

Weekly Economic Monitor

Il punto

Stati Uniti - Inflazione ostinatamente elevata, crescita in frenata: sempre più difficile per la Fed mantenere la rotta. Il FOMC ha alzato i tassi di 75pb, di nuovo, ma ha sospeso la guidance "relativamente chiara" delle ultime riunioni, segnalando la crescente dipendenza della politica monetaria dai dati. Le difficoltà per la Fed sono riassunte dai dati del PIL del 2° trimestre: ampie sorprese verso il basso dalla domanda finale domestica privata e prezzi in aumento a ritmi intollerabili. L'andamento del mercato del lavoro e le variazioni mensili dei prezzi saranno la chiave per il ritmo dei rialzi dei tassi.

I market mover della settimana

Nell'area euro i dati di produzione industriale di giugno dovrebbero registrare una contrazione in Germania e Italia (i Paesi più colpiti dalla crisi del gas), mentre si potrebbe vedere un parziale recupero, dopo la debolezza degli ultimi mesi, in Francia. La prima stima dei PMI di luglio in Italia dovrebbe vedere una contrazione diffusa a manifattura e servizi. La disoccupazione dovrebbe risultare in salita a giugno sia in Italia che nel complesso dell'area euro. Infine, nell'Eurozona verranno rilasciati dati di giugno sulle vendite al dettaglio, attese in sostanziale stagnazione, e sul PPI, che dovrebbe mostrare un'accelerazione su base congiunturale rispetto al mese precedente.

Negli Stati Uniti, in settimana, verranno pubblicati i principali dati macroeconomici di luglio. Il rapporto sul mercato del lavoro di luglio dovrebbe confermare un modesto rallentamento della dinamica occupazionale, in parte dovuta a una domanda più moderata e in parte ancora ai persistenti freni dal lato dell'offerta. Il tasso di disoccupazione dovrebbe essere ancora stabile a 3,6%, in linea con una situazione di eccesso di domanda. Gli indici ISM a luglio dovrebbero correggere ulteriormente, pur restando in territorio espansivo: i nuovi ordini dell'ISM manifatturiero, già sotto 50 a giugno, saranno da monitorare per valutare i crescenti rischi di recessione. Fra i dati di giugno, la spesa in costruzioni dovrebbe essere in modesto rialzo e il deficit della bilancia commerciale dovrebbe ridursi ulteriormente.

29 luglio 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

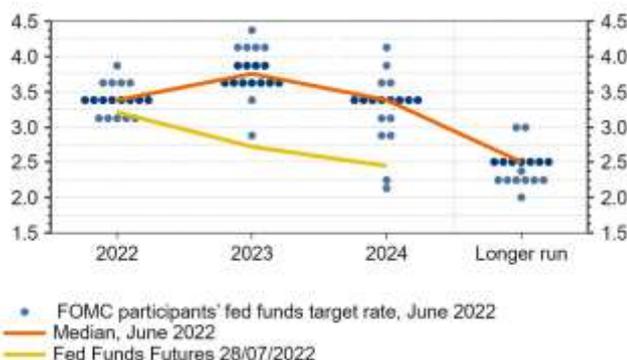
Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

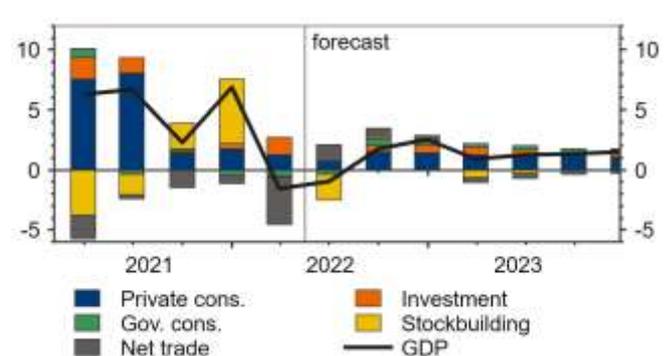
Andrea Volpi
Economista - Area euro

La forbice fra le proiezioni del FOMC e quelle del mercato si è ampliata ulteriormente



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

PIL USA: un'altra frenata nel 2° trimestre



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Il punto

Stati Uniti - Inflazione ostinatamente elevata, crescita in frenata: sempre più difficile per la Fed mantenere la rotta. Il FOMC ha alzato i tassi di 75pb, di nuovo, ma ha sospeso la guidance "relativamente chiara" delle ultime riunioni, segnalando la crescente dipendenza della politica monetaria dai dati. Le difficoltà per la Fed sono riassunte dai dati del PIL del 2° trimestre: ampie sorprese verso il basso dalla domanda finale domestica privata e prezzi in aumento a ritmi intollerabili. L'andamento del mercato del lavoro e le variazioni mensili dei prezzi saranno la chiave per il ritmo dei rialzi dei tassi.

