

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il nuovo picco dell'inflazione nell'Eurozona riflette ancora soprattutto le tensioni su energia ed alimentari, ma l'aumento dei prezzi è sostenuto in tutte le categorie merceologiche. Il calo dell'inflazione tendenziale nei prossimi mesi rifletterà il minor contributo dei fattori esogeni, mentre la componente endogena accelererà ancora. Nel frattempo, i Governi nazionali stanno rafforzando le misure di sostegno varate per proteggere consumatori e imprese dal continuo rincaro dei prezzi.

I market mover della settimana

In **area euro** i dati di produzione industriale di maggio dovrebbero registrare una crescita dell'output in Germania e Francia, in un contesto però di generale debolezza per il settore. La produzione potrebbe invece tornare a calare in Italia dopo tre progressi consecutivi. Nel complesso dell'Eurozona le vendite al dettaglio potrebbero rimbalzare solo parzialmente a maggio, mentre i dati sui prezzi alla produzione sono attesi confermare la presenza di forti pressioni inflattive a monte delle filiere industriali. In calendario anche le stime finali dei PMI dei servizi di giugno e la prima lettura italiana.

Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà dominata dalla pubblicazione dei dati del mercato del lavoro di giugno, che dovrebbero confermare un trend solido per gli occupati non agricoli e stabilità del tasso di disoccupazione a 3,6%, mentre i salari orari dovrebbero essere in rialzo di 0,3% m/m, come nei due mesi precedenti. L'ISM dei servizi di giugno è atteso in calo contenuto, e la bilancia commerciale dovrebbe mostrare una chiusura del deficit a maggio.

1 luglio 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

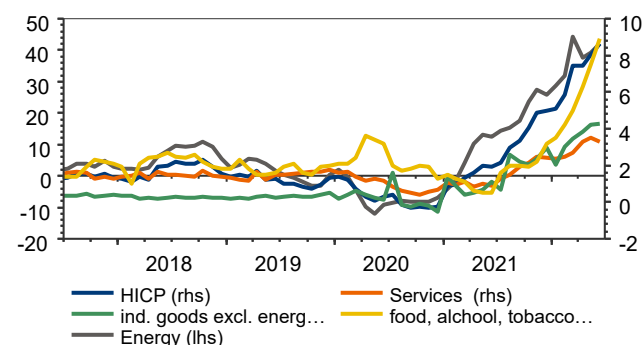
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

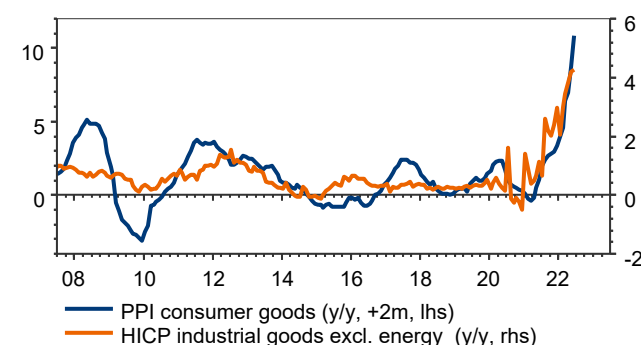
International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Area euro: energia ed alimentari spingono nuovamente al rialzo l'inflazione (variazioni % a/a)...



...e ci sono ancora pressioni inflattive inespresse nel comparto dei beni di consumo



Il punto

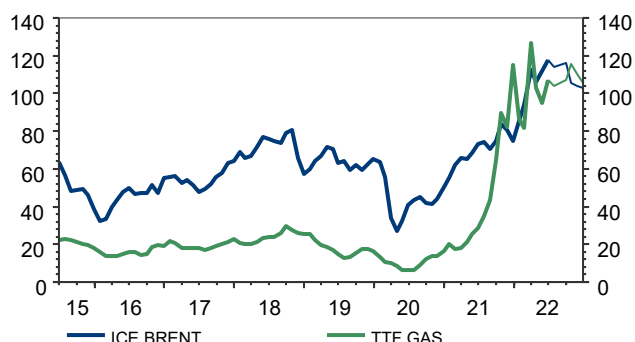
Il nuovo picco dell'inflazione nell'Eurozona riflette ancora soprattutto le tensioni su energia ed alimentari, ma l'aumento dei prezzi è sostenuto in tutte le categorie merceologiche. Il calo dell'inflazione tendenziale nei prossimi mesi rifletterà il minor contributo dei fattori esogeni, mentre la componente endogena accelererà ancora. Nel frattempo, i Governi nazionali stanno rafforzando le misure di sostegno varate per proteggere consumatori e imprese dal continuo rincaro dei prezzi.

- L'inflazione nell'Eurozona ha toccato l'8,6% a/a in giugno, il massimo dal 1998 (ovvero da quando esistono i dati comparabili). Al rialzo mensile di giugno (0,8% m/m) hanno contribuito in modo sproporzionato energia (3,3%) e alimentari (1,1%). Tuttavia, **il trend dell'inflazione core** (al netto di energia e alimentari freschi) **è riaccelerato**, con un incremento di 0,4% m/m (4,6% a/a), dopo 0,7% m/m di maggio, e l'inflazione è ben sopra l'obiettivo BCE sia per i servizi (3,4% a/a), sia per i beni industriali non energetici (4,3% a/a). L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere l'indice generale spostarsi lungo un percorso di lenta discesa da agosto, lievemente più pronunciato rispetto alla dinamica di fondo, che invece è attesa raggiungere un punto di svolta più avanti, verosimilmente tra fine 2022 e inizio 2023.
- **Il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici agli altri comparti è ormai in atto e avrà un peso non trascurabile sulla dinamica annua dell'inflazione.** La conferma viene dalla continua accelerazione della componente alimentare¹, che, oltre ai rincari energetici, incorpora le spinte derivanti dai problemi all'offerta legati al conflitto tra Russia e Ucraina e fattori locali (la siccità in alcune zone produttive). La crescita di alcune componenti dei beni manifatturati ex-energia, come ad esempio arredamento ed elettrodomestici, segnala che le pressioni a monte della catena produttiva derivanti dai rincari delle materie prime e dalle strozzature all'offerta stanno diventando più pervasive. I servizi si confermano il settore meno impattato dai rincari energetici; gli incrementi oggi osservabili (in particolare nel comparto alberghiero e ristorazione) sembrano riflettere un adeguamento del livello dei prezzi alla normalizzazione della domanda dopo gli effetti dello shock pandemico; in giugno, i rincari nei servizi (che costituiscono il 42% dei consumi) spiegano soltanto il 16% della variazione mensile.
- Nei mesi estivi, **l'inflazione sarà parzialmente e temporaneamente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici.** Gli interventi governativi hanno contribuito all'inatteso calo dei prezzi che si è registrato in Germania a giugno (-0,1% m/m sulla misura armonizzata); la stima flash dai Länder ha evidenziato una marcata flessione di carburanti e trasporti (scesi, ad esempio, di -4,8% e -6,4% m/m, rispettivamente, in Sassonia), che hanno beneficiato del taglio delle accise su benzina e diesel (in vigore per tre mesi, a partire dal 1° giugno), nonché del ribasso a 9 euro al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico.
- **Sarà un autunno ad alta incertezza.** L'endogeneità dei rincari dei prezzi acquisirà forza nel 2° semestre, alla luce anche dei rischi al rialzo che potrebbero arrivare dall'accelerazione della dinamica salariale. Non possiamo, inoltre, escludere nuovi shock esogeni nei prossimi mesi: l'intensificarsi delle tensioni sul mercato del gas potrebbe preludere a nuove fiammate dei prezzi nei prossimi mesi, con effetti (diretti e indiretti) sull'inflazione europea più forti e duraturi.
- Non c'è nulla che la **BCE** possa fare per modificare il percorso dell'inflazione dei prossimi mesi. In questo momento, l'inflazione è in larga misura importata o riflette l'onda di trasmissione dei rincari di costo ai prezzi finali. La correzione della politica monetaria che è stata avviata nei mesi scorsi servirà a ridurre la probabilità che l'inflazione resti elevata dopo che l'onda di propagazione del primo shock si sarà spenta. Tuttavia, come ricordava uno dei lavori presentati all'ECB Forum on Central Banking questa settimana², **durante i periodi di alta volatilità delle quotazioni petrolifere la stabilizzazione dell'inflazione è molto più difficile, e comporta maggiori costi in termini di occupazione e crescita mancata.**

¹ La componente degli alimentari freschi, che sono attesi chiudere il 2022 con una media annua sopra il 9%, risulta la più colpita dallo shock energetico.

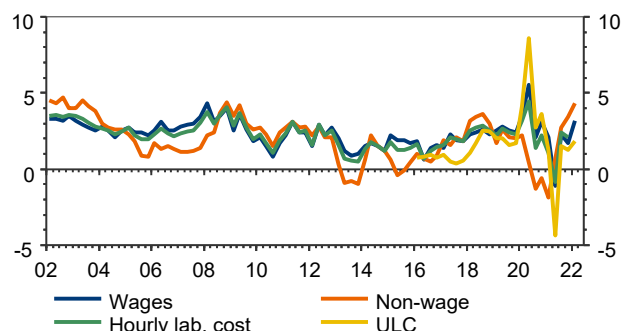
² Hilde C. Bjørnland, *The Effect of Rising Energy Prices amid geopolitical developments and supply disruptions*, ECB Forum on Central Banking, giugno 2022.

