (a 10,8 da 8,2), in particolare nei comparti più *contact intensive*, come i servizi ricettivi e di ristorazione, che beneficiano della normalizzazione post-pandemica. Il settore delle costruzioni rimane in miglioramento, con l'indice che passa a -9,7 punti da -13,4 precedente.

L'indice IFO rimane ben al di sotto della media a lungo termine e continua a segnalare una fase di diffusa debolezza per l'economia tedesca. La tendenza in calo nel manifatturiero difficilmente invertirà a breve. Viceversa, al di là della volatilità mensile, **servizi e costruzioni potranno compensare la debolezza dell'industria.** Il livello di chiusura dell'indice IFO nel trimestre

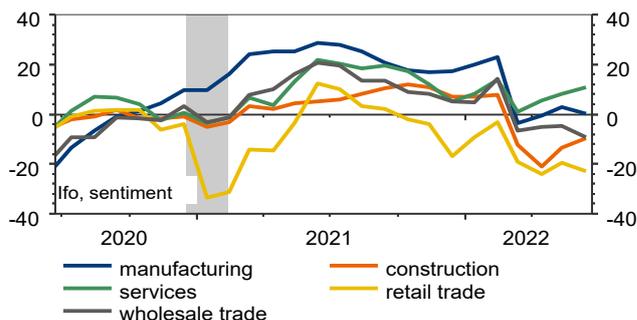
primaverile indicherebbe un possibile ritorno in territorio negativo per la crescita del PIL. **Malgrado ciò, riteniamo ancora molto probabile una crescita dello 0,1% t/t nel trimestre corrente**, circa in linea con le previsioni della Bundesbank. **Per il 2022, vediamo una crescita dell'1,7% (dal 2,4% stimato tre mesi fa)**. L'economia tedesca è tra le più esposte alle importazioni di gas russo, con pesanti conseguenze per la manifattura; inoltre, anche la ripresa nel settore terziario potrebbe rallentare. Al momento, quindi, pensiamo che i rischi sulle previsioni siano ancora verso il basso.

Germania: l'indice IFO cala a giugno



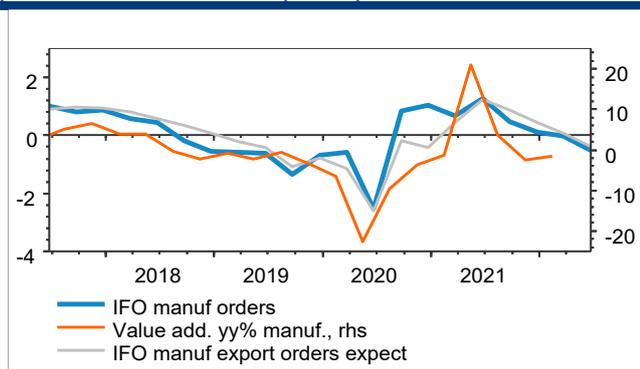
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO

Dinamica divergente tra settori



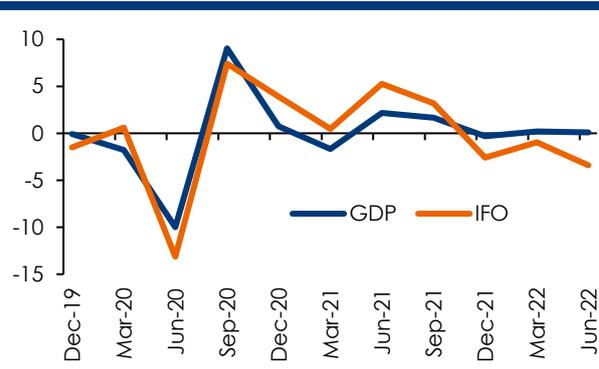
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO

Il calo degli ordini segnalato dall'indagine IFO anticipa una possibile contrazione dell'output nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO

Tasso di crescita % t/t del PIL e variazione t/t dell'indice IFO

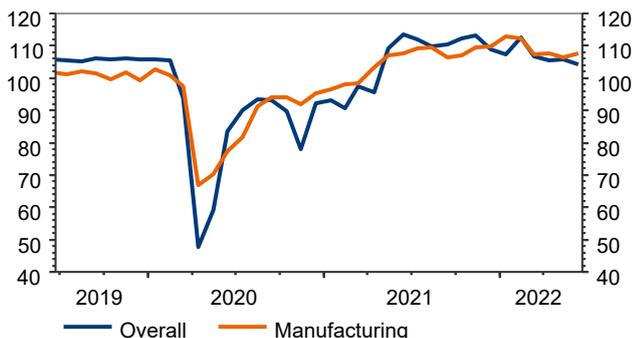


Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati IFO, Destatis

Francia. L'indice INSEE di fiducia delle imprese manifatturiere ha riportato una crescita di due punti a giugno, a 108. Lo spaccato ha evidenziato un chiaro progresso nelle aspettative di produzione, sia a livello di singola impresa (da 6 a 9), sia a livello generale (da -9 a -5), oltre ad un miglioramento nel saldo relativo alla produzione passata (da 12 a 15). Sono tornate a crescere, sia pur marginalmente, le scorte (da 8 a 9). Gli ordinativi, sia complessivi che dall'estero, sono risultati sostanzialmente stabili (su livelli storicamente elevati), a fronte di un moderato calo sia nelle attese sui prezzi di vendita futuri che nel grado di incertezza economica. A sorprendere è stato soprattutto il calo del morale nei servizi, dove si sono evidenziate, a differenza che nell'industria in senso stretto, indicazioni negative circa i livelli di attività futura (-2 punti, a 6) e domanda attesa (-4 punti, a 4); al contempo, ancora una volta a differenza che nel manifatturiero, si è notata una ulteriore crescita (per il quarto mese consecutivo) dei prezzi di vendita attesi (+3 punti, a 13). Inoltre, sono peggiorate le opinioni relative a incertezza economica (+2 punti, a 10) e outlook complessivo (-4 punti, a 2). In sintesi, l'indagine INSEE di giugno ha mostrato una certa resilienza della manifattura, mentre il terziario sembra cominciare a risentire anch'esso dei rincari dei costi, nonché degli spillover dall'industria, in una fase in cui va scemando l'effetto traino delle riaperture e della ripresa della mobilità in scia al minor rischio

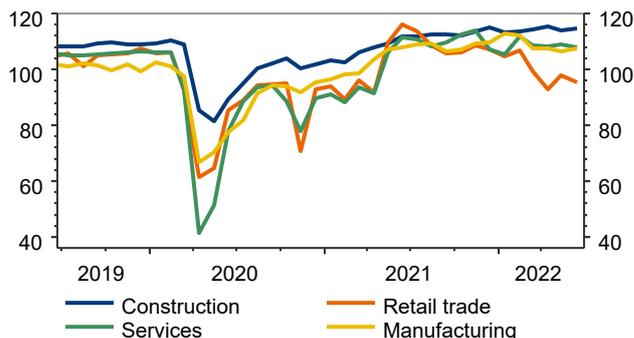
sanitario. Peraltro, non escludiamo che il manifatturiero possa tornare a rallentare in prospettiva, sull'onda della nuova fiammata dei prezzi delle materie prime vista nelle ultime settimane (che potrebbe incidere sulle indagini di luglio). Nel complesso, l'economia francese sembra aver subito una stagnazione nel 1° semestre dell'anno. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso la stima di crescita per l'intero 2022, a 2,7% da un precedente 3,3%.

A giugno torna a crescere la manifattura (grazie a un miglioramento nelle attese di produzione)...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

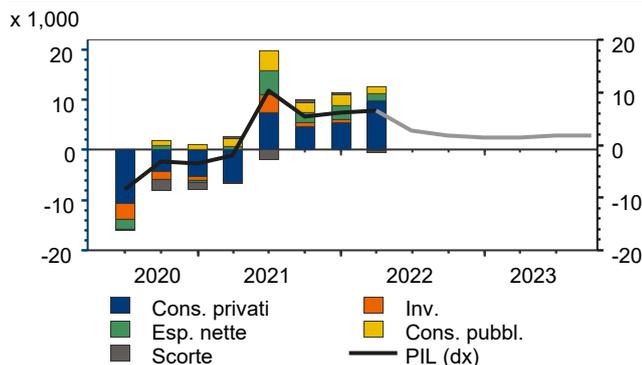
...mentre peggiora il morale tra le aziende dei servizi e del commercio al dettaglio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