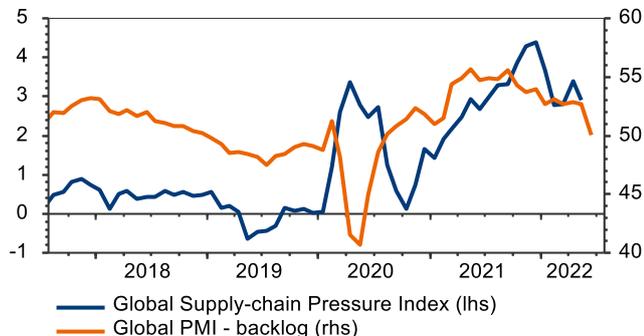
- La riunione del FOMC si è conclusa con **un rialzo di 75pb**, votato all'unanimità, l'indicazione di **ulteriori rialzi** e la **sospensione della fase di forward guidance relativamente dettagliata** in atto da maggio. L'inflazione rimane il focus della banca centrale e richiede "continui (ongoing) aumenti" dei fed funds e il **messaggio della Fed rimane relativamente hawkish, sempre preoccupato dalla dinamica dei prezzi e dal mercato del lavoro sotto pressione**.
- Tuttavia, secondo Powell, con i tassi sulla soglia del livello neutrale, "è ora di muoversi riunione per riunione e non offrire il tipo di indicazioni chiare che abbiamo fornito sulla strada verso la neutralità". In particolare, Powell ha affermato che, per quanto riguarda settembre, "un altro aumento inusualmente ampio potrebbe essere appropriato, ma non è una decisione che prendiamo ora; è una (decisione) che prenderemo sulla base dei dati che vedremo". In sostanza, **il FOMC non esclude un'altra mossa da 75pb, ma lascia la strada aperta a un intervento più contenuto, possibilmente di 50pb**, senza vincolarsi in anticipo. Da qui al 21 settembre, data della prossima riunione, ci saranno molte informazioni rilevanti, fra cui due CPI e due rapporti sul mercato del lavoro. Powell ha anche citato l'uscita dell'Employment Cost Index di oggi come un elemento di rilievo per il quadro della spirale salari-prezzi.
- Il **comunicato stampa** è poco variato rispetto a giugno. La valutazione congiunturale ora afferma che "indicatori recenti di spesa e produzione si sono indeboliti", ma nonostante ciò si rileva di nuovo che l'occupazione è aumentata a un ritmo robusto. Sull'inflazione, le pressioni sui prezzi degli alimentari sono state aggiunte alle preoccupazioni causate da quelli energetici e dalla diffusione di variazioni ampie. È stato però eliminato il riferimento alle difficoltà sul fronte delle catene globali del valore causate dai lockdown in Cina.
- Nella **discussione sulla politica monetaria**, Powell ha ribadito che nonostante i recenti segnali di rallentamento dell'attività, l'economia è ancora in una fase di eccesso di domanda che richiede una politica monetaria almeno "moderatamente restrittiva". Powell ha riconosciuto che "gli aumenti dei tassi sono stati ampi e sono arrivati in fretta", e che probabilmente non hanno ancora dispiegato completamente i loro effetti sull'economia. Discutendo l'indebolimento della spesa delle famiglie e dell'attività nel settore immobiliare residenziale, secondo Powell comincia a esserci evidenza che si stia materializzando in parte il rallentamento che la Fed pensa debba avvenire. Ma il Presidente ha anche aggiunto che la crescita in frenata non è sufficiente a far rallentare i rialzi, per ora, perché per arrivare in territorio restrittivo è necessario scendere sotto la crescita potenziale. Inoltre, Powell ha reiterato che a suo avviso gli Stati Uniti non sono in recessione, dato che "ci sono troppe aree dell'economia che stanno andando troppo bene", primo fra tutti il mercato del lavoro. Riguardo al sentiero futuro dei tassi, Powell non si è sbilanciato ma ha fatto riferimento alle proiezioni di giugno, che vedono un punto di arrivo nel 2023 intorno al 4%.
- In conclusione, per ora **il FOMC rimane concentrato sulla lotta all'inflazione** e ribadisce che vorrà vedere "evidenza convincente che l'inflazione sta rallentando" e che ulteriori rialzi potranno ancora essere inusualmente ampi, ma dipenderanno dai dati in arrivo. La Fed dovrà essere "flessibile", ma sarà necessario "un periodo di crescita sotto il potenziale e di indebolimento delle condizioni del mercato del lavoro". La nostra previsione è che nei prossimi mesi non ci siano i segnali convincenti di rallentamento dell'inflazione richiesti dalla Fed, ma che si estendano le indicazioni di rallentamento della domanda. Pertanto, **manteniamo la previsione di un rialzo di 50pb a settembre** e a novembre, prima di una transizione, attesa per dicembre, a rialzi di 25pb, con un **punto di arrivo intorno a 4% nei primi**

mesi del 2023. Queste previsioni sono comunque soggette all'evoluzione dei dati, in particolare quelli sul mercato del lavoro e sugli investimenti delle imprese, che dovrà essere pesata di fronte all'inerzia dell'inflazione.

