

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area Euro. Il primo rialzo dei tassi ufficiali dopo 11 anni potrebbe non essere più l'elemento cruciale della prossima riunione di politica monetaria BCE. Ora i mercati vogliono piuttosto capire se la Banca centrale ha raggiunto un'intesa sui dettagli del nuovo strumento di stabilizzazione.

Inflazione USA: allarme rosso. Il CPI ha dato una nuova sorpresa verso l'alto a giugno, con un'accelerazione dell'inflazione core, in aumento di 0,7% m/m, sulla scia di ampi incrementi sia per i beni sia per i servizi. La persistenza delle pressioni sui prezzi impedirà probabilmente di vedere un rallentamento delle variazioni mensili in estate e manterrà la Fed in modalità aggressiva fino all'autunno avanzato. **Aumentano le probabilità di un rialzo di 100pb a luglio e/o di una sequenza più lunga di interventi di 75pb**, con rischi di tassi al 4% già in autunno. Rivaluteremo le nostre previsioni dopo i dati sulle aspettative di inflazione e sulle vendite al dettaglio di oggi.

I market mover della settimana

In **area euro** il focus sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE che segnerà l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi. Le indagini PMI di luglio dovrebbero offrire ulteriori segnali di rallentamento della crescita dopo quelli già emersi nel mese precedente. Anche il morale manifatturiero in Francia e la fiducia dei consumatori della Commissione Europea dovrebbero riportare una correzione. In calendario inoltre la stima finale dell'inflazione di giugno e la produzione nelle costruzioni di maggio in area euro.

Negli **Stati Uniti**, le informazioni macroeconomiche questa settimana saranno concentrate sul settore immobiliare residenziale e sul manifatturiero. Il PMI flash e l'indice della Philadelphia Fed di luglio dovrebbero segnalare attività poco variata, in presenza di un trend verso il basso degli ordini e di una stabilizzazione delle pressioni sui prezzi. Le vendite di case esistenti e i cantieri di giugno dovrebbero essere in modesta ripresa, a conferma del fatto che, nonostante l'aumento dei tassi, la domanda di abitazioni rimane strutturalmente elevata per motivi demografici.

15 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

Area Euro. Il primo rialzo dei tassi ufficiali dopo 11 anni potrebbe non essere più l'elemento cruciale della prossima riunione di politica monetaria BCE. Ora i mercati vogliono piuttosto capire se la Banca centrale ha raggiunto un'intesa sui dettagli del nuovo strumento di stabilizzazione.

Giovedì 21 luglio la BCE dovrebbe annunciare il primo rialzo dei tassi ufficiali dal 2011. Sarà una mossa di 25 punti base, come segnalato in occasione della riunione di politica monetaria del 9 giugno, e dovrebbero essere alzati nella stessa misura tutti e tre i tassi di riferimento (DFR, tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento e tasso di rifinanziamento marginale).

Non riteniamo che vi saranno annunci relativi ai programmi di acquisto. Per quanto riguarda la futura riduzione del portafoglio di titoli acquistati con APP e PEPP, per ora la BCE sta dicendo che i reinvestimenti delle scadenze continueranno "per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di abbondante liquidità e un orientamento adeguato di politica monetaria". Invece, i reinvestimenti delle scadenze PEPP dovrebbero continuare fino al dicembre 2024. Con il rialzo dei tassi in corso, arriverà il momento di essere più precisi riguardo a quando la fase di normalizzazione potrà essere rafforzata anche da una "restrizione quantitativa" basata sulla riduzione del portafoglio di titoli. Altre banche centrali (Federal Reserve, Bank of Canada) hanno avviato la riduzione del portafoglio di titoli molto presto dopo il primo rialzo dei tassi. La Bank of England ha associato il raggiungimento di uno specifico livello dei tassi ufficiali (1%) alla possibilità di avviare un programma di vendite di titoli di stato, le cui modalità potrebbero essere chiarite alla riunione di agosto.

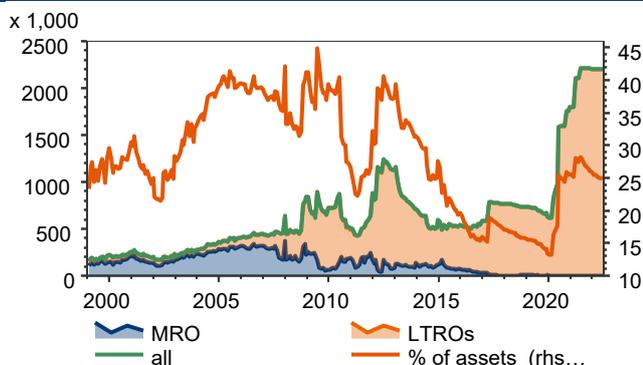
Per quanto concerne i programmi di rifinanziamento a lungo termine, in questo momento il problema della BCE non è tanto quello di monitorare gli effetti di un intenso flusso di rimborsi anticipati di fondi TLTRO (che il rialzo dei tassi ha reso inopportuno per le banche), quanto quello di gestire il rischio reputazionale legato alle opportunità di arbitraggio che il programma offre al sistema bancario in una fase di rialzo dei tassi. Nelle scorse settimane il tema è venuto alla ribalta a seguito di un articolo del FT che prospettava possibili modifiche alle condizioni del programma. Una possibilità è che il tasso applicato sul periodo residuo sia modificato per legarlo al tasso sui depositi corrente. Il tema non era stato discusso alla riunione di politica monetaria del 9 giugno e presenta risvolti delicati in un contesto di maggiore dispersione dei premi per il rischio sovrano all'interno dell'area. Un intervento sulle condizioni del programma TLTRO III per ridurre le opportunità di arbitraggio sarà più probabile dopo l'introduzione del nuovo meccanismo contro la frammentazione finanziaria (v. sotto).

La BCE si appresta ad alzare i 3 tassi ufficiali di 25 punti base, giovedì prossimo

Non ci saranno novità sul fronte dei reinvestimenti APP...

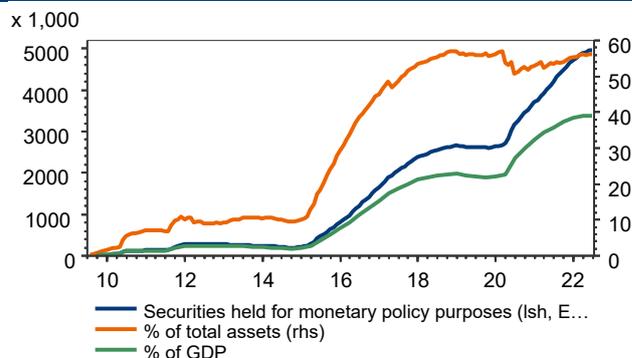
...mentre modifiche in senso restrittivo delle condizioni sui fondi TLTRO sono possibili

A causa del mutamento nelle attese sui tassi, il volume del rifinanziamento MRO/LTRO non scende come atteso



Fonte: elaborazioni su dati BCE

Il portafoglio BCE di titoli si sta stabilizzando in % del PIL



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

In giugno, la BCE aveva annunciato un rialzo di tassi di 25 punti base a luglio e di 50 punti base a settembre (che potrebbero scendere a 25pb se le proiezioni di inflazione a medio termine convergeranno per allora al 2%). In seguito, "il Consiglio direttivo prevede che un graduale ma duraturo percorso di ulteriori aumenti dei tassi di interesse sia appropriato." La forward guidance dovrebbe mantenere la medesima struttura: le indicazioni resteranno precise per settembre, mentre per il seguito la BCE suggerirà un percorso serrato di rialzi, con mosse di 25pb a ogni riunione – salvo aggiustamenti a seguito di modifiche dello scenario di previsione o del bilancio dei rischi. Secondo l'ultimo sondaggio Reuters, l'analista mediano colloca attualmente il punto di arrivo della fase di rialzo a 1,50% per il DFR, che prevede a 0,75% a fine 2022. Anche il mercato OIS, che a giugno collocava il punto di arrivo ben sopra il 2%, ora lo attende non oltre 1,50%.

Per ora, l'indirizzo sui tassi sarà confermato

In effetti, il problema della BCE è che lo scenario resta molto incerto, il che limita la possibilità di fornire indicazioni precise sulla direzione dei tassi. La probabilità di realizzazione dello scenario avverso, legato all'embargo russo sulle forniture di gas è aumentata. In tale scenario, l'inflazione può essere molto più alta che nello scenario base, mentre l'economia scivola rapidamente in recessione tra fine 2022 e inizio 2023 e si riprende soltanto nel 2024. Lo staff ha previsto in questo scenario che l'inflazione di fondo cali al 2% nel 2024. Se questa è la convinzione prevalente, il rialzo dei tassi ufficiali dovrebbe proseguire ugualmente, anche se a ritmo più lento, perché non avrebbe senso mantenere una politica monetaria espansiva neppure in questo scenario sfavorevole.

Probabilmente, neppure un peggioramento della crisi energetica potrebbe fine ai rialzi dei tassi

Dato per scontato l'avvio della fase di rialzo dei tassi, la reazione dei mercati dovrebbe concentrarsi maggiormente sui dettagli del nuovo meccanismo contro la frammentazione finanziaria, o la mancanza degli stessi. A partire dall'annuncio del 15 giugno, i mercati hanno dato più o meno per scontato che la BCE avrebbe presentato il nuovo strumento di stabilizzazione alla successiva riunione di politica monetaria, ma le dichiarazioni del presidente della Bundesbank, Nagel, hanno sollevato dubbi sull'esistenza di un consenso sufficientemente ampio a introdurre meccanismi efficaci che vadano oltre le OMT.