I prezzi di petrolio e gas naturale resteranno comunque su livelli alti nei prossimi mesi



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP

I salari sono già in accelerazione (sia pure su ritmi inferiori all'inflazione)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

■ Per far fronte al continuo rincaro dei prezzi energetici, i Governi nazionali stanno rafforzando le misure di sostegno varate per proteggere consumatori e imprese sia attraverso politiche mirate a ridurre i prezzi (**canale diretto**) che supporti ai redditi degli agenti economici (**canale indiretto**). Gli interventi sono sostanzialmente comuni alle principali economie, seppur declinati in modalità diverse:

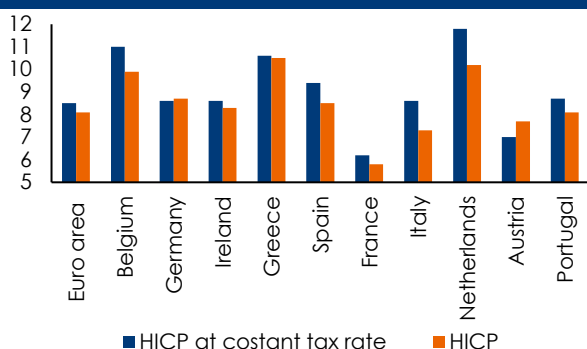
- In **Italia**, dopo l'ultimo "Decreto Aiuti" di maggio (da circa 17 miliardi), il Governo è intervenuto nuovamente a giugno, approvando a fine mese un nuovo provvedimento da 7 miliardi "lordi" (tra interventi a fondo perduto e prestiti) per contrastare i rincari energetici. Le ultime misure si uniscono a quelle già varate in precedenza come il rafforzamento dei sussidi, il bonus una tantum da 200 euro e il taglio delle accise sui carburanti (quest'ultimo recentemente prorogato fino al 2 agosto), e portano il pacchetto complessivo di misure contro il caro-energia a valere sul 2022 ad un totale di **oltre 43 miliardi (il 2,3% del PIL)**; stimiamo che l'impatto sull'indebitamento netto però sia di molto inferiore, pari a quasi 18 miliardi, ovvero l'1% del PIL. Le nuove misure prevedono la proroga al 3° trimestre dell'annullamento degli oneri generali di sistema sull'elettricità e del taglio al 5% dell'IVA sul gas; tale intervento, che costa poco più di 3 miliardi, farà sì che, per la famiglia-tipo in regime di tutela, la bolletta del gas possa rimanere stabile nel terzo trimestre, mentre da luglio gli aumenti sulla luce saranno limitati a +0,4% (secondo Arera, in assenza di interventi, vi sarebbero stati ulteriori rincari da +45% per il gas e +15% per l'elettricità). Il decreto prevede un prestito infruttifero da 4 miliardi concesso al Gestore dei Servizi Energetici (GSE) per incentivare la ricostituzione delle scorte di gas; tali fondi saranno recuperati dalle somme in "conto residui" e di fatto non utilizzate del Patrimonio Destinato di CDP.
- In **Germania** sono stati allocati fondi per un totale di circa **43 miliardi di euro (l'1,1% del PIL)**, un pacchetto in proporzione più modesto rispetto a quello degli altri maggiori Paesi). Il primo approccio del Governo è stato quello di intervenire, a marzo, con misure di sostegno sotto forma di sussidi alle famiglie a basso reddito e indennità fiscali per i pendolari (per un totale di oltre 25 miliardi), oltre ad aiuti (per 5 miliardi) alle imprese operanti nei settori più energivori. Le misure dirette a calmierare i prezzi dell'energia sono invece entrate in vigore solo recentemente: a partire da giugno e con una durata prevista di tre mesi, sono stati ridotti i prezzi degli abbonamenti dei trasporti pubblici e sono stati implementati sgravi fiscali sui listini di benzina e diesel (il costo complessivo lordo per l'erario dovrebbe attestarsi a quasi 6 miliardi e, per il momento, il Ministro delle finanze ha escluso un'estensione all'autunno). Infine, a luglio verranno azzerate le tariffe che i consumatori pagano per sostenere le energie rinnovabili (per quasi 7 miliardi).
- La **Francia**, dove il Governo negli anni scorsi aveva subito il costo politico dell'aumento della tassazione sui carburanti che era sfociata nelle proteste dei *gilet jaunes*, è stata il Paese che ha reagito con maggiore tempestività al rincaro dei prezzi energetici, con un

mix di misure dirette e indirette, già prima dell'invasione russa dell'Ucraina, per esempio attraverso il congelamento delle tariffe di luce e gas. Se si considera anche il costo in carico all'azienda energetica a partecipazione statale EDF, le misure ammontano a quasi 35 miliardi di euro (circa l'1,3% del PIL), ma la revisione del budget attesa settimana prossima dovrebbe includere un nuovo pacchetto "per sostenere il potere d'acquisto" da ulteriori 25 miliardi (che porterebbe l'ammontare complessivo a **60 miliardi, ovvero il 2,3% del PIL**). I nuovi interventi dovrebbero includere, oltre alla proroga del taglio delle accise sui carburanti e del congelamento delle tariffe, la rivalutazione delle pensioni di base e un largo ventaglio di prestazioni sociali, agevolazioni fiscali e sussidi alimentari.

- La prima risposta della **Spagna** al rincaro dei prezzi energetici è stata piuttosto contenuta (poco più di 5 miliardi tra fine 2021 e inizio 2022), declinata sia in termini di riduzione delle accise sull'energia, che di sussidi per i consumatori. A fine marzo il Governo ha però ottenuto (assieme a quello portoghese) l'autorizzazione da parte dell'UE ad applicare un tetto alle tariffe di gas ed elettricità all'ingrosso in virtù del proprio status di *energy island* ovvero della limitata esposizione dei Paesi iberici al resto del mercato europeo. A partire da aprile Madrid ha quindi intensificato gli sforzi, portando il totale degli aiuti ad un totale di circa **36 miliardi (il 2,8% del PIL)**. Il tetto alle tariffe energetiche è stato esteso per ulteriori 12 mesi ed è stato varato un "Piano nazionale in risposta alle conseguenze della guerra in Ucraina", che include trasferimenti a famiglie e imprese, estensione delle agevolazioni fiscali sui prezzi energetici, garanzie al credito e un taglio fiscale sui carburanti (tali misure, inizialmente previste in scadenza a fine giugno, sono state poi prorogate lo scorso sabato con un costo lordo di 9 miliardi per lo Stato).

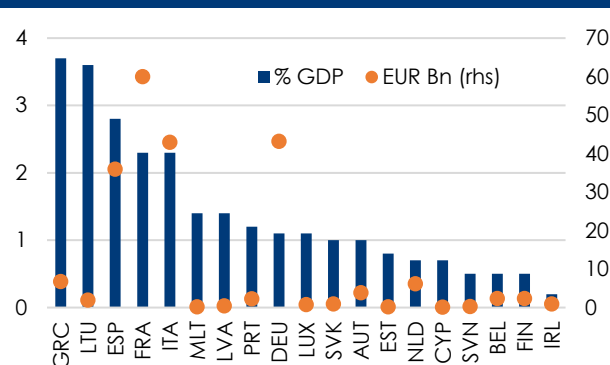
■ **Le misure messe in campo dai Governi nazionali sono quindi ingenti** (nel complesso dell'area euro sono state varate o già annunciate misure per un totale da oltre 210 miliardi di euro, circa l'1,4% del PIL), **ma non appaiono sufficienti, vista l'entità dello shock in atto, né a calmierare significativamente i prezzi dell'energia** sul fronte del canale diretto (secondo le stime di Eurostat, a maggio, l'inflazione, a parità di tassazione, sarebbe pari all'8,1% a/a, contro un 8,4% dell'indice headline), **né a compensare pienamente gli effetti dello shock inflattivo per famiglie e imprese** dal lato del canale indiretto (ad esempio, in Italia, si stima che l'onere aggiuntivo per famiglia sia in media superiore ai 2000 euro, laddove la misura fiscale più incisiva è rappresentata dal bonus una tantum da 200 euro per lavoratori e pensionati con reddito non superiore a 35 mila euro annui). Sul fronte comunitario, è probabile che la questione del tetto sul prezzo del gas non venga discussa prima dell'autunno. Non escludiamo quindi che i Governi siano costretti ad intervenire nuovamente nei prossimi mesi, soprattutto nel caso di una intensificazione delle tensioni sui prezzi.

L'inflazione sinora è stata solo parzialmente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

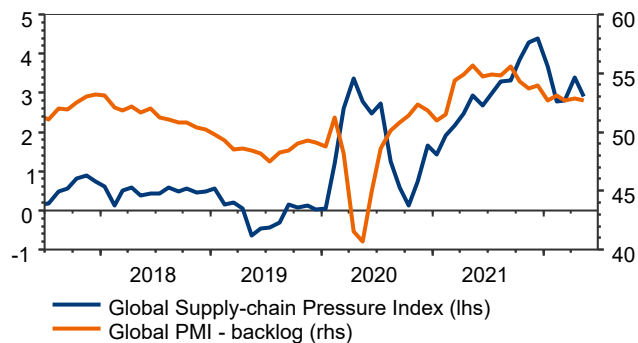
Fondi allocati e annunciati dai Governi per proteggere consumatori e imprese dal rialzo dei prezzi energetici



Fonte: Intesa Sanpaolo, fonti nazionali, Bruegel

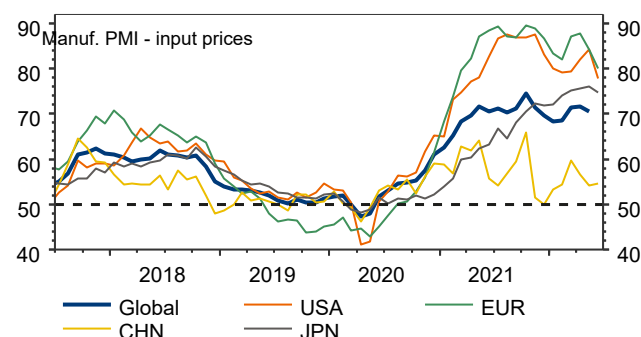
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



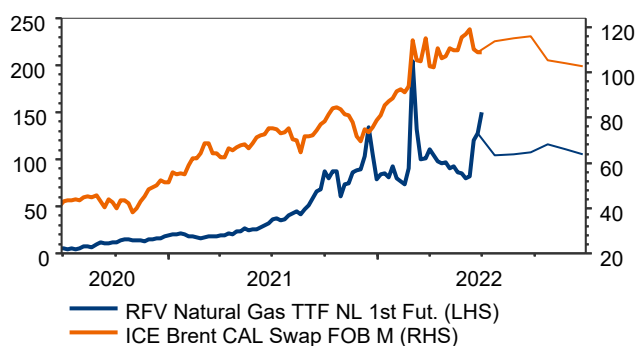
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



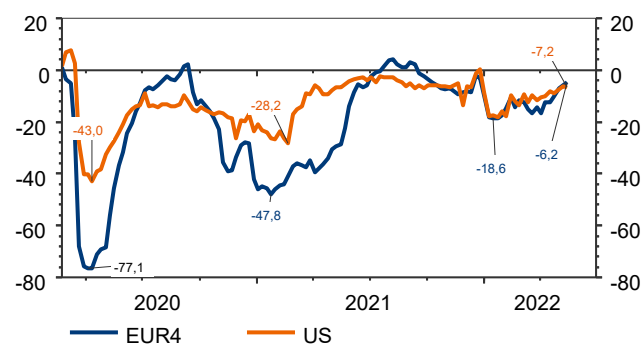
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



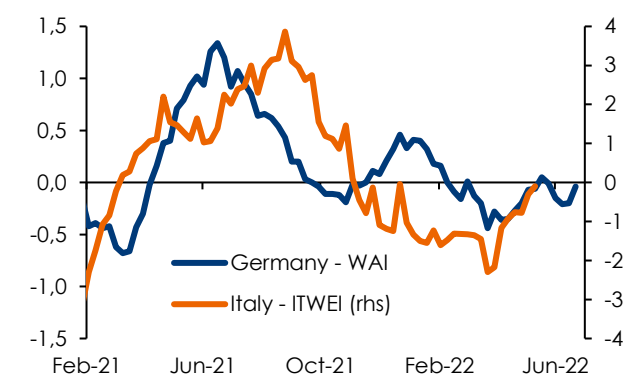
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



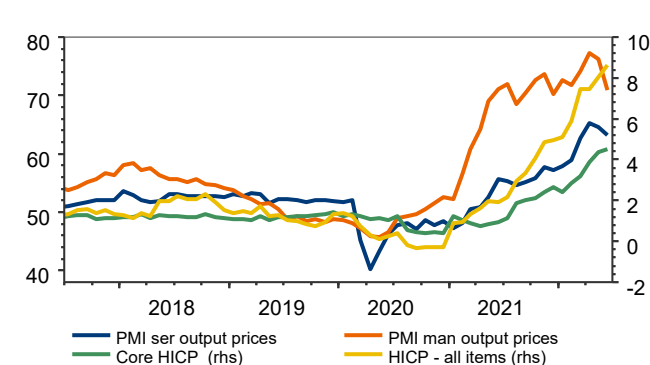
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

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** i dati di produzione industriale di maggio potrebbero registrare un rimbalzo su base congiunturale per l'output in Germania e Francia, e viceversa una correzione in Italia dopo tre rialzi mensili consecutivi. Nel complesso dell'Eurozona le vendite al dettaglio potrebbero mostrare un recupero solo parziale a maggio, mentre i dati sui prezzi alla produzione sono attesi confermare la presenza di forti pressioni inflattive a monte delle filiere industriali. In calendario anche le stime finali dei PMI servizi di giugno (nonché la prima lettura per quanto riguarda Italia e Spagna).

Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà dominata dalla pubblicazione dei dati del mercato del lavoro di giugno, che dovrebbero confermare un trend solido per gli occupati non agricoli e stabilità del tasso di disoccupazione a 3,6%, mentre i salari orari dovrebbero essere in rialzo di 0,3% m/m, come nei due mesi precedenti. L'ISM dei servizi di giugno è atteso in calo contenuto, e la bilancia commerciale dovrebbe mostrare una chiusura del deficit a maggio.

Lunedì 4 luglio

Area euro

- **Area euro.** A maggio la crescita del **PPI** è vista decelerare all'1,0% m/m da un precedente 1,2%, confermando comunque la presenza di forti pressioni sui prezzi a monte della filiera produttiva, che sono stati trasferiti solo in parte sui consumatori finali. L'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe quindi correggere al 36,8% a/a dal record storico di 37,2% a/a toccato ad aprile.

Stati Uniti

- Mercati chiusi per *Independence Day*.

Martedì 5 luglio

Area euro

- **Area euro.** La stima finale del **PMI servizi** di giugno è attesa confermare la correzione a 52,8 da 56,1 del mese precedente. Il livello dell'indice è ancora espansivo, ma il secondo calo consecutivo potrebbe suggerire che la spinta delle riaperture sta iniziando a venir meno. La flessione è risultata diffusa anche a Germania e Francia; in **Italia** vediamo un calo del PMI servizi a 52,1 da 53,7 di maggio.
- **Francia.** La **produzione industriale** dovrebbe essere tornata a crescere a maggio dopo tre mesi consecutivi di calo. Vediamo un rimbalzo dello 0,7% m/m da un precedente -0,1%. La variazione tendenziale dovrebbe quindi tornare in territorio positivo a 0,7% da -0,3% di aprile. Le indagini di fiducia INSEE e della Banque de France hanno mostrato un recupero dell'attività manifatturiera, mentre la produzione di energia dovrebbe risentire delle temperature superiori alla media.

Mercoledì 6 luglio

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere rimbalzate nel mese di maggio dopo l'ampia flessione registrata in aprile, stimiamo di 0,4% m/m da un precedente -1,3%. Il rincaro dei prezzi al consumo e il calo del morale di consumatori e commercianti non offrono prospettive incoraggianti per gli acquisti al dettaglio, che nei prossimi mesi dovrebbero restare piuttosto fiacchi.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi in calo del -1,5% m/m in maggio, dopo la flessione di -2,7% m/m il mese precedente. Le indagini PMI e IFO segnalano un possibile peggioramento in giugno, che anticiperebbe una contrazione dell'attività produttiva nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** di giugno è previsto in calo a 54,5 da 55,9 di maggio. Le indagini dei servizi nel mese hanno dato segnali di indebolimento del ritmo di crescita dell'attività e dei prezzi. Tuttavia, il boom dell'estrattivo (incluso nell'indagine) e la persistente rotazione dei consumi verso i servizi, nonostante l'inflazione, dovrebbero mantenere l'indice composito e quelli di attività e occupazione in territorio chiaramente espansivo.

Giovedì 7 luglio

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è attesa crescere nuovamente in maggio, stimiamo di 0,9% m/m dopo lo 0,8% di aprile; l'output resterebbe in negativo su base annua (a -2% rettificato per gli effetti di calendario). L'industria dovrebbe aver dato un lieve contributo negativo alla crescita nel trimestre appena concluso; il freno al PIL potrebbe risultare più significativo nella seconda parte dell'anno.

Stati Uniti

- La **stima ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** di giugno è prevista dal consenso a 200 mila, dopo 128 mila di maggio. Recentemente i nuovi occupati rilevati da ADP hanno sottostimato i *non-farm payrolls*.
- Il deficit della **bilancia commerciale** a maggio dovrebbe stabilizzarsi a -84,6 mld di dollari, dopo la netta chiusura a -87,1 mld vista con i dati di aprile. La bilancia preliminare dei beni ha registrato un saldo di -104,3 mld, con esportazioni in aumento di 1,2% m/m, spinte da auto e beni di consumo, a fronte di un calo delle importazioni di -0,1% m/m, diffuso a beni di consumo, materie prime industriali e beni agricoli. La bilancia dei servizi dovrebbe registrare un saldo positivo in ulteriore miglioramento, con indicazioni complessive di una riduzione del contributo negativo del canale estero rispetto al 1° trimestre.

Venerdì 8 luglio

Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa correggere a maggio, stimiamo di -2,5% m/m dopo l'inatteso balzo di 1,6% visto ad aprile (che potrebbe essere stato favorito da effetti di calendario). Le indagini puntano a un significativo rallentamento dell'output, anche se non ancora a uno scenario recessivo. A causa del balzo di aprile, l'industria potrebbe aver contribuito positivamente al PIL nel trimestre primaverile, ma il freno all'attività economica generale potrebbe essere solo rimandato al secondo semestre, se non si attenueranno i rincari degli input.

Stati Uniti

- Il rapporto sul mercato del lavoro di giugno dovrebbe mostrare un aumento di **occupati non agricoli** di 260 mila, dopo 390 mila di maggio, in rallentamento rispetto ai mesi precedenti, ma sempre su un ritmo sostenuto. Le richieste di nuovi sussidi si sono stabilizzate su livelli storicamente bassi, anche se modestamente superiori ai minimi di marzo, e danno indicazioni di mercato del lavoro sempre sotto pressione, mentre le indagini di settore segnalano continua espansione degli occupati e persistente difficoltà a reperire manodopera. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe rimanere stabile a 3,6% per il quarto mese consecutivo, con un ulteriore moderato aumento della forza lavoro in linea con l'incremento degli occupati rilevati dall'indagine presso le famiglie, come nei mesi precedenti. I **salari orari** sono attesi in rialzo di 0,3% m/m, come nei due mesi precedenti, con segnali di graduale moderazione del ritmo di aumento delle retribuzioni orarie. Con queste informazioni, l'entità del rialzo atteso per i Fed Funds a luglio dipenderà probabilmente in misura preponderante dai dati di inflazione.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (4 – 9 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 4/7	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		mag	3.5	Mld €	2.7	
	11:00	EUR	PPI a/a		mag	37.2	%	37.1	36.8
Mar 5/7	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	giu	41.4			
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	mag	-0.1	%	-0.1	0.7
	09:45	ITA	PMI servizi	*	giu	53.7		51.5	52.1
	09:50	FRA	PMI servizi finale		giu	prel 54.4		54.4	54.4
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	giu	prel 52.4		52.4	52.4
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	giu	prel 51.9		51.9	51.9
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	giu	prel 52.8		52.8	52.8
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	giu	53.4			
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		mag	0.3	%	0.2	
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mag	prel 0.7	%		
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	mag	prel 0.7	%		
Mer 6/7	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	mag	-2.7	%	-1.0	-1.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		mag	2.4	%		
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		mag	-1.3	%	0.3	0.4
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		giu	51.2			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		giu	51.6			
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	giu	55.9		55.7	54.5
Gio 7/7	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	mag	0.7	%	0.4	0.9
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		giu	128	x1000	200	
	14:30	USA	Bilancia commerciale		mag	-87.1	Mld \$	-86.6	-84.6
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	231	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.328	Mln		
Ven 8/7	00:00	CN	Riserve in valuta estera		giu	3.128	1000Mld \$		
	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	mag	-1.7	%	2.1	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	mag	1.6	%	0.0	-2.5
	14:30	USA	Salari orari m/m		giu	0.3	%	0.3	0.3
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	giu	3.6	%	3.6	3.6
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	giu	390	x1000	295	260
Sab 9/7	03:30	CN	CPI a/a	*	giu	2.1	%		
	03:30	CN	PPI a/a	*	giu	6.4	%		
	03:30	CN	CPI m/m		giu	-0.2	%		

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

Calendario degli eventi (4 – 10 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar 5/7	18:30	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
Mer 6/7	09:00	EUR	Discorso di Rehn (Finlandia, ECB)
	10:10	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
	15:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio 7/7	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di maggio
	15:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
	16:10	EUR	Discorso di Stournaras, Centeno e Herodotou (membri consiglio direttivo BCE)
	19:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
	19:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Ven 8/7	13:55	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	17:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
	18:45	EUR	Discorso di Villeroy (Banque de France)
Sab 9/7	15:30	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
Dom 10/7	11:15	EUR	Discorso di Stournaras (Banca di Grecia)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim.	mag	0.4 {0.5}	%	0.1	0.7
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim.	mag	0.2 {0.4}	%	0.3	0.7
Bilancia commerciale prelim.	mag	-106.70	Mld \$		-104.31
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	apr	21.1 {21.2}	%	21.0	21.2
Indice dei prezzi delle case m/m	apr	1.6 {1.5}	%		1.6
Fiducia consumatori (CB)	giu	103.2 {106.4}		100.4	98.7
PII t/t ann. finale	T1	-1.5	%	-1.5	-1.6
Deflatore consumi core t/t finale	T1	5.1	%	5.1	5.2
PII, deflatore t/t ann. finale	T1	8.1	%	8.1	8.3
Richieste di sussidio	settim	233 {229}	x1000	228	231
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.331 {1.315}	Mln	1.310	1.328
Deflatore consumi (core) a/a	mag	4.9	%	4.8	4.7
Deflatore consumi a/a	mag	6.3	%		6.3
Spesa per consumi (nominale) m/m	mag	0.6 {0.9}	%	0.4	0.2
Redditi delle famiglie m/m	mag	0.5 {0.4}	%	0.5	0.5
Deflatore consumi (core) m/m	mag	0.3	%	0.4	0.3
PMI (Chicago)	giu	60.3		58.0	56.0
Markit PMI Manif. finale	giu	52.4			
Spesa in costruzioni	mag	0.2	%	0.4	
Indice ISM manifatturiero	giu	56.1		54.9	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordinativi di beni durevoli** sono cresciuti più del previsto a maggio, di 0,7% m/m da un precedente 0,4%. La crescita è stata di 0,7% m/m da 0,2% al netto dei trasporti e di 0,5% da 0,3% per i beni capitali al netto di difesa e aerei. Le consegne di beni capitali core sono invece salite dello 0,8% m/m, stabili rispetto ad aprile. I dati sono però espressi in termini nominali: al netto del rialzo dei prezzi, i recenti progressi sono più contenuti e, seppur coerenti con una tenuta delle spese in conto capitale, segnalano un rallentamento degli investimenti fissi non residenziali reali già a partire dal 2° trimestre.