- La riunione del FOMC si è conclusa subito prima della pubblicazione del dato deludente del PIL del 2° trimestre, che era già a disposizione della Fed, ma che mette una luce più cupa sulle prospettive del ciclo USA. La **stima advance del PIL del 1° trimestre** ha registrato una contrazione di -0,9% t/t ann., dopo -1,6% t/t ann. del 1° trimestre. L'aspettativa era per un dato debole, frenato principalmente dalle scorte. Tuttavia, i dati hanno evidenziato, oltre a un ampio contributo negativo delle scorte, pari a circa -2pp, anche un **netto indebolimento della domanda finale domestica privata**, invariata su base trimestrale. Gli **investimenti residenziali** hanno corretto di -14% t/t ann. e, con un segnale più preoccupante, gli **investimenti fissi non residenziali** sono stati marginalmente negativi, con la prima contrazione del comparto macchinari da giugno 2020. I consumi sono cresciuti di 1% t/t ann., con i servizi in forte crescita (4,1% t/t ann.), contrastati però dalle ampie flessioni dei beni. Anche la spesa pubblica ha registrato un calo, che tuttavia non preoccupa perché è transitorio e collegato al rilascio delle riserve strategiche di petrolio effettuato per calmierare i prezzi in primavera. Il canale estero ha contribuito positivamente per 1,4pp.
- Guardando avanti, alla luce dei dati del 2° trimestre, si conferma che la **transizione dalla domanda di beni a quella di servizi continuerà a pesare sulla crescita**, con una combinazione di freni da diverse componenti: consumi, investimenti in macchinari e scorte. A questi si aggiunge la contrazione degli investimenti residenziali, che dovrebbe proseguire ancora per diversi trimestri. **Con i dati correnti, l'economia USA è in una fase di significativa debolezza, che però non si può definire (per ora) una recessione**, alla luce della continua espansione dell'occupazione e dell'andamento del reddito più positivo rispetto a quello del PIL, almeno fino al 1° trimestre (ultimo dato disponibile). Come noto, l'NBER non definisce una recessione sulla base non del numero di trimestri negativi del PIL, bensì dell'indebolimento diffuso delle principali variabili di attività, in particolare occupazione e reddito reale. Saranno soprattutto importanti eventuali revisioni nelle stime successive di PIL e reddito, oltre che il sentiero degli investimenti non residenziali e dell'occupazione. Le implicazioni dei dati del PIL per la politica monetaria sono miste. Infatti, a fronte della delusione sulla crescita della domanda finale domestica privata, si è registrato un andamento dell'inflazione in ulteriore aumento, con pressioni per il proseguimento dei rialzi dei tassi. **Per ora prevediamo che la Fed mantenga la rotta di restrizione monetaria, ma l'incertezza è aumentata in misura significativa e la svolta ciclica è ormai avviata.**

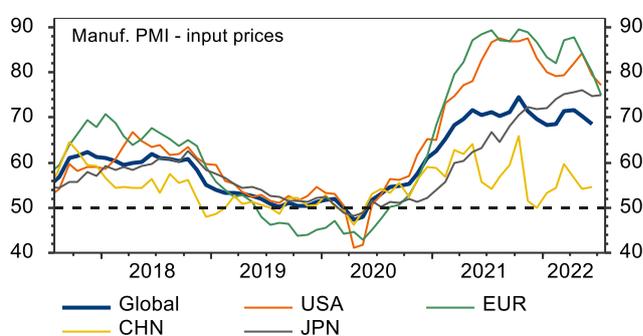
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



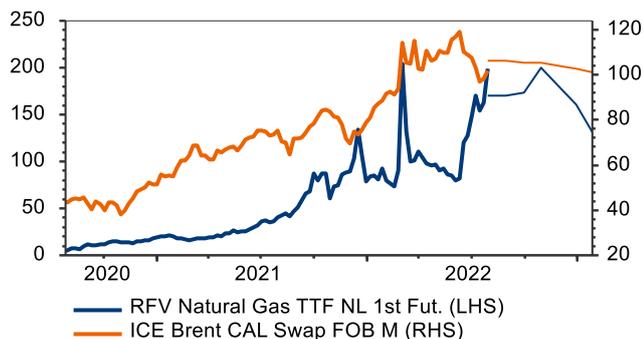
Fonte: New York Fed, IHS Markit

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



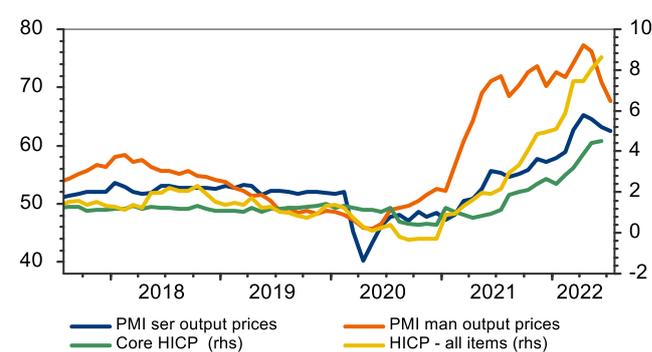
Nota: EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna. Fonte: Google LLC, Covid-19 Community Mobility Reports

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** i dati di produzione industriale di giugno dovrebbero registrare una contrazione in Germania e Italia (i Paesi più colpiti dalla crisi del gas), mentre si potrebbe vedere un parziale recupero, dopo la debolezza degli ultimi mesi, in Francia. La prima stima dei PMI di luglio in Italia dovrebbe vedere una contrazione diffusa a manifattura e servizi. La disoccupazione dovrebbe risultare in salita a giugno sia in Italia che nel complesso dell'area euro. Infine, nell'Eurozona verranno rilasciati dati di giugno sulle vendite al dettaglio, attese in sostanziale stagnazione, e sul PPI, che dovrebbe mostrare un'accelerazione su base congiunturale rispetto al mese precedente.