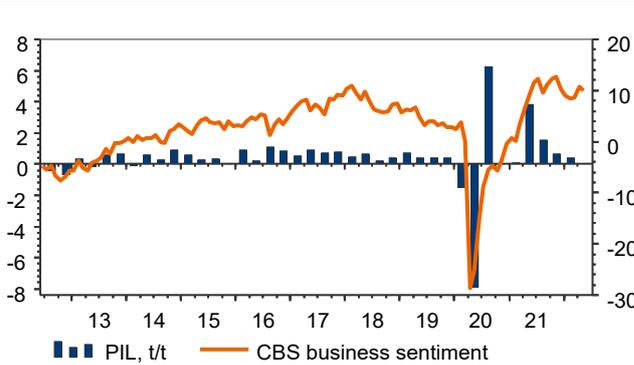
Paesi Bassi. La **seconda stima** ha rivisto al rialzo di quattro decimi la crescita del **PIL** nel 1° trimestre, a 0,4% t/t, rivedendo però al ribasso di un decimo la crescita annua del 2021, a 4,9%; di conseguenza, la variazione tendenziale è stata rivista al ribasso a 6,6% a/a (stima preliminare: 7% a/a). Lo spaccato mostra ora un contributo positivo della domanda interna di +0,4pp, con i consumi privati cresciuti dell'1,5% t/t e la spesa pubblica calata di -0,6% t/t. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo nullo alla crescita, mostrando un calo piuttosto simile sia per l'import che per l'export (-0,4% e -0,3% t/t, rispettivamente). Secondo le nostre stime, il 2022 si chiuderà con una crescita del 3,1% rispetto al 2021, ma i rischi su questa previsione sono verso il basso.

Contributi alla formazione del PIL (a/a)



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

Fiducia economica e andamento del PIL



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

Italia. Il morale delle famiglie è sceso più del previsto, a 98,3 da 102,7 di maggio, raggiungendo un nuovo minimo da novembre 2020. **Tutte le principali componenti dell'indagine sono in calo rispetto ai livelli del mese scorso, in particolare il clima economico nazionale** (in maggior misura rispetto alla situazione personale delle famiglie) **e le condizioni correnti** (più delle aspettative per il futuro). I timori per la disoccupazione sono aumentati moderatamente, pur rimanendo ben al di sotto della loro media storica. Viceversa, le possibilità sia attuali che future di risparmio sono aumentate, mentre le opportunità di acquisto di beni durevoli sono crollate a -87,3 da un precedente -63,8 (minimo da maggio 2020). **L'inflazione attesa ha subito un ulteriore**

rallentamento (a 54,3 dal precedente 71,3; il picco è stato toccato a marzo a 103,6), ma l'inflazione corrente ha raggiunto un nuovo massimo storico a 124,7, dal 110,6 di maggio.

L'indice composito Istat del clima di fiducia delle imprese è salito per il secondo mese a 113,6 da 111 a maggio: è un massimo dallo scorso dicembre. La ripresa è stata diffusa a tutti i principali macrosettori. In particolare, è stata molto vivace nei servizi (a 109,1 da 103,8). Il morale è migliorato anche nel commercio al dettaglio (a 107,2 da 105,8) ed è tornato vicino ai massimi storici nelle costruzioni (a 159,7 da 158,7; il record era stato toccato a 160,6 in aprile). Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è aumentata per la prima volta da novembre dello scorso anno, passando a 110 da 109,4 di maggio. Sono migliorate sia le indicazioni correnti che le aspettative, sia sugli ordini che sulla produzione. Le scorte sono salite a 1,7 (dallo 0,4 precedente), il livello più alto dal gennaio dello scorso anno (il che potrebbe segnalare una parziale attenuazione delle difficoltà di approvvigionamento). Anche le prospettive sull'economia e sull'occupazione sono migliorate rispetto al mese scorso. Le attese sui prezzi di vendita sono diminuite moderatamente per il secondo mese, passando a 41 da 46,4 (il massimo storico è stato toccato a 53,6 lo scorso aprile).