I contratti di **vendita delle case esistenti** a maggio hanno registrato un rimbalzo di 0,7% m/m dopo il calo di -4% m/m di aprile: è il primo incremento dopo sei flessioni consecutive. Le transazioni sono comunque in calo del 12% a/a in un contesto di generale debolezza per il mercato immobiliare, penalizzato dall'aumento dei tassi sui mutui, da prezzi elevati e scorte limitate. Di norma la serie sui contratti anticipa i dati sulle vendite di case esistenti di circa un paio di mesi ma è possibile che il rimbalzo di maggio non sia indicativo di una significativa riaccelerazione del mercato.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal **Conference Board** a giugno ha registrato un ulteriore calo a 98,7 da 103,2 (rivisto al ribasso da 106,4), sui minimi da febbraio 2021. La flessione è risultata trainata dalle aspettative (66,4 da 73,7, sui minimi da marzo 2013), a fronte di una correzione marginale per la valutazione della situazione corrente (147,1 da 147,4). Il maggior pessimismo prospettico risente delle preoccupazioni relative all'inflazione mentre le valutazioni sul mercato del lavoro restano positive ma con indicazioni complessivamente miste. L'indagine del Conference Board ha mostrato una maggiore tenuta rispetto alle altre grazie alla maggiore attenzione sul mercato del lavoro ma anticipa comunque una crescita più debole nella seconda metà del 2022 e un crescente rischio di recessione per la fine dell'anno.

L'indice **S&P CoreLogic Case-Shiller** sui prezzi delle case in 20 principali aree metropolitane ad aprile è salito dell'1,8% m/m, in rallentamento dal 2,4% registrato nel mese precedente. Il ritmo di crescita rimane comunque sostenuto, con l'incremento tendenziale che accelera di un decimo al 21,2%, un nuovo massimo storico dall'inizio della serie storica nel 2001.

La stima *advance* ha mostrato che a maggio il **deficit commerciale di beni** è diminuito di 2,4 miliardi di dollari, a 104,3 miliardi. Sul mese le esportazioni sono cresciute di 1,2% m/m, mentre le importazioni sono calate di -0,1% m/m.

La contrazione del **PIL** nel 1° trimestre è stata rivista al ribasso di un decimo a -1,6% t/t annualizzato. La limatura risente di una drastica revisione al ribasso per i consumi privati (1,8% t/t ann. da 3,1%), solo in parte compensata da una maggiore crescita degli investimenti fissi (7,4% t/t ann. da 6,8%). Il deflatore del PIL è stato rivisto al rialzo di un decimo sia sulla misura *headline* che su quella *core*, a 8,3% e 5,2% rispettivamente.

La **spesa personale** di maggio ha mostrato una variazione di 0,2% m/m, al di sotto delle aspettative di consenso (0,4% m/m), dopo 0,6% m/m di aprile, spinta dai servizi e frenata da una correzione dei beni (soprattutto auto). In termini reali, i consumi sono calati di -0,4% m/m. Il **reddito personale** è cresciuto di 0,5% m/m, stesso valore del mese precedente, rivisto verso l'alto da 0,4% m/m. Il **deflatore dei consumi** ha segnato un balzo di 0,6% m/m, dopo la decelerazione (a 0,2% m/m) di aprile, e l'indice *core* ha mostrato una variazione di 0,3% m/m, come nei tre mesi precedenti. La variazione annua è quindi rimasta stabile per l'indice *headline* al 6,3% e calata di due decimi al 4,7% per quello *core*; tali misure d'inflazione restano inferiori rispetto a quelle del CPI per via del diverso peso dell'abitazione e della diversa definizione della voce sanità; tali dati non sembrano tali da attenuare le preoccupazioni della Fed per l'inflazione.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Vendite al dettaglio a/a	mag	3.1	{2.9}	%	3.3	3.6
Fiducia delle famiglie	giu	34.1				32.1
Produzione industriale m/m prelim.	mag	-1.5		%	-0.3	-7.2
Job to applicant ratio	mag	1.23			1.24	1.24
Tasso di disoccupazione	mag	2.5		%	2.5	2.6
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T2	14			13	9
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T2	9			14	13
PMI manifatturiero finale	giu	52.7				52.7

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

La **fiducia delle famiglie** a giugno ha registrato un peggioramento a 32,1 punti da 34,1 precedente, sui minimi da gennaio 2021.

Le **vendite al dettaglio** di maggio hanno sorpreso verso l'alto con una variazione di 3,6% a/a, contro aspettative per un rialzo di 3,3% a/a.

La **produzione industriale** (dato preliminare di maggio) è crollata molto più del previsto, di -7,2% m/m, la flessione più ampia da maggio 2020. Secondo le previsioni del Governo, l'output potrebbe più che recuperare le perdite a giugno.

L'indice **Tankan** di fiducia delle grandi imprese manifatturiere è rallentato a 9 nel 2° trimestre, da 14 nei tre mesi precedenti. Viceversa, il morale delle grandi imprese non manifatturiere è migliorato a 13 da 9 precedente.

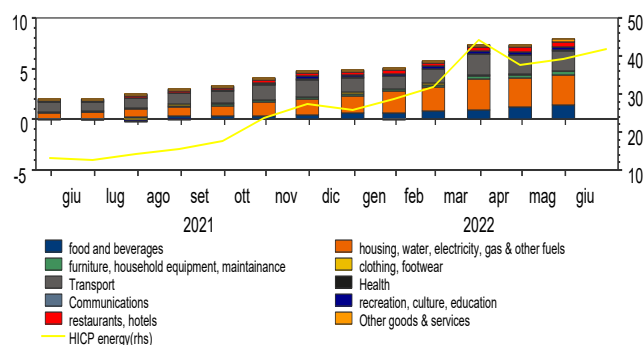
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	M3 dest. a/a	mag	6.0	%	5.8	5.6
EUR	Fiducia consumatori finale	giu	-23.6		-23.6	-23.6
EUR	Fiducia servizi	giu	14.1	{14.0}	12.5	14.8
EUR	Indice di fiducia economica	giu	105.0		103.0	104.0
EUR	Fiducia industria	giu	6.5	{6.3}	4.6	7.4
EUR	Tasso di disoccupazione	mag	6.7	{6.8}	%	6.8
EUR	PMI manifatturiero finale	giu	52.0		52.0	52.1
EUR	CPI a/a stima flash	giu	8.1	%	8.4	8.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	giu	4.4	%	4.5	4.6
FRA	Fiducia consumatori	giu	85	{86}	84	82
FRA	Spese per consumi m/m	mag	-0.7	{-0.4}	%	0.2
FRA	IPCA a/a prelim.	giu	5.8	%	6.3	6.5
FRA	PMI manifatturiero finale	giu	51.0		51.0	51.4
GER	Fiducia consumatori	lug	-26.2	{-26.0}	-27.6	-27.4
GER	IPCA m/m prelim.	giu	1.1	%	0.4	-0.1
GER	IPCA a/a prelim.	giu	8.7	%	8.8	8.2
GER	CPI (Lander) a/a prelim.	giu	7.9	%	8.0	7.6
GER	CPI (Lander) m/m prelim.	giu	0.9	%	0.3	0.1
GER	Prezzi import a/a	mag	31.7	%	31.5	30.6
GER	Vendite al dettaglio a/a	mag	-0.4	%	-2.0	-3.6
GER	Vendite al dettaglio m/m	mag	-5.4	%	0.5	0.6
GER	Tasso di disoccupazione	giu	5.0	%	5.0	5.3
GER	Variazione n° disoccupati	giu	-4	x1000	-6	133
GER	PMI manifatturiero finale	giu	52.0		52.0	52.0
ITA	Fatturato industriale a/a	apr	21.6	{21.4}	%	22.0
ITA	Fatturato industriale m/m	apr	2.5	{2.4}	%	2.7
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	mag	8.3	{8.4}	%	8.4
ITA	PPI a/a	mag	35.3	%		34.6
ITA	PPI m/m	mag	0.2	%		0.6
ITA	PMI manifatturiero	giu	51.9		50.5	50.9
ITA	IPCA m/m prelim.	giu	0.9	%	0.8	1.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	giu	6.8	%	7.4	8.0
ITA	IPCA a/a prelim.	giu	7.3	%	7.8	8.5
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	giu	0.8	%	0.6	1.2
SPA	IPCA a/a prelim.	giu	8.5	%	8.7	10.0

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

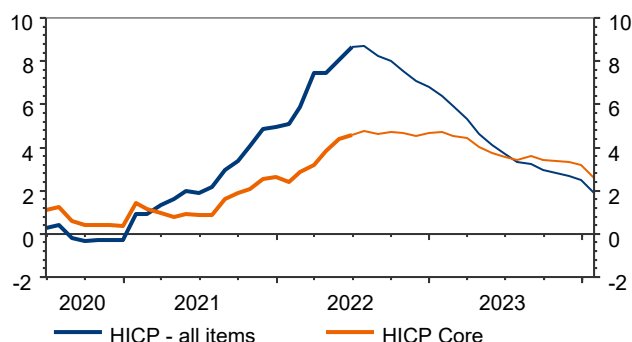
Area euro. I **prezzi al consumo** a giugno hanno registrato un nuovo rialzo di 0,8% m/m e l'indice core è cresciuto di 0,4% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono ancora da energia (+3,3% m/m), spinta al rialzo dai rincari dei carburanti, ed alimentari (+1,1% m/m). Sul mese crescono anche i beni manufatti (+0,2 m/m) e i servizi (+0,3% m/m). **L'inflazione headline, a 8,6% a/a** (in linea con le nostre attese e sopra la stima di consenso di 8,3%), **e quella core, a 4,6% a/a, sono sui massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili). In sintesi, i prezzi dovrebbero crescere del 7,4% in media annua nel 2022 e intorno al 4% nel 2023; la componente core vedrà un'accelerazione oltre il 4% nel 2022 (dall'1,5% registrato lo scorso anno), per poi moderare al 3,8% il prossimo anno. In ogni caso, la dinamica dell'inflazione generale dipenderà molto anche dalla forza e dalla persistenza di shock attesi dal lato dell'energia e da fattori endogeni. **Nei prossimi mesi potrebbero ridursi le asimmetrie tra paesi.** Ieri in Francia l'inflazione è salita dal 5,2% al 5,8% precedente sull'indice nazionale e dal 5,8% al 6,5% sull'armonizzato (il dato ha sorpreso al rialzo). Anche l'inflazione spagnola è cresciuta più del previsto, dall'8,5% a/a al 10% sull'indice armonizzato. Nei Paesi Bassi l'inflazione armonizzata è al 9,9% a/a ed è spiegata in gran parte dal contributo della componente energetica, come anche in Belgio (10,5%). In controtendenza per via dell'impatto delle misure governative, in Germania, l'inflazione armonizzata è scesa all'8,2% a/a dall'8,7% precedente, mentre era attesa un'accelerazione a 8,8%. Su base nazionale l'inflazione è invece calata al 7,6% a/a dal 7,9% di maggio.

