

Weekly Economic Monitor

Il punto

Italia: la prospettiva di **elezioni anticipate il 25 settembre** implica rischi di mancata approvazione della Legge di Bilancio entro fine anno, nonché di ritardi non tanto nel rispetto delle scadenze formali previste dal PNRR, quanto nella capacità di spesa effettiva dei fondi europei. Nel frattempo, la collaborazione tra i partiti della ex maggioranza sarà fondamentale per consentire una risposta tempestiva ed efficace alle emergenze inflattiva ed energetica.

La **BCE annuncia un meccanismo di stabilizzazione** all'altezza delle aspettative, e strettamente legato al rispetto delle regole UE su conti pubblici e convergenza da parte degli Stati: non una buona notizia per governi tentati dal braccio di ferro con le autorità europee. Il rialzo dei tassi ufficiali è di 50 punti base, invece dei 25 preannunciati a giugno. La *forward guidance* scompare del tutto, dopo breve e infelice esistenza: si deciderà riunione per riunione in base ai dati.

La **riunione del FOMC** del 26-27 luglio dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb e il proseguimento del quantitative tightening iniziato a giugno. Il Comitato dovrebbe ribadire l'impegno a continuare ad alzare i tassi fino a quando non ci sarà **evidenza convincente di un rallentamento della dinamica inflazionistica mensile**. La nostra previsione è di tassi a 3,75% a fine 2022 e a 4,25% a marzo 2023, con rischi verso l'alto.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, le prime stime del 2° trimestre sul PIL dovrebbero evidenziare un'economia sostanzialmente stagnante in Germania e in Francia, e in crescita in Italia, Spagna e nell'Eurozona nel suo complesso. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di luglio dovrebbero riportare un'inflazione in rallentamento in Germania, in accelerazione in Francia e stabile in Italia e in media nell'area euro. Gli indici Istat in Italia, IFO in Germania e la fiducia dei consumatori in Francia, nonché le indagini della Commissione Europea, dovrebbero evidenziare una nuova flessione a luglio. Infine, la disoccupazione in Germania è attesa salire nuovamente a luglio.

Negli **Stati Uniti**, l'attenzione sarà concentrata sulla riunione del FOMC, che dovrebbe concludersi con un rialzo dei tassi di 75pb e una conferma dell'impegno della Fed a riportare l'inflazione sotto controllo, nonostante i rischi di recessione. Per quanto riguarda i dati, la fiducia dei consumatori a luglio dovrebbe essere in modesta ripresa e le vendite di case nuove di giugno dovrebbero segnare un ampio calo, causato dalla scarsità di offerta e dall'ulteriore flessione dell'accessibilità. Sempre per giugno, la spesa e il reddito personale dovrebbero essere in rialzo e il deflatore dei consumi core dovrebbe segnare un incremento di 0,5% m/m, sempre al di sopra del ritmo compatibile con l'obiettivo di inflazione del 2%.

22 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

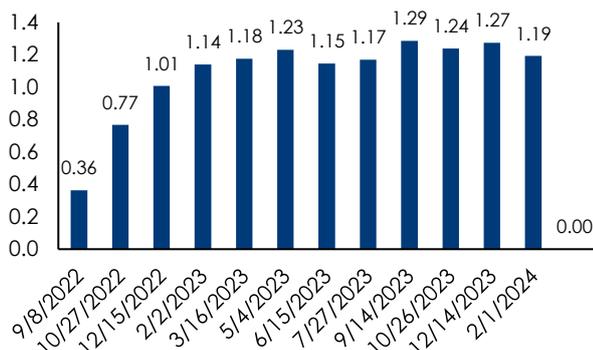
Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

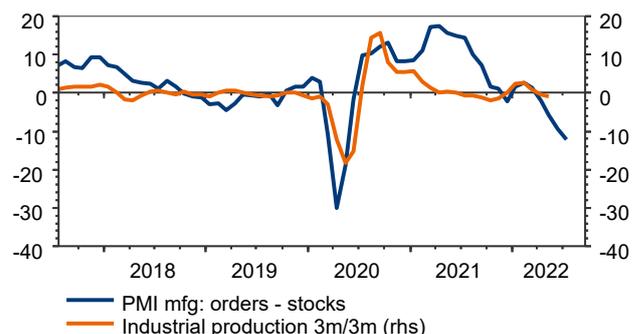
Economista - Area euro

Tassi BCE: i mercati ridimensionano le attese di rialzo dopo i PMI flash



Fonte: Refinitiv

PMI flash: forti segnali di rallentamento per l'attività manifatturiera nell'area dell'euro



Fonte: S&P Markit, Eurostat

Documento basato sulle informazioni disponibili al 22 luglio 2022

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

Il punto

Italia: la prospettiva di elezioni anticipate il 25 settembre implica rischi di mancata approvazione della Legge di Bilancio entro fine anno, nonché di ritardi non tanto nel rispetto delle scadenze formali previste dal PNRR, quanto nella capacità di spesa effettiva dei fondi europei. Nel frattempo, la collaborazione tra i partiti della ex maggioranza sarà fondamentale per consentire una risposta tempestiva ed efficace alle emergenze inflattiva ed energetica.

- **Le prossime elezioni generali in Italia si terranno il 25 settembre**, ovvero circa sei mesi prima della scadenza naturale della legislatura. La prima riunione del nuovo Parlamento è fissata per il 13 ottobre. I tempi per l'insediamento di un nuovo Governo dipenderanno dal risultato elettorale: negli ultimi 15 anni, sono intercorsi dai 25 ai 90 giorni tra la data delle elezioni e il giuramento del nuovo esecutivo (necessari a eleggere i presidenti di Camera e Senato, formare i gruppi parlamentari e, successivamente, consentire al Presidente della Repubblica di aprire le consultazioni formali con i partiti politici per conferire l'incarico a un candidato Presidente del Consiglio, e per il presidente incaricato di verificare la possibilità di ottenere la maggioranza dei voti in Parlamento e formare la compagine ministeriale). In sostanza, **difficilmente si avrà un Governo nella pienezza dei suoi poteri prima di inizio novembre**.
- **Nel frattempo, il Governo Draghi resta in carica per il disbrigo degli "affari correnti"**. Tale perimetro è abbastanza ampio: in linea generale, si ritiene che un Governo dimissionario non possa esprimere un indirizzo politico, e debba quindi limitarsi ad assicurare una continuità con la precedente amministrazione; l'eccezione è rappresentata da atti urgenti o necessari al rispetto degli impegni presi a livello internazionale. In altri termini, l'esecutivo potrà emanare decreti-legge se dettati da casi di urgenza, esaminare i relativi disegni di conversione, e adottare i disegni di legge di ratifica dei trattati perché adempimenti ad obblighi internazionali. È anche prevista una procedura di convocazione delle Camere in caso di necessità di conversione di decreti urgenti.
- Più nello specifico, **l'ampiezza del raggio di azione del Governo dimissionario dipende dagli accordi tra le principali forze politiche**. Nella dichiarazione dopo la firma del decreto di scioglimento delle Camere, il presidente Mattarella ha chiesto ai partiti ampia collaborazione su quattro fronti: la gestione dell'emergenza inflattiva e energetica, la collaborazione a livello europeo e internazionale per fronteggiare la crisi geopolitica indotta dalla guerra della Russia contro l'Ucraina, il rispetto dei tempi di attuazione concordati nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, e la prosecuzione delle azioni di contrasto alla pandemia. Le forze parlamentari sembrano aver risposto all'appello con le quattro pagine che definiscono i prossimi lavori della Camera, approvate dalla conferenza dei capigruppo.
- In sintesi, **potranno essere approvati nelle prossime settimane**: un nuovo Decreto-Aiuti per contrastare gli effetti dei rincari delle materie prime su famiglie e imprese, atteso valere 10 miliardi (dopo i 33 mld che sono stati già approvati nell'ultimo anno), che però non conterrà, a differenza di quanto previsto in precedenza, le norme sul salario minimo; uno stralcio della legge sulla concorrenza (dalla quale saranno espunte almeno le norme riguardanti i taxi); i decreti attuativi delle leggi delega già approvate dal Parlamento, finalizzati al rispetto delle scadenze incluse nel PNRR; tutti gli eventuali nuovi interventi urgenti in tema di emergenza inflattiva, pandemica o di gestione della crisi internazionale (su cui converga il consenso delle principali forze politiche).
- I principali **rischi** di questa situazione "di transizione" sono due:
 - **Processo di bilancio**: il Governo uscente potrebbe predisporre la Nota di Aggiornamento al DEF attesa entro fine settembre, contenente però solo il quadro tendenziale di aggiornamento dei conti pubblici; la Legge di Bilancio dovrà essere predisposta dal nuovo esecutivo, e pertanto non sarà possibile rispettare la scadenza di metà ottobre per l'invio al Parlamento e alla Commissione Europea; sarà anche assai arduo rispettare la scadenza di approvazione della manovra finanziaria entro fine anno: ciò significa che

alla parte iniziale del prossimo anno potrebbe essere applicato l'"esercizio provvisorio"¹ ovvero una distribuzione di entrate e spese in base al dato storico dei precedenti esercizi finanziari; non si tratterebbe di una situazione inedita, né ingestibile, purché un nuovo esecutivo approvi in tempi rapidi una Legge di Bilancio che entri in vigore nelle prime settimane del nuovo anno;

- **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza:** in teoria, c'è il rischio di perdere la rata dovuta per il completamento delle 55 condizioni incluse nel PNRR da soddisfare entro la fine dell'anno (19 miliardi di euro); tuttavia, la decisione dell'UE sull'erogazione dei fondi è in qualche modo "discrezionale": perché le risorse vengano erogate, potrebbe essere sufficiente che venga raggiunta una ragionevole maggioranza delle condizioni richieste; inoltre, la decisione finale è presa dal Consiglio UE, che potrebbe tenere in considerazione le difficoltà "oggettive" causate dalle elezioni anticipate, concedendo eventualmente maggiore tempo (in misura "ragionevole") per il conseguimento degli obiettivi (nel caso in cui l'esecutivo mostri una chiara intenzione e un piano credibile per realizzarli in tempi brevi); inoltre, la buona volontà mostrata in tal senso dalle forze politiche indica che è possibile che sia consentito al Governo uscente di implementare gli atti necessari al rispetto delle scadenze previste dal Piano; a nostro avviso, il rischio maggiore, più che di perdere i fondi europei, sta nella capacità di attuazione, soprattutto per quanto riguarda i progetti che coinvolgono le amministrazioni locali: già oggi, sembrano esserci ritardi nella spesa effettiva, a causa soprattutto di problemi di coordinamento tra enti territoriali e governo centrale; tali rischi potrebbero aumentare in assenza di un esecutivo nella pienezza dei suoi poteri.

La **BCE annuncia un meccanismo di stabilizzazione** all'altezza delle aspettative, e strettamente legato al rispetto delle regole UE su conti pubblici e convergenza da parte degli Stati: non una buona notizia per governi tentati dal braccio di ferro con le autorità europee. Il **rialzo dei tassi ufficiali** è di **50 punti base**, invece dei 25 preannunciati a giugno. La *forward guidance* scompare del tutto, dopo breve e infelice esistenza: si deciderà riunione per riunione in base ai dati.