Nel complesso, il settore manifatturiero si conferma relativamente resiliente, come segnalato anche dai dati sulla produzione industriale. Tuttavia, il rimbalzo di giugno potrebbe rivelarsi di breve durata, in quanto potrebbe essere dovuto a un temporaneo calo dei prezzi di alcune materie prime che potrebbe non persistere nei prossimi mesi, nonché a una attenuazione nelle difficoltà di approvvigionamento di materiali e componentistica da parte delle aziende, che è tutta da confermare nei prossimi mesi. Nel frattempo, non appare ancora esaurito l'effetto-riapertura nei servizi, che continuano a beneficiare di una "normalizzazione" dei comportamenti di spesa nei settori *contact-intensive*, che difficilmente sarà messa a repentaglio dall'aumento dei contagi nelle ultime settimane. Insomma, i servizi (e il commercio al dettaglio) sembrano poter più che compensare la debolezza dell'industria in senso stretto, in un quadro in cui le costruzioni non danno segnali concreti di rallentamento da una fase super-espansiva in corso ormai da oltre un anno.

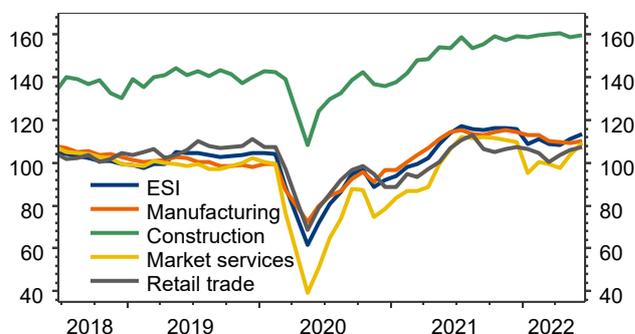
In sintesi, dopo aver tagliato la stima di crescita sul PIL italiano al 3% all'indomani dello scoppio della guerra in Ucraina, non abbiamo rivisto ulteriormente al ribasso tale stima nel recente aggiornamento dello scenario di previsione. Se si escludono gli scenari estremi (interruzione completa delle forniture di gas dalla Russia), l'economia nel suo complesso dovrebbe rimanere in una fase sia pur marginalmente espansiva nei prossimi trimestri. Come segnalato dall'indagine sui consumatori, il rischio principale in prospettiva riguarda la spesa delle famiglie, mentre la situazione dal lato delle imprese appare relativamente resiliente.

L'impatto della guerra in Ucraina è stato sinora moderato per la fiducia delle imprese, significativo per quella delle famiglie



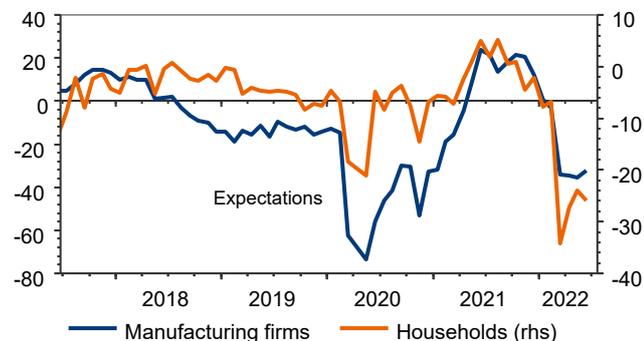
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Tra le aziende, il recupero è trainato da servizi e commercio al dettaglio; resta vicino ai massimi storici il morale nelle costruzioni