Le principali pressioni inflazionistiche su base annua vengono da energia e alimentari



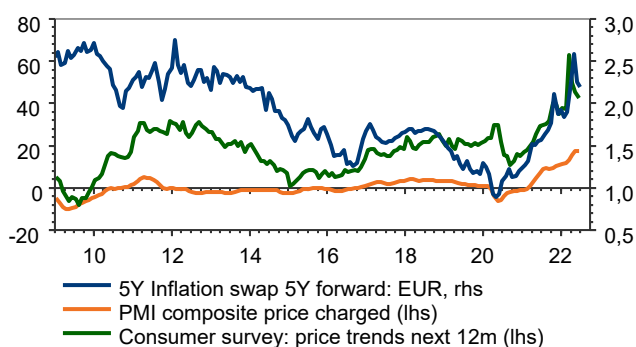
Fonte: Eurostat

Inflazione generale vs. inflazione sottostante



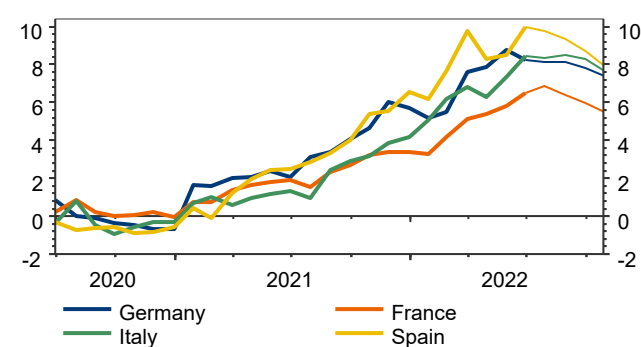
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Aspettative di inflazione



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

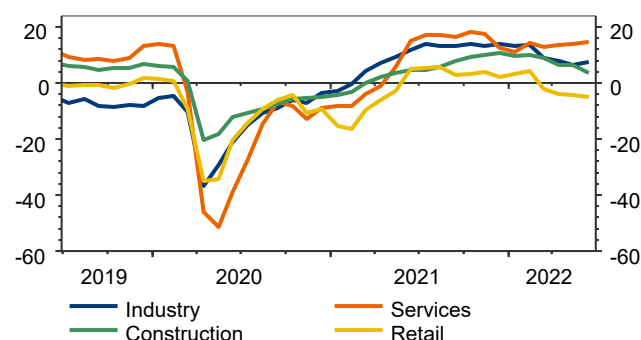
Andamento dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

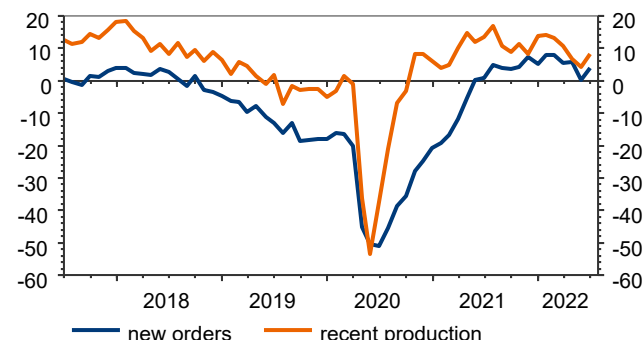
Area euro. A giugno l'indice composito di fiducia economica **ESI** della Commissione Europea è **calato di un punto a 104**. L'indagine riporta però un **inatteso miglioramento del morale sia nell'industria** (7,4 da 6,5) **che nei servizi** (14,8 da 14,1) a fronte di una correzione nel commercio al dettaglio (-5,1 da -4,2) e nelle costruzioni (3,7 da 6,3). **La quarta correzione consecutiva dell'ESI punta verso un rallentamento della crescita a cavallo di trimestre** complessivamente in linea con quanto emerso dai PMI della scorsa settimana. La correzione più ampia registrata dal PMI composito rispetto all'ESI a giugno è spiegata dal fatto che nei mesi scorsi le indagini della Commissione Europea dipingevano già un quadro di maggior debolezza rispetto a quelle condotte presso i direttori degli acquisti; ora entrambi gli indici sono coerenti con un'economia prossima alla stagnazione tra fine primavera e inizio estate. Nell'**industria** l'indagine riporta un **contenuto rimbalzo della produzione**, passata e attesa, **e degli ordinativi**, con gli indici relativi che, pur restando al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo, rimangono **inferiori ai livelli registrati nel 1° trimestre**. Tuttavia, **riteniamo che il modesto miglioramento del morale registrato a giugno non sia indicativo di una riaccelerazione futura** e pensiamo che la fase di debolezza industriale possa estendersi alla seconda metà dell'anno. Al momento, infatti, i più recenti dati reali sulla produzione mostrano una tenuta che potrebbe non essere sostenibile nel contesto corrente di elevati prezzi alla produzione e di domanda in decelerazione.

Morale in aumento nell'industria e nei servizi, in calo nel commercio al dettaglio e nelle costruzioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

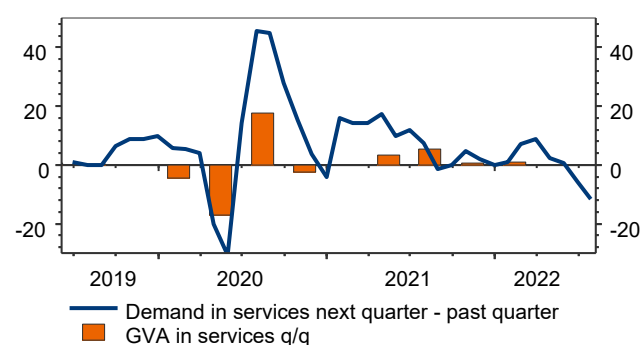
Nell'industria si registra un contenuto miglioramento di produzione e ordinativi, comunque su livelli in media inferiori rispetto al 1° trim.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

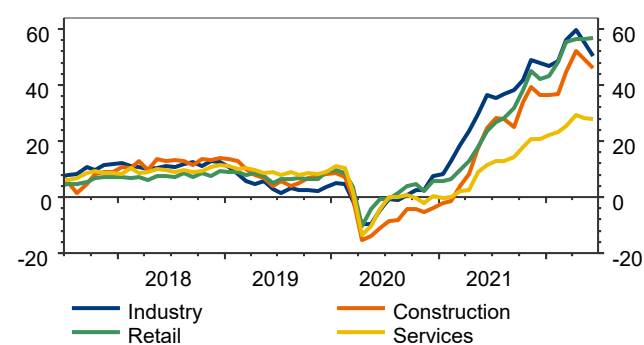
Nei **servizi** lo scenario rimane complessivamente espansivo, confermando come sia tale settore a trainare la ripresa in questo frangente. Tuttavia, **la seconda correzione consecutiva dell'indice relativo alle aspettative** (sui minimi da aprile 2021) suggerisce come **il rimbalzo post-pandemico dell'attività stia iniziando a perdere spinta**. La stima finale dell'indice di fiducia dei **consumatori** conferma il calo a -23,6 da -21,2 già registrato con la lettura flash: i consumatori sono i più colpiti dal mix di forte incertezza prospettica e pesante rincaro dei prezzi al consumo. Le aspettative sui prezzi correggono per il terzo mese rimanendo comunque su livelli storicamente elevati, mentre il giudizio sull'inflazione corrente tocca un nuovo massimo storico. In peggioramento tutte le altre componenti dell'indagine. Il rimbalzo dei servizi e una manifattura meno debole rispetto al previsto suggeriscono che il ritmo di crescita nel 2° trimestre potrebbe risultare leggermente più robusto rispetto alla nostra previsione corrente di 0,2% t/t. Tuttavia, **la tornata di indagini congiunturali di giugno segnala comunque un rallentamento dell'attività tra il 2° e il 3° trimestre; in altri termini, paiono in aumento i rischi al ribasso sullo scenario di crescita nel 2° semestre**, quando l'economia europea dovrà continuare a fare i conti con un'elevata inflazione e con le incertezze relative agli approvvigionamenti di gas.

Nei servizi il rimbalzo post pandemico dell'attività sta iniziando a perdere spinta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

Correggono le aspettative sui prezzi, che tuttavia restano su livelli storicamente molto elevati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

Area euro. A maggio le persone in cerca di occupazione sono calate di 81mila unità, il **tasso di disoccupazione** è quindi calato al 6,6%, un nuovo minimo storico da un precedente 6,7% (rivisto al ribasso di un decimo). Il dato è coerente con le solide indicazioni sulla domanda di lavoro che erano emerse dalle indagini condotte presso le imprese nei mesi scorsi. Tra le principali economie, il tasso dei senza-lavoro è calato di un decimo in Germania al 2,8%, è rimasto stabile al 7,2% in Francia ed è sceso di due decimi in Italia e Spagna, rispettivamente all'8,1% e al 13,1%. Al

momento, il rallentamento ciclico non si è ancora trasferito sul mercato del lavoro ed è probabile che l'impatto risulti complessivamente contenuto. Il rialzo del tasso di disoccupazione di giugno in Germania è infatti imputabile prevalentemente all'afflusso di rifugiati dall'Ucraina nella forza lavoro, un fattore che difficilmente risulterà di entità altrettanto significativa nelle altre principali economie. Vediamo quindi un tasso di disoccupazione poco variato nei prossimi mesi.