- L'atteso accordo sul meccanismo di stabilizzazione c'è, è di buona qualità e caratterizzato da condizioni di accesso collegate al fiscal framework e alle raccomandazioni UE. Forse proprio tale accordo ha favorito un'accelerazione sul fronte dei tassi ufficiali, che sono stati aumentati di 50 punti base invece dei 25 preannunciati con il comunicato del 9 giugno. Dopo aver cambiato idea molte volte, infine, la BCE rinuncia del tutto a fornire indicazioni per il futuro.
- **La decisione di alzare i tassi ufficiali di 50 punti base** invece dei 25pb è stata presentata come **un'anticipazione di futuri rialzi dei tassi**, tanto che si accompagna a una radicale modifica delle indicazioni per settembre: è sparita, infatti, l'indicazione che il rialzo dei tassi sarà di 50 punti base, a meno di ritorno delle proiezioni di inflazione di medio termine al 2%. Di fatto viene meno ogni *forward guidance*: si decide riunione per riunione. D'altronde, che valore ha un indirizzo che non si riesce a rispettare neppure per una riunione?
- L'implicazione di questo passaggio è che le aspettative di mercato sui tassi ufficiali sono ora prive di qualsiasi ancoraggio, e si muoveranno con il flusso dei dati e con le dichiarazioni dei membri del consiglio. Il mercato continua ad attendersi rialzi serrati nei prossimi mesi: 40 punti base a settembre, altri 40 a ottobre, e poi 25 a dicembre. Il punto terminale, inizialmente fermo intorno a 1,50%, oggi è calato a 1,25% dopo la pubblicazione dei PMI. Probabilmente

¹ Ai sensi dell'articolo 81 della Costituzione italiana, il Parlamento, qualora non sia riuscito ad approvare il bilancio preventivo prima dell'inizio dell'anno finanziario, autorizza il Governo ad applicare il progetto di bilancio non ancora approvato, cioè a riscuotere le entrate e a pagare le spese secondo il progetto. Tale autorizzazione può durare al massimo quattro mesi (quindi massimo fino al 30 aprile). Normalmente l'autorizzazione prevede che le spese possano essere effettuate, per ciascun capitolo, nella misura di tanti dodicesimi quanti sono i mesi dell'esercizio provvisorio (1/12 se è un mese, 2/12 se è due mesi ecc.); solo alle spese obbligatorie non si applica questo limite.

ora c'è un'intenzione condivisa di raggiungere l'area di neutralità rapidamente, sicché il percorso scontato dal mercato è plausibile.

- L'accelerazione sui tassi è stata forse favorita dall'accordo raggiunto sul **meccanismo di protezione della trasmissione (TPI, Transmission Protection Instrument)**. La presentazione dello strumento è stata stranamente confusa, considerando l'attesa che lo circondava: la presidente Lagarde non ha fornito inizialmente alcun dettaglio utile, rinviando a un comunicato stampa successivo, salvo poi precisare i criteri di ammissione nella risposta a una delle domande. Le caratteristiche fondamentali del TPI sono in linea con le attese:

Criteri di ammissibilità: qualcuno potrebbe essere stato tratto in inganno dall'affermazione della presidente Lagarde che tutti gli Stati membri possono accedere al TPI, ma invece la possibilità di accedere al meccanismo è vincolata al soddisfacimento di 4 condizioni, che mirano a evitare il caso che il meccanismo possa essere attivato a favore di paesi che adottano politiche economiche insostenibili:

- rispetto delle regole fiscali UE (non essere sottoposti a EDP e non essere in violazione di raccomandazioni previste dall'art. 126.7 del TFEU);
- non essere soggetti a procedura contro gli squilibri macroeconomici eccessivi o rispettare le raccomandazioni previste dall'art 121.4 del TFEU;
- superare i test di sostenibilità fiscale;
- rispettare gli impegni sottoscritti per la RRF e le raccomandazioni della Commissione Europea nell'ambito del semestre europeo.

Attivazione/disattivazione: viene decisa dal consiglio direttivo sulla base di una valutazione di un complesso di indicatori di mercato e di trasmissione della politica monetaria. Il sostegno viene interrotto a fronte di un miglioramento degli indicatori o di una valutazione che le tensioni sono dovute a fattori fondamentali del paese. Come atteso, non sono previsti limiti quantitativi, anche se il consiglio deve valutare la proporzionalità dell'intervento.

Gamma di attività finanziarie interessate: il TPI si concentrerà su titoli pubblici con vita residua fra 1 e 10 anni, ma potrebbero essere considerati anche acquisti di obbligazioni private. La modalità operativa è l'acquisto sul mercato secondario.

Neutralità dal punto di vista della politica monetaria: la BCE cercherà di evitare interferenze con la politica monetaria. Perciò il TPI sarà condotto in modo da non avere ripercussioni persistenti sulla dimensione del bilancio dell'Eurosistema. Per ora, non viene precisato come tale obiettivo sarà perseguito, se con operazioni di drenaggio, se con il mancato rinnovo di scadenze APP.

- **Al momento, tutti gli Stati membri soddisfano le condizioni di ammissibilità.** Così come è disegnato, il TPI potrebbe applicarsi a un paese come l'Italia finché il governo rispetta le raccomandazioni della Commissione e continua ad eseguire il PNRR. Il modo in cui il meccanismo è disegnato non esclude la possibilità di intervento in caso di picchi di volatilità connessi a una crisi di governo o a dubbi sulle future politiche economiche di un nuovo esecutivo – purché, ovviamente, le tensioni siano così pronunciate da rappresentare una minaccia per la trasmissione della politica monetaria. Invece, il TPI non si applicherebbe più se questo o il prossimo governo italiano iniziassero a non rispettare le raccomandazioni specifiche della Commissione Europea, o anche se si verificasse un deterioramento dei fondamentali che giustifichi l'allargamento precedente dello spread (per esempio, misure di politica economica che confermino precedenti timori dei mercati). In tali circostanze si andrebbe incontro a **effetti soglia**, con un avvitamento della crisi che potrebbe rapidamente precludere l'accesso al mercato del paese inadempiente. Il TPI, insomma, aumenterà sensibilmente il costo di politiche economiche devianti. Allo stesso tempo, **non fornisce punti di riferimento precisi ai mercati**, che dovranno scoprire a che livello la BCE inizia a giudicare i differenziali di rendimento come una minaccia alla ordinata trasmissione della politica monetaria.

■ **Il TPI convive per ora con i reinvestimenti PEPP (lo strumento già operativo) e con le OMT.**

Queste ultime restano come strumento contro il rischio di ridenominazione, quando un paese presenta una situazione così compromessa da dover chiedere un programma di assistenza ESM.

La **riunione del FOMC** del 26-27 luglio dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb e il proseguimento del *quantitative tightening* iniziato a giugno. Il Comitato dovrebbe ribadire l'impegno a continuare ad alzare i tassi fino a quando non ci sarà **evidenza convincente di un rallentamento della dinamica inflazionistica mensile**. La nostra previsione è di tassi a 3,75% a fine 2022 e a 4,25% a marzo 2023, con rischi verso l'alto.

■ La **riunione del FOMC** di luglio dovrebbe concludersi con un rialzo di 75pb, probabilmente votato all'unanimità, e una comunicazione concentrata sull'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo a qualsiasi costo. Nonostante la sorpresa del CPI di giugno e le indicazioni di ulteriore accelerazione dell'inflazione, il FOMC, a nostro avviso, non dovrebbe ripetere il comportamento della scorsa riunione, che aveva reagito a sorprese dai dati con una sorpresa sul ritmo dei rialzi per diversi motivi. Molti partecipanti al Comitato hanno segnalato che rialzi di 75pb sono già di dimensione ampia, e alcuni ritengono che un sentiero troppo rapido possa comportare rischi di instabilità. Inoltre, insieme al dato del CPI superiore alle attese, a luglio c'è stato un ridimensionamento delle aspettative di inflazione a 5 anni rilevate dall'indagine della University of Michigan, scese a 2,8% da 3,1%. Infine, l'ampio calo dei prezzi delle materie prime e i segnali di indebolimento della domanda danno indicazioni di potenziale riduzione delle pressioni, sia endogene sia esogene, verso l'alto sui prezzi.

■ La conferenza stampa di Powell dovrebbe rilevare che l'andamento dell'inflazione non permette di abbassare la guardia in questa fase, ma anche sottolineare il cambiamento del contesto generale, con un contributo favorevole dalla svolta verso il basso dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, anche se la Fed riterrà di poter evitare una nuova accelerazione dei rialzi, non ci sono le condizioni per rallentarli e l'obiettivo di entrare in tempi rapidi in fase di politica monetaria restrittiva rimarrà centrale. **L'inflazione sottostante e il mercato del lavoro restano problemi da domare con tassi restrittivi e un effettivo, potenzialmente doloroso, rallentamento della domanda.**

■ Sul fronte dell'inflazione, il CPI di giugno ha evidenziato che il problema centrale è dato dalla dinamica dei prezzi core. Le variazioni extra-large sono diffuse alla maggior parte di beni e servizi, come appare dall'accelerazione delle variazioni della media troncata e della mediana (v. grafico). Per quanto riguarda il mercato del lavoro, l'eccesso di domanda è testimoniato dal rapporto posizioni aperte/disoccupati ancora a 1,9 a maggio (v. grafico), anche se cominciano ad apparire alcuni segnali di ridimensionamento futuro delle tensioni. Il graduale rialzo dei nuovi sussidi di disoccupazione iniziato da poco è un indicatore da monitorare, tuttavia la stagnazione della forza lavoro segnala che la domanda deve rallentare in misura significativa per vedere una svolta nella dinamica salariale.

■ L'ingresso dei tassi di interesse **in territorio restrittivo** costringerà la Fed a navigare a vista da settembre in poi. **Le regole di politica monetaria**, stimate con pesi diversi per gli obiettivi della Fed e diverse previsioni per disoccupazione e inflazione, segnalano che i tassi dovrebbero arrivare in un intorno del 4% nel 2023 (v. grafico). L'esperienza storica insegna che una banca centrale non sufficientemente determinata a controllare l'inflazione e preoccupata delle conseguenze di breve termine sulla crescita può seguire un **sentiero dei tassi sub-ottimale**, come avvenuto nel 1974. Allora, la Fed mantenne il tasso di policy relativamente basso a fronte dell'aumento dell'inflazione, frenando i tassi reali e generando un periodo prolungato di inflazione elevata e molteplici recessioni. Al contrario, il FOMC nel 1983 mantenne il tasso di policy relativamente elevato, a fronte di un'inflazione in calo, spingendo verso l'alto i tassi reali, controllando in modo duraturo l'inflazione ed evitando recessioni fino al '91.

Atteso un rialzo di 75pb e indicazioni di "continui aumenti dei tassi"

Conferenza stampa: qualche segnale incoraggiante dai prezzi delle materie prime e dalle aspettative, ma la Fed deve proseguire verso una politica monetaria restrittiva

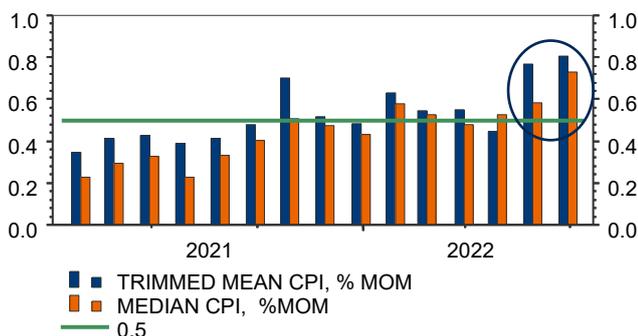
Inflazione ancora ostinatamente elevata e diffusa, mercato del lavoro sempre sotto pressione

Da settembre in poi, i rischi di errori da parte della Fed aumenteranno: quanta restrizione sarà necessaria?