Negli **Stati Uniti**, in settimana, verranno pubblicati i principali dati macroeconomici di luglio. Il rapporto sul mercato del lavoro di luglio dovrebbe confermare un modesto rallentamento della dinamica occupazionale, in parte dovuta a una domanda più moderata e in parte ancora ai persistenti freni dal lato dell'offerta. Il tasso di disoccupazione dovrebbe essere ancora stabile a 3,6%, in linea con una situazione di eccesso di domanda. Gli indici ISM a luglio dovrebbero correggere ulteriormente, pur restando in territorio espansivo: i nuovi ordini dell'ISM manifatturiero, già sotto 50 a giugno, saranno da monitorare per valutare i crescenti rischi di recessione. Fra i dati di giugno, la spesa in costruzioni dovrebbe essere in modesto rialzo e il deficit della bilancia commerciale dovrebbe ridursi ulteriormente.

Lunedì 1° agosto

Area euro

- **Area euro.** La stima finale è attesa confermare che a luglio l'indice **PMI manifatturiero** è calato a 49,6 da 52,1 del mese precedente, su livelli coerenti con una contrazione dell'attività nel settore. L'indice è tornato al di sotto della soglia critica di 50 sia in Germania (49,2) che in Francia (49,6); la prima stima per l'Italia potrebbe vedere una discesa a 49,4 da un precedente 50,9.
- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** potrebbe essere cresciuto di un decimo a giugno, stimiamo al 6,7%. Le indagini congiunturali iniziano a mostrare un rallentamento delle intenzioni di assunzioni mentre, come evidenziato dai dati tedeschi già pubblicati, la contabilizzazione dei rifugiati provenienti dall'Ucraina nella forza lavoro potrebbe spingere al rialzo il numero dei disoccupati.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe tornare a salire marginalmente a giugno, a 8,2%, dopo che il miglioramento degli ultimi due mesi era spiegato in buona parte dal calo degli inattivi in presenza di un calo degli occupati. Le indagini stanno cominciando a segnalare, specie nell'industria, un calo delle intenzioni di assunzione da parte delle imprese.

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a luglio è previsto a 52,5 da 53 di giugno. Le indagini di settore a luglio sono state omogeneamente deboli a livello regionale, mentre il PMI flash ha registrato una correzione modesta, mantenendosi in territorio espansivo. Anche l'ISM dovrebbe riportare segnali di rallentamento ulteriore della domanda e il focus sarà sull'indice dei nuovi ordini, sceso marginalmente sotto 50 a giugno. Questo indice è un previsore relativamente accurato delle recessioni e persistenza in area recessiva e potrebbe essere un segnale rilevante per lo scenario dei prossimi trimestri.
- La **spesa in costruzioni** a giugno è attesa in aumento di 0,2% m/m dopo -0,1% m/m a maggio, con la componente residenziale in modesto aumento e un contributo positivo dal settore pubblico e dalle strutture non residenziali.

Mercoledì 3 agosto

Area euro

- **Area euro.** La seconda lettura dell'indice **PMI servizi** di luglio dovrebbe confermare il rallentamento a 50,6 da 53 di giugno con indicazioni di sostanziale stagnazione per il settore. Alla luce dei dati di Germania (49,2) e Francia (52,1) già pubblicati, nonché dell'indagine Istat, ci aspettiamo che in **Italia** l'indice relativo ai servizi cali a 49,9 da un precedente 51,6, portando il PMI composito a 49,5 da 51,3 di giugno, su livelli coerenti con una contrazione dell'attività economica.
- **Area euro.** A giugno l'indice **PPI** dovrebbe essere cresciuto di 1% m/m, in accelerazione da 0,7% m/m del mese precedente. Sul mese dovrebbe essere ancora stata la componente energetica a trainare i rincari, mentre il calo dei prezzi di alcuni metalli dovrebbe aver ridotto le pressioni sui beni intermedi. L'inflazione dei prezzi alla produzione è quindi attesa rallentare modestamente al 35,7% a/a da un precedente 36,3% a/a, su ritmi ancora coerenti con forti pressioni a monte delle filiere produttive.
- **Area euro.** Stimiamo che nel mese di giugno le **vendite al dettaglio** siano cresciute modestamente, di 0,1% m/m. Il secondo incremento congiunturale consecutivo non sarebbe comunque sufficiente a recuperare la pesante flessione registrata ad aprile, con le vendite che dovrebbero aver quindi chiuso il 2° trimestre in contrazione.

Stati Uniti

- L'**ISM non manifatturiero** a luglio è atteso in calo a 53 da 55,3 di giugno, in linea con la debolezza delle altre indagini del settore di questo mese. La Business Leaders Survey della NY Fed ha riportato contrazione dell'attività, occupazione circa stabile e salari sempre sotto pressione, con indicazioni piuttosto pessimistiche per lo scenario a sei mesi. Anche il PMI flash ha segnalato indebolimento della domanda corrente e attesa, pur in presenza di persistenti pressioni sui prezzi. Nei servizi, la ripresa dei contagi si somma all'indebolimento della domanda dovuto alle pressioni inflazionistiche, ma il settore rimane in espansione grazie allo spostamento della spesa dai beni durevoli.