Germania. Il **tasso di disoccupazione** è salito a sorpresa al 5,3% in giugno, mentre era atteso invariato al 5%. Secondo la Bundesbank, il numero dei senza-lavoro è salito a circa 2,417 milioni, con un aumento rispetto a maggio di 133 mila unità, imputabile prevalentemente alla contabilizzazione di rifugiati dall'Ucraina nella forza lavoro, al netto dei quali la disoccupazione sarebbe stata circa stabile. Il dato di giugno, unitamente alla lieve flessione dei posti vacanti, indica un minore stress sul mercato del lavoro rispetto ai mesi passati. In prospettiva, il rincaro delle materie prime e il persistere del conflitto in Ucraina potrebbero peggiorare la dinamica del tasso di disoccupazione.

Germania. A giugno l'**inflazione** armonizzata è scesa all'8,2% a/a dall'8,7% precedente, mentre era attesa un'accelerazione a 8,8%. Su base nazionale l'inflazione è invece calata al 7,6% a/a dal 7,9% di maggio. Il rallentamento è dovuto alle componenti energia (38% a/a da 38,3% precedente) e servizi (2,1% da 2,9% precedente). La variazione congiunturale è stata di -0,1% m/m sulla misura armonizzata e di +0,1% su quella nazionale, al di sotto sia delle attese, che dell'usuale profilo stagionale. La stima flash dai Länder indica che il ribasso viene da carburanti e trasporti, scesi, ad esempio, del -4,8% m/m e del -6,4% m/m in Sassonia. La lettura di giugno risente del taglio sul prezzo dei carburanti (in vigore per tre mesi a partire dal 1° giugno) e del ribasso a 9 euro al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico. Ad ogni modo, la crescita di beni manufatti e alimentari conferma che le pressioni sui prezzi a monte (rincari dell'energia, persistenza di colli di bottiglia all'offerta) stanno diventando più pervasive. Non ci aspettiamo, per adesso, nuovi significativi rialzi dell'inflazione sino ad agosto, in quanto l'impatto delle misure governative potrebbe spiazzare in parte l'effetto dell'onda di trasmissione dei rincari energetici. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi al 7,4% sull'indice armonizzato, in un contesto di ampia incertezza. L'indice core dovrebbe risultare vicino al 4% sia quest'anno che il prossimo; i rischi restano verso l'alto.

Francia. La **stima flash** indica che a giugno l'**inflazione** è salita dal 5,2% al 5,8% sull'indice nazionale e dal 5,8% al 6,5% sull'armonizzato. Il dato ha sorpreso al rialzo. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 0,7% m/m sull'indice nazionale e di 0,8% sull'armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dall'accelerazione dell'energia, a 33,1% da 27,8%, e degli alimentari (5,7% a/a da 4,3%); i servizi sono rimasti stabili, mentre i beni manufatti hanno visto una decelerazione a 2,6% a/a da 3% precedente, per via dell'inizio dei saldi estivi. 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 5,5% (sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli inferiori alla media Eurozona.

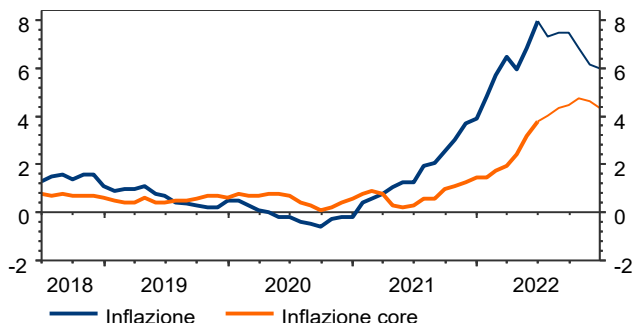
Francia. L'indice INSEE di **fiducia dei consumatori** è calato più del previsto a giugno, a 82 da un precedente 83 (rivisto al ribasso di due punti). La sesta flessione consecutiva ha riportato l'indicatore sui minimi dal luglio del 2013, ben al di sotto della media di lungo periodo, con correzioni diffuse a tutti i sottocomponenti. L'inflazione attesa corregge ma resta su livelli storicamente molto elevati; il giudizio su quella corrente tocca un nuovo massimo dall'agosto 2008. L'indagine è coerente con un'ulteriore debolezza per la spesa delle famiglie, dopo la contrazione già vista in ciascuno dei mesi da dicembre ad aprile.

Francia. A maggio i **consumi di beni** sono tornati a crescere, per la prima volta in cinque mesi, di 0,7% m/m da un precedente -0,7% (rivisto da -0,4%). Sul mese gli acquisti di prodotti alimentari sono risultati sostanzialmente stagnanti dopo sei flessioni consecutive (0,1% m/m da -1,2%), mentre la spesa per energia è calata di -2,6% m/m (da 1,9% di aprile), probabilmente per via di

temperature superiori alla media. Rimbalzano invece gli acquisti di beni industriali (2,7% m/m da -1,3%), grazie soprattutto al solido contributo dell'abbigliamento. Il parziale recupero di maggio non è però sufficiente a compensare le flessioni registrate nei mesi precedenti: i consumi di beni restano in rotta per una contrazione superiore al punto percentuale nel 2° trimestre. La spesa in servizi dovrebbe compensare almeno in parte la debolezza dei consumi di beni, ma la dinamica delle spese private di contabilità nazionale dovrebbe essere rimasta fiacca nel trimestre primaverile.

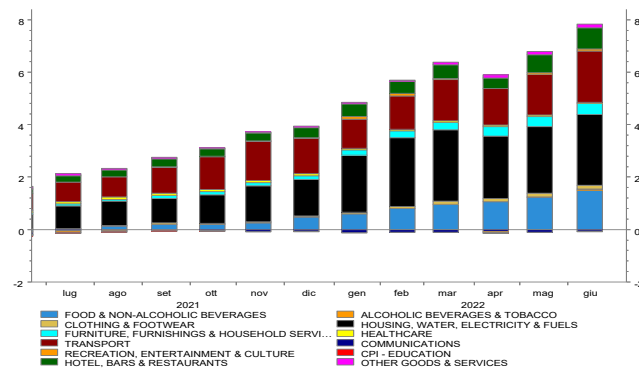
Italia. La stima preliminare dei prezzi al consumo ha spinto **l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC all'8% a/a da 6,8% di maggio, e quella armonizzata all'8,5% a/a** da 7,3% precedente, superando di gran lunga le attese. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +1,2% m/m su entrambi gli indici. Ancora una volta, il forte rialzo è imputabile alla componente energetica (da 42,6% a 48,7% a/a; +4,8% m/m), spinta dai rincari di gasolio da riscaldamento (da 47,5% a 52,7% a/a; +9% m/m), del diesel (da 25,1% a 32,3% a/a; +6,7% m/m) e della benzina (da 15,1% a 25,3% a/a; +9,8% m/m), nonché dell'energia elettrica (da 74,7% a 87,5% a/a; +7,6% m/m). Accelerano anche gli alimentari (da 7,1% di maggio a 8,8% a/a; +1,1% su base mensile), in particolare frutta fresca e refrigerata (da 6% a 10,9% a/a; +1,3% m/m). Il rialzo riguarda, inoltre, i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 4,4% a 5% a/a), grazie all'accelerazione dei prezzi dei servizi di alloggio e trasporti (da 6% a 7,2% a/a; +2% m/m). A giugno crescono anche i beni non durevoli (da 2,3% a 2,9% a/a; +0,7% m/m). Nel complesso, l'inflazione di fondo è salita ancora a giugno, al 3,8% a/a da un precedente 3,2%, ma ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente a partire dal 3° trimestre.** La media d'anno potrebbe attestarsi intorno al 7,2% nel 2022 e oltre il 3% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.

L'inflazione è cresciuta oltre le attese in giugno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv-Datastream

L'aumento dell'inflazione riflette ancora soprattutto le tensioni su energia ed alimentari, ma non solo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv-Datastream

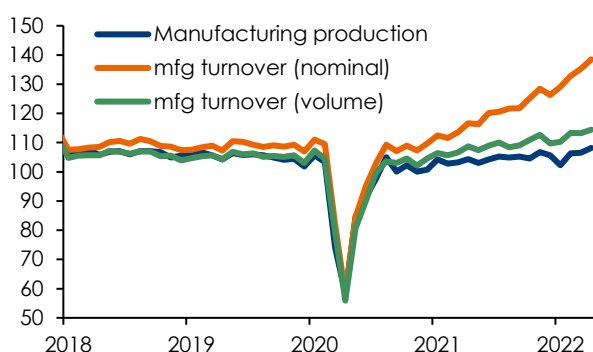
Italia. A giugno l'indice **PMI manifatturiero** è calato di un punto a 50,9. L'indagine riporta un peggioramento della contrazione dei nuovi ordini, sia interni che esteri, mentre la produzione torna a crescere (marginalmente), sostenuta dalle commesse in essere che però scendono al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da dicembre 2020. In rallentamento i tempi di consegna e la crescita dei prezzi, sia pagati che ricevuti, che restano però su livelli ancora coerenti con un contesto di stress.

Italia. A maggio il **tasso di disoccupazione** è calato, a sorpresa, all'8,1% da un precedente 8,3% (rivisto al ribasso di un decimo); se si escludono i mesi di marzo e aprile 2020 (in pieno primo lockdown), sarebbe un minimo da 10 anni. La correzione del tasso dei senza lavoro è però spiegata prevalentemente da una flessione del tasso di attività: sul mese si registra infatti un calo degli occupati (-0,2% m/m, -49 mila unità), a fronte del secondo aumento consecutivo degli inattivi (+0,4% m/m, +48 mila). Nel mese il calo degli occupati è concentrato tra i dipendenti

permanenti (-96 mila), a fronte di incrementi per gli autonomi (+33 mila), e i dipendenti a termine (+14 mila), che toccano un record di 3,2 milioni, un massimo dal 1977. Le indagini stanno evidenziando un rallentamento delle intenzioni di assunzione da parte delle imprese; il tasso di disoccupazione potrebbe nei prossimi mesi risalire dagli attuali minimi, ma in misura pensiamo moderata.

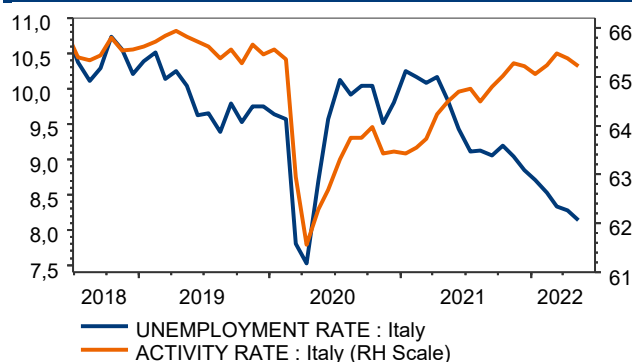
Italia. Il fatturato industriale ad aprile è cresciuto del 2,7% m/m da un precedente 2,5%, accelerando su base tendenziale al 22% da 21,6% a marzo. L'indice destagionalizzato del fatturato ha toccato un massimo storico dall'inizio delle rilevazioni nel 2000, ma se si considerano i dati in volume, cioè al netto dell'effetto dei maggiori prezzi, il fatturato nel manifatturiero registra progressi più contenuti: +1,1% m/m e +5,5% a/a (comunque sui livelli più alti dal 2008).