■ Al momento, la maggioranza dei partecipanti al FOMC appare cosciente dei trade-off di queste due strategie alternative e incline ad agire come la Fed del 1974. Per questo motivo riteniamo che, con i ritardi nella risposta di inflazione e mercato del lavoro alla politica monetaria, **i tassi saliranno marginalmente oltre il 4% a inizio 2023**. Nel nostro scenario, dopo il rialzo di 75pb previsto per luglio, dovrebbero esserci due rialzi da 50pb a settembre e novembre e tre rialzi da 25pb a dicembre, gennaio e marzo. **I rischi per l'autunno sono verso l'alto, con la possibilità di un altro intervento da 75pb anche a settembre**, proprio alla luce dell'inerzia dell'inflazione core. Inoltre, al contrario di quanto scontato dal mercato, non riteniamo che i tassi verranno ridotti in misura marcata già nel 2023.

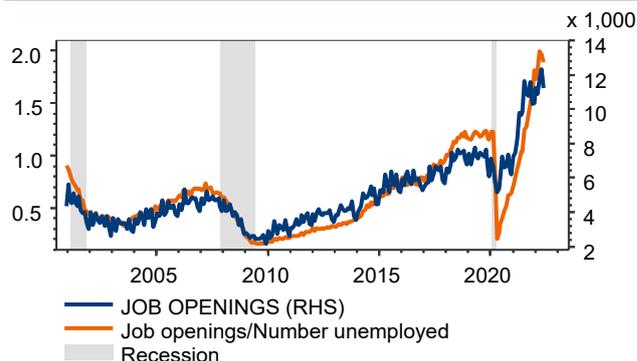
La Fed sembra incline a privilegiare l'obiettivo dei prezzi anche a rischio di generare una recessione

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



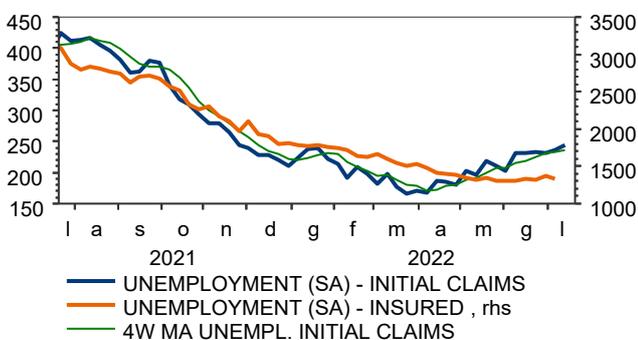
Fonte: Cleveland Fed

La domanda di lavoro continua a superare l'offerta, anche se gli eccessi sembrano almeno in via di stabilizzazione



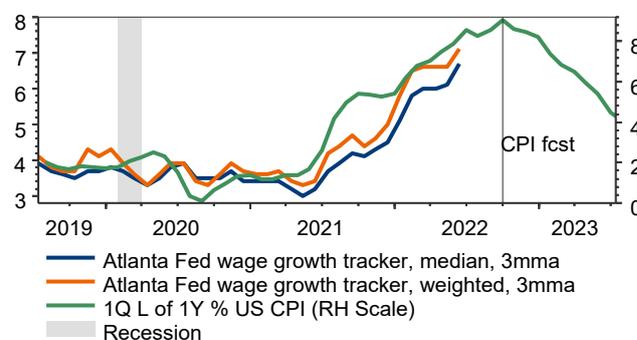
Fonte: BLS, Atlanta Fed, Cleveland Fed

Il minimo dei sussidi di disoccupazione è alle spalle e prepara a una possibile recessione



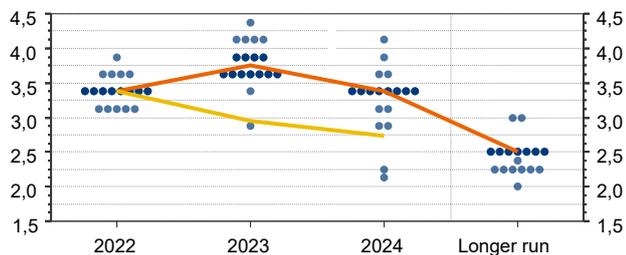
Fonte: BLS

I salari stanno ancora rincorrendo l'inflazione, e sono incompatibili con la stabilità dei prezzi



Fonte: BLS, Atlanta Fed

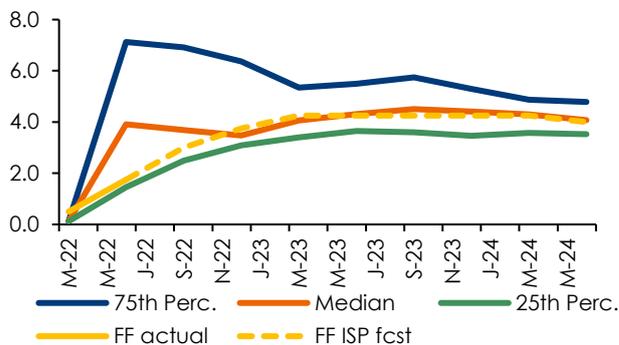
Il mercato scommette che la Fed capiterà di fronte ai rischi di recessione



- FOMC participants' fed funds target rate, June 2022
- Median, June 2022
- Fed Funds Futures 21/07/2022

Fonte: Fed, Refinitiv Datastream

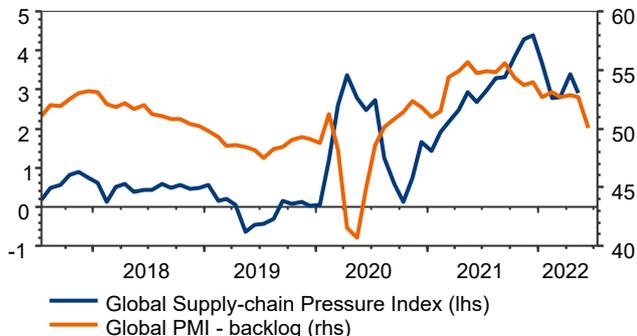
Tassi verso il 4% a inizio 2023, rischi verso l'alto per il 2022



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 e Intesa Sanpaolo

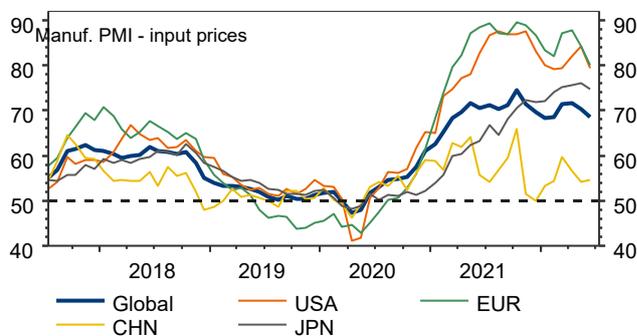
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



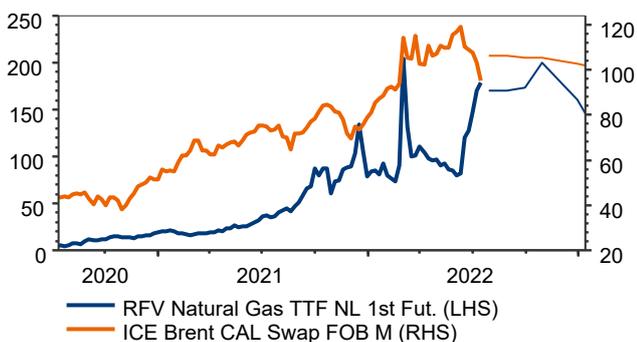
Fonte: New York Fed, IHS Markit

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



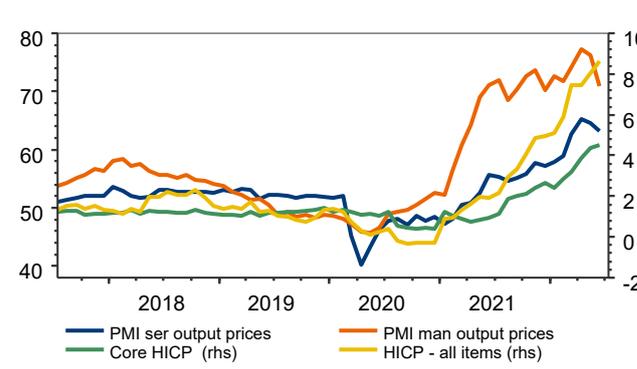
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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

Nell'**area euro** la settimana entrante si presenta ricca di dati rilevanti. Le prime stime del 2° trimestre sul PIL dovrebbero evidenziare un'economia sostanzialmente stagnante in Germania e in Francia, e in crescita in Italia, Spagna e nell'Eurozona nel suo complesso. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di luglio dovrebbero riportare un'inflazione in rallentamento in Germania, in accelerazione in Francia e stabile in Italia e in media nell'area euro; i rischi per i prossimi mesi restano ovunque al rialzo. Gli indici Istat in Italia, IFO in Germania e la fiducia dei consumatori in Francia, nonché le indagini della Commissione Europea per l'area euro, dovrebbero evidenziare una nuova flessione del morale a luglio. Infine, la disoccupazione in Germania è attesa salire nuovamente a luglio.

Negli **Stati Uniti**, l'attenzione sarà concentrata sulla riunione del FOMC, che dovrebbe concludersi con un rialzo dei tassi di 75pb e una conferma dell'impegno della Fed a riportare l'inflazione sotto controllo, nonostante i rischi di recessione. Per quanto riguarda i dati, la fiducia dei consumatori a luglio dovrebbe essere in modesta ripresa e le vendite di case nuove di giugno dovrebbero segnare un ampio calo, causato dalla scarsità di offerta e dall'ulteriore flessione dell'accessibilità. Sempre per giugno, la spesa e il reddito personale dovrebbero essere in rialzo e il deflatore dei consumi core dovrebbe segnare un incremento di 0,5% m/m, sempre al di sopra del ritmo compatibile con l'obiettivo di inflazione del 2%.

Lunedì 25 luglio

Area euro

- **Germania.** L'indice **IFO** di luglio dovrebbe mostrare un nuovo e più marcato peggioramento, a 88,5 da 92,3 di giugno. Le aspettative sono attese crollare a 80 punti da 85,8, vista l'elevata incertezza di breve periodo legata al difficile contesto geopolitico; le valutazioni sulla situazione corrente, invece potrebbero mostrare una correzione meno ampia, a 97 da 99,3 di giugno. Ci aspettiamo che il deterioramento del morale risulti diffuso a tutti i principali settori.

