

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Ci sono indiscrezioni che la **BCE** voglia spingere per un più rapido rimborso delle **TLTRO** da parte delle banche, apparentemente per preoccupazioni di natura reputazionale. Forse le TLTRO stanno diventando ingombranti anche per la possibile incoerenza con l'orientamento di politica monetaria. Tuttavia, gli interventi dovranno essere prudenti e circoscritti, per il rischio di tensioni sui mercati, e sarebbe meglio realizzarli soltanto dopo l'introduzione del nuovo meccanismo anti-frammentazione.

**Fed: la politica monetaria ha un solo obiettivo, l'inflazione.** Con i verbali della riunione di giugno, il FOMC ha confermato che la politica monetaria sarà determinata esclusivamente dall'obiettivo di riportare sotto controllo l'inflazione, anche a rischio di effetti negativi su crescita e mercato del lavoro. Il Comitato segnala che la *stance* di politica monetaria sarà restrittiva, con un grado di restrizione che potrà aumentare ulteriormente se le pressioni inflazionistiche persisteranno. Fino all'autunno, a nostro avviso l'inflazione non permetterà alla Fed di abbassare la guardia e riportare la velocità dei rialzi a 25pb a riunione. I rischi di recessione aumentano.

### I market mover della settimana

In **area euro** la produzione industriale è attesa in crescita per il secondo mese a maggio, come suggerito dai dati nazionali già pubblicati. L'industria dovrebbe comunque frenare il PIL nel 2° trimestre. In Germania l'indagine ZEW dovrebbe confermare i rischi al ribasso sulla crescita legati al difficile contesto internazionale. Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di aprile dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua in calo in Germania (8,2%) ed in crescita in Francia (6,5%) e Italia (8,5%).

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sul CPI di giugno che dovrebbe segnare un ulteriore aumento dell'inflazione headline e una variazione ancora ampia dell'indice core. L'indagine Empire della NY Fed a luglio dovrebbe mantenersi in linea con stagnazione dell'attività nel manifatturiero. La fiducia dei consumatori a luglio potrebbe migliorare marginalmente sulla scia del calo del prezzo della benzina delle ultime settimane, che dovrebbe dar luogo anche a una stabilizzazione delle aspettative di inflazione. Fra i dati di giugno, le vendite al dettaglio dovrebbero essere in ripresa, in parte spinte dai prezzi, e la produzione industriale dovrebbe aumentare modestamente.

8 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

## Il punto

Ci sono indiscrezioni che la **BCE** voglia spingere per un più rapido rimborso delle **TLTRO** da parte delle banche, apparentemente per preoccupazioni di natura reputazionale. Forse le TLTRO stanno diventando ingombranti anche per la possibile incoerenza con l'orientamento di politica monetaria. Tuttavia, gli interventi dovranno essere prudenti e circoscritti, per il rischio di tensioni sui mercati, e sarebbe meglio realizzarli soltanto dopo l'introduzione del nuovo meccanismo anti-frammentazione.

- Il programma TLTRO sta diventando troppo scomodo per la BCE in questa fase di normalizzazione della politica monetaria? Un [articolo](#) pubblicato dal *Financial Times* il 3 luglio segnala disagio all'interno della BCE per una misura che garantisce al sistema bancario dell'area euro liquidità a tassi favorevoli e opportunità di arbitraggio che sono diventate ancora più attraenti con la prospettiva di imminenti rialzi dei tassi: per le banche che hanno raggiunto il benchmark sulla performance creditizia, il costo è pari a -1% fino al giugno 2022, e poi al valore medio del DFR lungo *tutta* la vita dell'operazione<sup>1</sup>. In assenza di interventi, una riduzione significativa dei fondi TLTRO non avverrebbe prima del giugno 2023, quando scadono oltre 1200 miliardi.
- L'articolo di Arnold, Storbeck e Walker per il *FT* pone una **questione di opportunità**: secondo le fonti anonime citate dagli autori, non è accettabile che la BCE elargisca profitti alle banche mentre aumenta i costi di finanziamento a imprese e famiglie. Tuttavia, si potrebbe obiettare, una modifica ai termini del programma per spingere ad anticipare i rimborsi amplificherebbe la restrizione delle condizioni creditizie applicate a famiglie e imprese. Nel 2021, esaminando l'efficacia delle misure di politica monetaria adottate in passato, la stessa BCE notava che la riduzione del costo dell'eccesso di riserve aveva generato un allentamento delle condizioni del credito.
- In realtà un problema del programma TLTRO potrebbe essere proprio legato alla sua passata **efficacia nell'amplificare la trasmissione dello stimolo monetario**. La BCE aveva stimato<sup>2</sup> un impatto sulla crescita di 0,2% e sull'inflazione di 0,1%, mediato da una maggiore crescita media annua del credito di 0,5%. Non stupisce che qualcuno in BCE si stia oggi domandando se sia desiderabile mantenere un programma che potrebbe avere effetti contrari a quelli dell'orientamento generale della politica monetaria, e che stia valutando se non convenga favorire la restituzione dei fondi per rendere più efficace la normalizzazione. Per essere chiari, il resoconto della riunione di politica monetaria dell'8-9 giugno mostra che **la questione TLTRO non è stata ancora discussa dal Consiglio Direttivo**, che ha dovuto finora concentrarsi su questioni più fondamentali e urgenti.
- Una possibile obiezione a tale mossa è che anticipando il profilo di rimborso delle TLTRO si **potrebbe aggravare la divergenza di condizioni finanziarie** tra paesi dell'area euro ("frammentazione finanziaria"). Il programma TLTRO ha svolto anche un'utile funzione in tal senso, alleviando in particolare le tensioni sulla raccolta. Tale considerazione suggerisce che la revisione dei termini delle TLTRO richieda come **pre-condizione l'annuncio del meccanismo anti-frammentazione** prospettato dalla BCE lo scorso 15 giugno. Inoltre, la BCE potrebbe limitarsi a intervenire sul tasso applicato sulla vita residua dell'operazione, cioè sulla struttura di incentivi, in modo da contenere il rischio che l'intervento si riveli destabilizzante per i mercati.

<sup>1</sup> V. Art. 5 di: [Decision \(EU\) 2019/1311 of the European Central Bank of 22 July 2019 on a third series of targeted longer-term refinancing operations](#) (ECB/2019/21).

<sup>2</sup> Carlo Altavilla, Wolfgang Lemke, Tobias Linzert, Jens Tapking, Julian von Landesberger, "Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014", *ECB Occasional Paper Series* no 278, September 2021 rev. December 2021, pp. 15-17.

**Fed: la politica monetaria ha un solo obiettivo, l'inflazione.** Con i verbali della riunione di giugno, il FOMC ha confermato che la politica monetaria sarà determinata esclusivamente dall'obiettivo di riportare sotto controllo l'inflazione, anche a rischio di effetti negativi su crescita e mercato del lavoro. Il Comitato segnala che la *stance* di politica monetaria sarà restrittiva, con un grado di restrizione che potrà aumentare ulteriormente se le pressioni inflazionistiche persisteranno. Fino all'autunno, a nostro avviso l'inflazione non permetterà alla Fed di abbassare la guardia e riportare la velocità dei rialzi a 25pb a riunione. I rischi di recessione aumentano.