Il divario tra fatturato e produzione è in parte spiegato dai maggiori prezzi ma anche l'indice in volume è ai massimi dal 2008



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

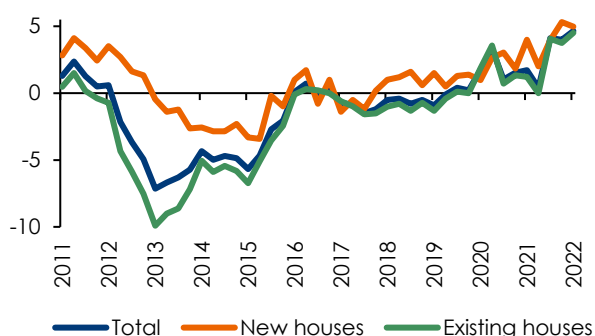
Il calo del tasso di disoccupazione di maggio è spiegato prevalentemente da una flessione del tasso di attività



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

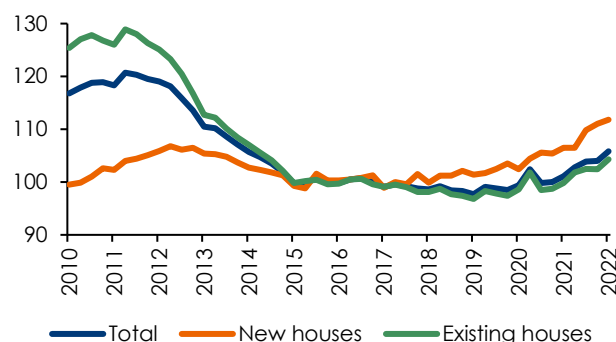
Italia. I prezzi delle abitazioni sono cresciuti dell'1,7% t/t nel 1° trimestre da un precedente 0,1% (4,6% a/a da 4%), con aumenti diffusi sia alle case nuove che a quelle già esistenti: queste ultime, che pesano per più dell'80% sull'indice aggregato, registrano il tasso di crescita tendenziale più alto da quando è disponibile la serie storica dell'IPAB, ovvero almeno dal 2010 (+4,5% a/a). Il livello dei prezzi delle case esistenti, pur tornando sui livelli del 2014, non ha ancora recuperato il terreno perso durante la crisi del debito; quello delle case nuove è ai massimi da almeno il 2010. La risalita dei prezzi sta avvenendo in un contesto di crescita delle transazioni (+12% a/a).

La crescita tendenziale dei prezzi delle abitazioni rimane vivace



Nota: crescita a/a dei prezzi delle abitazioni. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi delle case nuove toccano un massimo storico, quelli delle abitazioni esistenti restano su livelli storicamente bassi



Nota: indici destagionalizzati dei prezzi delle abitazioni. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	giu	48.4		54.1
PMI manifatturiero - NBS	giu	49.6	50.5	50.2
PMI non manifatturiero - NBS	giu	47.8		54.7
PMI manifatturiero - Caixin	giu	48.1	50.1	51.7

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

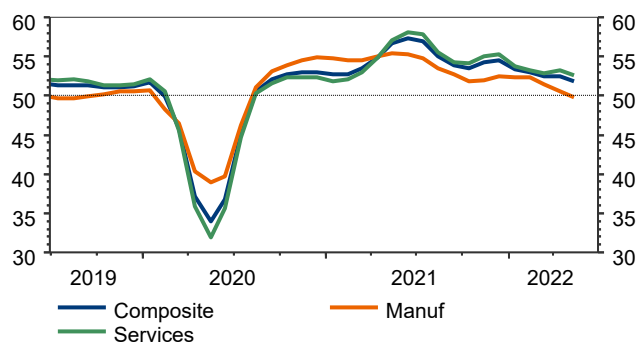
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'allentamento delle misure di contenimento del Covid-19 ha permesso un miglioramento degli indici PMI rilevati dal NBS, molto più marcato nel settore non manifatturiero. Il **PMI manifatturiero** è salito da 49,6 in maggio a 50,2 in giugno (consenso Bloomberg: 50,5), sostenuto soprattutto dall'aumento delle componenti degli ordini (totali ed esteri) e delle importazioni. La componente degli ordinativi totali è salita da 48,2 in maggio a 50,4 in giugno, mentre quella delle commesse estere, seppur in miglioramento, è rimasta in territorio di contrazione (passando da 46,2 in maggio a 49,5 in giugno). Si è registrata una diminuzione delle scorte di prodotti finiti e un contemporaneo aumento di scorte di input, parallelamente a un netto miglioramento dei tempi di consegna, verosimilmente legato alla normalizzazione dei problemi logistici in seguito all'allentamento delle misure di contenimento dei contagi. La componente dei prezzi alla produzione è scesa, mentre sul fronte dell'occupazione le imprese hanno continuato a ridurre il personale in giugno, seppur a un ritmo inferiore rispetto a maggio. Il **PMI non manifatturiero** ha registrato un aumento più consistente e molto superiore alle attese di consenso, salendo da 47,8 in maggio a 54,7 in giugno (consenso Bloomberg: 50,5), trainato dal rimbalzo sia nei servizi che nelle costruzioni. Il **PMI servizi** è balzato da 47,1 in maggio a 54,3 in giugno, spinto da un netto aumento degli ordini e delle aspettative. Il PMI del settore costruzioni è passato da 52,2 in maggio a 56,6 in giugno, grazie a un miglioramento degli ordini, saliti poco sopra 50, dell'occupazione e soprattutto delle aspettative. Al contrario, hanno registrato una flessione sia la componente dei prezzi degli input sia quella dei prezzi di vendita.

L'indice **PMI manifatturiero** rilevato da **Caixin Markit** è salito a 51,7 in giugno da 48,1 in maggio, oltre le attese di consenso e al di sopra di quello del NBS pubblicato, segnalando una ripresa più sostenuta tra le medie e piccole imprese, che avevano sofferto di più gli effetti delle misure di contenimento dei contagi. Il livello è il più alto degli ultimi 13 mesi. L'indice è stato spinto da un aumento degli ordini sia totali sia esteri e soprattutto della produzione, balzata di oltre 13 punti a 56,4, grazie al miglioramento della situazione logistica segnalato anche dalla diminuzione dei tempi di consegna. L'output è salito molto più degli ordini, la componente degli ordini arretrati è scesa sotto 50 e le imprese hanno continuato a tagliare personale, seppure a un ritmo inferiore a maggio, segnalando nell'insieme che l'aumento della produzione potrebbe scemare nei prossimi mesi in mancanza di una ripresa più forte della domanda.

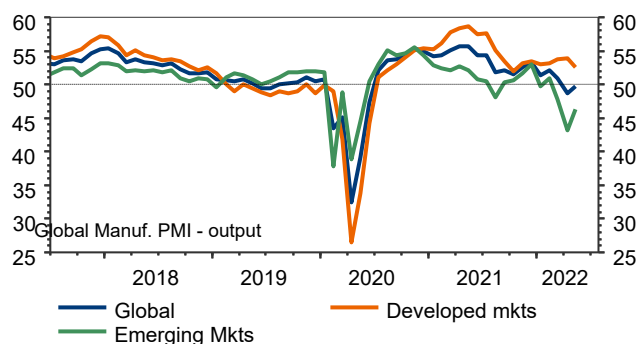
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



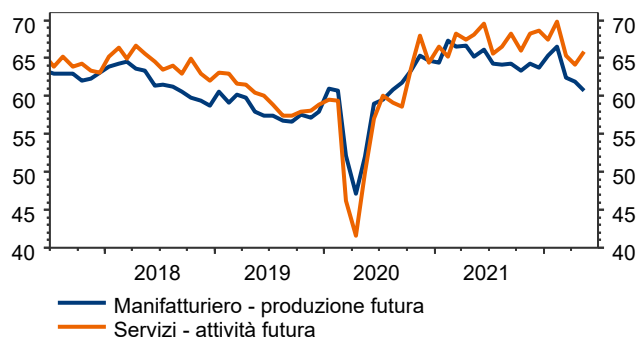
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



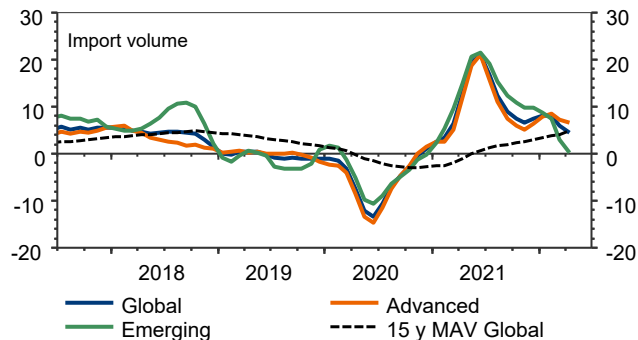
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



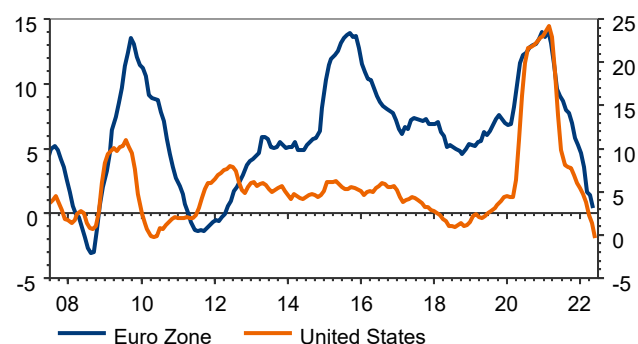
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



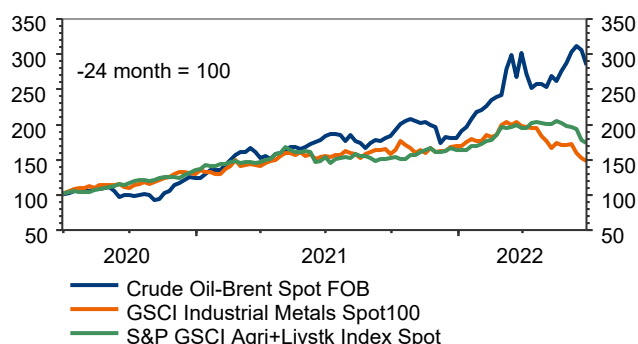
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