Un mancato annuncio del nuovo meccanismo anti-frammentazione potrebbe incidere negativamente sull'euro e far salire la volatilità dei premi per il rischio

La flessibilità dei reinvestimenti PEPP potrebbe forse consentire di rinviare di qualche mese l'entrata in vigore del nuovo strumento. Però le aspettative su quest'ultimo sono diffuse e forti: l'incapacità di fornire dettagli operativi sarebbe presa come un segnale che si stia preparando un compromesso al ribasso per superare le opposizioni interne. Lo stesso vale per un annuncio che faccia ritenere il meccanismo poco applicabile o poco efficace.

Ma che cosa scontano i mercati? Difficile da dirsi. L'ultimo sondaggio Bloomberg indica che una robusta minoranza di analisti (41%) non crede neppure che il consiglio direttivo riesca a raggiungere un'intesa a luglio. Ma il disegno più equilibrato per lo strumento di stabilizzazione dovrebbe includere questi elementi:

- Nessun limite prefissato ai quantitativi acquistabili;
- Limiti alla gamma di scadenze più ampi rispetto a quelli previsti dal programma OMT;
- Condizioni di ammissibilità minime, ma presenti (per contrastare il rischio che il meccanismo incentivi l'adozione di politiche fiscali destabilizzanti); se fossero troppo stringenti, il meccanismo sarebbe percepito come poco applicabile;
- Attivazione sulla base di un sistema di segnali, non necessariamente pubblici, e di una decisione del consiglio direttivo (senza, cioè, necessità di programmi ESM o di richiesta dello Stato membro);
- Sterilizzazione degli effetti sulla liquidità mediante operazioni repo di drenaggio.

Se l'annuncio conterrà gli elementi elencati sopra, possiamo immaginare una reazione positiva. In caso contrario, malgrado il rialzo dei tassi ufficiali potremmo osservare ripercussioni negative sul cambio dell'euro, oltre che sui mercati dei titoli di stato.

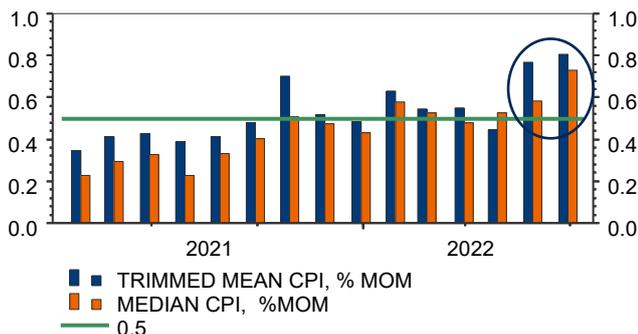
Inflazione USA: allarme rosso. Il CPI ha dato una nuova sorpresa verso l'alto a giugno, con un'accelerazione dell'inflazione core, in aumento di 0,7% m/m, sulla scia di ampi incrementi sia per i beni sia per i servizi. La persistenza delle pressioni sui prezzi impedirà probabilmente di vedere un rallentamento delle variazioni mensili in estate e manterrà la Fed in modalità aggressiva fino all'autunno avanzato. **Aumentano le probabilità di un rialzo di 100pb a luglio e/o di una sequenza più lunga di interventi di 75pb**, con rischi di tassi al 4% già in autunno. Rivaluteremo le nostre previsioni dopo i dati sulle aspettative di inflazione e sulle vendite al dettaglio.

- **L'inflazione americana a giugno ha di nuovo sorpreso verso l'alto**, con una variazione di 1,3% m/m (9,1% a/a, massimo da dicembre 1981) per l'indice headline e di 0,7% m/m (5,9% a/a) per quello core. L'energia spiega metà della variazione totale dell'indice headline, ed è spinta dalla benzina, in rialzo di 11,2% m/m, ma gli aumenti sono ancora una volta ampi e diffusi alla maggior parte delle componenti.
- I dati evidenziano due punti centrali: **la diffusione di rialzi di dimensione elevata e l'accelerazione dell'inflazione core mensile**. Questi elementi saranno il focus della Fed per le decisioni sui tassi alle prossime riunioni, dato che **l'energia a luglio dovrebbe dare un ampio contributo negativo** alla variazione dell'indice headline, alla luce del calo dei prezzi della benzina ininterrotto dalle ultime settimane di giugno.
- La **diffusione di rialzi di dimensione ampia** è una caratteristica dei periodi di inflazione in rialzo ed è riassunta efficacemente dall'**inflazione mediana e dalla media troncata** (v. grafici), in aumento di 0,7% m/m (6% a/a) e 0,8% m/m (6,9% a/a) a giugno, rispettivamente. L'aspettativa che il rallentamento della domanda e il rafforzamento del dollaro generassero un conseguente ripiegamento della dinamica mensile dei prezzi dei beni per ora non ha avuto riscontro nei dati, come emerge dal fatto che i prezzi dei beni core a giugno sono in rialzo di 0,8% m/m (7,2% a/a), ancora al di sopra della variazione dei servizi ex-energia (0,7% m/m, 5,5% a/a). La disaggregazione dei dati del deflatore dei consumi di maggio mostra che il 57% della spesa aveva aumenti di prezzo superiori al 5% ann. Ormai da un anno, non più del 25% della spesa ha variazioni di prezzo inferiori al 3% ann., senza indicazioni di svolta verso una possibile moderazione.
- Per quanto riguarda **l'inflazione core**, come notato sopra, le variazioni extra-large dei prezzi riguardano sia i beni sia i servizi. Questi ultimi però sono il principale fattore di preoccupazione per due motivi. Prima di tutto, alcune pressioni sui costi degli input iniziano a rallentare sulla scia dell'indebolimento della crescita globale e del ridimensionamento delle strozzature all'offerta, con possibili ricadute sui prezzi finali dei beni. Al contrario, per i **servizi, i costi sono dominati dalla componente salariale**, che rimane su un trend in rialzo, dettato dall'eccesso di domanda di lavoro. In secondo luogo, i servizi sono dominati dall'abitazione. La variazione complessiva di questa componente a giugno è stata di 0,6% m/m, spinta da affitti (0,8% m/m) e affitti figurativi (0,7% m/m). Gli indici "sticky price" per il CPI core sono in rialzo di 5,4% a/a e di 7,4% 3m/3m ann., e in accelerazione, con variazioni analoghe anche al netto dell'abitazione. L'**abitazione**, che rappresenta il 32,44% del CPI, ha però un trend di rialzi sostenuti attesi per gran parte del 2023, a seguito degli aumenti dei prezzi delle case dell'ultimo anno (v. grafico). Paradossalmente, il rialzo dei tassi sui mutui potrebbe addirittura esacerbare la dinamica degli affitti, rendendo sempre meno accessibile il primo acquisto di una casa e riducendo l'attività di nuove costruzioni. Quindi su questo fronte ci sarà uno "zoccolo duro" di inflazione fuori dalla portata dell'azione della Fed che limiterà la possibile riduzione nei prossimi trimestri. La nostra previsione per ora è che la dinamica mensile core si porti, nella migliore delle ipotesi, verso una media di 0,5% m/m nel prossimo paio di trimestri.
- I dati di inflazione di giugno danno supporto alla previsione di un **rialzo ampio anche alla riunione del FOMC del 26-27 luglio**, anche se il calo del prezzo della benzina dovrebbe spingere verso il basso l'inflazione annua. Diversi **commenti dalla Fed** seguiti al dato di inflazione di giugno sono stati misti riguardo alla previsione per luglio, con il riconoscimento esplicito che tutte le opzioni sono sul tavolo e che i dati possono giustificare una nuova

accelerazione del ritmo dei rialzi. Inoltre, la guidance della Fed non avrà molto peso nelle prossime settimane, dopo il rialzo di 75pb a sorpresa di giugno.

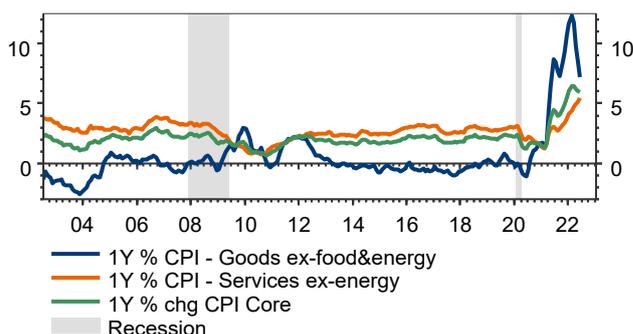
- Ci sono **rischi verso l'alto sulla nostra previsione di 75pb a luglio**, con un punto di arrivo a fine 2022 (3,75%) e marzo 2023 (4,25%). Attendiamo le vendite al dettaglio e le aspettative di inflazione rilevate dall'indagine dell'Univ. of Michigan, in uscita oggi, per valutare l'ipotesi di una nuova accelerazione del ritmo dei rialzi nei prossimi mesi.

Media troncata e mediana segnalano che la diffusione di rialzi ampi sta aumentando



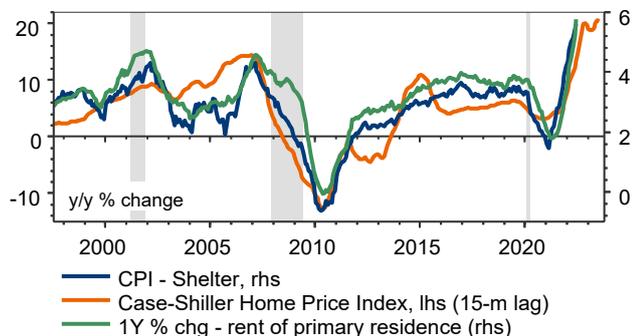
Fonte: Cleveland Fed

La dinamica dei prezzi core è ancora forte, con rallentamento per i beni e accelerazione per i servizi



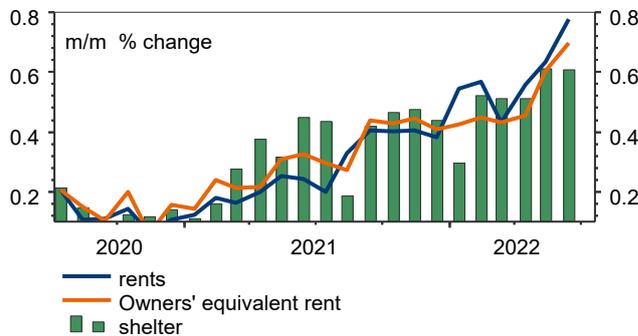
Fonte: BLS

La componente abitazione continuerà a crescere a ritmi elevati...