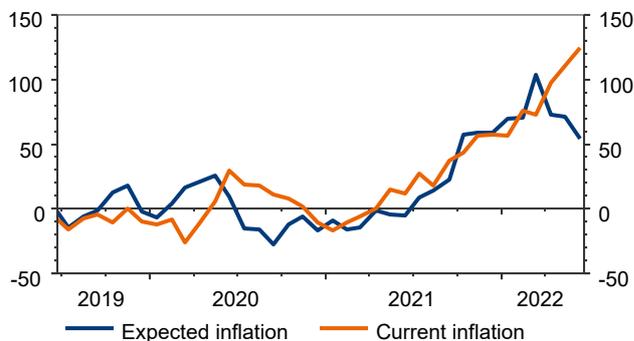
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Le aspettative sull'economia delle famiglie restano piuttosto pessimistiche



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

Le famiglie segnalano un moderato rientro dai massimi dell'inflazione attesa, ma un nuovo record per l'inflazione corrente



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

Spagna. INE ha rivisto verso il basso di un decimo, a 0,2% t/t, la crescita del **PIL** relativa al primo trimestre (6,3% a/a da 6,4% di fine 2021). La crescita acquisita nel 2022, conseguentemente, scende a 3,4%, da un precedente 3,6%. La limatura è spiegata da una netta diminuzione del dato sulle esportazioni di beni e servizi (1,1% da 3,4% stimato in precedenza), a fronte di una modesta variazione nelle importazioni (-0,8% da -0,5%). L'apporto negativo del canale estero nasconde peraltro una significativa revisione al rialzo del contributo della domanda interna (da -1,2% a -0,6%): i consumi privati sono stati infatti rivisti a -2% t/t da un precedente -3,7%, mentre la spesa pubblica è passata da 1,3% a 0,1% (sostanzialmente invariata invece, la componente investimenti). Stimiamo che la crescita del PIL sia rimasta stabile a 0,2% t/t anche nel trimestre primaverile, prima di accelerare 0,5% in estate. La crescita 2022 dovrebbe attestarsi attorno al 4%, circa un punto al di sopra della media dell'Eurozona.

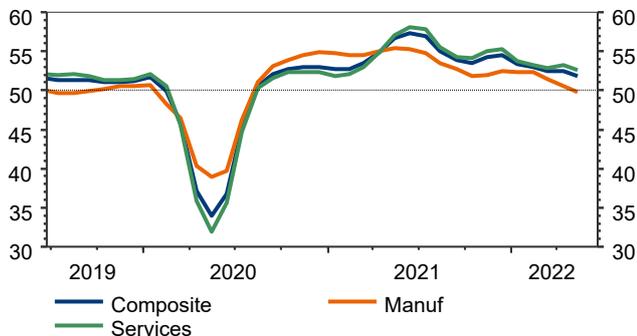
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	giu	3.70	%	3.70
Tasso prime rate a 5 anni	giu	4.45	%	4.45

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

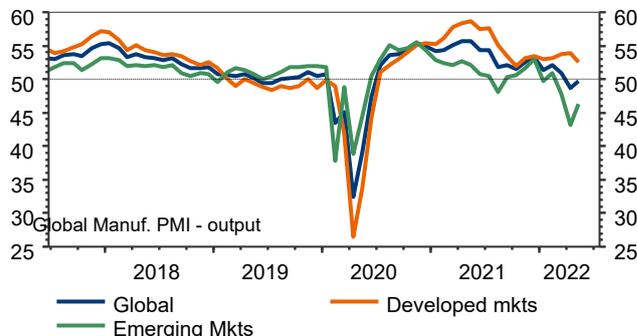
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



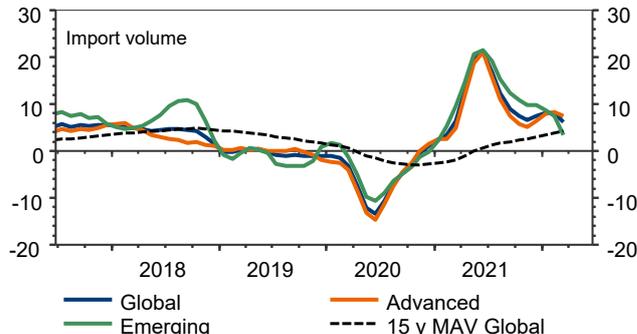
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