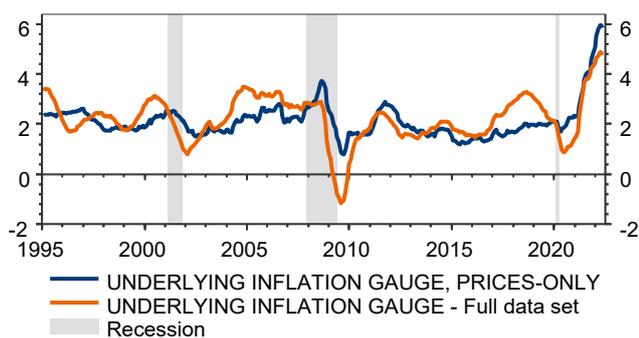
- I **verbali della riunione del FOMC** di giugno hanno confermato un messaggio centrale: la politica monetaria sarà completamente concentrata sulla lotta all'inflazione, indipendentemente dalle conseguenze sulla crescita. Il FOMC prevede che sarà necessaria una *stance* restrittiva, tale da far rallentare la domanda, e che sarà modulata esclusivamente sui risultati ottenuti in termini di riduzione della dinamica dei prezzi.
- La discussione ha sottolineato che, in un contesto di crescita attesa sopra il potenziale, di mercato del lavoro sotto forte pressione e di inflazione sempre troppo elevata, i **rischi per la ripresa sono verso il basso e quelli sull'inflazione verso l'alto**. I partecipanti hanno riaffermato l'impegno a riportare l'inflazione al 2%, pur essendo consapevoli che la politica monetaria appropriata per raggiungere l'obiettivo sui prezzi frenerà la domanda, impedendo di garantire il mantenimento di un mercato del lavoro "forte". I partecipanti non vedevano miglioramenti delle strozzature all'offerta e le ritenevano più durature di quanto originariamente previsto.
- La decisione di **alzare i tassi di 75pb a giugno** è stata determinata dal peggioramento dello scenario di breve termine dell'inflazione e "i partecipanti" (cioè il consenso) ritenevano che alla riunione di luglio sarà probabilmente appropriato attuare un intervento di 50 o 75pb. Secondo "i partecipanti", lo scenario economico giustifica lo spostamento verso una **politica monetaria restrittiva**, e "una *stance* ancora più restrittiva potrebbe essere appropriata se le elevate pressioni inflazionistiche persisteranno". Il messaggio dei verbali è quindi generalmente *hawkish*. Nelle ultime tre settimane sono emersi segni di rallentamento della domanda, soprattutto nel manifatturiero, e di possibile stabilizzazione (anche se non riduzione) delle pressioni sui prezzi, che però non dovrebbero modificare l'orientamento restrittivo della Fed.
- L'esito della riunione di luglio sarà in gran parte influenzato dai **dati del mercato del lavoro e di inflazione di giugno**, in uscita oggi e mercoledì 13, rispettivamente. La previsione per i *nonfarm payrolls* è di crescita ancora solida, intorno a 250 mila nuovi occupati, con il tasso di disoccupazione stabile al 3,6%. I dati della Job Openings and Labor Turnover Survey di maggio hanno confermato un quadro di eccesso di domanda di lavoro, con 11,3 mln di posizioni aperte, 1,9 posizioni aperte per ciascun individuo disoccupato e dimissioni volontarie stabili su livelli record. Per quanto riguarda il CPI di giugno, la previsione è di variazioni di 1% m/m per l'indice headline e di 0,5% m/m per quello core, con un ulteriore incremento dell'inflazione annua, a 8,7% a/a.

La previsione che la contrazione dei prezzi energetici di luglio porti a una svolta verso il basso dell'inflazione verso 8,4% a/a, a nostro avviso non dovrebbe essere rilevante per le decisioni dei prossimi mesi. Un eventuale ridimensionamento del ritmo dei rialzi dipenderà da "evidenza convincente" di rallentamento della dinamica mensile dell'inflazione, cioè più mesi di variazioni in calo e non un singolo dato. Ieri Waller (Board) e Bullard (St Louis Fed) hanno detto di essere favorevoli a un rialzo di 75pb a luglio. Waller ha affermato che "dobbiamo muoverci verso un contesto molto più restrittivo in termini di tassi di interesse (...)" e dobbiamo farlo il più velocemente possibile" e se l'inflazione non scenderà, "dovremo fare di più".

- Un altro elemento cruciale per il sentiero dei tassi saranno le **aspettative di inflazione**, che appaiono a rischio di disancorarsi. I verbali riportano che "alla luce delle pressioni inflazionistiche elevate e di segni di deterioramento in alcune misure di aspettative di inflazione, i partecipanti hanno riaffermato il loro impegno a riportare l'inflazione all'obiettivo del 2%".

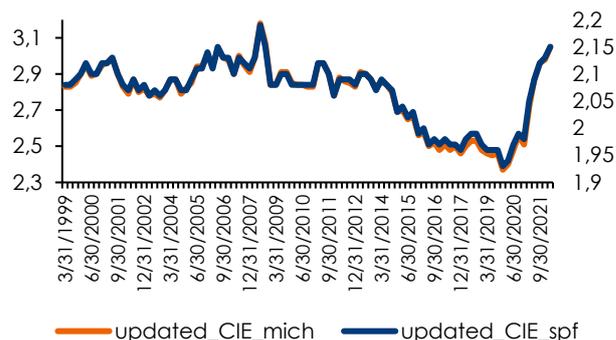
■ In base alle informazioni disponibili ora, prevediamo un **rialzo di 75pb a luglio**. I rialzi successivi dovrebbero tornare a ritmi da 50pb, alla luce del calo dei prezzi di diverse materie prime e dei segnali di rallentamento di consumi e investimenti. I ritardi "lungi e variabili" con cui gli effetti dei rialzi dei tassi si trasmettono all'economia reale e al mercato del lavoro implicano rischi di restrizione eccessiva e quindi di recessione nel 2023. La nostra previsione è di Fed Funds a 3,5-3,75% a fine 2022 e 4-4,25% nel 1° trimestre del 2023, con l'aspettativa di una svolta verso il basso a inizio 2024.

**Underlying Inflation Gauge della NY Fed: pressioni sempre elevate e diffuse**



Fonte: NY Fed

**Common Inflation Expectations Index: segni di disancoraggio**



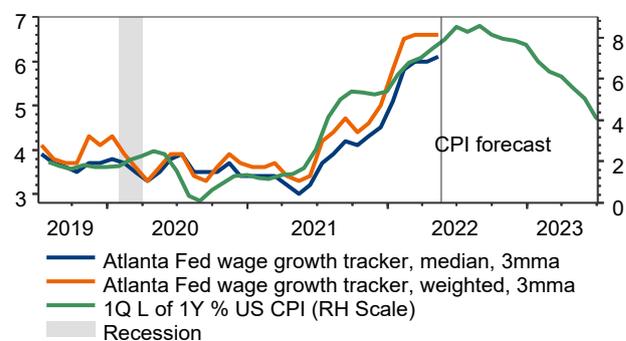
Fonte: Federal Reserve Board

**L'eccesso di domanda di lavoro persiste: 1,9 posizioni per ogni disoccupato a maggio**



Fonte: BLS

**I salari inseguono i prezzi: il controllo dell'inflazione è cruciale per arrestare la spirale**



Fonte: Atlanta Fed, BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

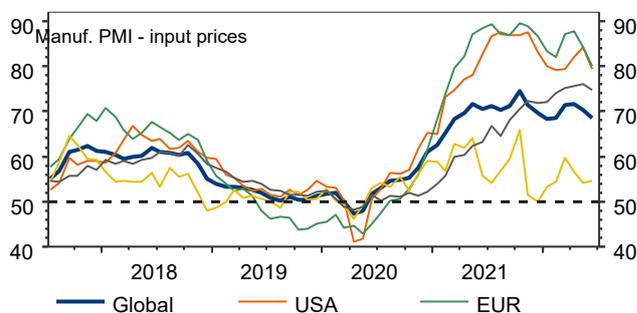
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



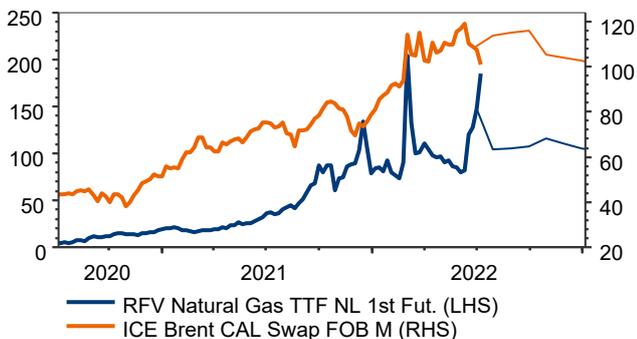
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



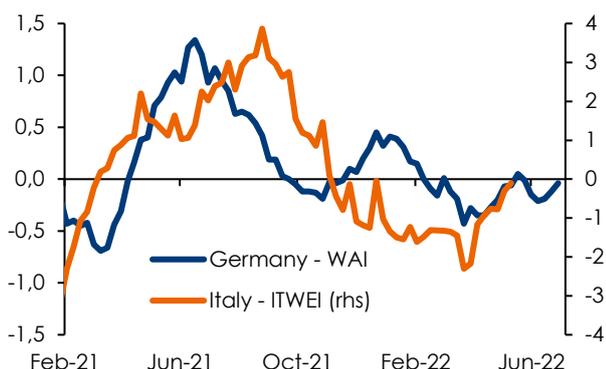
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo e dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



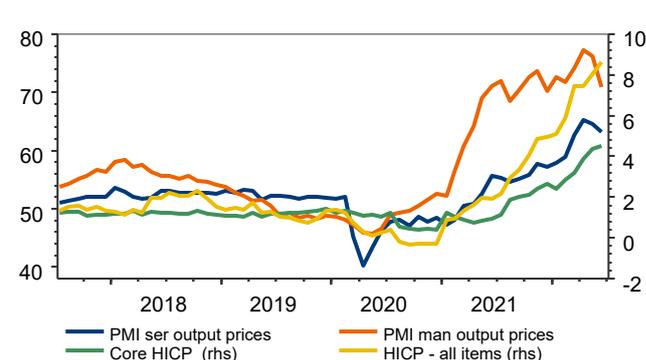
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

### 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** la produzione industriale è attesa in crescita per il secondo mese a maggio, come suggerito dai dati nazionali già pubblicati. L'industria dovrebbe comunque frenare il PIL nel 2° trimestre. In Germania l'indagine ZEW dovrebbe confermare i rischi al ribasso sulla crescita legati al difficile contesto internazionale. Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di aprile dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua in calo in Germania (8,2%) ed in crescita in Francia (6,5%) e Italia (8,5%).