Martedì 26 luglio

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a luglio è prevista in aumento modesto, a 99,3 da 98,7 di giugno. Le prime indagini di luglio, Univ. of Michigan e TIPP, hanno registrato un rialzo probabilmente spinto dalla recente correzione del prezzo della benzina. La fiducia del Conference Board è su un trend in calo, ma meno marcato rispetto a quello delle altre indagini per via del maggior peso del mercato del lavoro: sarà importante vedere se i dati di luglio inizieranno a incorporare qualche incertezza sulle prospettive dell'occupazione.
- Le **vendite di case nuove** a giugno dovrebbero calare a 657 mila (minimo da aprile 2020) da 696 mila di maggio, mantenendosi sul ripido trend in calo visto da inizio anno e interrotto solo temporaneamente da un rimbalzo a maggio. L'indice di fiducia dei costruttori di case NAHB a luglio è crollato a 55, da 67 di giugno, toccando il minimo da maggio 2020 e segnalando un quadro debole per il comparto, frenato dal drastico peggioramento dell'accessibilità per l'acquisto di case e dall'aumento dei costi di costruzione.

Mercoledì 27 luglio

Area euro

- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** è attesa in calo a luglio, sulla scia delle rinnovate preoccupazioni inflazionistiche (la crisi di governo non dovrebbe impattare sull'indagine di luglio ma semmai su quella di agosto). Il morale dei consumatori è visto a 97,5 da 98,3 di giugno, quello delle aziende manifatturiere a 108,5 dopo l'inatteso miglioramento a 110

registrato il mese scorso. L'indice composito Istat di fiducia delle imprese potrebbe calare a 112, in quanto la spinta dell'effetto-riaperture sui servizi potrebbe non aver compensato la debolezza dell'industria e il minor vigore delle costruzioni. Gli indici di fiducia sono coerenti con una crescita del PIL meno vivace nel trimestre estivo rispetto ai mesi primaverili.

- **Francia.** Dopo sei cali mensili consecutivi, a luglio non ci attendiamo sostanziali variazioni nella **fiducia dei consumatori**. L'indice dovrebbe confermare gli 82 punti del mese precedente (sui livelli più bassi dal 2013), a fronte di un ulteriore peggioramento nelle opinioni su condizioni finanziarie e timori di disoccupazione, bilanciati da un miglioramento dell'inflazione futura percepita. Nel secondo semestre, il morale è atteso invertire parzialmente il trend, seppure all'interno di un quadro che resta estremamente complesso.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a giugno dovrebbero essere in flessione di -0,2% m/m, sulla scia di una correzione degli ordini dell'aeronautica e delle difficoltà del settore auto ancora frenato dalla scarsità di semiconduttori. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero essere in aumento di 0,4% m/m, gonfiati in parte dalla componente prezzi. Il trend degli ordini è in rallentamento, come evidenziato dall'ISM di giugno con l'indice dei nuovi ordini in territorio recessivo a 49,2, minimo da metà 2020, e segnala indebolimento degli investimenti non residenziali.
- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 75pb, segnalando ancora l'aspettativa che "continui aumenti dell'intervallo obiettivo saranno appropriati". La Fed dovrebbe ribadire l'impegno a continuare ad alzare i tassi fino a quando non ci sarà evidenza convincente di un rallentamento della dinamica inflazionistica mensile. Powell dovrebbe giustificare il **sentiero ripido atteso per i fed funds con le pressioni sui prezzi core** e sottolineare che la svolta attuale dei prezzi delle materie prime non sarà sufficiente a contenere da sola i rialzi dei prezzi dei servizi, strettamente collegati agli squilibri ancora elevati sul mercato del lavoro. Powell cercherà anche di ridimensionare i timori per una possibile recessione, ricordando che interventi incisivi sui tassi nel medio termine non solo sono efficaci nel controllo dell'inflazione, ma limitano anche i costi sulla crescita.

Giovedì 28 luglio

Area euro

- **Area euro.** Le **indagini della Commissione Europea** di luglio dovrebbero indicare un generalizzato rallentamento del ciclo. La fiducia nell'industria dovrebbe calare a 4,2 da 7,4 e correggere a 12,5 da 14,8 nei servizi. La stima finale del morale dei consumatori dovrebbe confermare la lettura preliminare e potremmo assistere a un calo piuttosto marcato della fiducia nel commercio. Vediamo quindi l'indice composito **ESI** flettere a 102 da un precedente 104.
- **Germania.** A luglio i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita di tre decimi sull'indice armonizzato UE e di quattro sull'indice domestico. La tendenza annua è attesa scendere al 7,1% da 7,6% precedente sulla misura nazionale e all'8% dall'8,2% di giugno su quella armonizzata, per effetto delle misure calmieranti decise dal governo. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe attestarsi intorno al 7,6% sull'indice armonizzato, in un contesto di ampia incertezza.
- **Belgio.** Vediamo una stagnazione del **PIL** nel 2° trimestre, in rallentamento dallo 0,5% t/t registrato a inizio 2022. Nel nostro scenario centrale il PIL dovrebbe registrare una crescita intorno al 2,3% nel 2022, ma i rischi al ribasso sono significativi.

Stati Uniti

- La stima *advance* del **PIL del 2° trimestre** è prevista in aumento di 0,6% t/t ann., dopo -1,6% t/t ann. del 1° trimestre. I dati dovrebbero mostrare una dinamica dei consumi privati ancora debole, sulla scia di un'ampia contrazione dei beni durevoli, dovuta non solo a una fisiologica normalizzazione dopo il boom del periodo pandemico, ma anche ai persistenti effetti delle strozzature all'offerta nel comparto auto. Gli investimenti non residenziali dovrebbero

rallentare, nonostante un crescente contributo dell'estrattivo, e quelli non residenziali dovrebbero entrare in territorio negativo, con una prima contrazione che sarà probabilmente seguita da una sequenza di flessioni nel resto dell'anno. La crescita complessiva sarà fortemente influenzata dalle scorte e dal canale estero, che dovrebbero contribuire per -1,2pp e +0,8pp, rispettivamente. Con questa previsione per il 2° trimestre, la crescita del 2022 sarebbe pari al 2%, con l'ampio freno esercitato dalla contrazione del 1° trimestre sulla media annua.

Venerdì 29 luglio

Area euro

- **Area euro.** Nel 2° trimestre del 2022 il **PIL** dovrebbe essere cresciuto di 0,2% t/t (3,4% a/a) da 0,5% t/t precedente. Il grado di incertezza sullo scenario per l'Eurozona resta intenso: l'alta inflazione, i riflessi del conflitto in Ucraina e il rallentamento cinese hanno limitato la crescita, ponendo rischi al ribasso non solo sul 2° trimestre ma soprattutto su quelli successivi.
- **Area euro.** A luglio, l'**inflazione** headline dovrebbe restare stabile all'8,6% a/a, mentre la dinamica core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è vista accelerare al 4,7% da 4,6% di giugno. Entrambe le letture stazionano sul massimo storico. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero mostrare una lieve contrazione (-0,1% m/m), restando però sopra l'usuale profilo stagionale. Riteniamo che l'inflazione, dopo luglio, possa intraprendere un trend di lenta discesa, chiudendo il 2022 al 7,5% in media annua. I rischi per i prossimi mesi restano comunque verso l'alto, per via di possibili nuovi shock sui prezzi dell'energia nella parte finale dell'anno, nonché di una possibile sottostima dell'impatto del meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari a monte della catena produttiva.
- **Germania.** Nel 2° trimestre 2022 il **PIL** dovrebbe risultare poco più che stagnante (0,1% t/t, 1,7% a/a). Un contributo negativo arriverà dall'industria, che frenerà la crescita anche nella seconda parte dell'anno, ma sarà più che spazzato dall'apporto positivo di servizi, che hanno beneficiato della normalizzazione post-pandemica, e costruzioni. Le nostre stime puntano verso una crescita intorno all'1,6% in media d'anno nel 2022, ma l'incertezza è elevata e i rischi verso il basso.
- **Germania.** A luglio, il tasso di **disoccupazione** è atteso salire lievemente al 5,4%. L'aumento del numero dei senza lavoro risulterebbe ancora in parte imputabile all'afflusso nelle statistiche dei rifugiati dall'Ucraina. Ad ogni modo, l'incertezza rimane alta e non possiamo escludere che il rallentamento ciclico possa causare un nuovo moderato aumento del tasso dei senza lavoro nei prossimi mesi.
- **Francia.** A luglio l'**inflazione** è attesa salire a 6% da 5,8% precedente sul CPI e a 6,7% a/a da 6,5% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere cresciuti di due decimi su entrambe le misure. Riteniamo che l'incremento congiunturale sarà trainato questa volta dai servizi, mentre diminuirebbe la spinta dei prodotti energetici visto il calo dei carburanti. In media d'anno nel 2022, l'inflazione è vista sopra il 5,5% (sull'indice armonizzato).
- **Italia.** Il **PIL** potrebbe mostrare una accelerazione su base congiunturale nel 2° trimestre, stimiamo a 0,4% t/t dopo lo 0,1% dei primi tre mesi dell'anno. A sostenere il valore aggiunto dovrebbero essere non solo i servizi, grazie alla ripresa dell'attività dopo gli effetti dell'ondata pandemica a inizio anno, ma anche l'industria in senso stretto, che potrebbe aver dato un apporto positivo a sorpresa nonostante i rincari degli input; le costruzioni dovrebbero aver continuato a supportare l'attività, sia pure a un ritmo meno vigoroso rispetto a quello dei trimestri precedenti. L'economia e l'industria italiana sono state più resilienti del previsto nel primo semestre, ma permangono rischi al ribasso sui prossimi trimestri, legati sia agli effetti ritardati dei rincari delle materie prime, sia ai rischi di razionamento dell'energia nella stagione autunnale e invernale.
- **Italia.** L'**inflazione** resterà invariata a luglio, a 8% a/a sull'indice domestico e a 8,5% sulla misura armonizzata UE. La componente di fondo (sul NIC) è vista in crescita al 4,1% a/a (-1,4% m/m) dal 4% precedente. Nel mese i prezzi sarebbero saliti di cinque decimi sul NIC e calati

di un punto sull'IPCA, in ogni caso sopra l'usuale profilo stagionale. In prospettiva, l'inflazione potrebbe restare vicina ai valori di luglio almeno sino a settembre e poi spostarsi lungo un trend discendente.