Giovedì 4 agosto

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi in calo di -1% m/m in giugno, dopo la sostanziale stagnazione (+0,1% m/m) del mese precedente. Le indagini PMI e IFO segnalano un possibile peggioramento in luglio, che anticiperebbe una contrazione più marcata dell'attività produttiva nel trimestre corrente.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** dovrebbe registrare un deficit in chiusura a -80,5 mld a giugno da -85,6 mld di maggio, sulla base dei dati della bilancia preliminare dei beni che hanno mostrato esportazioni in rialzo di 2,5% m/m a fronte di un calo di -0,5% m/m delle importazioni. Il saldo dei servizi dovrebbe essere in modesto deterioramento, come a maggio, per gli effetti dei flussi turistici.

Venerdì 5 agosto

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** dovrebbe subire una contrazione in giugno, stimiamo di -0,4% m/m dopo il +0,2% di maggio; l'output stazionerebbe in territorio negativo su base annua (a -0,9% rettificato per gli effetti di calendario). L'industria dovrebbe aver dato un contributo negativo alla crescita nel trimestre primaverile, e il freno al PIL potrebbe risultare anche più ampio nella seconda parte dell'anno.

- **Francia.** La **produzione industriale** potrebbe essere cresciuta di 0,5% m/m (-0,2% a/a) a giugno, dopo la stagnazione registrata a maggio (e i cali riportati tra febbraio e aprile). Le indagini nel mese hanno segnalato un rallentamento dell'attività manifatturiera ma le alte temperature, superiori alla media stagionale, dovrebbero aver sostenuto la produzione di energia, attesa rimbalzare dopo la pesante contrazione registrata nel mese precedente.
- **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe subire un nuovo calo congiunturale a giugno, all'incirca della stessa entità di quello visto a maggio (-1% m/m). L'output chiuderebbe comunque il trimestre in crescita rispetto ai 3 mesi precedenti (+1,8% t/t), segnalando che l'industria potrebbe a sorpresa aver contribuito positivamente al PIL nel trimestre primaverile. Tuttavia, un impatto verosimilmente maggiore si vedrà nella seconda metà dell'anno, quando al persistente shock sui prezzi degli input si aggiungeranno i timori di razionamento dell'energia.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a luglio dovrebbero essere in aumento di 240 mila, dopo 372 mila di giugno. Gli indicatori della domanda di lavoro restano su livelli elevati e l'occupazione dovrebbe essere ancora frenata dalla carenza di offerta, anche se il trend dei sussidi di disoccupazione, in modesto rialzo da diverse settimane, punta a un raffreddamento delle pressioni sul mercato del lavoro. Due elementi saranno particolarmente rilevanti nei dati di luglio. Da un lato, sarà importante vedere se l'occupazione rilevata con l'indagine presso le famiglie torna a crescere e si riavvicina a quella rilevata presso le imprese dopo due mesi di divergenza ampia. In secondo luogo, la dinamica della forza lavoro sarà da monitorare, in seguito alla correzione di circa 300 mila a maggio e giugno, in parte causata dall'aumento dei casi di Covid. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere stabile a 3,6%. I **salari orari** sono attesi in rialzo di 0,3% m/m. Nel complesso, i dati dovrebbero mantenersi positivi, pur segnalando un trend di occupati in via di rallentamento, a causa di una domanda meno forte e di un'offerta sempre insufficiente.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (1-7 agosto)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	1/8	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 52.2		
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	lug	51.7	51.5	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	0.6	%	0.2	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		giu	-3.6	%	-8.0	
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	lug	50.9		49.3	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 49.6		49.6	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 49.2		49.2	
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	giu	8.1	%	8.1	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 49.6		49.6	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	lug	52.2		52.2	
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	giu	6.6	%	6.6	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		lug	52.3			
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		giu	-0.1	%	0.3	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	lug	53.0		52.9	
Mer	3/8	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	lug	54.5		
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		giu	-1.0	Mld €	-1.2
	09:45	ITA	PMI servizi	*	lug	51.6		49.9	
	09:50	FRA	PMI servizi finale		lug	prel 52.1		52.1	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	lug	prel 49.2		49.2	
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	lug	prel 49.4		49.4	
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	lug	prel 50.6		50.6	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		giu	7.0	%		
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	lug	53.3		53.3	
	11:00	EUR	PPI a/a		giu	36.3	%	35.7	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		giu	0.2	%	0.0	
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		lug	47.5			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		lug	47.0			
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		giu	1.6	%	0.4	
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	giu	prel 1.9	%		
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	giu	prel 0.3	%		
16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	lug	55.3		54.0		
Gio	4/8	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	giu	0.1	%	-0.6
		14:30	USA	Bilancia commerciale		giu	-85.6	Mld \$	-82.2
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	256	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.359	Mln	
Ven	5/8	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	giu	-0.5	%	1.5
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	giu	0.2	%	-0.3
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	giu	0.0	%	-0.3
		08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T2	0.4	%	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		giu	3.8	%	
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	giu	-1.1	%	-0.5
		14:30	USA	Salari orari m/m		lug	0.3	%	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	lug	3.6	%	3.6
14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	lug	372	x1000	255		
Dom	7/8	05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	lug	1.0	%	
		05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	lug	97.9	Mld \$	
		05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	lug	17.9	%	