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sul CPI di giugno che dovrebbe segnare un ulteriore aumento dell'inflazione headline e una variazione ancora ampia dell'indice core. L'indagine Empire della NY Fed a luglio dovrebbe mantenersi in linea con stagnazione dell'attività nel manifatturiero. La fiducia dei consumatori a luglio potrebbe migliorare marginalmente sulla scia del calo del prezzo della benzina delle ultime settimane, che dovrebbe dar luogo anche a una stabilizzazione delle aspettative di inflazione. Fra i dati di giugno, le vendite al dettaglio dovrebbero essere in ripresa, in parte spinte dai prezzi, e la produzione industriale dovrebbe aumentare modestamente.

### Martedì 12 luglio

#### Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso in peggioramento nel mese di luglio, vista l'ampia incertezza derivante dal contesto geopolitico e il persistere di forti tensioni sui mercati delle materie prime energetiche. L'indice sulle aspettative a 6 mesi sull'economia è visto a -35 da un precedente -28; l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe scendere a -31 da -27,6 di giugno.

### Mercoledì 13 luglio

#### Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe crescere per il secondo mese a maggio. I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con un aumento di 0,6% m/m da 0,4% m/m di aprile. La variazione tendenziale dovrebbe quindi tornare in territorio positivo a 0,7% da un precedente -2%. Il progresso non dovrebbe comunque risultare sufficiente a recuperare il terreno perso a marzo: nel 2° trimestre l'industria dovrebbe aver frenato la crescita del PIL. Le indagini congiunturali segnalano una frenata della domanda e puntano verso un indebolimento dell'attività produttiva nei prossimi mesi: la fase di debolezza per il settore dovrebbe quindi estendersi anche al 2° semestre dell'anno.
- **Germania.** La stima finale dai *Länder* dovrebbe confermare che a maggio l'**inflazione** armonizzata è scesa all'8,2% a/a dall'8,7% precedente; su base nazionale l'inflazione è invece calata al 7,6% a/a dal 7,9% di maggio. La variazione congiunturale è stata di -0,1% m/m sulla misura armonizzata e di +0,1% su quella nazionale. 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: il rallentamento, infatti, sarebbe legato alle componenti energia e servizi. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi intorno al 7,4% (sull'indice armonizzato), in un contesto di ampia incertezza.
- **Francia.** La lettura finale dovrebbe confermare che a giugno l'**inflazione** è salita dal 5,2% al 5,8% (0,7% m/m) sull'indice nazionale e dal 5,8% al 6,5% (0,8% m/m) sull'armonizzato. Il dato ha sorpreso al rialzo. Il grado di incertezza è particolarmente elevato ma, in media annua, l'inflazione dovrebbe attestarsi intorno al 5,5% (sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli decisamente inferiori alla media Eurozona.

## Stati Uniti

- Il **CPI** di giugno è previsto in rialzo di 1% m/m come a maggio, spinto da aumenti ancora elevati di energia e alimentari. Il prezzo medio della benzina ha superato 5\$/gallone a metà giugno, ma nelle ultime due settimane del mese scorso ha ritracciato a 4,87, grazie a un calo della domanda e a una correzione del prezzo del petrolio, con indicazioni di un possibile contributo negativo della benzina all'inflazione di luglio. L'inflazione dovrebbe essere ancora in aumento su base annua, a 8,7% a/a, ma la previsione per luglio è una correzione a 8,4% a/a. L'indice **core** dovrebbe essere in crescita di 0,5% m/m (5,7% a/a), con un ampio contributo dall'abitazione ex-energia, spinto dall'adeguamento degli affitti che avviene con ritardo rispetto all'aumento dei prezzi delle case, e da altri servizi, fra cui le tariffe aeree.

## Giovedì 14 luglio

### Stati Uniti

- Il **PPI** a giugno dovrebbe registrare una variazione di 0,8% m/m, mentre l'indice **core** è previsto in rialzo di 0,5% m/m. Entrambe le variazioni mensili previste sono in linea con quelle di maggio.

## Venerdì 15 luglio

### Area euro

- **Italia.** La stima finale dell'**inflazione** di giugno è attesa confermare la crescita, ben oltre le attese, sia sull'indice NIC, all'8% a/a (massimo dal 1986) che sull'armonizzato UE, all'8,5% a/a (massimo da quando esiste la serie storica). Nel mese i prezzi sono saliti di 1,2% m/m su entrambe le misure. La componente di fondo (sull'IPCA) è attesa in crescita al 4% a/a dal 3,4% di maggio (non escludiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi), come anche l'inflazione energetica e alimentare. La media d'anno dell'inflazione potrebbe attestarsi intorno al 7,2% nel 2022 e oltre il 3% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi ancora verso l'alto.

### Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed a luglio dovrebbe mantenersi debole, a -0,5 da -1,2 di giugno, in linea con attività poco variata e rallentamento di ordini e consegne. Il quadro è variegato a seconda dei settori, con domanda debole in alcuni casi e strozzature all'offerta ancora in atto in altri. In generale, il trend dovrebbe essere in rallentamento, con ritmi di aumenti dei prezzi sempre elevati, ma inferiori ai massimi registrati nei trimestri scorsi.
- Le **vendite al dettaglio** a giugno sono attese in rialzo di 0,8% m/m, grazie a una ripresa del comparto auto, oltre che del prezzo della benzina. Le vendite di auto sono tornate a crescere a giugno, dopo l'ampia frenata di maggio, con una variazione complessiva di 2,6% m/m. Al netto delle auto, le vendite sono attese in aumento di 0,5% m/m, con il comparto degli alimentari in crescita ancora sostenuta, sia per la ristorazione sia per il consumo domestico.
- La **produzione industriale** a giugno dovrebbe aumentare di 0,3% m/m. Il manifatturiero sta dando segnali di debolezza, con indagini in linea con attività stagnante, ordini in rallentamento e scorte in aumento in alcuni sotto-settori. Nel settore auto la scarsità di semiconduttori ha determinato la riduzione dei piani di produzione per il secondo semestre, con effetti di freno sul manifatturiero in generale. L'attività nell'estrattivo e nelle utility invece dovrebbe essere in espansione solida a giugno.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a luglio (prel.) dovrebbe stabilizzarsi a 49,8, da 50 di giugno, sulla scia della riduzione del prezzo della benzina vista nelle ultime settimane. Le aspettative dovrebbero calare ulteriormente, alla luce delle indicazioni deboli del TIPP Economic Optimism Index. Il focus sarà sulle aspettative di inflazione. Nella lettura finale di giugno, le aspettative a 5-10 anni avevano ritracciato a 3,1% da 3,3% della lettura preliminare. La previsione è una stabilizzazione a 3,1% e un modesto calo delle aspettative a 1 anno, da 5,3%, grazie al calo dei carburanti.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (11 - 15 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 11/7	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		mag	10.8	%	-5.5	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mag	8.4	%		
Mar 12/7	00:00	CN	M2 a/a	*	giu	11.1	%	11.0	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	giu	1890	Mld ¥ CN	2400	
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	giu	2790	Mld ¥ CN	4200	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	lug	-28.0		-37.5	-35.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		lug	-27.6		-32.5	-31.0
Mer 13/7	05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	giu	4.1	%	3.9	
	05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	giu	78.8	Mld \$	75.7	
	05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	giu	16.9	%	12.0	
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	mag	-0.6	%	0.0	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		mag	-20.9	Mld £		
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		mag	-11.0	Mld £		
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	giu	prel -0.1	%		-0.1
	08:00	GER	CPI a/a finale		giu	prel 7.6	%		7.6
	08:00	GER	IPCA a/a finale		giu	prel 8.2	%		8.2
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	giu	prel 0.1	%		0.1
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	giu	prel 0.8	%	0.8	0.8
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	giu	0.7	%		0.7
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		giu	prel 6.5	%	6.5	6.5
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		giu	prel 10.0	%	10.0	10.0
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mag	0.4	%	0.1	0.6
	14:30	USA	CPI m/m	*	giu	1.0	%	1.0	1.0
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	giu	0.6	%	0.5	0.5
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		giu	6.0	%		5.7
	14:30	USA	CPI a/a		giu	8.6	%	8.7	8.7
Gio 14/7	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		mag	prel -7.2	%		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	235	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.375	Mln		
	14:30	USA	PPI m/m	*	giu	0.8	%	0.8	0.8
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	giu	0.5	%	0.5	0.5
Ven 15/7	04:00	CN	PIL a/a	*	T2	4.8	%		
	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T2	1.3	%		
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T2	4.8	%		
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	giu	6.2	%		
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		giu	-1.5	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		giu	3.3	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		giu	0.7	%		
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	giu	-6.7	%		
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	giu	prel 1.2	%		1.2
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	giu	prel 1.2	%	1.2	1.2
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		giu	prel 8.5	%	8.5	8.5
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		giu	prel 8.0	%		8.0
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		giu	0.6	%	0.7	
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	lug	-1.2		-0.4	-0.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	giu	0.5	%	0.6	0.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	giu	-0.3	%	0.8	0.8
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		giu	0.1 <del>{0.2}</del>	%	0.2	0.3
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		giu	80.8 <del>{79.0}</del>	%	79.2	
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		lug	50.0			49.8
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		mag	1.2	%			