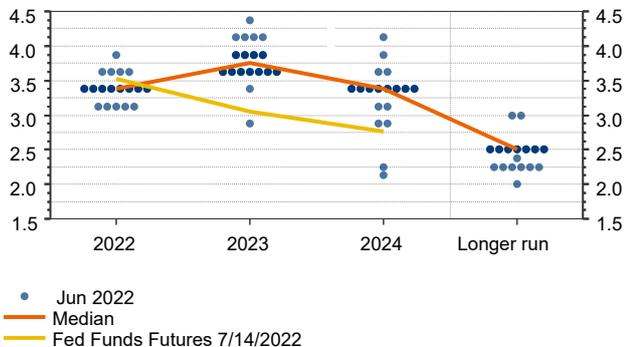
Fonte: BLS, Refinitiv Datastream

...spinta dall'adeguamento degli affitti dopo i rialzi dei prezzi delle case



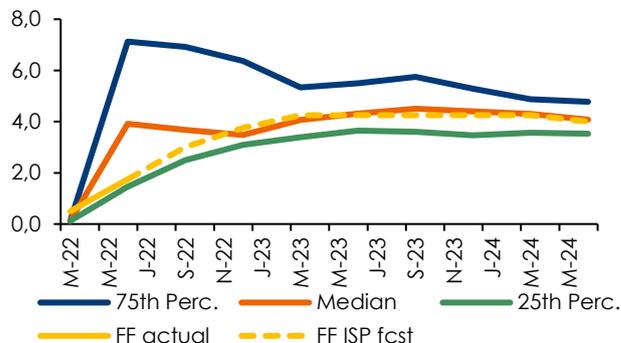
Fonte: BLS

Il mercato scommette che la Fed capiterà di fronte ai rischi di recessione e taglierà i tassi anche prima di aver riportato l'inflazione sotto controllo



Fonte: Fed, Refinitiv Datastream

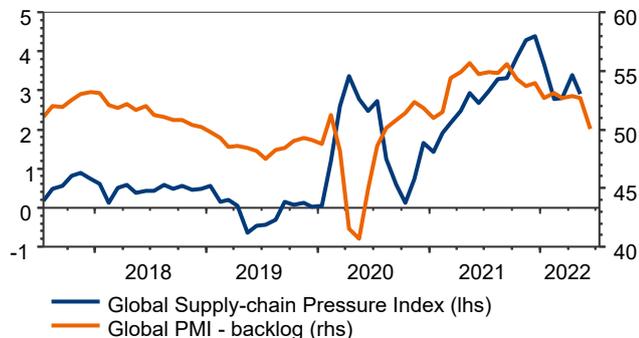
I fed funds devono entrare in territorio restrittivo al più presto, rischi verso l'alto per le nostre previsioni



Nota: le linee arancione, blu e verde rappresentano la mediana, il 75mo e il 25mo percentile delle proiezioni dei tassi dei fed funds stimate utilizzando 7 diverse regole di politica monetaria e le previsioni per le variabili macro di 3 diversi previsori (CBO, Survey of Professional Forecasters e Cleveland Fed). Stime aggiornate al 1° giugno. La linea gialla tratteggiata rappresenta le previsioni Intesa Sanpaolo. Fonte: Cleveland Fed, Intesa Sanpaolo.

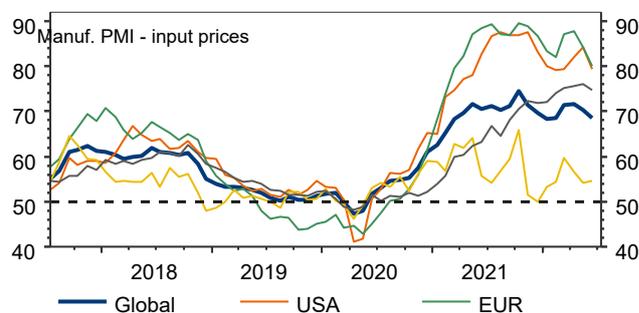
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



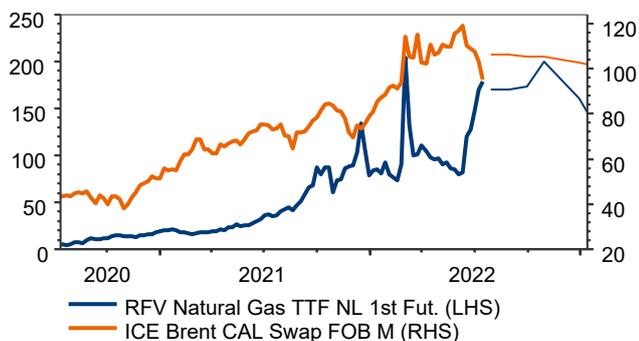
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



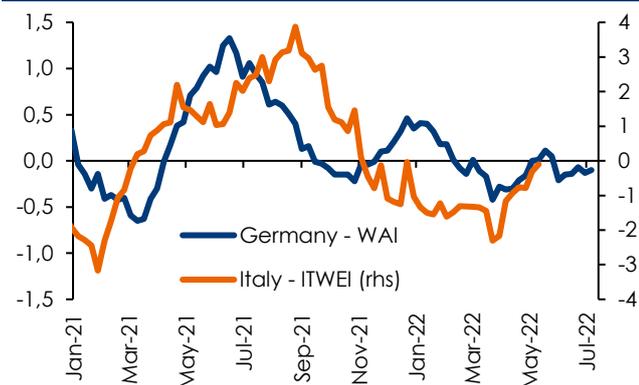
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



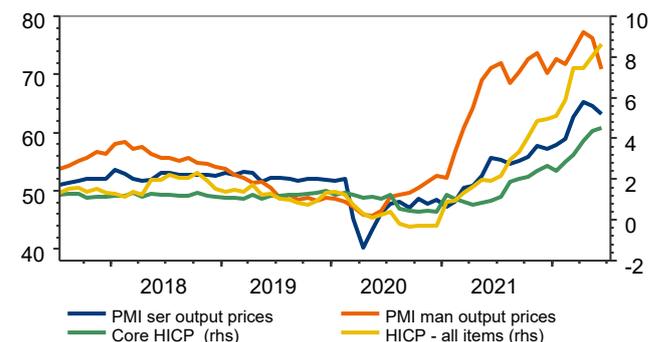
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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** il focus sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE che segnerà l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi. Le indagini PMI di luglio dovrebbero offrire ulteriori segnali di rallentamento della crescita dopo quelli già emersi nel mese precedente. Anche il morale manifatturiero in Francia e la fiducia dei consumatori della Commissione Europea dovrebbero riportare una correzione. In calendario inoltre la stima finale dell'inflazione di giugno e la produzione nelle costruzioni di maggio in area euro.

Negli **Stati Uniti**, le informazioni macroeconomiche questa settimana saranno concentrate sul settore immobiliare residenziale e sul manifatturiero. Il PMI flash e l'indice della Philadelphia Fed di luglio dovrebbero segnalare attività poco variata, in presenza di un trend verso il basso degli ordini e di una stabilizzazione delle pressioni sui prezzi. Le vendite di case esistenti e i cantieri di giugno dovrebbero essere in modesta ripresa, a conferma del fatto che, nonostante l'aumento dei tassi, la domanda di abitazioni rimane strutturalmente elevata per motivi demografici.

Martedì 19 luglio

Area euro

- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** potrebbe essere tornata a crescere a maggio: stimiamo di 0,8% m/m da un precedente -1,1% m/m. I dati nazionali già pubblicati hanno infatti riportato una crescita dell'output sia in Germania che in Francia; le condizioni meteo dovrebbero aver contribuito a sostenere l'attività. Dopo un solido inizio di 2022, vediamo un rallentamento del settore nei prossimi mesi, come peraltro stanno iniziando a suggerire le indagini congiunturali.
- **Area euro.** La lettura finale dovrebbe confermare che a giugno i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,8% m/m, ben oltre l'usuale profilo stagionale. Le pressioni al rialzo si stanno facendo sempre più diffuse e non riguardano solo alimentari ed energia, al netto dei quali sarà confermato un aumento congiunturale di 0,4% m/m. L'**inflazione headline** dovrebbe essere confermata all'8,6% a/a da 8,1% a maggio, l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) al 4,6% da 4,4% di maggio. Entrambe le letture sono ai massimi dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. L'inflazione potrebbe toccare un picco a luglio e poi intraprendere un percorso di lenta discesa legato a effetti base dalla componente energia, chiudendo il 2022 al 7,5% in media annua. I rischi per i prossimi mesi restano comunque verso l'alto, non solo per quanto riguarda le dinamiche dell'energia ma anche per ciò che concerne il trasferimento agli altri settori dei rincari delle materie prime.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** a giugno sono previsti in rialzo a 1,575 mln dopo l'ampio calo a 1,549 mln di maggio. Il trend delle costruzioni residenziali dovrebbe mantenersi debole nella seconda metà dell'anno, ma restare sostenuto dal comparto delle unità multi-familiari. Il costante calo dell'accessibilità dell'acquisto della prima abitazione per le coorti giovani manterrà pressioni verso l'alto sugli affitti e dovrebbe sostenere la redditività degli investimenti immobiliari. Inoltre, le richieste di nuovi mutui nella seconda metà di giugno sono rimbaltate, sulla scia della correzione dei tassi. Le **licenze** dovrebbero stabilizzarsi sul livello di maggio, a 1,69 mln, dopo le ampie contrazioni dei due mesi precedenti.