- **Francia.** A giugno, la **spesa per consumi** dovrebbe mostrare una nuova contrazione (-0,2%), dopo il rimbalzo registrato nel mese precedente (+0,7%), riprendendo dunque il sentiero di discesa avviato a dicembre 2021. Le nuove misure annunciate dal governo, per sostenere il potere d'acquisto delle famiglie (un pacchetto da 20,3 mld) - tra cui l'innalzamento delle pensioni minime - è atteso al vaglio del Parlamento, dove tuttavia Macron dovrà negoziare con l'opposizione ogni singolo provvedimento. Se confermato, il dato segnalerebbe una nuova contrazione trimestrale, nella spesa per beni, pari a -1,3%.
- **Francia.** Dopo la revisione verso il basso della crescita a -0,2% t/t, a inizio anno, la lettura preliminare del **PIL** relativa al secondo trimestre, potrebbe segnalare un'economia pressoché stagnante (+0,1% ns stima). Seppure la Francia si confermi tra i Paesi europei meno esposti al conflitto in Ucraina, il combinato dato da crescita dei prezzi delle materie prime, minor potere d'acquisto delle famiglie, deterioramento delle condizioni finanziarie, potrebbe limitare l'apporto proveniente dalla domanda interna in misura maggiore, rispetto quanto ipotizzato nel nostro scenario di giugno. Anche il canale estero, al netto di una ripresa dei flussi turistici internazionali, dovrebbe riflettere il più generalizzato rallentamento delle economie europee. L'ampia eredità statistica del 2021 (la crescita acquisita è attualmente al 1,9%), infine, potrebbe nascondere una dinamica congiunturale attesa debole anche nel secondo semestre. Nel complesso, nel 2022, vediamo una crescita al 2,5%, dal precedente 2,7%.
- **Spagna.** Nel secondo trimestre, la lettura preliminare del **PIL**, dovrebbe confermare la crescita di +0,2% ipotizzata con il nostro precedente scenario di giugno. Seppure il Paese iberico sia tra quelli che ha riportato una crescita maggiore dell'inflazione (al 10,2% a giugno, su base tendenziale), il buon andamento del mercato del lavoro e il ritorno dei flussi turistici internazionali, dovrebbero favorire rispettivamente spesa privata ed export. Gli investimenti, sia privati che pubblici, potrebbero invece risentire di condizioni finanziarie meno favorevoli ed elevati costi delle materie prime. Nel complesso, quella spagnola è l'economia che nel biennio 2022-23 dovrebbe riportare i migliori risultati, attesa in crescita rispettivamente del 4,0% e 3,1%, con rischi tuttavia orientati verso il basso.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a giugno è prevista in aumento di 1,1% m/m, con un rialzo sia dei beni sia dei servizi. In termini reali, la spesa dovrebbe essere in rialzo contenuto. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,5% m/m, come a maggio, con contributi analoghi a quelli del mese precedente dalle variazioni dei salari e del numero di occupati. Il **tasso di risparmio** dovrebbe essere ancora in flessione, a 4,9%, e continuare a finanziare la spesa delle famiglie in questa fase di prezzi in rialzo superiore a quello dei salari. Il **deflatore dei consumi** è atteso in aumento di 1% m/m (6,8% a/a), con un ampio contributo di energia e alimentari. Il **deflatore core** dovrebbe registrare una variazione di 0,5% m/m (4,7% a/a), più contenuta rispetto a quella del CPI core (0,7% m/m), per via del minore peso della componente abitazione, in parte compensato da una ripresa prevista per la sanità. I dati dei prezzi dovrebbero confermare le preoccupazioni della Fed per la diffusione di aumenti ampi: a maggio, più del 50% della spesa aveva prezzi con rialzi maggiori o uguali a 5% ann.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a luglio (finale) dovrebbe confermare il modesto rimbalzo visto con la lettura preliminare e stabilizzarsi a 51,5. Le **aspettative di inflazione** a 5 anni potrebbero risalire marginalmente dopo la correzione di 3 decimi a 2,8%.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (25-31 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 25/7	10:00	GER	IFO	**	lug	92.3	90.5	88.5
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		lug	99.3	98.2	97.0
	10:00	GER	IFO (attese)		lug	85.8	83.0	80.0
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		lug	-1.8		
Mar 26/7	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		mag	21.2	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mag	1.6	%	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	giu	0.696	Mln	0.657
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	lug	98.7	98.5	99.3
Mer 27/7	08:00	GER	Fiducia consumatori		ago	-27.4	-29.0	
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		lug	82		82
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		lug	98.3		97.5
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	lug	110.0		108.5
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	giu	5.6	%	5.5
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim.	*	giu	0.8	%	-0.2
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim.	*	giu	0.7	%	0.4
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim.		giu	-104.3	Mld \$	
Gio 28/7	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mag	2.7	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mag	22.0	%	
	11:00	BEL	PIL t/t prelim.		T2	0.5	%	0.0
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		giu	-0.6	Mld €	
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	lug	104.0	102.0	102.0
	11:00	EUR	Fiducia servizi		lug	14.8		12.5
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		lug	prel -27.0		-27.0
	11:00	EUR	Fiducia industria		lug	7.4		4.2
	14:00	GER	IPCA a/a prelim.	*	lug	8.3	%	8.1
	14:00	GER	IPCA m/m prelim.	**	lug	-0.1	%	0.4
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim.	*	lug	7.6	%	7.4
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim.	**	lug	0.1	%	0.6
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T2	-1.6	%	0.9
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	251	x1000	
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.384	Mln		
Ven 29/7	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		giu	2.6	%	2.5
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		giu	1.2		1.3
	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		giu	3.7 (3.6)	%	2.8
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim.		giu	-7.5	%	3.7
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		lug	32.1		
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T2	-0.2	%	0.2
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	giu	0.7	%	
	08:00	GER	PIL s.a. t/t prelim.	**	T2	0.2	%	0.1
	08:00	GER	PIL s.a. a/a prelim.	*	T2	3.8	%	1.7
	08:00	GER	Prezzi import a/a		giu	30.6	%	
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim.	*	lug	6.5	%	6.7
	09:00	SPA	PIL t/t prelim.	**	T2	0.2	%	0.4
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim.		lug	10.0	%	
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	lug	133	x1000	-5
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		lug	5.3	%	5.3
	10:00	ITA	PIL t/t prelim.	**	T2	0.1	%	0.3
	10:00	ITA	PIL a/a prelim.	*	T2	6.2	%	
	10:30	GB	Credito al consumo		giu	0.844	Mld £	
11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T2	5.4	%	3.4	
11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T2	0.5	%	0.1	

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (25-31 luglio) - continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven 29/7	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	*	lug	8.0	%	8.0
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	**	lug	1.2	%	0.5
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim.	*	lug	8.5	%	8.5
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim.	**	lug	1.2	%	-1.0
	11:00	ITA	PPI a/a		giu	34.6	%	
	11:00	ITA	PPI m/m		giu	0.6	%	
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	lug	8.6	%	8.8
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	lug	4.6	%	4.7
	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T2	1.4	%	1.1
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	giu	0.3	%	0.5
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	giu	0.2	%	0.9
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	giu	4.7	%	4.7
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	giu	6.3	%	6.8
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		giu	0.5	%	0.5
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	lug	56.0		56.0
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		lug	prel 51.1		51.1
Dom 31/7	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	lug	50.2		
	03:30	CN	PMI composito - Caixin		lug	54.1		
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		lug	54.7		

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 (25-29 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar 26/7	01:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di giugno
Mer 27/7	20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso Fed funds +75pb a 2,25% - 2,50%)
	20:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio 28/7	15:00	ITA	Discorso di Visco (Banca d'Italia)
Ven 29/7	01:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di luglio

Note: (**) molto importante; (*) importante
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Mercato Immobiliare NAHB	lug	67		65	55
Acquisti netti att. finanziarie (I/term.)	mag	87.2 (87.7)	Mld \$		155.3
Licenze edilizie	giu	1.695	Mln	1.650	1.685
Nuovi cantieri residenziali	giu	1.591 (1.549)	Mln	1.580	1.559
Vendite di case esistenti (mln ann.)	giu	5.41	Mln	5.38	5.12
Richieste di sussidio	settim	244	x1000	240	251
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.333 (1.331)	Mln	1.340	1.384
Indice Philadelphia Fed	lug	-3.3		0.0	-12.3
Indice anticipatore m/m	giu	-0.6 (-0.4)	%	-0.5	-0.8
Markit PMI Composito prelim.	lug	52.3			
Markit PMI Manif. prelim.	lug	52.7		52.0	
Markit PMI Servizi prelim.	lug	52.7		52.6	

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

I **cantieri residenziali** hanno registrato la quarta flessione consecutiva, calando a 1,599 mln, mentre le **licenze** hanno segnato un calo a 1,685 mln, da 1,695 mln di maggio. Per entrambe le variabili la forte correzione del comparto unifamiliare è stata almeno parzialmente controbilanciata da un incremento del comparto multi-familiare. Come indicato dall'indagine di **fiducia dei costruttori** di luglio, crollata a 55 da 67 di giugno, la frenata delle costruzioni è da attribuire al calo di accessibilità delle case per i potenziali acquirenti e all'aumento dei costi. Il risultato potrebbe essere un trend verso l'alto degli affitti più marcato e prolungato del previsto. Le **vendite di case esistenti** sono calate ancora a giugno, con una correzione a 5,12 mln, da 5,41 mln, e un netto rallentamento della crescita dei prezzi, a 13,2% a/a, da 15% a/a.

L'indice della **Philadelphia Fed** di luglio ha mostrato un calo maggiore delle attese, scendendo a -12,3 da -3,3 di giugno. La maggioranza delle imprese (61%) riporta stagnazione dell'attività, ma la percentuale che riporta correzione supera quella con attività in aumento. Gli ordini sono in calo per il secondo mese consecutivo, pur a fronte di un incremento solido delle consegne. L'occupazione è ancora in crescita, a 19,4, ma in via di indebolimento. Anche gli indici a 6 mesi sono in territorio recessivo. Gli indici di prezzo, pur restando su livelli elevati, sono in calo. I dati danno supporto alla previsione di domanda debole nel 2° semestre.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** sono aumentate marginalmente a 251 mila, da 244 mila della settimana precedente, confermando il graduale, modesto trend di rialzo iniziato a maggio.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	giu	-2385.8	Mld ¥ JP	-1509.7	-1383.8
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	giu	2.1	%	2.2	2.2
CPI (naz.) a/a	giu	2.5	%		2.4
PMI manifatturiero prelim	lug	52.7			52.2

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

Il **CPI al netto degli alimentari freschi** a giugno è salito di un decimo a 2,2% a/a, spinto soprattutto dagli "alimentari ex-alimentari freschi". I sussidi pubblici per il contenimento dei prezzi energetici contribuiscono a contenere la dinamica dei prezzi per circa 0,7pp. Il trend verso l'alto dell'inflazione proseguirà per il resto dell'anno, ma la BoJ continua a segnalare la natura transitoria di tale rialzo e non intende modificare la politica monetaria in atto.

Il **PMI manifatturiero flash** a luglio ha corretto a 52,2 da 52,7, sui minimi da settembre scorso, con l'output in territorio recessivo e un netto calo degli ordini. Le imprese riportano persistenti pressioni sui prezzi, ma un miglioramento delle strozzature all'offerta.