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 (1-5 agosto)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	2/8	16:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
Mer	3/8	00:45	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Gio	4/8	10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		13:00	GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +50pb a 1,75%)
		13:30	GB	** Conferenza stampa di Bailey (BoE)
		18:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Ven	5/8	13:15	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mag	21.2	%	20.6	20.5
Indice dei prezzi delle case m/m	mag	1.5 (1.6)	%		1.4
Vendite di nuove case (mln ann.)	giu	0.642 (0.696)	Mln	0.660	0.590
Fiducia consumatori (CB)	lug	98.4 (98.7)		97.2	95.7
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	giu	0.8	%	-0.5	1.9
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	giu	0.5 (0.7)	%	0.2	0.3
Bilancia commerciale prelim	giu	-104.04	Mld \$		-98.18
Richieste di sussidio	settim	261 (251)	x1000	253	256
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.384	Mln	1.380	1.359
PIL t/t ann. advance	T2	-1.6	%	0.5	-0.9
Costo del lavoro	T2	1.4	%	1.2	
Deflatore consumi (core) a/a	giu	4.7	%	4.7	
Deflatore consumi a/a	giu	6.3	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	giu	0.2	%	0.9	
Redditi delle famiglie m/m	giu	0.5	%	0.5	
Deflatore consumi (core) m/m	giu	0.3	%	0.5	
PMI (Chicago)	lug	56.0		55.0	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	lug	51.1		51.1	

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

La **stima advance del PIL del 1° trimestre** ha registrato una contrazione di -0,9% t/t ann., dopo -1,6% t/t ann. del 1° trimestre. L'aspettativa era per un dato debole, frenato principalmente dalle scorte. Tuttavia, i dati hanno evidenziato, oltre a un ampio contributo negativo delle scorte, pari a circa -2pp, anche un **netto indebolimento della domanda finale domestica privata**, invariata su base trimestrale. Gli **investimenti residenziali** hanno corretto di -1,4% t/t ann. e, con un segnale più preoccupante, gli **investimenti fissi non residenziali** sono stati marginalmente negativi, con la prima contrazione del comparto macchinari da giugno 2020. I consumi sono cresciuti di 1% t/t ann., con i servizi in forte crescita (4,1% t/t ann.), contrastati però dalle ampie flessioni dei beni. Anche la spesa pubblica ha registrato un calo, che tuttavia non preoccupa perché è transitorio e collegato al rilascio delle riserve strategiche di petrolio effettuato per calmierare i prezzi in primavera. Il canale estero ha contribuito positivamente per 1,4pp. Guardando avanti, alla luce dei dati del 2° trimestre, si conferma che la transizione dalla domanda di beni a quella di servizi continuerà a pesare sulla crescita, con una combinazione di freni da diverse componenti: consumi, investimenti in macchinari e scorte. A questi si aggiunge la contrazione degli investimenti residenziali, che dovrebbe proseguire ancora per diversi trimestri. Con i dati correnti, l'economia USA è in una fase di significativa debolezza, che però non si può definire (per ora) una recessione, alla luce della continua espansione dell'occupazione e dell'andamento del reddito più positivo rispetto a quello del PIL, almeno fino al 1° trimestre (ultimo dato disponibile).

Le **vendite di case nuove** di giugno hanno mostrato una correzione a 590 mila, da 642 mila di maggio, in calo di -8,1% m/m e -17,4% a/a, con un ampio rialzo delle scorte di case, pari a 9,3 mesi di vendite e in linea con una contrazione attesa dell'attività di costruzione.

I **prezzi delle case** rilevati con l'indice S&P/Case-Shiller a maggio hanno registrato variazioni ancora elevate, nonostante il rialzo dei tassi sui mutui, con aumenti di 1,4% m/m e di 19,7% a/a.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a luglio è calata a 95,7 da 98,4 di giugno, con l'indice coincidente in flessione di circa 6 punti e quello delle aspettative poco variato. Le famiglie rimangono preoccupate per il rialzo dell'inflazione e dei tassi, e prevedono una riduzione degli acquisti di beni durevoli. La valutazione del mercato del lavoro è poco variata e resta positiva.

Gli **ordini di beni durevoli** di giugno hanno sorpreso verso l'alto, con una variazione di 1,9% m/m, spinta dal balzo nel comparto dell'aeronautica militare e segnali positivi anche per l'aggregato dei beni capitali al netto di difesa e trasporti, in aumento di 0,5% m/m.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	giu	1.24		1.25	1.27
Tasso di disoccupazione	giu	2.6		% 2.5	2.6
Vendite al dettaglio a/a	giu	3.7	(3.6)	% 2.8	1.5
Produzione industriale m/m prelim	giu	-7.5		% 3.7	8.9
Fiducia delle famiglie	lug	32.1			30.2

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

Il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile a giugno, a 2,6%.