Mercoledì 20 luglio

Area euro

- **Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di luglio dovrebbe restare al di sotto della media di lungo periodo e sui minimi da aprile 2020, stimiamo a -24,5 da -23,6 di giugno, penalizzato dall'elevata inflazione, confermando la presenza di rischi al ribasso sui consumi privati nella seconda metà dell'anno.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a giugno sono previste in modesto aumento a 5,43 mln, da 5,41 mln di maggio. I contratti di compravendita di maggio hanno segnato un aumento, e negli ultimi due mesi il ritmo di aumento dei prezzi è rallentato, in concomitanza con un incremento delle scorte di case in vendita. Nonostante l'aumento dei tassi e dei prezzi, la domanda di case rimane elevata a fronte di un'offerta insufficiente.

Giovedì 21 luglio

Area euro

- **Francia.** L'indice **INSEE** di fiducia manifatturiera potrebbe tornare a calare a luglio dopo il miglioramento registrato il mese precedente. I PMI di giugno hanno infatti dipinto un quadro più pessimistico e le più recenti indagini della Banque de France anticipano una contrazione dell'attività produttiva a luglio. Vediamo dunque un calo a 106 da un precedente 108, che lascerebbe comunque l'indice ancora al di sopra della media di lungo periodo ma inferiore ai livelli toccati prima dello scoppio del conflitto.

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a luglio dovrebbe essere poco variato, a -2,5 da -3,3 di giugno, con segnali di attività in marginale contrazione. L'indagine dovrebbe segnalare ulteriore indebolimento degli ordini, in linea con il trend recente comune anche alle altre rilevazioni, e stabilizzazione delle pressioni sui prezzi, sempre su livelli elevati.

Venerdì 22 luglio

Area euro

- **Area euro.** Gli indici **PMI** flash di luglio dovrebbero offrire ulteriori indicazioni di rallentamento del ciclo, confermando gli spunti che erano emersi dalle componenti più anticipatorie delle indagini del mese precedente. Nella manifattura ci aspettiamo un peggioramento della contrazione di ordinativi e produzione rispetto alla lettura di giugno: vediamo un PMI manifatturiero in calo a 51 da 52,1 di giugno. I servizi dovrebbero mantenere invece un tono più espansivo ma è comunque probabile una correzione a 52,4 da un precedente 53, per via del progressivo esaurimento del rimbalzo post-pandemico dell'attività. L'indice composito dovrebbe quindi portarsi a 50,9 da 52 di giugno, su livelli coerenti con una frenata della ripresa nel 2° semestre.

Stati Uniti

- Il **PMI Markit manifatturiero** flash a luglio dovrebbe correggere ulteriormente a 51,5 da 52,7 di giugno. Il focus sarà sull'andamento degli ordini e delle scorte. Le informazioni recenti hanno mostrato un trend verso il basso degli ordini a fronte di un aumento delle scorte, in concomitanza con l'indebolimento della domanda finale per i beni durevoli a livello domestico e della crescita nelle principali aree dell'economia globale. Nei **servizi**, il PMI dovrebbe essere in marginale rialzo a 53, nonostante il forte aumento dei contagi in gran parte del paese.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (18 – 22 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 18/7	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mag	-3.7	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		mag	-1.0	Mld €		
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		lug	67			
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		mag	87.7	Mld \$		
Mar 19/7	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mag	3.8	%	3.8	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		mag	6.8	%	6.8	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		giu	prel 4.6	%	4.6	4.6
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	giu	prel 8.6	%	8.6	8.6
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	giu	prel 0.8	%	0.8	0.8
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	giu	1.549	Mln	1.586	1.575
	14:30	USA	Licenze edilizie	*	giu	1.695	Mln	1.690	1.690
Mer 20/7	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	lug	4.5	%		
	03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	lug	3.7	%		
	08:00	GER	PPI a/a		giu	33.6	%		
	08:00	GER	PPI m/m		giu	1.6	%	1.0	
	08:00	GB	CPI m/m		giu	0.7	%	0.7	
	08:00	GB	CPI a/a	*	giu	9.1	%	9.3	
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		giu	5.41	Mln	5.40	5.43
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	lug	-23.6		-25.0	-24.5
Gio 21/7	01:50	GIA	Bilancia commerciale		giu	-2385.8	Mld ¥ JP	-1509.7	
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	lug	108			106
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	244	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.331	Mln		
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	lug	-3.3			-2.5
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		giu	-0.4	%	-0.3	
Ven 22/7	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	giu	2.5	%		
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	giu	2.1	%	2.2	
	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		lug	52.7			
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	-0.5	%	-0.3	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a	*	giu	-4.7	%	-5.3	
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	lug	53.9		52.7	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	lug	51.4		50.6	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	lug	52.4		51.3	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	lug	52.0		50.6	
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	lug	53.0		52.0	52.4
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	lug	52.0		51.0	50.9
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	lug	52.1		51.0	51.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	lug	52.8		52.0	
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	lug	54.3		53.2	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	lug	52.7			51.5
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.	*	lug	52.3			
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	lug	52.7			53.0	

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

Calendario degli eventi (18 – 22 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 18/7	-	GB	Discorso di Saunders (BoE)
Mar 19/7	19:45	GB	Discorso di Bailey (BoE)
Gio 21/7	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +25pb a 0,25%, depo rate +25pb a -0,25%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
	-	GIA	* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
Ven 22/7	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	giu	1.0		% 1.1	1.3
CPI a/a	giu	8.6		% 8.8	9.1
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	giu	6.0		% 5.7	5.9
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	giu	0.6		% 0.6	0.7
Richieste di sussidio	settim	235	x1000	235	244
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.372	(-375)	Mln 1.383	1.331
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	giu	0.6	(-0.5)	% 0.5	0.4
PPI m/m	giu	0.9	(-0.8)	% 0.8	1.1
Prezzi all'import m/m	giu	0.6		% 0.7	
Indice Empire Manufacturing	lug	-1.20		-2.00	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	giu	0.5		% 0.6	
Vendite al dettaglio m/m	giu	-0.3		% 0.8	
Produzione industriale m/m	giu	0.1	(-0.2)	% 0.1	
Impiego capacità produttiva	giu	80.8	(79.0)	% 80.6	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	lug	50.0		49.9	
Scorte delle imprese m/m	mag	1.2		% 1.3	

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

Il **CPI a giugno è aumentato di 1,3% m/m**, oltre il consenso di 1,1% m/m, e di 9,1% a/a, toccando il massimo da novembre 1981. Gli aumenti sono ancora una volta ampi e diffusi alla maggior parte delle componenti. Energia e alimentari hanno registrato una nuova accelerazione, con aumenti di 7,5% m/m (41,6% a/a) e di 1% m/m (10,4% a/a), rispettivamente. L'energia, che spiega metà della variazione totale dell'indice headline, è spinta dalla benzina, in rialzo di 11,2% m/m; per gli alimentari risultano in forte crescita sia i prodotti consumati a casa (1% m/m, 12,2% a/a) sia quelli forniti dalla ristorazione (0,9% m/m, 7,7% a/a).

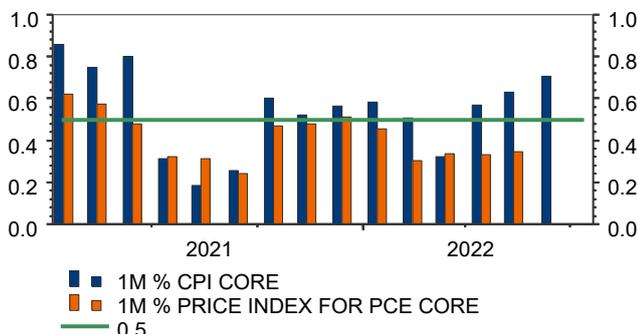
Anche l'**indice core ha sorpreso verso l'alto**, con una variazione di 0,7% m/m (5,9% a/a), superiore allo 0,6% m/m dei due mesi precedenti, con aumenti sempre marcati per l'abitazione, le tariffe aeree e i servizi ricreativi, a fronte di una correzione per le auto usate.

I **beni core** hanno prezzi in rialzo di 0,8% m/m (7,2% a/a), diffusi ai principali comparti. I prezzi delle auto nuove e usate segnano nuovi aumenti, di 0,7% m/m (11,4% a/a) e 1,6% m/m (7,1% a/a) rispettivamente, confermando gli effetti della scarsità di offerta. Anche l'abbigliamento e i beni sanitari sono in rialzo (0,8% m/m e 0,4% m/m, rispettivamente) nonostante il costante apprezzamento del dollaro, ora sui massimi da 20 anni. L'arredamento registra un aumento di 1,1% m/m, nonostante la frenata delle vendite di case.

I **servizi ex-energia** aumentano di 0,7% m/m (5,5% a/a), quinto mese consecutivo con una variazione maggiore o uguale a 0,5% m/m. Per i servizi abitativi, la variazione complessiva è di 0,6% m/m, spinta da affitti (0,8% m/m), affitti figurativi (0,7% m/m) e nonostante una frenata delle tariffe alberghiere (-3,3% m/m). Anche i trasporti mostrano un rincaro solido (2,1% m/m, 8,8% a/a), pur in presenza di un modesto ritracciamento delle tariffe aeree (-1,8% m/m, dopo 12,6% m/m e 18,6% m/m ad aprile e maggio) e delle tariffe del noleggio di auto. I servizi sanitari accelerano, con 0,7% m/m, dopo 0,4% m/m di maggio. I servizi ricreativi sono relativamente moderati, con un incremento di 0,3% m/m (4,7% a/a).