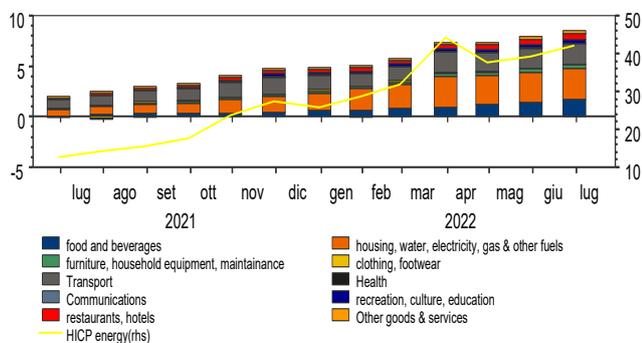
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	giu	8.6	%	8.6
EUR	CPI m/m finale	giu	0.8	%	0.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	giu	4.6	%	4.6
EUR	Fiducia consumatori flash	lug	-23.8	{-23.6}	-24.9
EUR	PMI servizi prelim	lug	53.0	52.0	50.6
EUR	PMI manifatturiero prelim	lug	52.1	51.0	49.6
EUR	PMI composito prelim	lug	52.0	51.0	49.4
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	lug	108	106	106
FRA	PMI servizi prelim	lug	53.9	52.7	52.1
FRA	PMI manifatturiero prelim	lug	51.4	50.8	49.6
GER	PPI m/m	giu	1.6	%	1.3
GER	PPI a/a	giu	33.6	%	33.9
GER	PMI servizi prelim	lug	52.4	51.2	49.2
GER	PMI manifatturiero prelim	lug	52.0	50.6	49.2

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

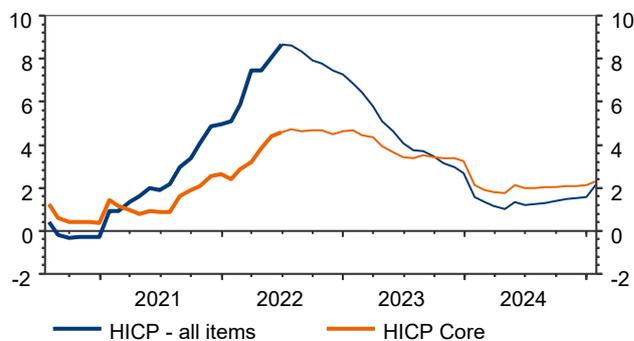
Area euro. La stima finale ha confermato che a giugno i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,8% m/m e l'indice core di +0,4% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono ancora da energia (+3,4% m/m), spinta al rialzo dai rincari dei carburanti (+5,2% m/m), ed alimentari (+1,1% m/m). Sul mese crescono anche i beni manufatti (+0,2 m/m) e i servizi (+0,2% m/m). L'inflazione headline, confermata a 8,6% a/a (in linea con le nostre attese e sopra la stima di consenso di 8,3%), e quella core, confermata a 4,6% a/a, sono sui massimi dal 1998 (ovvero da quando esistono i dati comparabili). Oramai è chiaro che il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici agli altri comparti è in atto e avrà un peso non trascurabile sulla dinamica annua dell'inflazione.

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



Fonte: Eurostat

Inflazione generale vs. inflazione sottostante

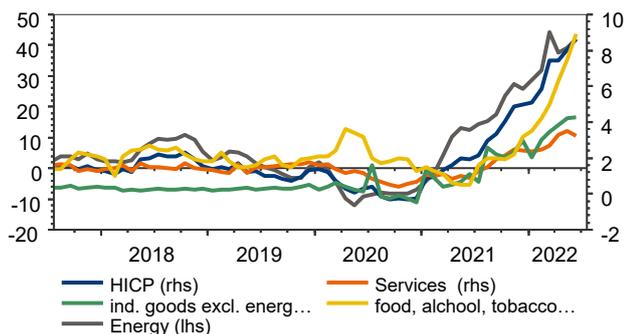


Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

La conferma viene dalla continua accelerazione della componente alimentare (8,9% a/a da 7,5%), che, oltre ai rincari energetici, incorpora le spinte derivanti dai problemi all'offerta legati al conflitto tra Russia e Ucraina e da fattori locali (la siccità in alcune zone produttive). La crescita dei beni manufatti ex-energia (a 4,3% a/a da 4,2% precedente) e di alcune sue componenti, come ad esempio arredamento ed elettrodomestici, segnala che le pressioni a monte della catena produttiva derivanti dai rincari delle materie prime e dalle strozzature all'offerta stanno diventando più pervasive. I servizi si confermano il settore meno impattato dai rincari energetici, essendo calati di un decimo a 3,4% a/a; gli incrementi osservabili, in particolare nel comparto alberghiero (17,2% a/a) e ristorazione (5,7% a/a) sembrano riflettere un adeguamento del livello dei prezzi alla normalizzazione della domanda dopo gli effetti dello shock pandemico; in giugno, i rincari nei servizi (che costituiscono il 42% dei consumi) spiegano soltanto il 16% della variazione mensile. L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere l'indice generale spostarsi lungo un

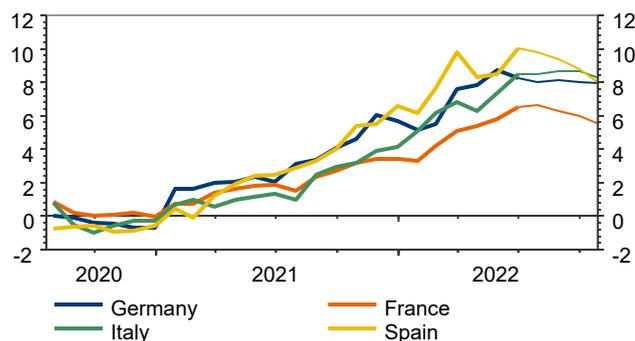
percorso di lenta discesa da agosto, lievemente più pronunciato rispetto alla dinamica di fondo, che invece è attesa raggiungere un punto di svolta più avanti, verosimilmente tra fine 2022 e inizio 2023. In sintesi, i prezzi dovrebbero crescere del 7,5% in media annua nel 2022 e intorno al 4,4% nel 2023; la componente core vedrà un'accelerazione oltre il 4% nel 2022 (dall'1,5% registrato lo scorso anno), per poi moderare al 3,8% il prossimo anno. In ogni caso, la dinamica dell'inflazione generale dipenderà molto anche dalla forza e dalla persistenza di shock attesi dal lato dell'energia e da fattori endogeni; per tali ragioni, i rischi sono verso l'alto.

Inflazione a/a per raggruppamento merceologico



Fonte: Eurostat

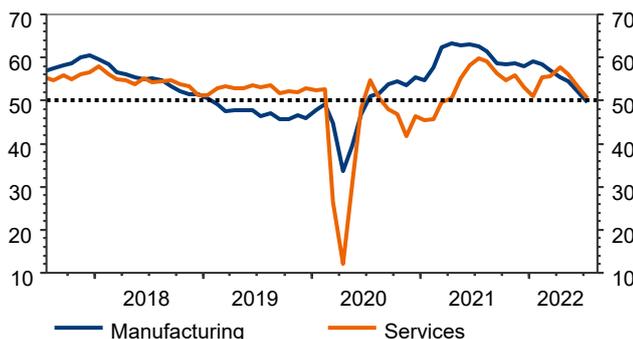
Andamento dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

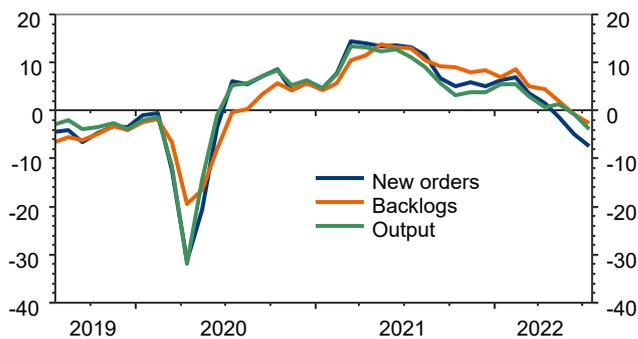
Area euro. I PMI flash di luglio hanno sorpreso al ribasso con ampie flessioni diffuse a manifattura (49,6 da 52,1) e servizi (50,6 da 53) che riportano l'indice composito (49,4 da 52) al di sotto della soglia critica che separa l'espansione dalla contrazione per la prima volta da inizio 2021, ma se si esclude il periodo della pandemia è dal 2013 che il PMI composito dell'Eurozona non scendeva sotto quota 50.

Area euro: economia in stallo a inizio trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

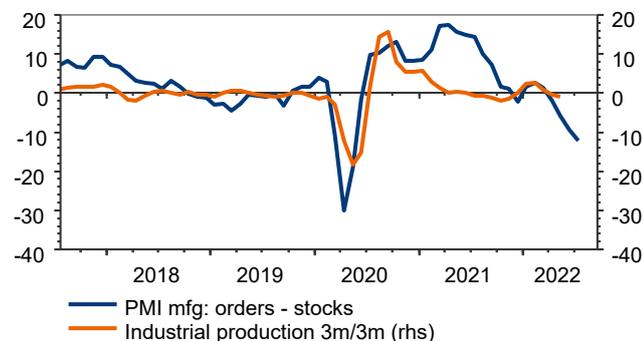
Peggiora la contrazione di ordinativi, produzione e commesse inevase che era già emersa a giugno



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

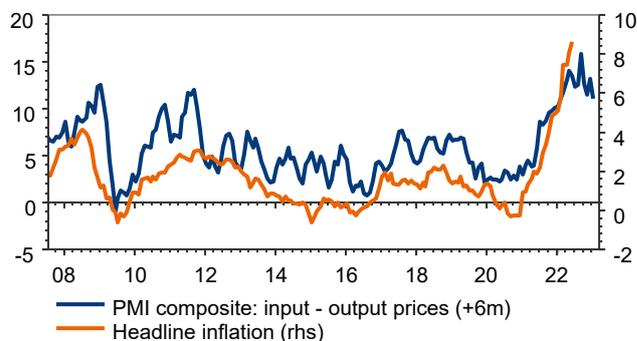
Nella **manifattura** si registra un peggioramento delle indicazioni di frenata della domanda e della produzione che erano già emerse a giugno, con ulteriori ampi cali degli indici relativi all'output, agli ordinativi e alle commesse inevase. Tornano a calare per la prima volta dal 2020 anche gli acquisti di input, mentre la crescita delle scorte di prodotti finiti accelera a ritmi mai registrati dall'inizio delle rilevazioni. In un contesto di calo della domanda, accumulo di merce invenduta ed elevata incertezza sulle forniture energetiche, è probabile che la fase di contrazione per la produzione industriale si estenda anche al 2° semestre.

La fase di debolezza per l'industria si estenderà anche al 2° semestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Nonostante il leggero attenuamento le pressioni sui prezzi restano su livelli record

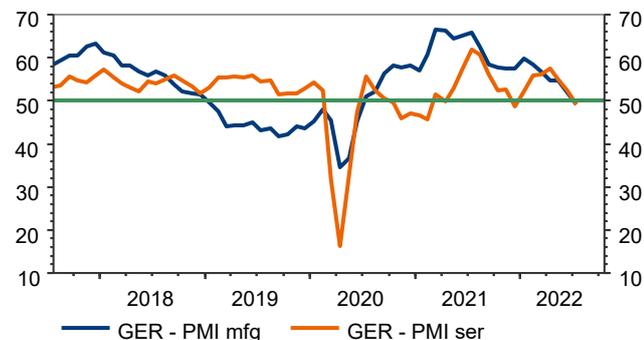


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Lo stallo dei **servizi** suggerisce invece che alla spinta delle riaperture, ormai in fase di esaurimento, stanno ormai subentrando gli effetti dei maggiori prezzi sulla domanda. I nuovi ordinativi tornano infatti a calare per la prima volta da aprile 2021 e i settori più colpiti sono stati proprio quelli che più avevano beneficiato dell'allentamento delle restrizioni (turismo, servizi ricreativi e trasporti), penalizzati dall'elevata inflazione, che erode i redditi dei consumatori, e da uno scenario ancora molto incerto.