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 (11 – 15 luglio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>		
Lun	11/7	20:00	USA	Discorso di Williams (Fed)	
			GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)	
			EUR	* Riunione Eurogruppo	
Mar	12/7	12:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)	
		19:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)	
Mer	13/7	20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey	
Gio	14/7	16:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)	
Ven	15/7	12:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)	
			14:45	USA	Discorso di Bostic (Fed)
			15:00	ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi industriali m/m	mag	0.7 (0.3)	%	0.5	1.6
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	mag	0.7	%		0.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	mag	0.7	%		0.7
Markit PMI Composito finale	giu	51.2			52.3
Markit PMI Servizi finale	giu	51.6			52.7
Indice ISM non manifatturiero composito	giu	55.9		54.3	55.3
Richieste di sussidio	settim	231	x1000	230	235
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.324 (1.328)	Mln	1.327	1.375
Bilancia commerciale	mag	-86.7 (-87.1)	Mld \$	-84.9	-85.6
Tasso di disoccupazione	giu	3.6	%	3.6	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	giu	390	x1000	268	
Salari orari m/m	giu	0.3	%	0.3	

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

L'**ISM dei servizi** ha sorpreso verso l'alto, segnando una correzione solo marginale a 55,3, da 55,9 di maggio. L'indice di attività è salito a 56,1 da 54,5, ma l'occupazione e gli ordini sono scesi, a 47,4 e 55,6, rispettivamente. Le imprese riportano persistente scarsità di manodopera ed effetti negativi sull'attività collegati ai blocchi produttivi in Cina e agli incrementi dei costi. L'aumento dei tempi di consegna e degli ordini inevasi indica che le imprese non riescono a smaltire l'eccesso di domanda. I dati ridimensionano i rischi di rallentamento significativo della crescita in tempi brevi.

La **Job Opening and Labor Turnover Survey** di maggio riporta un calo delle posizioni aperte a 11,3 mln, da 11,7 mln, concentrato nel manifatturiero e nei servizi alle imprese, mentre nei servizi aggregativi, nella sanità e istruzione e nel commercio la domanda di lavoro rimane in crescita. Il rapporto posizioni aperte/disoccupati rimane elevato, a 1,9. Le dimissioni sono poco variate, a 4,3 mln. I dati restano in linea con un ampio eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 2 luglio sono poco variate, a 235 mila da 231 mila della settimana precedente, e i sussidi esistenti al 25 giugno aumentano a 1,375 mln da 1,324 mln del 18 giugno, con indicazioni sempre favorevoli per le prospettive del mercato del lavoro.

La **bilancia commerciale** a maggio ha registrato un deficit di -85,5 mld, dopo -86,7 mld di aprile, con esportazioni in rialzo di 1,2% m/m e importazioni in crescita di 0,6% m/m. Il deficit si è chiuso grazie alla riduzione di 2,9 mld per il comparto dei beni, che ha più che compensato la flessione dell'avanzo dei servizi (1,7 mld). Il canale estero dovrebbe contribuire positivamente alla crescita del PIL del 2° trimestre.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	mag	-1.7	%	2.1	-0.5

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

I **consumi delle famiglie** a maggio sono calati di -0,5% a/a in termini reali e il **reddito reale** è sceso di -2,8% a/a. Su base mensile, i consumi correggono per il secondo mese consecutivo, segnando una flessione di -2,9% m/m, a fronte di un rimbalzo del reddito di 2,7% m/m. I dati mettono rischi verso il basso per la crescita del 2° trimestre.

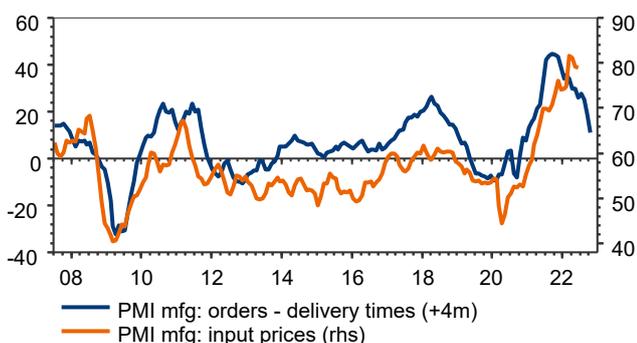
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PPI a/a	mag	37.2	%	36.7	36.3
EUR	PMI servizi finale	giu	52.8		52.8	53.0
EUR	PMI composito finale	giu	51.9		51.9	52.0
EUR	Vendite al dettaglio m/m	mag	-1.4	(-1.3) %	0.4	0.2
FRA	Produzione industriale m/m	mag	-0.3	(-0.1) %	0.2	0.0
FRA	PMI servizi finale	giu	54.4		54.4	53.9
GER	Bilancia commerciale destag.	mag	3.0	(3.5) Mld €	2.7	-1.0
GER	PMI servizi finale	giu	52.4		52.4	52.4
GER	Ordini all'industria m/m	mag	-1.8	(-2.7) %	-0.6	0.1
GER	Produzione industriale m/m	mag	1.3	(0.7) %	0.4	0.2
ITA	PMI servizi	giu	53.7		51.5	51.6
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T1	3.0	%		9.0
ITA	Produzione industriale m/m	mag	1.4	(1.6) %	-1.1	-1.1
SPA	Produzione industriale a/a	mag	2.3	(2.4) %	3.4	3.8

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

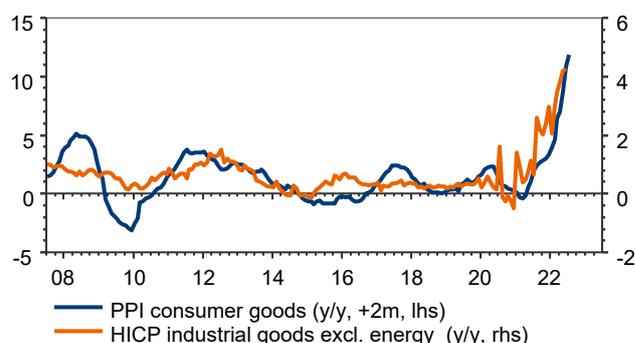
**Area euro.** A maggio la crescita del **PPI** è rallentata allo 0,7% m/m da un precedente 1,2% m/m (è il ventiquattresimo rincaro mensile consecutivo). I prezzi dell'energia sono in calo per il secondo mese (-0,2% da -1,3% m/m) mentre decelera la crescita tra le altre componenti: beni intermedi (1,7% da 3,9% m/m); beni di consumo non durevoli (1,3% da 2,7% m/m); strumentali (0,6% da 1% m/m) e durevoli (0,9% da 1% m/m). L'inflazione dei prezzi alla produzione corregge quindi al 36,3% a/a da 37,2% a/a di aprile ma rimane molto elevata, confermando la presenza di forti pressioni a monte della filiera produttiva che non sono ancora state completamente trasferite sui consumatori finali. Nei prossimi mesi la volatilità dei prezzi energetici è destinata a rimanere elevata, ma ci aspettiamo un progressivo allentamento delle pressioni. Tuttavia, gli elevati costi di produzione dovrebbero trasmettersi ai prezzi al consumo, con effetti in particolare sull'inflazione core.