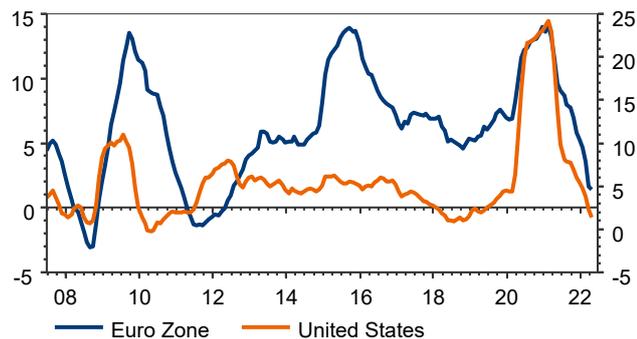
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



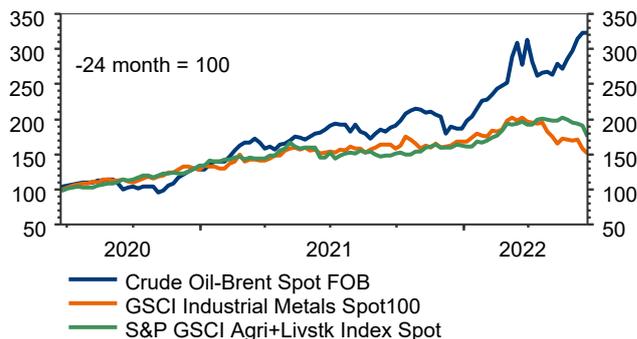
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

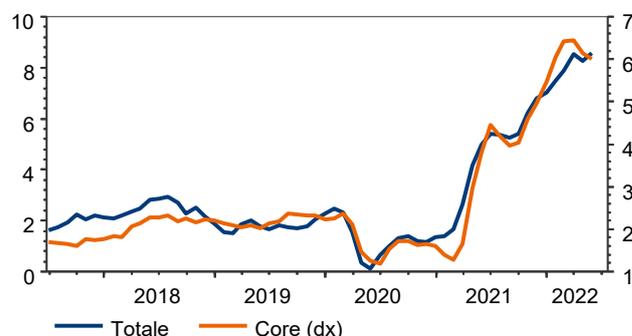
Stati Uniti

Indagini ISM



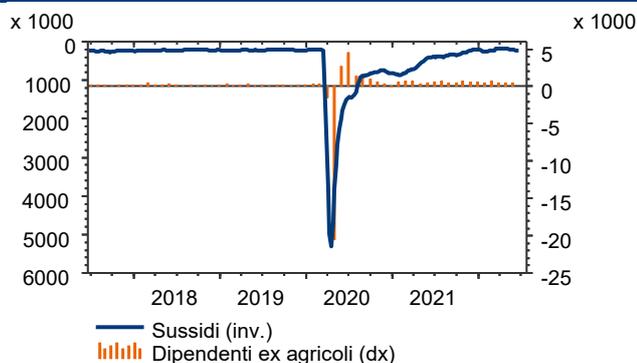
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



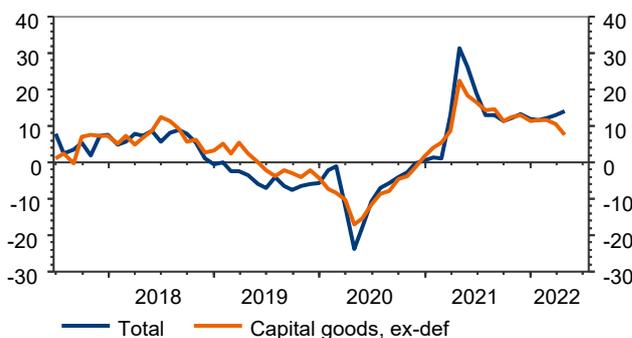
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