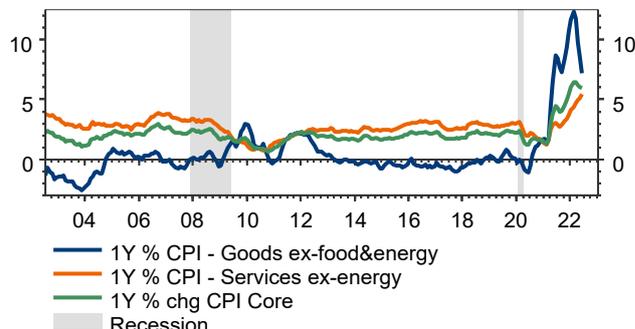
La nostra previsione per ora è che la dinamica mensile core si porti, nella migliore delle ipotesi, verso una media di 0,5% m/m nel prossimo paio di trimestri. La componente abitazione rappresenta il 32,437% del CPI, con un trend di rialzi sostenuti prevedibili per gran parte del 2023, a seguito degli aumenti dei prezzi delle case dell'ultimo anno. Paradossalmente, il rialzo dei tassi sui mutui potrebbe addirittura esacerbare la dinamica degli affitti, rendendo sempre meno accessibile il primo acquisto di una casa e riducendo l'attività di nuove costruzioni.

Le variazioni mensili degli indici core sono incompatibili con l'obiettivo della Fed



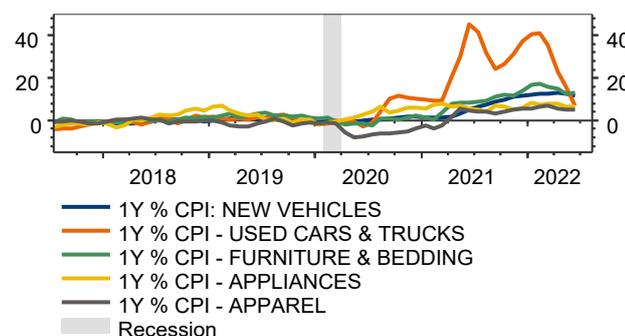
Fonte: BLS, BEA

I prezzi dei servizi corrono, ma anche i beni continuano a spingere l'inflazione



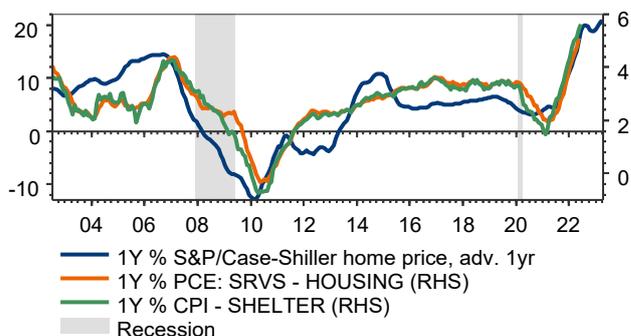
Fonte: Cleveland Fed (il dato di aprile non è ancora stato pubblicato)

Inflazione dei beni core ancora elevata



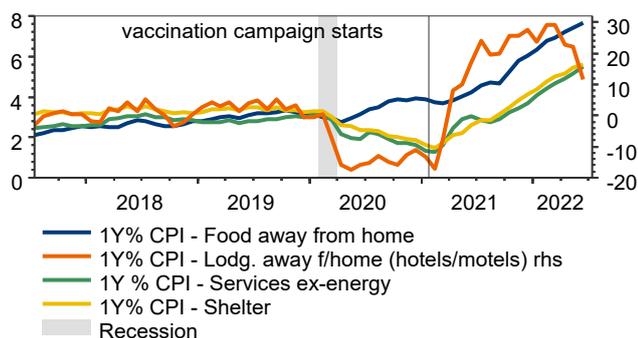
Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

La componente abitazione ex-energia rimarrà in forte rialzo per gran parte del 2023



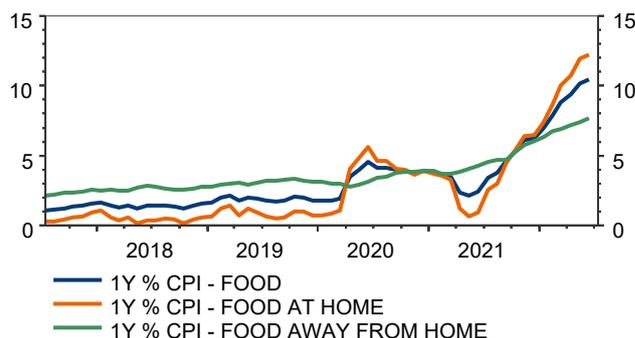
Fonte: BLS, S&P

La riapertura delle attività aggregative ha segnato l'inizio del rimbalzo, e l'accelerazione dei salari ha esteso il trend



Fonte: BLS

Forte spinta dagli alimentari, con un peso del 13% sul CPI



Fonte: NY Fed

Le **aspettative di inflazione** rilevate dalla Survey of Consumer Expectations della NY Fed a giugno mostrano un aumento a 6,8% da 6,6% sull'orizzonte a 1 anno, ma una correzione a 3,6% da 3,9% sull'orizzonte a 3 anni. Anche sull'orizzonte a 5 anni le aspettative flettono, a 2,8% da 2,9%. L'incertezza sull'inflazione è in continua ascesa e ha toccato un nuovo massimo a giugno. Le aspettative dei prezzi delle case fra 1 anno vedono un ridimensionamento significativo, a 4,4%

da 5,8%. Riguardo al mercato del lavoro, le famiglie con redditi al di sopra di 50 mila dollari vedono un rialzo della probabilità che il tasso di disoccupazione sia più elevato fra 1 anno. Infine, la crescita attesa del reddito aumenta di 2 decimi a 3,2%. La variazione prevista per la spesa nel prossimo anno è in rallentamento a 8,4% da 9% di maggio, ma resta ampiamente superiore alla dinamica del 2021, pari a 5%. I dati complessivamente sono rassicuranti per lo scenario dei consumi nei prossimi trimestri.

L'indice di ottimismo **IBD/TIPP** a luglio ha registrato un modesto miglioramento a 38,5, pur restando vicino ai minimi dal 2011. Il 58% degli intervistati ritiene che l'economia sia in recessione.

Il **PPI** di giugno ha registrato un aumento di 1,1% m/m (11,3% a/a), dopo 0,9% m/m a maggio. L'indice core è aumentato di 0,4% m/m. Circa il 90% del rialzo dei prezzi dei beni (2,4% m/m) è da attribuire al balzo dell'energia (10% m/m). I servizi registrano una variazione di 0,4% m/m, spinta prevalentemente dal commercio, in particolare nel settore alimentare.

I **nuovi sussidi di disoccupazione** al 9 luglio sono aumentati a 244 mila da 235 mila della settimana precedente, mentre i **sussidi esistenti** al 2 luglio si sono mantenuti su un trend in calo, scendendo di 41 mila unità, a 1,331 mln. Nel monitoraggio dei rischi di recessione, va segnalato che il trend dei nuovi sussidi ha iniziato a salire, se pure molto modestamente. L'implicazione è che nei prossimi mesi potrebbero iniziare a ridimensionarsi le pressioni sul mercato del lavoro. Anche se i livelli e la tendenza attuali dei nuovi sussidi non indicano una svolta ciclica imminente, sarà importante restare vigili su questo fronte.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	mag	10.8	%	-5.5
Produzione industriale m/m finale	mag	-7.2	%	-7.5

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

Gli **ordini di macchinari** a maggio hanno registrato un calo di -4,1% m/m, dopo 10,8% m/m di aprile. I dati sono particolarmente deboli nel manifatturiero (-9,8% m/m), con una contrazione più contenuta per il non manifatturiero (-4,1% m/m) e per gli ordini dall'estero (-2,4% m/m).

Area euro

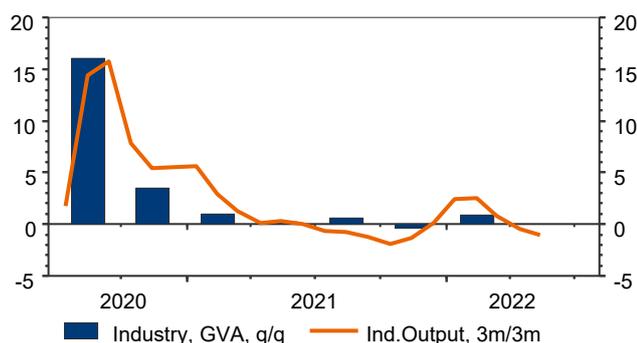
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	mag	0.5	(0.4)	0.3
FRA	IPCA m/m finale	giu	0.8	%	0.8
FRA	IPCA a/a finale	giu	6.5	%	6.5
FRA	CPI m/m Ex Tob	giu	0.7	%	0.8
GER	ZEW (Sit. corrente)	lug	-27.6		-34.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	lug	-28.0		-38.3
GER	CPI m/m finale	giu	0.1	%	0.1
GER	CPI a/a finale	giu	7.6	%	7.6
GER	IPCA m/m finale	giu	-0.1	%	-0.1
GER	IPCA a/a finale	giu	8.2	%	8.2
ITA	IPCA a/a finale	giu	8.5	%	8.5
ITA	IPCA m/m finale	giu	1.2	%	1.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	giu	1.2	%	1.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	giu	8.0	%	8.0
SPA	IPCA a/a finale	giu	10.0	%	10.0

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

Area euro. A maggio la **produzione industriale** è cresciuta di 0,8% m/m dopo che ad aprile era salita di 0,5% m/m (rivisto da 0,4%). Il secondo progresso mensile non è comunque sufficiente a compensare la pesante flessione registrata a marzo, che lascia la produzione in rotta per una sostanziale stagnazione nel 2° trimestre. In termini tendenziali l'output è in crescita di 1,6% da un precedente -2,5% (rivisto da -2%). Lo spaccato delle componenti mostra una pesante flessione della produzione di energia (-3,3% m/m da 2,4%), probabilmente per via delle condizioni