La stima preliminare della **produzione industriale** di giugno ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 8,9% m/m, dopo -7,5% m/m a maggio, spinto da una ripresa nel comparto auto e in quello dei macchinari. Anche il fatturato ha segnato un incremento ampio, 4,6% m/m. Le proiezioni rilevate dal METI presso le imprese mostrano aspettative positive, che prevedono rialzi di 3,8% m/m e 6% m/m a luglio e agosto, rispettivamente.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	lug	-1.8			-2.8
BEL	PIL t/t prelim	T2	0.5	%	0.1	0.2
EUR	M3 dest. a/a	giu	5.6	%	5.4	5.7
EUR	Fiducia consumatori finale	lug	-23.8	(-27.0)	-27.0	-27.0
EUR	Fiducia servizi	lug	14.1	(14.8)	13.5	10.7
EUR	Indice di fiducia economica	lug	103.5	(104.0)	102.0	99.0
EUR	Fiducia industria	lug	7.0	(7.4)	6.0	3.5
EUR	PIL t/t 1a stima	T2	0.6	%	0.2	0.7
EUR	PIL a/a 1a stima	T2	5.4	%	3.4	4.0
EUR	CPI a/a stima flash	lug	8.6	%	8.6	8.9
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	lug	4.6	%	4.7	5.0
FRA	Fiducia consumatori	lug	82		80	80
FRA	PIL t/t prelim	T2	-0.2	%	0.2	0.5
FRA	Spese per consumi m/m	giu	0.4	(0.7)	-0.6	0.2
FRA	IPCA a/a prelim	lug	6.5	%	6.7	6.8
GER	IFO	lug	92.2	(92.3)	90.2	88.6
GER	IFO (sit. corrente)	lug	99.4	(99.3)	98.0	97.7
GER	IFO (attese)	lug	85.5	(85.8)	83.0	80.3
GER	Fiducia consumatori	ago	-27.7	(-27.4)	-28.9	-30.6
GER	IPCA m/m prelim	lug	-0.1	%	0.4	0.8
GER	IPCA a/a prelim	lug	8.2	%	8.1	8.5
GER	CPI (Lander) a/a prelim	lug	7.6	%	7.4	7.5
GER	CPI (Lander) m/m prelim	lug	0.1	%	0.6	0.9
GER	Prezzi import a/a	giu	30.6	%	29.9	29.9
GER	Tasso di disoccupazione	lug	5.3	%	5.4	5.4
GER	Variazione n° disoccupati	lug	132	(133) x1000	15	48
GER	PIL s.a. t/t prelim	T2	0.8	(0.2)	0.1	0.0
GER	PIL s.a. a/a prelim	T2	3.6	(3.8)	1.7	1.4
ITA	Fiducia consumatori	lug	98.3		96.6	94.8
ITA	Indice di fiducia delle imprese	lug	109.5	(110.0)	108.0	106.7
ITA	Fatturato industriale a/a	mag	22.0	%		23.6
ITA	Fatturato industriale m/m	mag	2.8	(2.7)	%	1.4
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	giu	-0.64	Mld €		-2.82
ITA	PIL a/a prelim	T2	6.2	%	3.7	4.6
ITA	PIL t/t prelim	T2	0.1	%	0.3	1.0
ITA	IPCA m/m prelim	lug	1.2	%	-0.9	-1.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	lug	8.0	%	8.1	7.9
ITA	IPCA a/a prelim	lug	8.5	%	8.8	8.4
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	lug	1.2	%	0.6	0.4
ITA	PPI a/a	giu	34.6	%		41.9
ITA	PPI m/m	giu	0.6	%		1.1
SPA	PIL t/t prelim	T2	0.2	%	0.4	1.1
SPA	IPCA a/a prelim	lug	10.0	%	10.4	10.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. Nel 2° trimestre il **PIL** in Eurozona è cresciuto dello 0,7% t/t (4% a/a), ben oltre le attese nostre e di consenso (ferme allo 0,2% t/t), in accelerazione dallo 0,5% t/t (5,4% a/a) registrato a inizio 2022. La sorpresa al rialzo dei dati relativi al 2° trimestre è spiegata dal rimbalzo dell'attività nei servizi, soprattutto turismo e ricreazione, dopo le restrizioni di inizio anno. I dati sono infatti risultati più solidi in quelle economie dove questi settori hanno un peso più rilevante (come Italia e Spagna, e la Francia più della Germania). La forza dei dati relativi alla primavera e le più recenti indagini congiunturali suggeriscono però che la spinta delle riaperture potrebbe perdere vigore già nel trimestre in corso, quando dovrebbe anche estendersi la fase di debolezza manifatturiera. Inoltre, il marcato deterioramento del morale dei consumatori segnala rischi al ribasso per la tenuta della domanda. Dopo un 2° trimestre più solido delle attese riteniamo che nel 3° trimestre la crescita del PIL possa rallentare su ritmi più modesti (la normalizzazione dei servizi e il turismo dovrebbero comunque offrire qualche sostegno), mentre sussistono severi rischi al ribasso per il ciclo tra il 4° trimestre del 2022 e il 1° trimestre del 2023. Al momento le nostre previsioni puntano

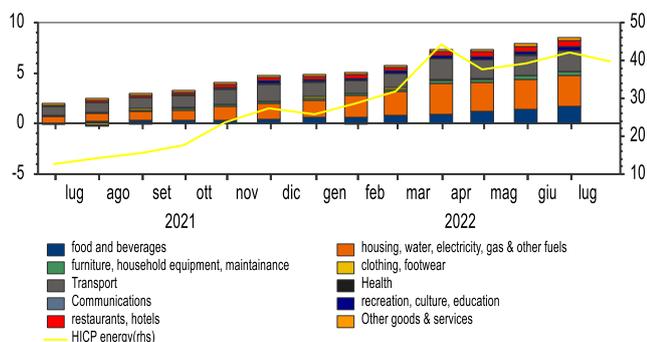
verso una sostanziale stagnazione dell'economia tra l'autunno e l'inverno, ma la possibilità di razionamento delle forniture di gas aumenta le probabilità di contrazione del PIL quando, per ragioni stagionali, i consumi di metano saranno più elevati.