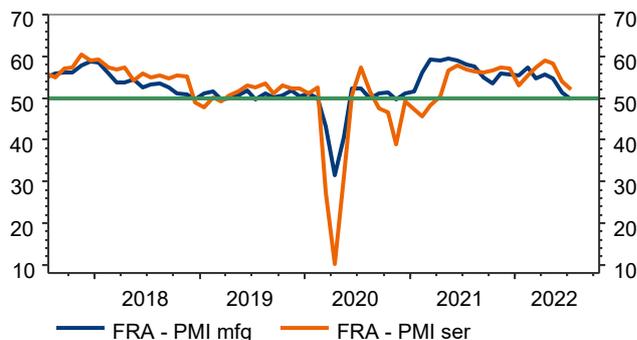
Al momento i PMI sono coerenti con una marginale contrazione nel 3° trimestre ma negli scorsi trimestri le indagini hanno mostrato una capacità predittiva complessivamente limitata. Tuttavia, i pesanti cali del morale a luglio segnalano un **rallentamento generalizzato dell'economia in area euro e ampi rischi al ribasso per la tenuta del ciclo nei prossimi mesi**.

Germania: manifattura e servizi in contrazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Francia: i servizi rallentano ma restano in espansione, la manifattura torna a contrarsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

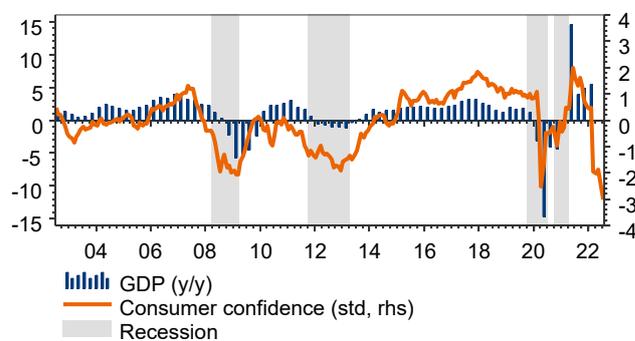
Area euro. A luglio l'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è calato per il secondo mese portandosi a -27 da un precedente -23,6, un nuovo minimo storico (nel pieno della prima ondata pandemica di aprile 2020 toccò -24,5). L'elevata inflazione, che incide sui redditi disponibili dei nuclei familiari e sull'incertezza sullo scenario, continua a penalizzare il morale e pone significativi rischi al ribasso sulla dinamica delle spese private e sulla tenuta del ciclo economico nel 2° semestre.

L'indice di fiducia dei consumatori tocca un minimo storico su livelli coerenti con una frenata dei consumi nei prossimi mesi...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, Commissione Europea DG Ecofin

... e segnala rischi al ribasso per la tenuta del ciclo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, Commissione Europea DG Ecofin

Germania. I **prezzi alla produzione** sono cresciuti di 0,6% m/m in giugno. L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria è scesa al 32,7% a/a dal 33,6% a/a precedente, ancora sostenuta dal rincaro dei prezzi energetici (86,1% a/a e 1,6% m/m) e dei beni intermedi (22,3% a/a e -0,6% m/m).

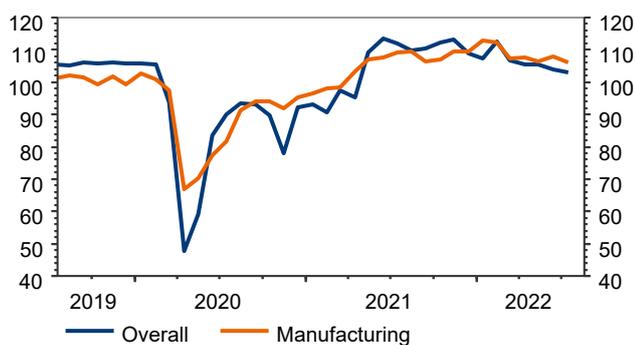
Italia. A maggio, la **produzione nelle costruzioni** è diminuita di -0,1% m/m rispetto ad aprile. Su base tendenziale, l'output si mantiene su ritmi molto elevati (+16,9% corretto per gli effetti di calendario). La produzione nel settore è in rotta per un aumento di 1,7% t/t nel 2° trimestre, ancora su ritmi più che espansivi ma meno vivaci rispetto ai trimestri precedenti. Il quadro per il settore rimane comunque favorevole: nel 1° trimestre 2022 i permessi di costruzione sono cresciuti per il terzo trimestre consecutivo (4% da 1,2% t/t per il numero di abitazione e di 3,7% da 2,3% t/t in termini di superficie utile abitabile).

Italia. A maggio le **esportazioni** sono cresciute, per il quinto mese, di 4,8% m/m da un precedente 1,7% mentre le **importazioni** sono risultate sostanzialmente stagnanti (+0,3% m/m) dopo l'ampio incremento di 7,1% m/m registrato ad aprile. In questa fase i dati sul commercio internazionale continuano ad essere guidati dalle dinamiche di prezzo e la frenata dell'import è spiegata anche dalla stabilizzazione dei valori medi d'acquisto per la prima volta in 20 mesi. In particolare, il calo (temporaneo) dei listini di gas naturale e petrolio ha permesso a maggio un modesto ridimensionamento del deficit energetico a -8,3 miliardi da -9,1 miliardi di aprile (un anno prima era fermo a -3 miliardi). Il disavanzo nell'interscambio di energia continua quindi a condizionare il saldo commerciale: in sostanziale pareggio (-12 milioni) da 5,6 miliardi a maggio 2021; a fronte di un avanzo per i prodotti non energetici pari a 8,2 miliardi (8,4 miliardi un anno prima).

Francia. L'indice INSEE di **fiducia delle imprese manifatturiere** ha registrato un calo di due punti a luglio, a 106 (in linea con il consenso), riportandosi dunque sui minimi da circa un anno, coerentemente con le indicazioni giunte dai PMI, e con un grado di incertezza economica stabile su livelli elevati. Anche l'indice composito ha subito un calo, sebbene più moderato (di un punto), a 103, sulla scia di un peggioramento del morale esteso ai servizi (da 108 a 107) e costruzioni (da 114 a 113), a fronte di una stabilità nel commercio al dettaglio e all'ingrosso. I risultati dell'indagine trimestrale sui fattori che limitano la produzione hanno mostrato come il 46% delle imprese ha segnalato difficoltà di approvvigionamento (si tratta di un massimo assoluto), mentre il 27% lamenta difficoltà di reperimento di manodopera (anche in questo caso, si tratta di un massimo dall'inizio delle rilevazioni ovvero dal 1991), estesa a tutti i comparti manifatturieri. L'indagine INSEE di luglio evidenzia come anche la Francia stia risentendo degli effetti combinati prodotti dal conflitto in Ucraina, dalla politica "zero-Covid" in Cina -che ha determinato una recrudescenza nelle difficoltà di approvvigionamento delle imprese- ma soprattutto dalla accelerazione nella crescita dei prezzi. Nel 2° trimestre l'economia transalpina potrebbe risultare pressoché stagnante, evidenziando una dinamica dei consumi privati più debole di quanto da

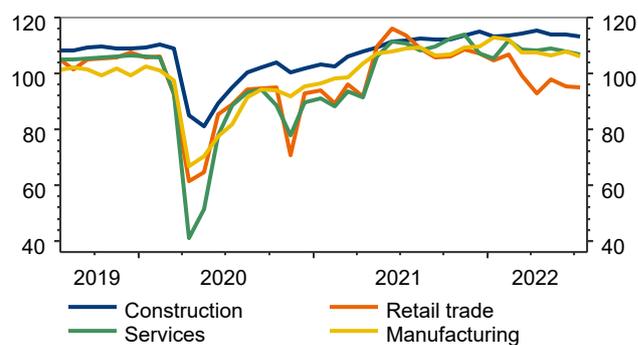
noi stimato nel nostro aggiornamento di scenario di giugno; una modesta riaccelerazione è attesa nel 2° semestre, ma i rischi restano verso il basso (soprattutto quelli legati allo shock sui prezzi, mentre i rischi di razionamento energetico per la Francia appaiono più contenuti che per altre economie europee).

A luglio, peggiora il morale sia nella manifattura che negli altri settori produttivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Permangono difficoltà nei settori dei servizi e del commercio (dai quali ci si attendeva un recupero)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Cina

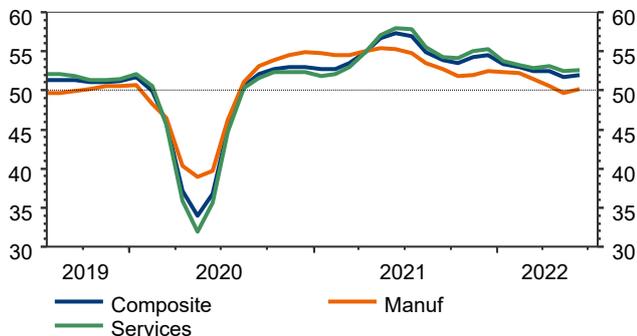
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	lug	3.70	%	3.70
Tasso prime rate a 5 anni	lug	4.45	%	4.45

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

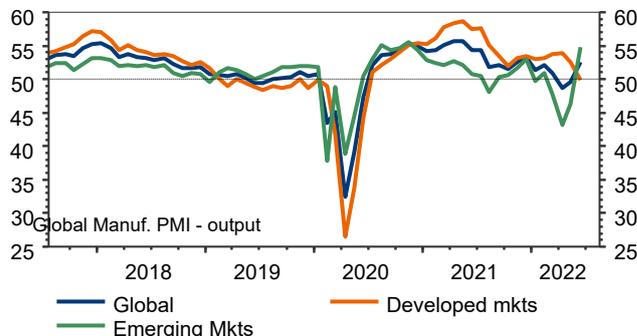
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



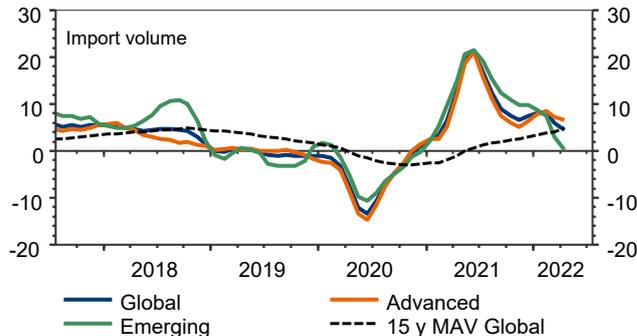
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



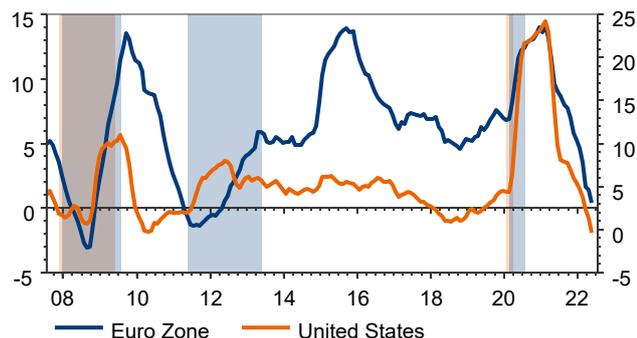
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



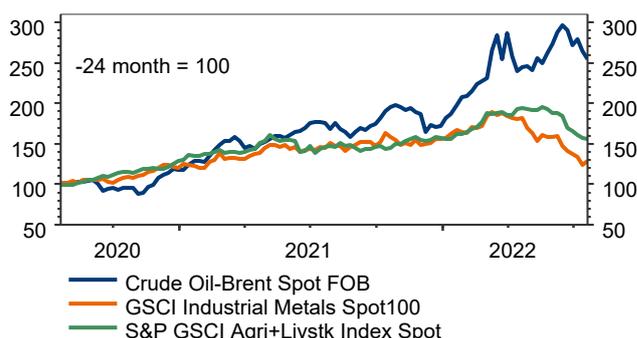
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