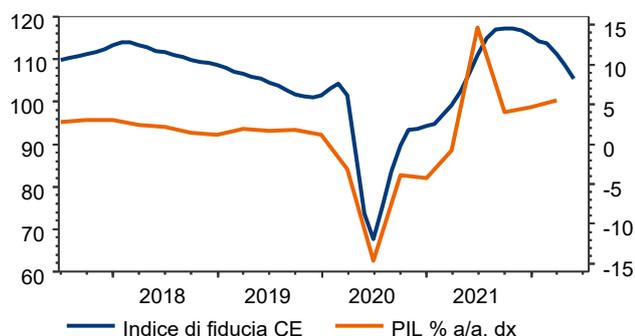
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	2.5	1.8	12.2	4.9	5.5	3.5	2.4	2.5	1.4	2.1
- trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9	-1.5	2.1	2.8	2.2	1.4
Consumi privati	7.9	3.3	2.1	12.0	2.0	2.5	3.1	3.3	2.5	2.5	1.8
IFL - privati non residenziali	7.4	6.3	3.9	9.2	1.7	2.9	9.2	8.5	6.4	4.5	3.7
IFL - privati residenziali	9.2	-1.6	-0.9	-11.7	-7.7	2.2	0.4	1.0	-2.8	-3.0	-1.0
Consumi e inv. pubblici	0.5	-0.5	2.0	-2.0	0.9	-2.6	-2.7	1.5	2.2	2.0	2.0
Esportazioni	4.5	4.8	4.8	7.6	-5.3	22.4	-5.4	7.5	6.5	5.5	4.1
Importazioni	14.0	10.9	4.8	7.1	4.7	17.9	18.3	6.5	4.9	5.1	5.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.9	0.0	-1.7	2.1	5.3	-0.9	-0.2	0.3	0.1	-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	4.8	5.3	6.7	8.0	8.3	7.8	6.4	4.9
Produzione Industriale	5.5	5.4	1.3	1.6	0.8	1.0	1.7	2.2	0.8	0.2	0.0
Disoccupazione (%)	5.4	3.6	3.7	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.5	3.5	3.6

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

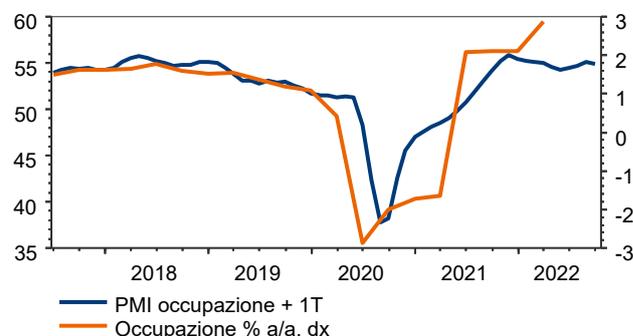
Area euro

PIL



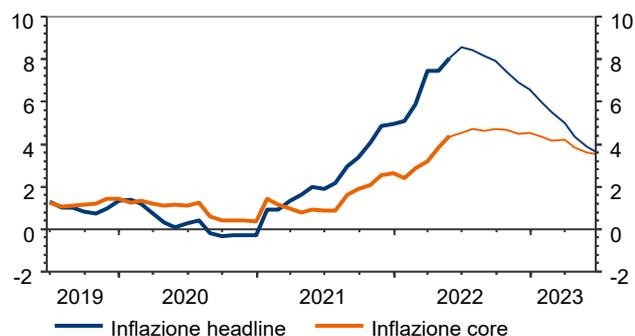
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	6.6	2.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.0	2.1	14.7	4.0	4.7	5.4	3.4	1.4	1.7	1.7
- t/t				2.2	2.3	0.2	0.6	0.2	0.4	0.5	0.6
Consumi privati	3.6	2.8	1.9	3.8	4.5	-0.3	-0.7	0.3	0.4	0.4	0.6
Investimenti fissi	4.1	4.2	4.7	1.4	-0.9	3.1	0.1	1.2	1.3	1.2	1.2
Consumi pubblici	3.9	0.8	0.7	1.9	0.4	0.4	-0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
Esportazioni	10.8	4.6	2.7	3.2	1.9	2.7	0.4	0.1	0.5	0.6	0.7
Importazioni	8.7	5.1	2.9	3.3	1.4	4.7	-0.6	0.4	0.5	0.6	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.5	-0.1	-0.6	-0.2	0.4	0.6	-0.1	-0.2	0.0	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	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	8.2	7.0	5.5
Produzione industriale (a/a)	7.8	0.7	2.7	23.2	6.0	0.1	-0.1	-0.6	0.9	2.4	2.2
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	6.7	8.1	7.5	7.1	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.10	1.27	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.39	0.05	0.49	0.86