#### L'allentamento delle strozzature all'offerta potrebbe attenuare le pressioni sui prezzi alla produzione...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, S&P Global

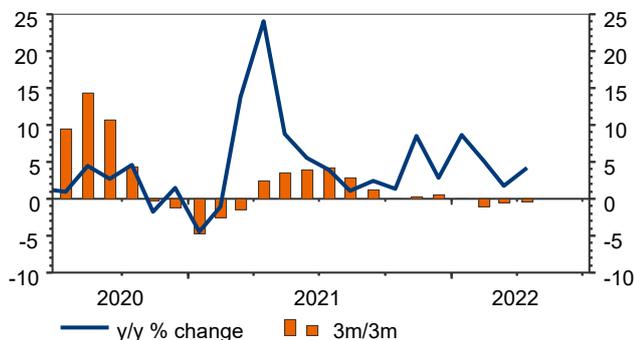
#### ...ma i maggiori costi non si sono ancora completamente trasferiti sui prezzi al consumo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, Eurostat

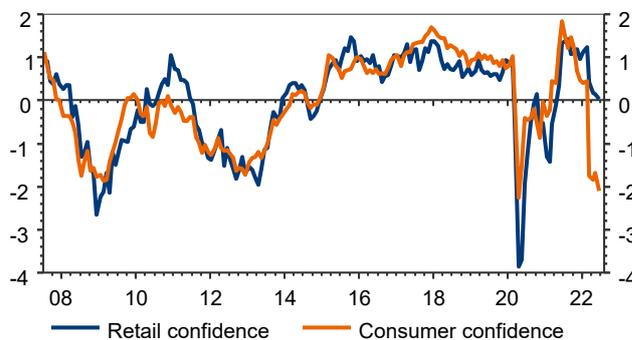
**Area euro.** A maggio le **vendite al dettaglio** sono rimbalzate modestamente dopo la flessione registrata nel mese precedente: +0,2% m/m da -1,4% m/m (rivisto da -1,3%). La crescita tendenziale rallenta allo 0,2% dal 4% di aprile. Sono tornati a crescere gli acquisti di prodotti non alimentari al netto dei carburanti dopo due mesi di calo (1,2% m/m), mentre diminuiscono per il secondo mese le vendite di alimenti (-0,3% m/m). Il parziale recupero di maggio lascia comunque le vendite al dettaglio in rotta per una contrazione nel 2° trimestre (intorno a -0,8% t/t), ci aspettiamo però che il recupero delle spese nei servizi possa sostenere i consumi privati di contabilità nazionale nei trimestri centrali dell'anno. In ogni caso, il rincaro dei prezzi e il deterioramento del morale di famiglie e commercianti continuano ad offrire prospettive poco incoraggianti per la domanda sottostante nei prossimi mesi.

**Nonostante il rimbalzo di aprile il trend per le vendite al dettaglio rimane debole**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

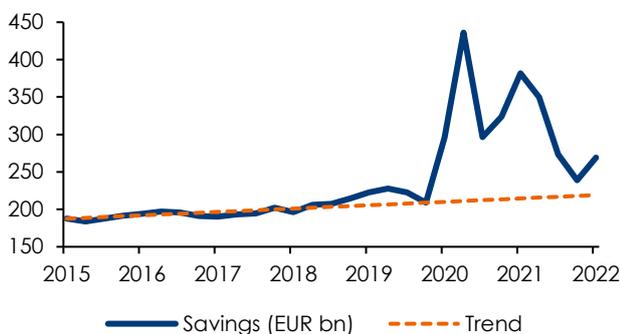
**Il calo del morale di consumatori e commercianti non offre prospettive incoraggianti per le spese nei prossimi mesi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea DG Ecofin

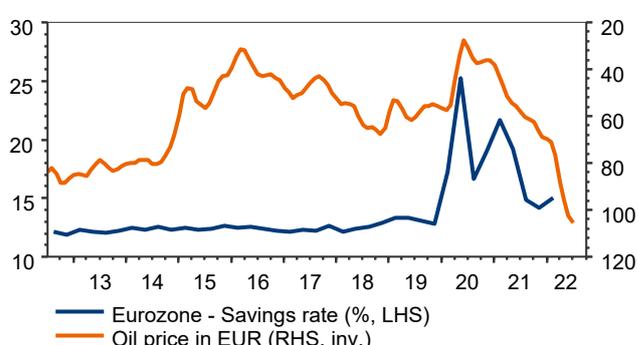
**Area euro.** Nel 1° trimestre il **tasso di risparmio** è salito al 15% dal 14,1% del trimestre finale del 2021. L'incremento è spiegato da un aumento dei consumi a ritmi inferiori al reddito disponibile lordo (1,9% contro 2,9%), probabilmente per via della recrudescenza dei contagi a cavallo d'anno, che ha frenato le spese a fronte di una dinamica occupazionale positiva. Il tasso di risparmio rimane quindi al di sopra della media pre-Covid: le famiglie nell'Eurozona dispongono di oltre 900 miliardi di risparmi in eccesso. Tuttavia, l'elevata inflazione erode redditi e risparmi disponibili ed è quindi probabile che già dal 2° trimestre i consumatori comincino ad attingere alle proprie disponibilità per finanziare le spese.

**In area euro i nuclei famigliari dispongono di oltre 900 miliardi di risparmi in eccesso**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

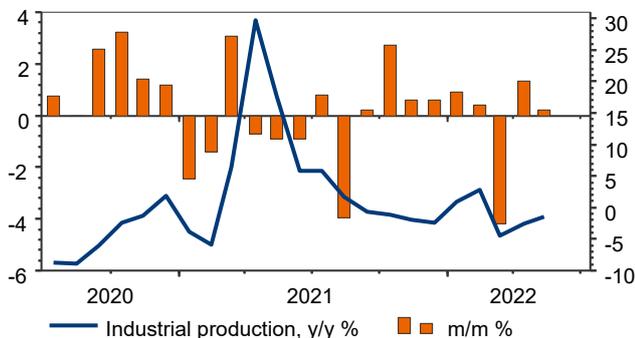
**Il rincaro dei prezzi erode i redditi disponibili e dovrebbe spingere i consumatori ad attingere ai risparmi per finanziare le spese**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

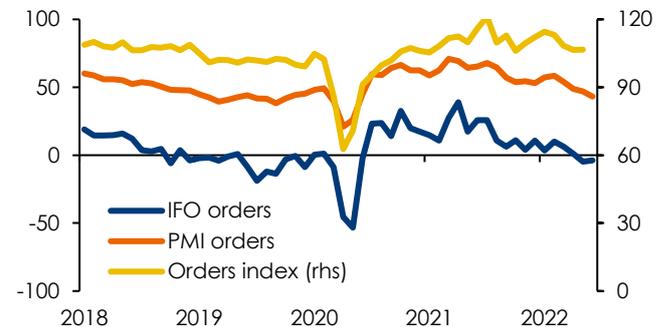
**Germania.** La **produzione industriale** ha mostrato un nuovo aumento a maggio, di 0,2% m/m dopo l'1,3% (rivisto al rialzo da 0,7%) registrato ad aprile. Rispetto a un anno fa l'output risulta più basso di -1,5%. Il **manifatturiero** ha visto una crescita di 0,6% m/m, spiegata dai beni di investimento (2,2% m/m). Sono calati, invece, i beni di consumo (-0,9% m/m), la cui domanda è in buona parte erosa dall'inflazione, e i beni intermedi (-0,4% m/m); la flessione ha riguardato anche l'energia (-5,8% m/m), mentre le costruzioni hanno visto una crescita di 0,4% m/m. Notizie incoraggianti sono arrivate dal settore *automotive* (5,9% m/m), che dovrebbe vedere un nuovo aumento della produzione a giugno sulla scia del graduale allentamento delle strozzature all'offerta; ad ogni modo, il dato è ancora inferiore del 18% rispetto al livello pre-COVID e del 37% rispetto al massimo storico (agosto 2017), un segnale che la pandemia ha esacerbato problematiche già esistenti nel comparto auto. In sintesi, il dato di maggio lascia la produzione in rotta per una contrazione nel trimestre corrente, e non escludiamo nuovi cali nei prossimi mesi. Le indagini congiunturali e i dati sugli ordini anticipano, infatti, un rallentamento della domanda e un indebolimento dell'attività produttiva. Il nostro scenario centrale vede una contrazione della produzione industriale tedesca nel 2022.