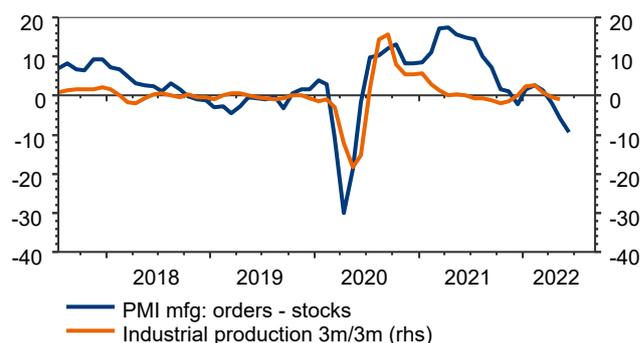
climatiche, e una stagnazione per i beni intermedi, a fronte però di solidi incrementi per gli altri settori. Tra i beni di consumo salgono sia quelli durevoli (1,4% m/m da 0%) che non durevoli (2,7% m/m da 1,5%), un segnale complessivamente positivo per la tenuta della domanda. L'output di beni strumentali è tornato infine a crescere dopo quattro mesi di calo (2,5% m/m da -0,6%), sostenuto dal comparto auto che rimane comunque su regimi produttivi ridotti. Riteniamo che la produzione industriale sia tornata a calare a giugno, come peraltro suggeriscono le indagini PMI, ma anche nel caso di una flessione piuttosto marcata l'industria contribuirebbe in misura solo marginalmente negativa alla crescita del valore aggiunto nel 2° trimestre (probabilmente intorno a -0,1pp). Le prospettive per il resto dell'anno non sono però incoraggianti: le indagini congiunturali riportano infatti una brusca frenata della domanda e un aumento delle scorte di prodotti finiti con indicazioni che al momento le imprese stanno facendo affidamento soprattutto sulle commesse in fase (che stanno però iniziando a calare) per sostenere la produzione. Inoltre, lo shock sui prezzi energetici si sta rivelando più persistente rispetto alle attese e potrebbe diventare presto insostenibile per i margini delle imprese che dovranno fare i conti con costi più elevati a lungo. La performance migliore delle attese dell'industria durante la primavera suggerisce la presenza di rischi al rialzo sulla nostra previsione di crescita del PIL nel 2° trimestre (ferma a 0,2% t/t). Tuttavia, le deboli prospettive per la manifattura nei prossimi mesi, l'inflazione superiore alle attese e le incertezze relative alle forniture di gas intensificano i rischi al ribasso circa la tenuta della ripresa nel 2° semestre.

Industria in crescita per il secondo mese a maggio, in rotta per una sostanziale stagnazione nel 2° trimestre



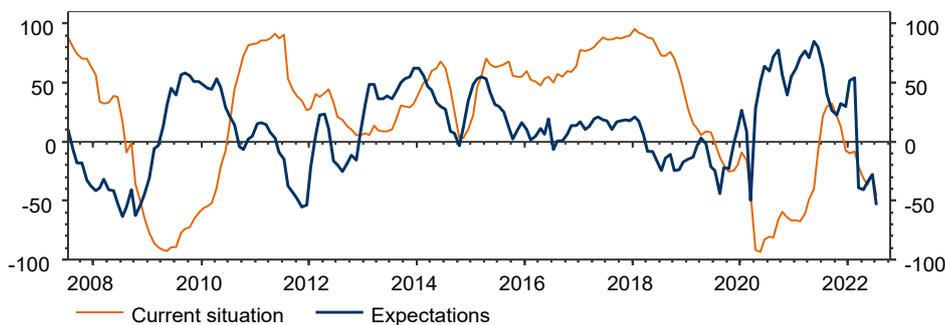
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Le indagini PMI non offrono prospettive incoraggianti nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Germania. L'indagine **ZEW** di luglio ha visto un ampio calo sia delle aspettative a sei mesi sull'economia, a -53,8 da -28 precedente, che dell'indicatore sulla situazione corrente, a -45,8 da -27,6. L'indice sulle attese è ai minimi dal 2011. Il timore degli analisti è legato alle preoccupazioni sulle forniture di energia e agli effetti delle misure restrittive in Cina, e riguarda in particolare i settori più energivori e con più elevata propensione all'esportazione. Dall'indagine è emerso anche un aumento delle aspettative di inflazione nell'Eurozona (+6,8 punti rispetto a giugno, a -25,6).

ZEW: crollo delle aspettative a luglio

Fonte: ZEW

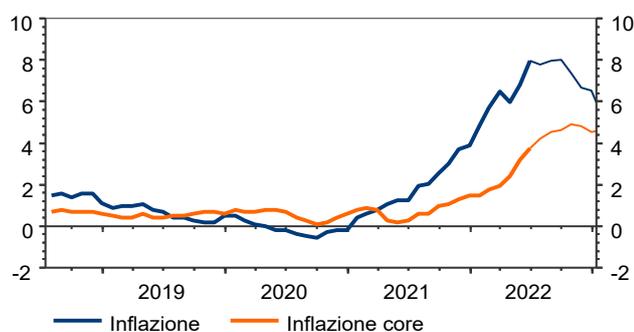
Germania. La **stima finale** ha confermato che a giugno l'**inflazione** armonizzata è scesa all'8,2% a/a dall'8,7% precedente, mentre era attesa un'accelerazione a 8,8%. Su base nazionale l'inflazione è invece calata al 7,6% a/a dal 7,9% di maggio, in linea con la lettura preliminare. La variazione congiunturale è stata di -0,1% m/m sulla misura armonizzata e di +0,1% su quella nazionale, come da stima flash. 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. Quest'ultima misura ha portato ad un calo della variazione tendenziale dei trasporti, a 8,3% a/a da 16,3% a/a. Più difficile è invece stimare l'impatto del taglio delle accise sui carburanti; ad ogni modo, Destatis riporta che se la variazione del prezzo dei carburanti fosse rimasta stabile in termini congiunturali, l'inflazione sarebbe stata dell'8,6% a/a. Il rallentamento è quindi dovuto alle componenti energia (38% a/a da 38,3% precedente), che rimane la causa principale dell'alta inflazione, e servizi (2,1% da 2,9% precedente). Ad ogni modo, la crescita di beni manufatti e alimentari, saliti rispettivamente del 14% a/a e del 12,7% a/a, conferma che le pressioni sui prezzi a monte (rincarì 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 intorno al 7,5% sull'indice armonizzato, in un contesto di ampia incertezza. L'indice core dovrebbe superare il 4% sia quest'anno che il prossimo; i rischi restano verso l'alto.

Francia. La **stima finale** ha confermato che a giugno l'**inflazione** è salita dal 5,2% al 5,8% precedente sull'indice nazionale e dal 5,8% dal 6,5% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo hanno confermato l'aumento di 0,7% sull'indice nazionale e sono stati rivisti al rialzo di un decimo, a 0,9% sull'armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dall'accelerazione dell'energia, a 33,1% da 27,8%, legata al rincaro dei carburanti (a 47,5% a/a da 36,7% precedente). A giugno sono cresciuti anche gli alimentari, a 5,8% a/a da 4,3%, per via principalmente dell'accelerazione della componente degli alimentari freschi (a 6,6% a/a da 1,8% di maggio), e i servizi (a 3,3% a/a da 3,2% precedente), sulla scia dell'aumento dei trasporti (a 13,1% a/a da 9%), in particolare il trasporto aereo e su gomma. L'unica componente a mostrare un rallentamento è quella dei beni manufatti, calati a 2,5% a/a da 3% precedente, per via dell'inizio dei saldi estivi; mostrano una nuova accelerazione, invece, arredamento ed elettrodomestici, segnale che è in atto il meccanismo di trasmissione dei rincari a monte della catena produttiva. L'inflazione di fondo è salita al 3,7% a/a da 3,2% precedente. In media annua, l'inflazione dovrebbe sostare poco sotto il 6% (sull'indice armonizzato) nel 2022, e comunque su livelli inferiori alla media Eurozona.

Italia. La stima finale dei prezzi al consumo ha confermato la forte accelerazione **dell'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC, all'8% a/a da 6,8% di maggio, e sull'indice armonizzato, all'8,5% a/a da 7,3% precedente.** La variazione congiunturale è confermata al +1,2% m/m su

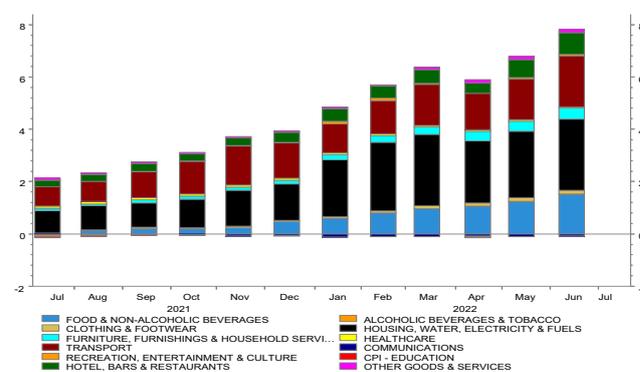
entrambi gli indici. Ancora una volta, il forte rialzo è imputabile alla componente energetica (da 42,6% a 48,7% a/a; +4,8% m/m), spinta dai rincari del gasolio da riscaldamento (da 47,5% a 52,9% a/a, +5,1% m/m), del diesel (da 25,1% a 32,3% a/a, +6,7% m/m) e della benzina (da 15,1% a 25,3% a/a; +9,8% m/m), nonché dell'energia elettrica (da 74,7% a 87,5% a/a; +7,6% m/m) e del gas di città e gas naturale (da 66,3% a 67,3% a/a; +0,6% rispetto a maggio). Accelerano anche gli alimentari (da 7,1% di maggio a 8,7% a/a; +1,1% su base mensile), in particolare la frutta fresca e refrigerata (da 6% a 10,8% a/a; +1,2% m/m). Il rialzo dei servizi, a 3,4% da 3,1% precedente, è legato all'accelerazione sia dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 4,4% a 5% a/a), grazie alla salita dei prezzi dei servizi di alloggio, che dei trasporti (da 6% a 7,2% a/a; +2% m/m), per via soprattutto del trasporto aereo passeggeri (da 74,3% a 90,4% a/a, +23,8% m/m). A giugno crescono anche i beni non durevoli (da 2,3% a 2,9% a/a; +0,7% m/m). Confermata anche la salita dell'inflazione di fondo a giugno, al 3,8% a/a da un precedente 3,2%; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente dal 4° trimestre.** La media d'anno potrebbe attestarsi poco sotto il 7,5% nel 2022 e intorno al 3,5% 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. Le **vendite al dettaglio** a maggio sono cresciute di 1,9% m/m da un precedente 0,3% m/m, con progressi diffusi sia ai beni alimentari (1,4%) che non (0,5%). Su base tendenziale le vendite sono in rialzo del 7%, con incrementi per tutte le principali componenti. A mostrare i ritmi di espansione più vivaci sono calzature (15,6% a/a) e abbigliamento (13,2% a/a), con il commercio elettronico a guidare gli acquisti (15,5% a/a). A differenza del mese precedente però il rialzo congiunturale non è dovuto solo ai maggiori prezzi: i dati in volume (al netto dell'inflazione) registrano infatti un rimbalzo di 1,5% m/m (2,7% a/a) da -0,2% m/m di aprile, che lascia le vendite in rotta per un'espansione nel 2° trimestre, con una tenuta delle spese private che potrebbe essere stata migliore delle attese durante la primavera.