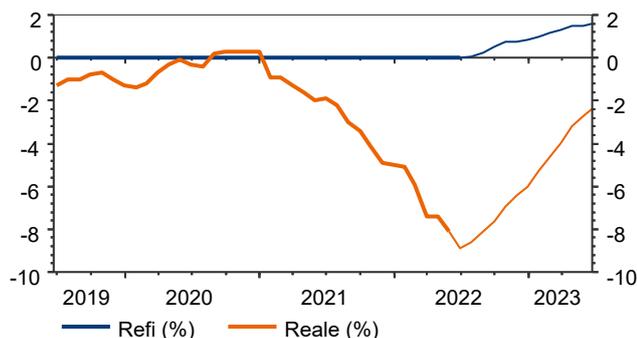
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	23/6	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	-0.53	-0.54	0.06	0.37	0.88
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	-0.19	-0.33	0.30	0.53	1.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

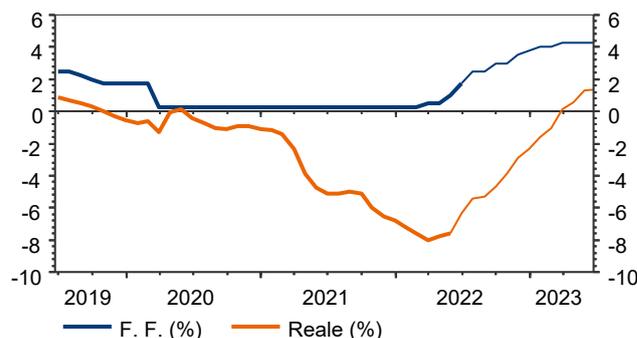


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	23/6	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	2.11	1.66	2.84	3.73	4.23

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

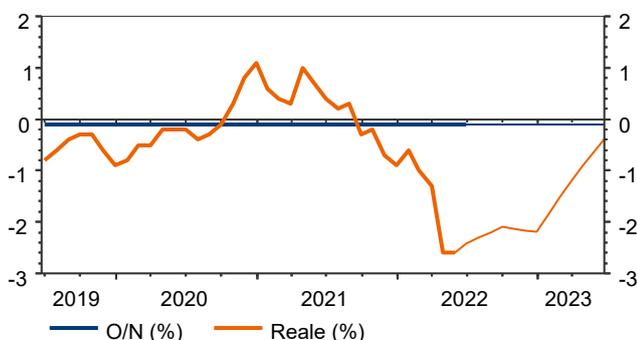


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	23/6	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	-0.03	-0.04	-0.06	-0.06	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

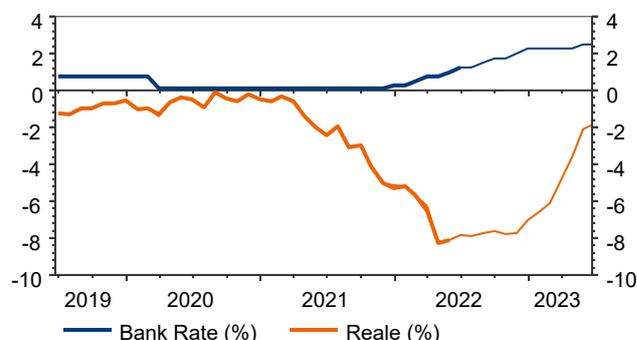


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	23/6	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	1.62	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	24/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.19	1.13	1.10	1.07	1.0538	1.05	1.08	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	107	111	114	122	127	134.71	135	132	130	128	124
GBP/USD	1.24	1.39	1.34	1.32	1.25	1.2269	1.22	1.28	1.30	1.32	1.37
EUR/CHF	1.07	1.10	1.04	1.02	1.03	1.0109	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	120	132	129	134	136	141.97	142	143	144	145	146
EUR/GBP	0.90	0.86	0.84	0.83	0.86	0.8588	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
---------------	-------	---------------------------------