### Germania: la produzione industriale recupera parzialmente ad aprile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

### Le indagini PMI e i dati sugli ordini anticipano un rallentamento della domanda nei prossimi mesi



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

**Germania.** A maggio gli **ordini all'industria** hanno mostrato un miglioramento marginale a +0,1% m/m (dopo il -1,8% m/m di aprile, rivisto da -2,7% m/m). Il recupero è legato soprattutto alle commesse dall'estero, in particolare dai Paesi extra-UE, e ai beni capitali; di contro, sono calati sia gli ordini domestici (-1,5% m/m) che dall'area euro (-2,4% m/m). Il fatturato è cresciuto di +3,2% m/m.

**Francia.** La **produzione industriale** è rimasta stagnante a maggio dopo che il calo di aprile è stato rivisto al ribasso di due decimi, a -0,3% m/m. La crescita tendenziale rimane quindi in territorio negativo (-0,4% da -0,6%). Il dato è però penalizzato dalla pesante contrazione registrata nel comparto energetico (-4,4% m/m). Rimbalza invece la manifattura (+0,8% m/m) che è tornata a crescere dopo tre flessioni consecutive, spinta dalla produzione di veicoli (+15,3% m/m, comunque ancora ben al di sotto dei livelli di inizio 2021), attrezzature elettriche (+2,9% m/m) e prodotti chimici (+2,3% m/m). Resta debole però la produzione agro-alimentare (-0,8% m/m), in calo per il terzo mese. Anche nel caso di un rimbalzo della produzione a giugno (le indagini di fiducia offrono indicazioni contrastanti), l'industria dovrebbe aver frenato la crescita del PIL nel 2° trimestre. Rallenta infine la crescita della produzione nelle costruzioni (0,4% da 1% m/m), lasciando l'output nel settore in rotta per una sostanziale stagnazione durante la primavera.

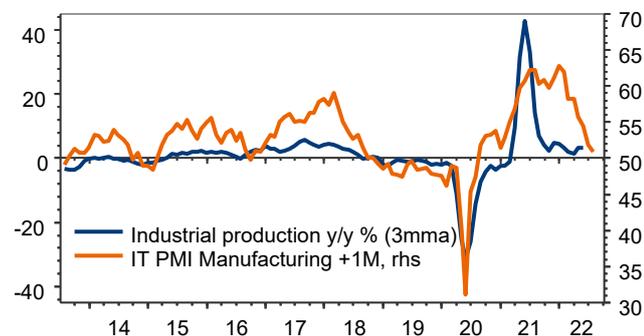
**Italia.** La **produzione industriale è calata di -1,1% m/m a maggio**, circa in linea con le aspettative di consenso (e meglio delle nostre attese). È il **primo calo dopo tre mesi di crescita**. Su base annua, l'output è rallentato a 3,4% dal 3,9% precedente. I dati di aprile sono stati rivisti al ribasso (da 1,6% a 1,4% m/m, da 4,2% a 3,9% a/a). Tuttavia, l'indice di produzione industriale **rimane significativamente al di sopra dei livelli pre-pandemici (+3,4% rispetto a febbraio 2020), a differenza di quanto sta accadendo negli altri maggiori Paesi dell'Eurozona**. Nel mese, il **principale contributo negativo è venuto dai beni non durevoli**, scesi del -1,4% m/m dopo tre mesi di forti aumenti: potrebbe essere un **segnale di un indebolimento della domanda sulla scia dell'elevata inflazione**. Anche i beni intermedi sono scesi (-0,6% m/m). La produzione energetica (probabilmente condizionata dalle condizioni meteo nel comparto idroelettrico) è calata di ben -3,9% m/m. I beni strumentali e i durevoli sono aumentati (rispettivamente dello 0,4% e dell'1,8% m/m): potrebbe trattarsi di un segnale di **parziale attenuazione delle difficoltà di approvvigionamento in alcuni comparti**. Il macro-settore più trainante su base annua resta quello dei beni di consumo (7,8% a/a). **Il tessile e abbigliamento si conferma il comparto più vivace su base tendenziale** (18% a/a), ma si tratta solo di un **recupero dopo che la domanda nel comparto era stata particolarmente colpita dalle misure restrittive anti-COVID** ancora parzialmente in vigore nella primavera del 2021. Anche coke e petroliferi raffinati (16,4% a/a) e computer ed elettronica (13,1%) hanno registrato forti rialzi su base annua. Viceversa, **alcuni settori risultano in calo rispetto a un anno prima**: gomma e plastica (-4,6%), prodotti chimici (-2,8%), apparecchiature elettriche (-0,9%) e metalli (-0,1%); non a caso, **tra essi troviamo alcuni dei comparti più energivori e dunque più colpiti dai rincari dei prezzi**.

**Nel complesso, nonostante il calo di maggio, l'industria italiana si conferma più resiliente del previsto:**

in caso di stabilità a giugno, la produzione risulterebbe in crescita di 1,5% t/t nel 2° trimestre, il che suggerisce che l'industria in senso stretto, dopo aver frenato il PIL a inizio anno, **possa aver dato un contributo positivo (di circa +0,3%) al valore aggiunto durante i mesi primaverili** (a meno di un crollo a giugno, che peraltro non appare coerente con quanto segnalato dalle indagini di fiducia delle imprese il mese scorso). **Ciò fa ben sperare per il dato del PIL del 2° trimestre** (che sarà pubblicato alla fine del mese), che potrebbe risultare più forte rispetto alle nostre precedenti attese (0,2% t/t).

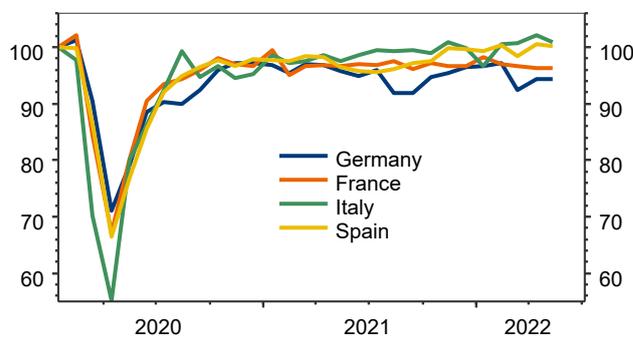
La resilienza dell'industria in questa fase appare in qualche modo sorprendente. Una possibile spiegazione è che l'elevato livello dei profitti (e della liquidità) accumulato dalle imprese industriali durante la precedente fase espansiva stia consentendo alle aziende di resistere bene nonostante i rincari degli input. Tuttavia, ciò potrebbe essere vero solo in caso di shock temporaneo: se i rincari dovessero persistere, a un certo punto alcune aziende potrebbero non essere più in grado di sopportare la contrazione dei margini. In altri termini, **l'impatto dello shock inflazionistico potrebbe essere ritardato**, e potrebbe diventare più evidente più avanti nel corso dell'anno (verosimilmente, tra fine 2022 e inizio 2023). In breve, ci aspettiamo che l'industria rimanga in una fase difficile per i prossimi 6-12 mesi, anche considerando la **possibilità di una ulteriore diminuzione dei flussi di gas dalla Russia, che rappresenta il principale rischio negativo sullo scenario**. Se il 2° trimestre si rivelerà migliore del previsto, la nostra previsione (superiore al consenso) di crescita del PIL al **3% quest'anno sarebbe raggiungibile, e anzi potrebbe essere persino superata. Tuttavia, come detto, gli effetti dello shock inflazionistico e bellico - sia sulla domanda che sull'offerta - potrebbero rafforzarsi durante la stagione autunnale e invernale, il che peserebbe sulla crescita annua 2023** (segnalando rischi al ribasso sulla nostra previsione, già inferiore al consenso, dell'1,6% per il PIL del prossimo anno).