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
M2 a/a	giu	11.1		% 11.0	11.4
Nuovi prestiti bancari (flusso)	giu	1890		Mld ¥ CN 2400	2810
Finanza sociale aggregata (flusso)	giu	2790		Mld ¥ CN 4200	5170
Esportazioni in USD a/a	giu	16.9		% 12.0	17.9
Importazioni in USD a/a	giu	4.1		% 3.9	1.0
Bilancia commerciale USD	giu	78.76		Mld \$ 75.70	97.94
PIL s.a. t/t	T2	1.4	(+3)	% -1.5	-2.6
PIL cumulato a/a	T2	4.8		%	2.5
PIL a/a	T2	4.8		% 1.0	0.4
Produzione industriale cumulata a/a	giu	3.3		%	3.4
Vendite al dettaglio cumulate a/a	giu	-1.51		%	-0.69
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	giu	6.2		% 6.0	6.1
Produzione industriale a/a	giu	0.7		% 4.1	3.9
Vendite al dettaglio a/a	giu	-6.7		% 0.0	3.1

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

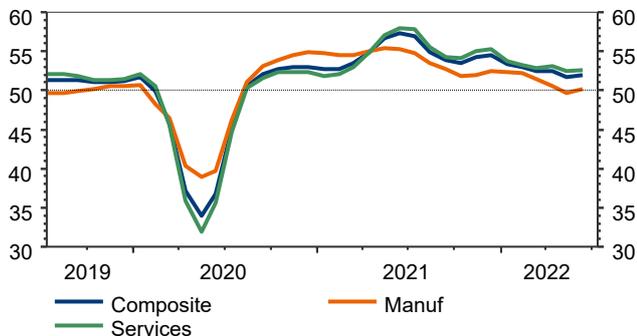
Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina. Il PIL è sceso di -2,6% t/t destagionalizzato nel 2° trimestre da 1,4% nel 1° trimestre (rivisto al rialzo da un precedente 1,3% t/t), più delle attese di consenso (-2% t/t) e delle nostre previsioni (-2,1% t/t), registrando un **rallentamento della crescita tendenziale da 4,8% a/a nel 1° trimestre a 0,4% a/a nel 2° trimestre**, guidato dalla contrazione del settore dei servizi (-0,4% a/a) e dalla brusca frenata del settore industriale (0,9% a/a), a cui si è affiancata una decelerazione contenuta del settore agricolo (4,4% a/a). La crescita annua nel primo semestre si è quindi attestata a 2,9% a/a. Le variazioni t/t sono spesso non riconciliabili con quelle tendenziali e, nonostante il miglioramento dei dati di giugno, la variazione tendenziale appare inoltre elevata se confrontata con il calo tendenziale della produzione dei servizi e il rallentamento di quella industriale segnalati dai dati mensili nel trimestre. Il dato sul PIL rimane in linea di massima compatibile con le nostre previsioni di una crescita del 4% nell'anno. Il rallentamento del settore immobiliare e le recenti notizie riguardanti diversi casi di persone che rifiutano di continuare a pagare le rate dei mutui sulle abitazioni, per timore che le imprese non riescano a terminare i progetti, aumentano i rischi al ribasso sullo scenario.

I dati mensili hanno evidenziato un **miglioramento dell'attività economica in giugno**, in linea con l'allentamento delle misure di contenimento di contagi, con un rimbalzo delle **vendite al dettaglio** (da -6,7% a/a in maggio a +3,1% a/a in giugno) e della **produzione industriale** (da 0,7% a/a in maggio a 3,9% a/a in giugno). A questo rimbalzo si è affiancata un'accelerazione degli **investimenti fissi nominali** (stimata da 4,7% a/a in maggio a 5,8% a/a in giugno), trainata dagli investimenti in infrastrutture e del manifatturiero. Gli **investimenti del settore immobiliare** hanno invece continuato a contrarsi (stimiamo di -9,7% a/a in giugno da -7,7% a/a in maggio) e sono stati accompagnati da altro mese di calo del **prezzo medio delle abitazioni** (-0,1% m/m) anche se inferiore al mese precedente (-0,2% m/m) e concentrato nelle città di terza fascia. Sul fronte del **mercato del lavoro**, nonostante il calo del tasso di disoccupazione urbano (da 5,8% in maggio a 5,5% in giugno), il tasso di disoccupazione nelle maggiori città resta elevato (5,8%) e sui massimi del 2020 e quello di disoccupazione giovanile è ulteriormente salito a 19,3%.

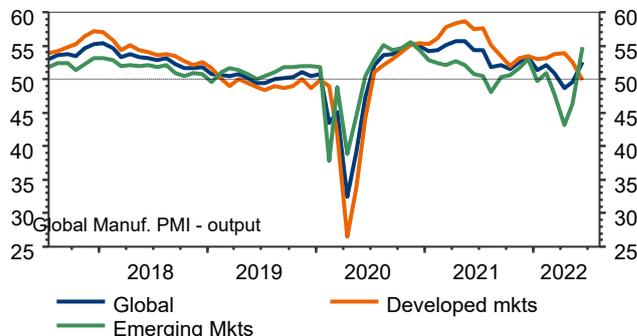
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



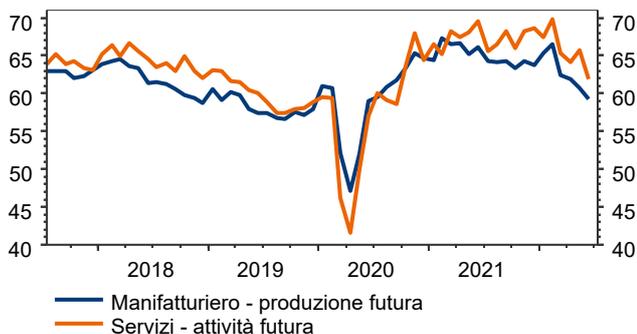
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



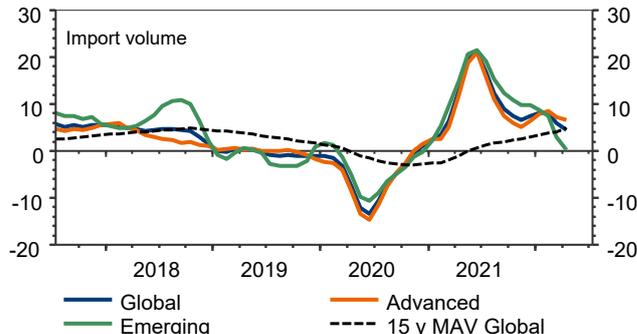
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



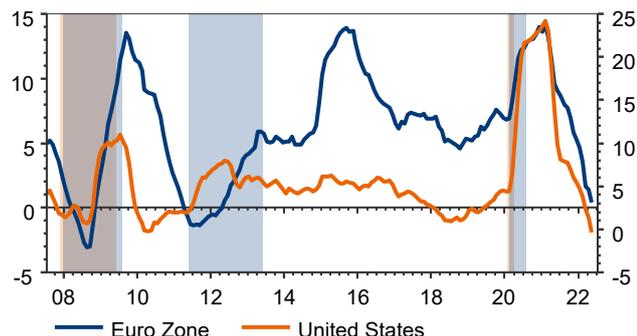
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



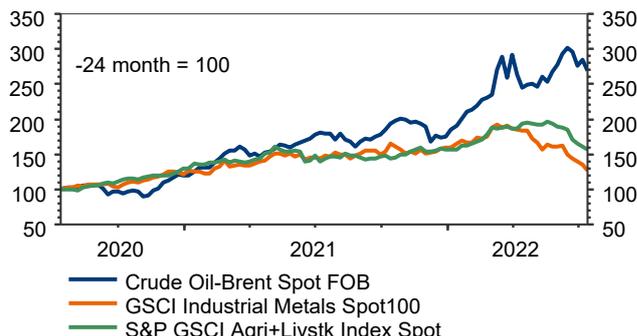
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