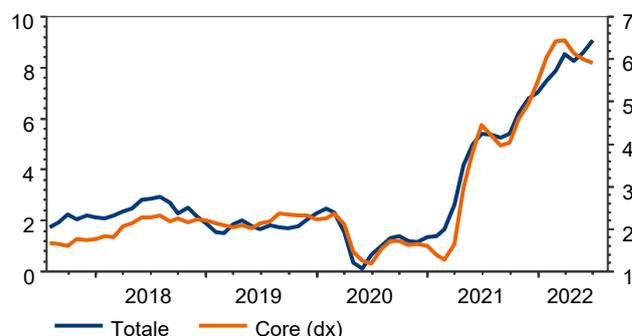
Stati Uniti

Indagini ISM



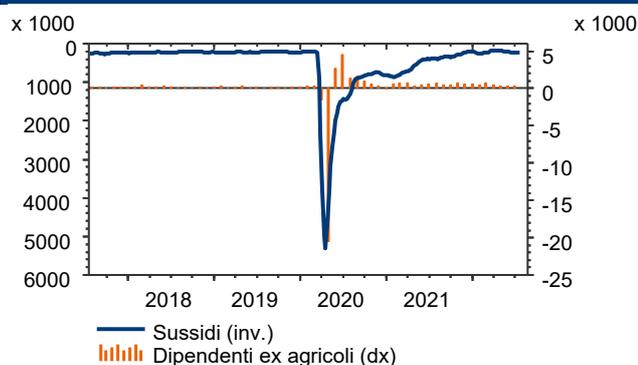
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



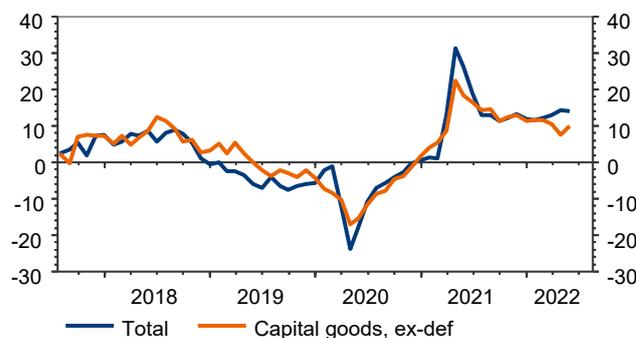
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

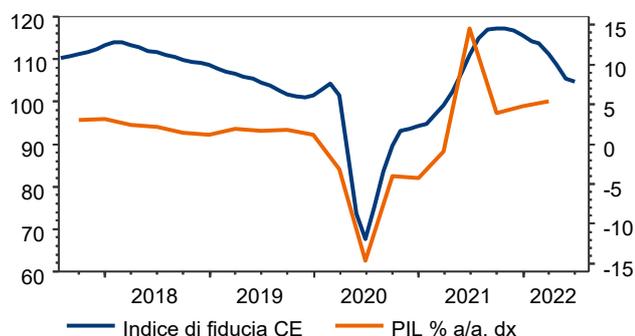
Previsioni

	22lug	2021	2022	2023	2021				2022				2023
					T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
PIL (prezzi costanti,a/a)		5.7	2.0	1.6	12.2	4.9	5.5	3.5	2.0	1.9	0.8	1.5	
- trim./trim. annualizzato					6.7	2.3	6.9	-1.6	0.6	2.0	2.2	1.3	
Consumi privati		7.9	2.6	1.8	12.0	2.0	2.5	1.8	1.7	1.8	2.0	1.8	
IFL - privati non residenziali		7.4	5.2	3.3	9.2	1.7	2.9	10.0	4.2	3.2	4.5	3.7	
IFL - privati residenziali		9.2	-3.2	-2.6	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-2.5	-8.3	-6.5	-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	5.3	5.0	7.6	-5.3	22.4	-4.8	9.8	6.5	5.5	4.1	
Importazioni		14.0	9.6	3.8	7.1	4.7	17.9	18.9	1.5	2.3	3.1	5.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)		0.1	1.0	-0.1	-1.7	2.1	5.3	-0.1	-1.1	0.2	0.1	-0.2	
Partite correnti (% PIL)		-3.7	-4.7	-4.3									
Deficit Pubblico (% PIL)		-11.9	-4.7	-5.5									
Debito pubblico (% PIL)		150.7	146.8	146.8									
CPI (a/a)		4.7	8.0	3.4	4.8	5.3	6.7	8.0	8.6	8.4	6.9	5.3	
Produzione Industriale		4.9	4.7	1.2	1.6	0.9	1.2	1.2	1.5	0.9	0.2	0.0	
Disoccupazione (%)		5.4	3.6	3.9	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.7	

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

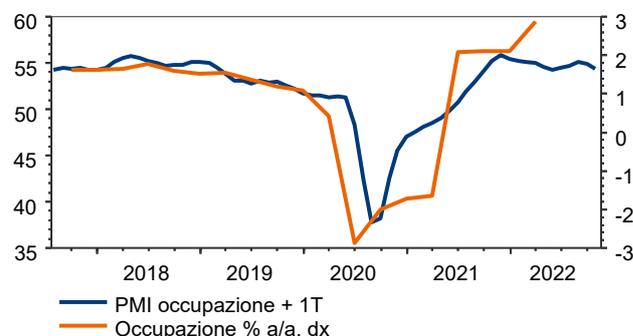
Area euro

PIL



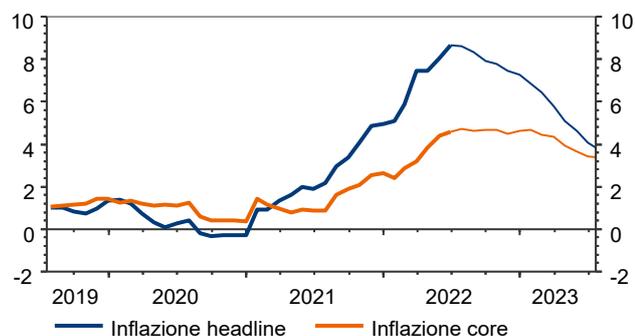
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

% 22lug	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	6.9
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	4.6
giugno	1.9	8.6	4.1
luglio	2.2	8.6	3.8
agosto	3.0	8.3	3.7
settembre	3.4	7.9	3.5
ottobre	4.1	7.8	3.2
novembre	4.9	7.4	3.0
dicembre	5.0	7.3	2.7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

22lug	2021	2022	2023	2021				2022				2023
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	2.9	1.4	14.6	3.9	4.8	5.4	3.4	1.6	1.4	1.1	
- t/t				2.1	2.3	0.4	0.5	0.2	0.5	0.2	0.2	
Consumi privati	3.6	3.1	1.5	3.8	4.6	-0.2	-0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	
Investimenti fissi	3.9	4.2	4.6	1.5	-0.7	3.6	-0.5	1.4	1.4	1.1	1.1	
Consumi pubblici	3.9	1.0	0.8	1.8	0.2	0.3	-0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	
Esportazioni	10.4	4.8	2.6	3.0	2.1	2.7	0.4	0.1	0.6	0.5	0.7	
Importazioni	8.1	5.3	2.9	3.4	1.5	4.8	-0.5	0.4	0.5	0.6	0.8	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.2	-0.6	-0.5	-0.3	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
Partite correnti (% PIL)	2.5	0.8	1.5									
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.3	-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	8.3	7.5	6.4	
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.0	0.7	23.7	5.9	0.2	-0.3	-0.3	0.5	-0.1	-1.4	
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	0.12	1.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.36	0.35	1.01	1.39	

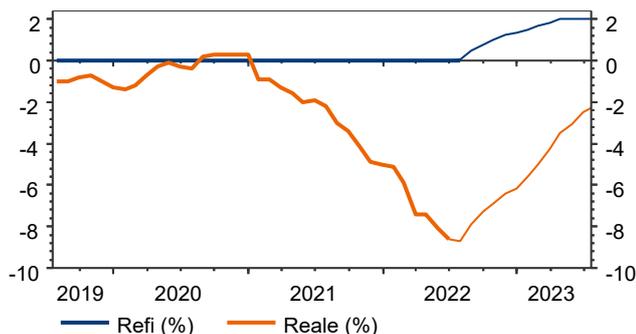
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	21/7	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00	1.50	2.00	2.00
Euribor 1m	-0.58	-0.53	-0.51	-0.17	0.35	0.89	1.40	1.54
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	0.20	0.68	1.11	1.52	1.57

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

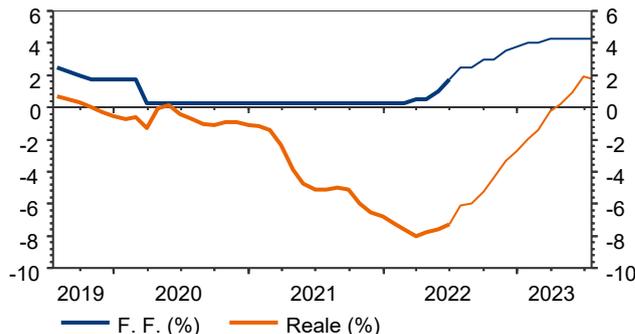


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	21/7	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	2.57	2.84	3.73	4.23	4.29

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

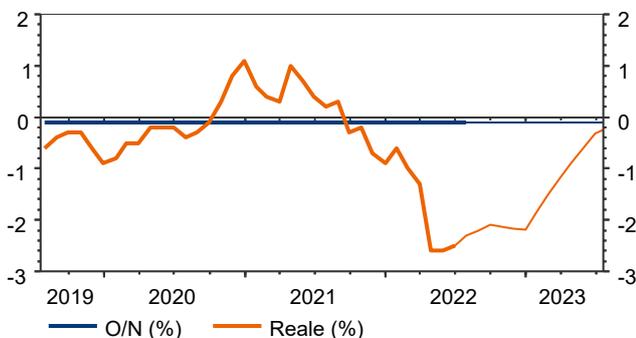


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	21/7	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	-0.02	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

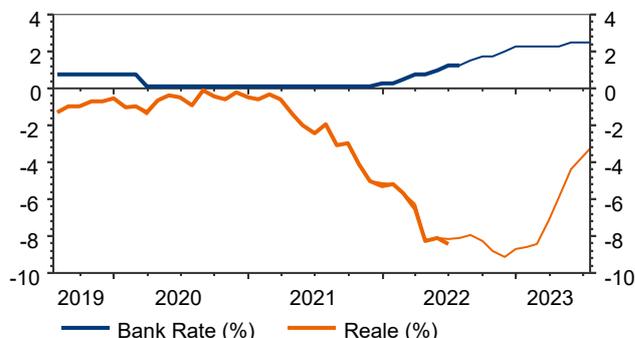


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	21/7	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	1.90	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	22/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.16	1.18	1.13	1.08	1.05	1.0148	1.00	1.06	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	107	110	114	128	136	137.49	138	134	130	128	124
GBP/USD	1.27	1.38	1.36	1.28	1.23	1.1928	1.18	1.25	1.30	1.32	1.37
EUR/CHF	1.08	1.08	1.04	1.03	1.02	0.9819	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	124	130	129	139	143	139.55	138	142	144	145	146
EUR/GBP	0.91	0.86	0.84	0.84	0.86	0.8506	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
---------------	-------	---------------------------------