**La fiducia delle imprese sta rallentando, ma la produzione industriale appare relativamente resiliente**



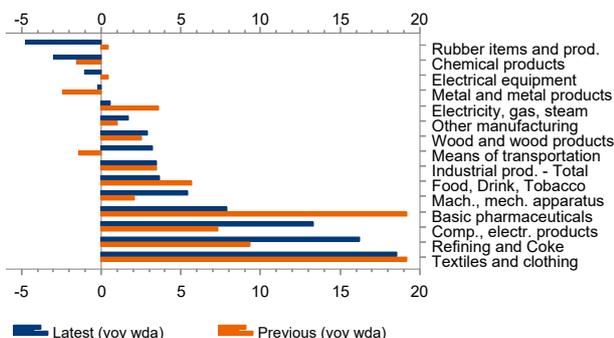
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Dallo scoppio della pandemia, l'output industriale in Italia si sta dimostrando più vivace che in Francia o Germania**



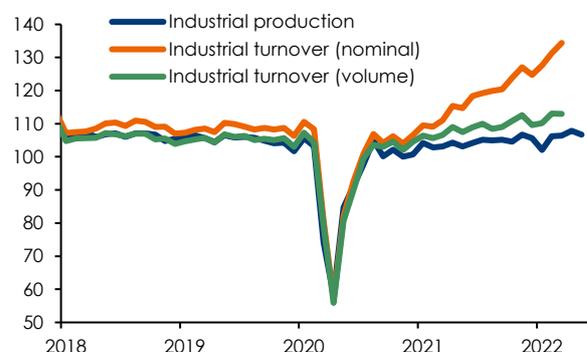
Nota: febbraio 2020=100. Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il tessile è il settore che mostra il maggiore rimbalzo su base annua; in negativo troviamo alcuni comparti energivori**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Il divario tra fatturato e produzione rimane ampio, a causa sia delle strozzature all'offerta che dei forti aumenti dei prezzi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Italia.** Nel 1° trimestre del 2022 il **tasso di risparmio** delle famiglie è salito al 12,6% (da 11,5% precedente), spinto con ogni probabilità dalla recrudescenza pandemica, ma nei prossimi trimestri l'erosione del potere d'acquisto dovrebbe spingere i consumatori ad attingere ai risparmi accumulati per finanziare le spese. Sul fronte fiscale il **disavanzo primario** si è ridimensionato rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno (-5,2% del PIL, da -9,4%) mentre l'**indebitamento netto** in rapporto al PIL si è attestato al -9% (in calo dal -12,8% di inizio 2021).

**Italia.** L'indice **PMI servizi** di giugno è calato a 51,6 da 53,7 di maggio, sui minimi da gennaio. L'indagine riporta un rallentamento dell'attività a fronte di prezzi di vendita che toccano un nuovo record. La decelerazione della ripresa nei servizi, dove il rimbalzo post-Covid sta iniziando a perdere spinta, si unisce alla frenata manifatturiera (la scorsa settimana l'indice PMI manifatturiero è calato di un punto a 50,9), e porta l'indicatore composito a 51,3 da 52,4, su livelli coerenti con un ritmo di crescita congiunturale complessivamente modesto nel trimestre primaverile (mentre aumentano i rischi verso il basso per la ripresa nella seconda metà dell'anno).

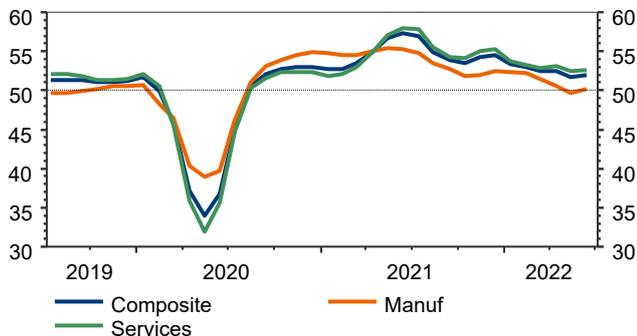
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	giu	41.4		54.5
Riserve in valuta estera	giu	3.128	1000Mld \$	3.113 3.071
CPI m/m	giu	-0.2	%	-0.1
CPI a/a	giu	2.1	%	2.4
PPI a/a	giu	6.4	%	6.0

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

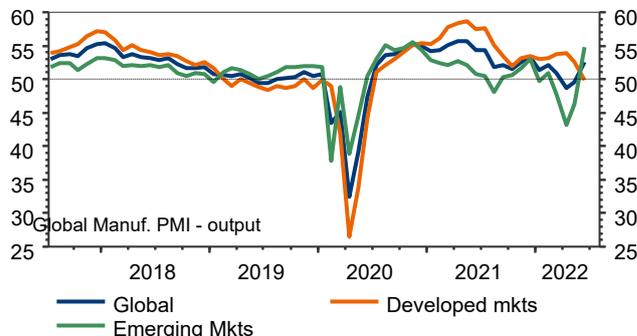
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



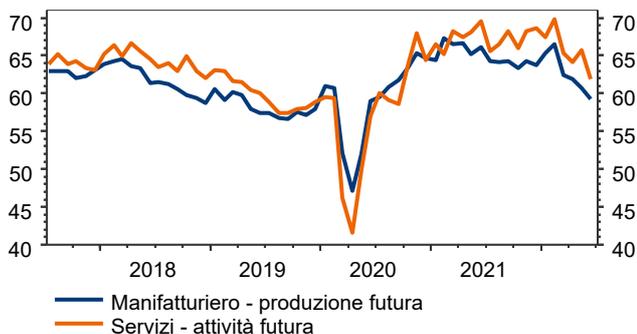
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



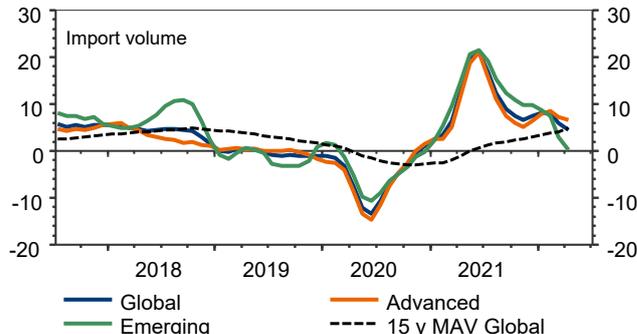
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



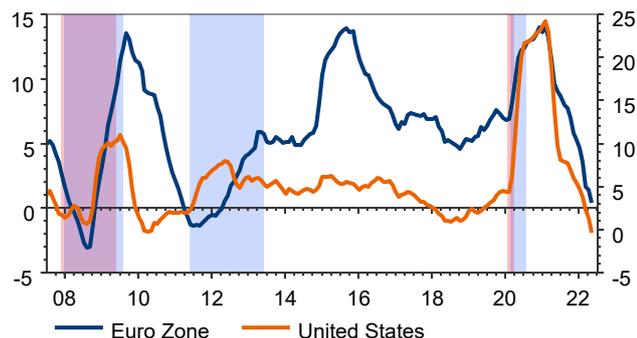
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



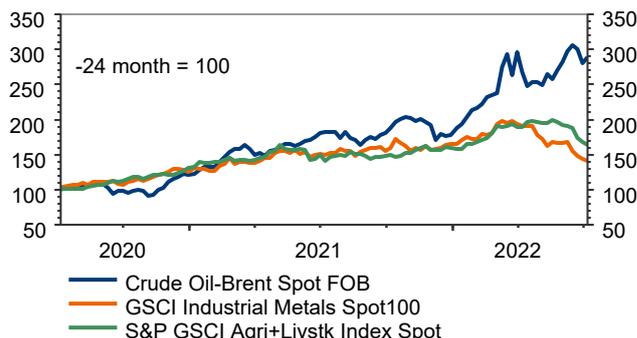
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

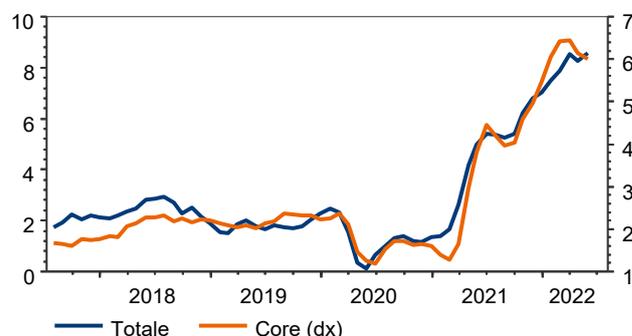
## Stati Uniti

## Indagini ISM



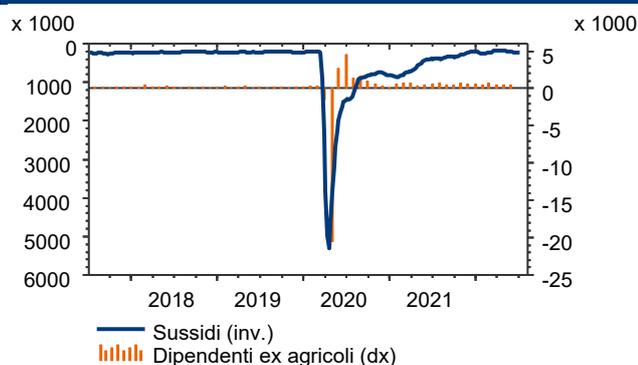
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