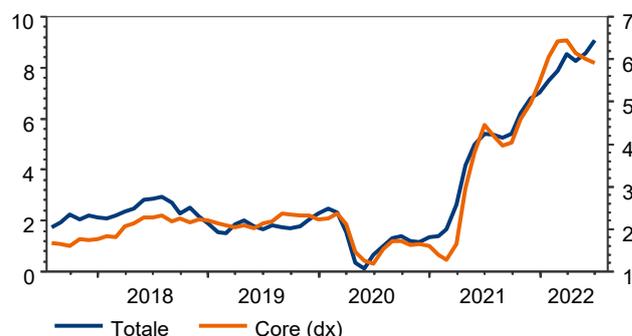
Stati Uniti

Indagini ISM



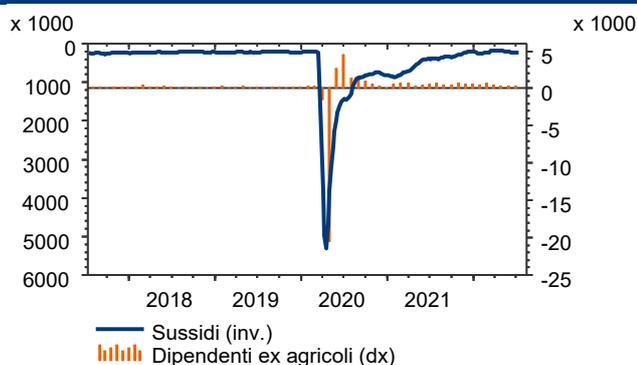
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



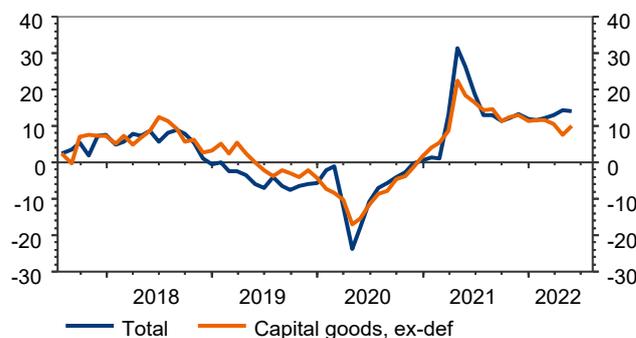
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

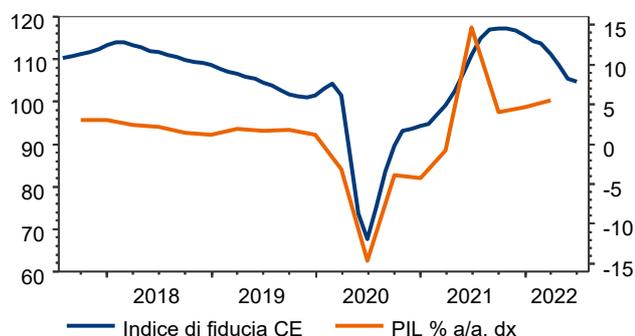
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				T2	T3	T4
				T1	T2	T3
				T4	T1	T2
				T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	2.1	1.6	12.2	4.9	5.5
- trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9
Consumi privati	7.9	2.6	1.8	12.0	2.0	2.5
IFL - privati non residenziali	7.4	5.9	3.8	9.2	1.7	2.9
IFL - privati residenziali	9.2	-1.6	-0.9	-11.7	-7.7	2.2
Consumi e inv. pubblici	0.5	-0.6	2.0	-2.0	0.9	-2.6
Esportazioni	4.5	4.9	4.8	7.6	-5.3	22.4
Importazioni	14.0	10.7	4.7	7.1	4.7	17.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	1.1	0.0	-1.7	2.1	5.3
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	8.0	3.4	4.8	5.3	6.7
Produzione Industriale	4.9	5.1	1.3	1.6	0.9	1.2
Disoccupazione (%)	5.4	3.6	3.7	5.9	5.1	4.2

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

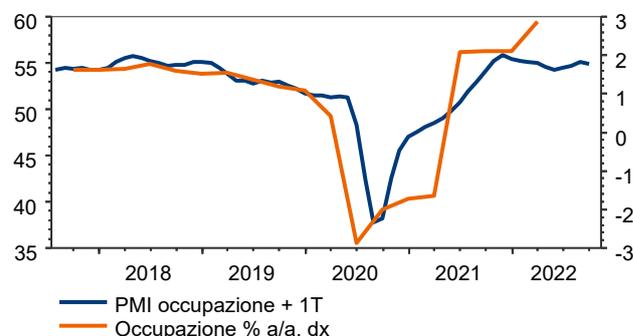
Area euro

PIL



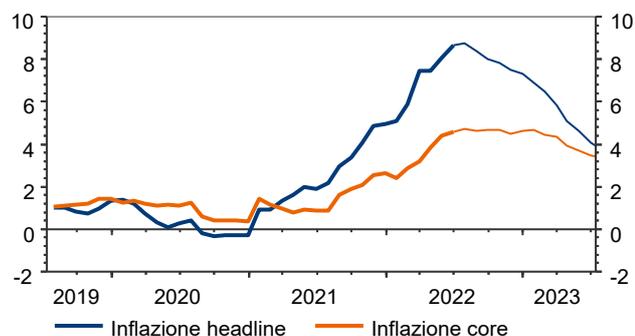
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
Gennaio	0.9	5.1	6.9
Febbraio	0.9	5.9	6.5
Marzo	1.3	7.4	5.8
Aprile	1.6	7.4	5.1
Maggio	2.0	8.1	4.6
Giugno	1.9	8.6	4.1
Luglio	2.2	8.7	3.7
Agosto	3.0	8.4	3.7
Settembre	3.4	8.0	3.4
Ottobre	4.1	7.8	3.2
Novembre	4.9	7.5	3.0
Dicembre	5.0	7.3	2.7

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	1.8	14.7	4.0	4.7	5.4	3.4	1.5	1.7	1.5
- t/t				2.2	2.3	0.2	0.6	0.2	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	3.6	2.7	1.5	3.8	4.5	-0.3	-0.7	0.3	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.1	4.4	4.6	1.4	-0.9	3.1	0.1	1.4	1.4	1.1	1.1
Consumi pubblici	3.9	1.0	0.8	1.9	0.4	0.4	-0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	10.8	4.7	2.6	3.2	1.9	2.7	0.4	0.1	0.6	0.5	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	0.4	-0.2	-0.6	-0.2	0.4	0.6	-0.2	-0.2	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.5	0.8	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	4.4	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	8.4	7.5	6.4
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.1	1.1	23.7	5.9	0.2	-0.3	-0.3	0.7	0.3	-0.9
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.7	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	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

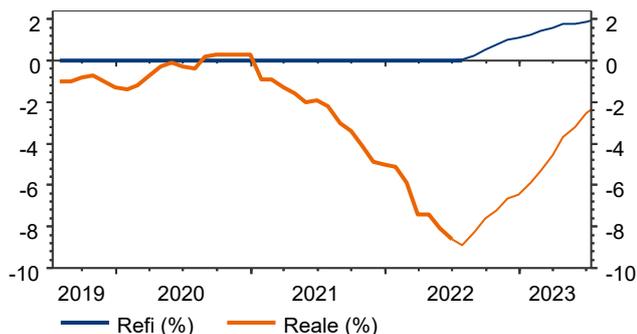
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	14/7	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75	1.25	1.75	2.00
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.51	-0.38	0.05	0.63	1.14	1.45
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	0.00	0.39	0.86	1.27	1.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

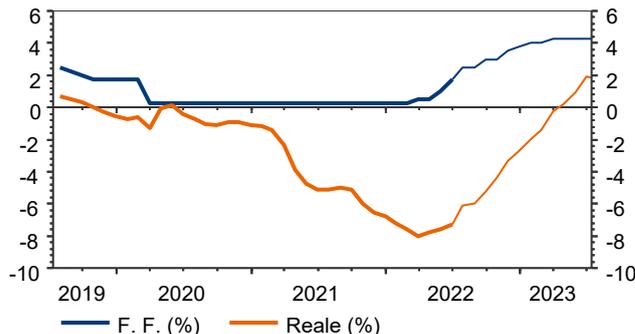


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	14/7	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	2.53	2.84	3.73	4.23	4.29

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

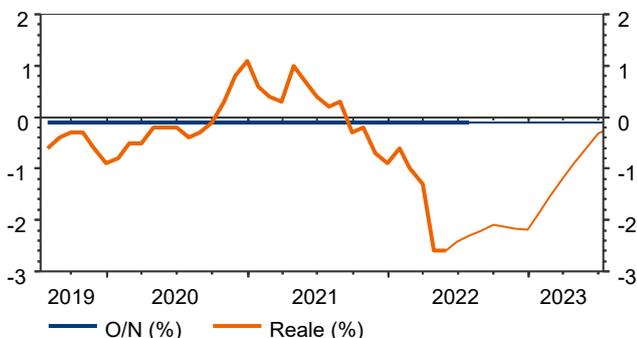


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	14/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	0.00	-0.03	-0.01	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

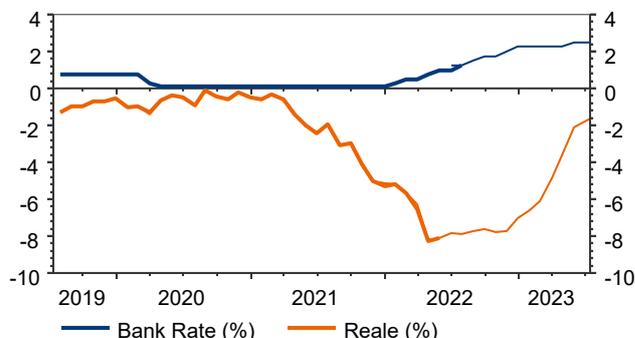


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	14/7	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	1.81	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	15/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.18	1.14	1.09	1.04	1.0029	1.00	1.06	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	107	110	114	126	135	138.80	138	134	130	128	124
GBP/USD	1.26	1.39	1.37	1.30	1.21	1.1835	1.18	1.25	1.30	1.32	1.37
EUR/CHF	1.08	1.08	1.04	1.02	1.04	0.9833	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	122	130	130	136	140	139.24	138	142	144	145	146
EUR/GBP	0.91	0.85	0.84	0.83	0.86	0.8475	0.85	0.85	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