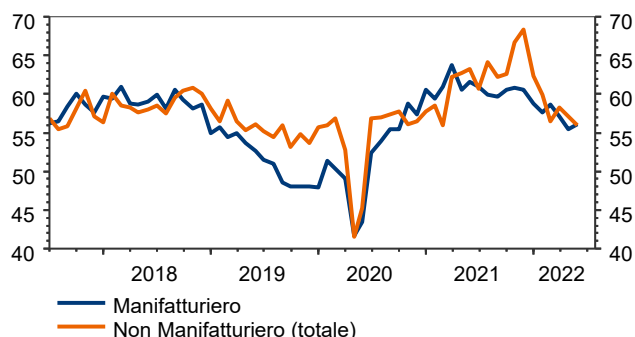
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

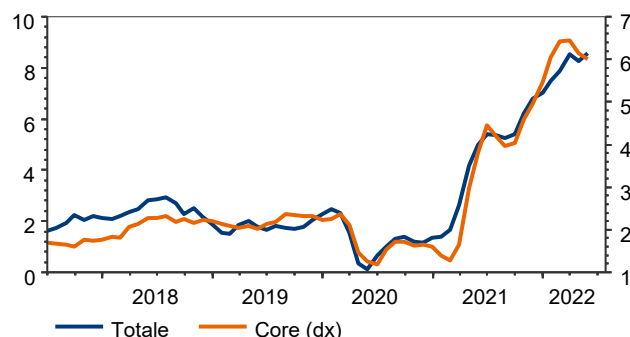
Stati Uniti

Indagini ISM



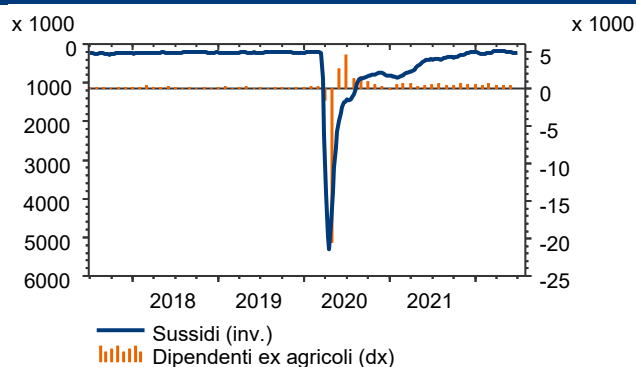
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



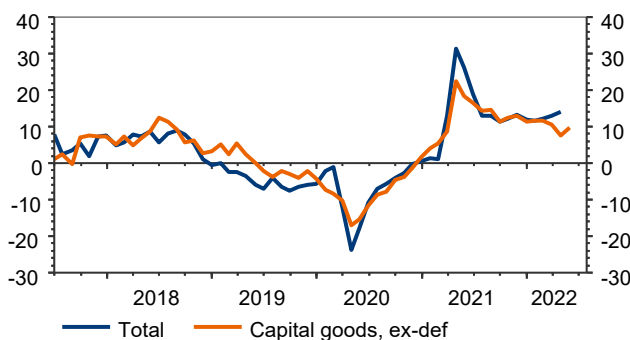
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

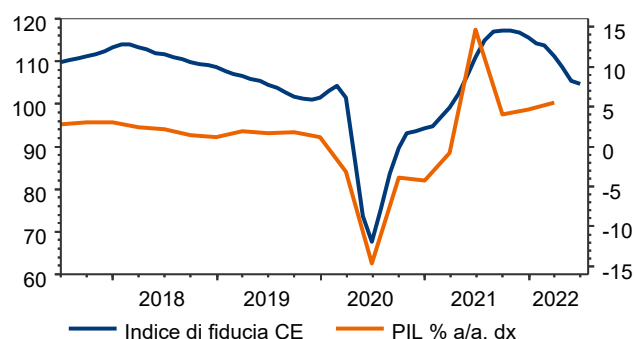
Previsioni

	2021	2022	2023	2021			2022				2023
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	2.1	1.6	12.2	4.9	5.5	3.5	2.1	2.1	0.9	1.6
- trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9	-1.6	0.8	2.4	1.9	1.4
Consumi privati	7.9	2.6	1.8	12.0	2.0	2.5	1.8	1.5	2.1	2.0	1.8
IFL - privati non residenziali	7.4	5.9	3.8	9.2	1.7	2.9	10.0	5.4	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	-0.6	2.0	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	1.5	2.2	2.0	2.0
Esportazioni	4.5	4.9	4.8	7.6	-5.3	22.4	-4.8	7.5	6.5	5.5	4.1
Importazioni	14.0	10.7	4.7	7.1	4.7	17.9	18.9	4.5	4.9	5.1	5.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	1.1	0.0	-1.7	2.1	5.3	-0.1	-0.2	0.2	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

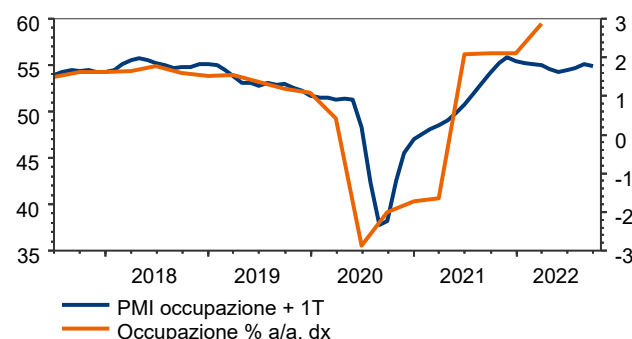
Area euro

PIL



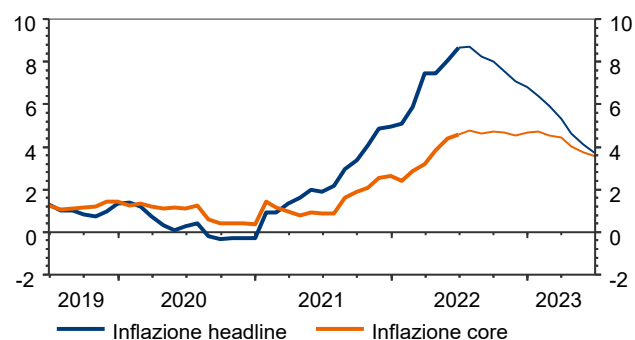
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	6.4
febbraio	0.9	5.9	5.9
marzo	1.3	7.4	5.3
aprile	1.6	7.4	4.6
maggio	2.0	8.1	4.1
giugno	1.9	8.6	3.7
luglio	2.2	8.7	3.3
agosto	3.0	8.2	3.2
settembre	3.4	8.0	3.0
ottobre	4.1	7.5	2.8
novembre	4.9	7.1	2.7
dicembre	5.0	6.8	2.5

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	7.4	3.9	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	8.3	7.1	5.9
Produzione industriale (a/a)	7.8	0.3	1.7	23.2	6.0	0.1	-0.1	-0.6	0.6	1.4	0.8
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	6.7	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	6.7	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

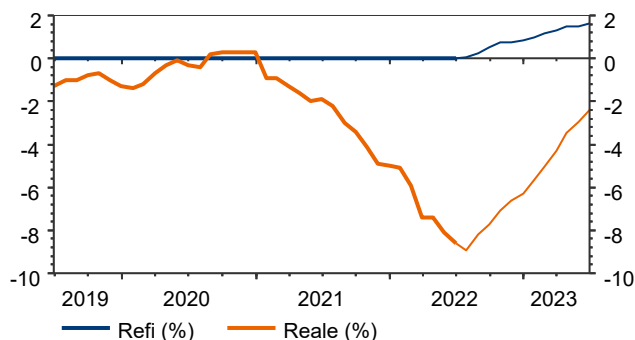
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	30/6	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75	1.00	1.50	1.75
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.53	-0.51	0.06	0.37	0.88	1.20
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.24	-0.18	0.30	0.53	1.00	1.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

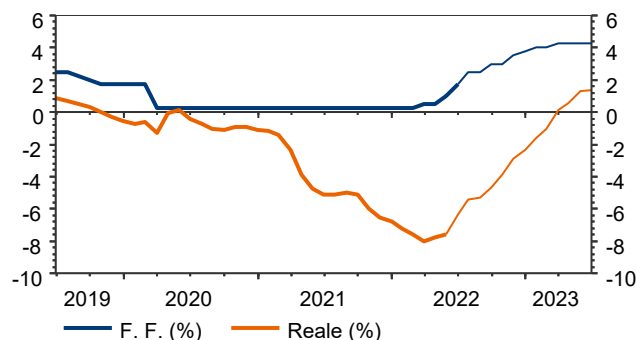


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	30/6	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.50	1.75	1.75	3.00	3.75	4.25	4.25
OIS 3m	0.12	0.72	2.18	2.18	2.84	3.73	4.23	4.29

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

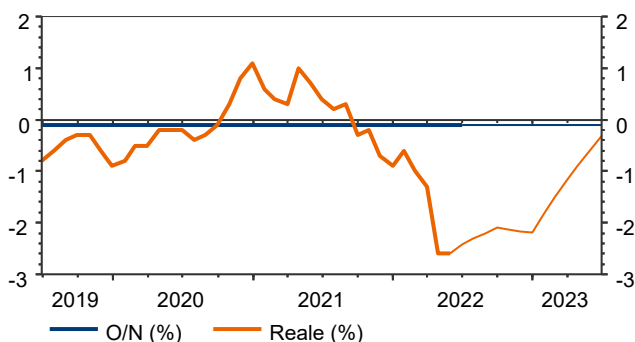


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	30/6	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	0.00	-0.03	-0.03	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

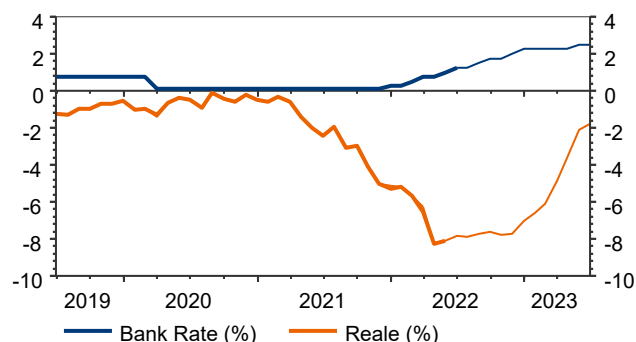


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	30/6	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	1.25	1.75	2.25	2.25	2.50
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	1.67	1.90	2.30	2.40	2.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	1/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.19	1.13	1.11	1.07	1.0460	1.05	1.08	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	108	112	115	123	130	135.51	135	132	130	128	124
GBP/USD	1.25	1.38	1.35	1.31	1.25	1.2062	1.22	1.28	1.30	1.32	1.37
EUR/CHF	1.06	1.10	1.03	1.02	1.03	1.0029	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	120	132	130	135	139	141.77	142	143	144	145	146
EUR/GBP	0.90	0.86	0.84	0.84	0.85	0.8671	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 15a-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