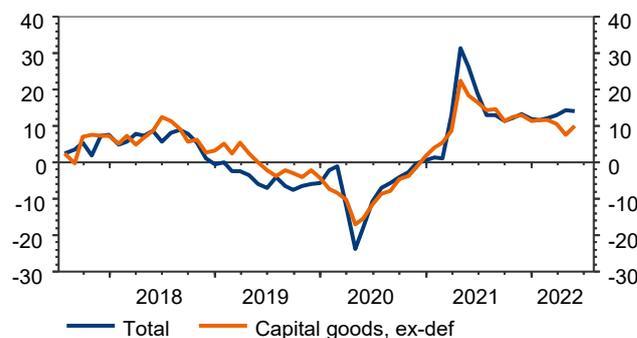
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

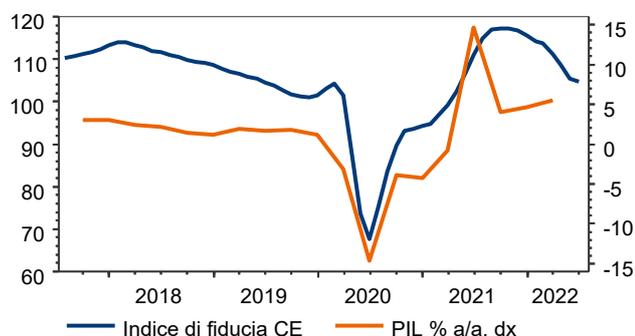
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	2.1	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

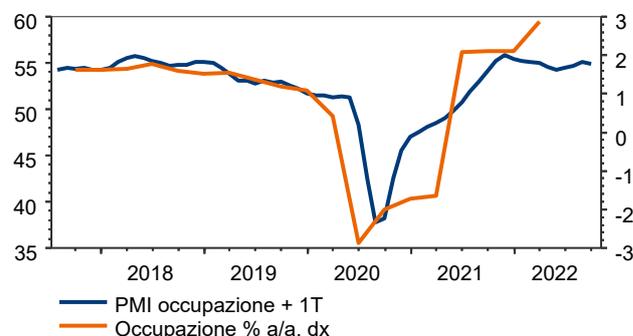
## Area euro

## PIL



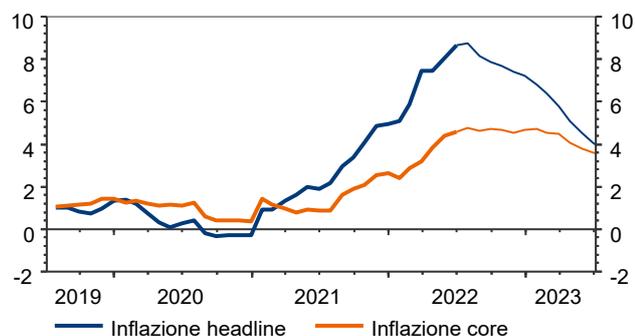
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	6.8
febbraio	0.9	5.9	6.4
marzo	1.3	7.4	5.8
aprile	1.6	7.4	5.1
maggio	2.0	8.1	4.5
giugno	1.9	8.6	4.1
luglio	2.2	8.8	3.7
agosto	3.0	8.2	3.6
settembre	3.4	7.9	3.3
ottobre	4.1	7.7	3.0
novembre	4.9	7.4	2.8
dicembre	5.0	7.2	2.6

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)	2.5	0.7	1.5								
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	7.5	4.3	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	8.3	7.4	6.3
Produzione industriale (a/a)	7.8	0.4	1.6	23.2	6.0	0.1	-0.1	-0.5	0.6	1.4	0.8
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.7	8.1	7.5	7.1	6.8	6.6	6.7	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.01	1.45	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.36	0.11	0.76	1.14

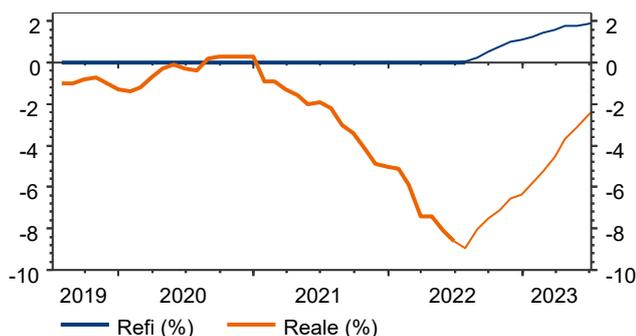
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	dic	mar	giu	7/7	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.75	1.25	1.75	2.00
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.51	<b>-0.43</b>	0.05	0.63	1.14	1.45
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	<b>-0.09</b>	0.39	0.86	1.27	1.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

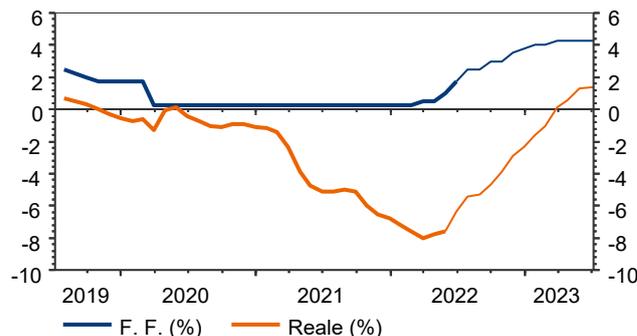


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	7/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.50	1.75	<b>1.75</b>	3.00	3.75	4.25	4.25
OIS 3m	0.12	0.72	2.18	<b>2.28</b>	2.84	3.73	4.23	4.29

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

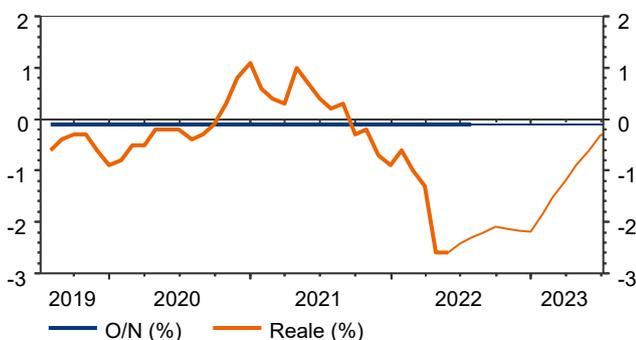


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	dic	mar	giu	7/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	0.00	-0.03	<b>-0.02</b>	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

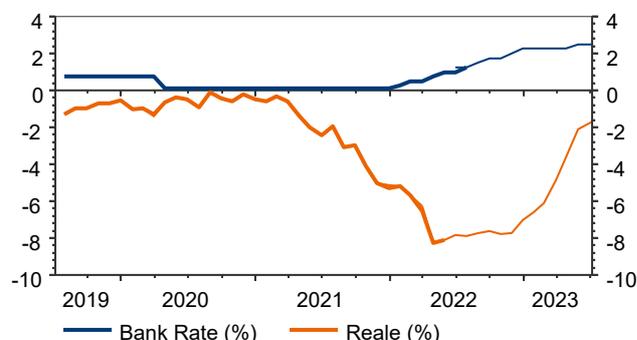


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	7/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	<b>1.25</b>	1.75	2.25	2.25	2.50
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	<b>1.72</b>	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	8/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.18	1.13	1.09	1.07	<b>1.0139</b>	1.05	1.08	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	108	110	116	124	134	<b>135.94</b>	135	132	130	128	124
GBP/USD	1.26	1.38	1.36	1.30	1.26	<b>1.1986</b>	1.22	1.28	1.30	1.32	1.37
EUR/CHF	1.06	1.09	1.04	1.02	1.05	<b>0.9901</b>	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	121	130	131	135	144	<b>137.84</b>	142	143	144	145	146
EUR/GBP	0.90	0.86	0.83	0.83	0.86	<b>0.8457</b>	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
---------------	-------	---------------------------------