Un robusto 1° semestre e un'eredità statistica particolarmente favorevole dal 2021 lasciano intravedere una crescita in media annua intorno al 3% nel 2022, ma la frenata attesa sul finale d'anno punta verso un marcato rallentamento nel 2023 quando la crescita del PIL potrebbe scendere, in media, verso l'1%, con rischi verso il basso.

Area euro. L'inflazione ha toccato l'8,9% a/a in luglio, un nuovo massimo dal 1998 (da quando esistono i dati comparabili). Il dato ha sorpreso al rialzo. All'aumento mensile di luglio (0,1% m/m) hanno contribuito in modo sproporzionato alimentari lavorati (1,4%) e servizi (1,1%). **La variazione tendenziale dell'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) è salita al 5% a/a (+0,1% m/m)**, dopo il 4,6% a/a di giugno, con l'inflazione che si allontana ancor di più dall'obiettivo BCE sia per i servizi (3,7% a/a), sia per i beni industriali non energetici (4,5% a/a). **Sul rialzo di luglio pesa il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici**, come dimostra l'accelerazione della componente alimentare e la crescita dei beni manufatti ex-energia, in particolare le componenti arredamento ed elettrodomestici. Le misure calmieranti dei governi, pur portando ad un calo dell'inflazione energetica, hanno spiazzato solo in parte tale effetto di trasmissione.

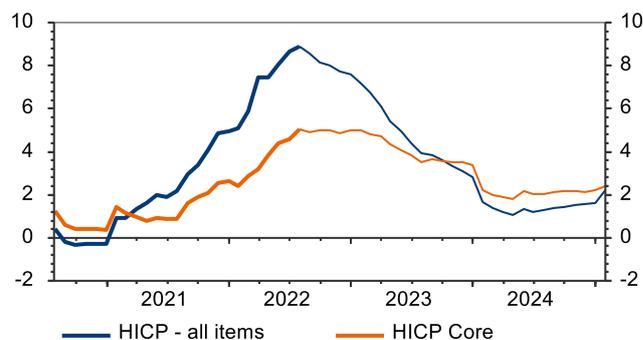
In sintesi, **rispetto ad un mese fa rivediamo al rialzo di tre decimi la nostra previsione di inflazione per quest'anno, al 7,6%, e di nove decimi quella per l'anno prossimo, al 4,6%**. La revisione è in buona parte concentrata sull'inflazione core, attesa ora al 4,3% nel 2022 e al 4% il prossimo anno. Il picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 3° trimestre 2022; un ritorno sotto il 2% si avrebbe solo nel 2024. Il rallentamento dell'indice generale, atteso da agosto, dovrebbe essere lievemente più pronunciato e legato ad effetti base negativi della componente energia.

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



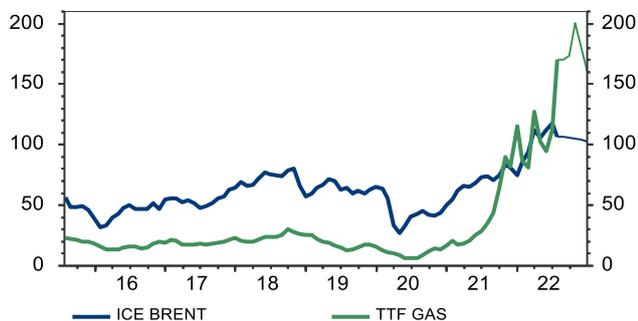
Fonte: Eurostat

Inflazione generale vs. Inflazione sottostante



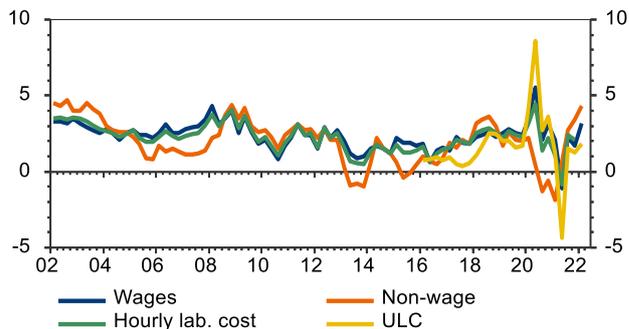
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Il prezzo del gas naturale potrebbe restare molto elevato nei prossimi mesi



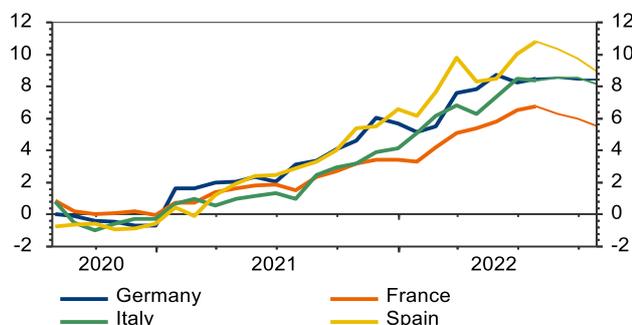
Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

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



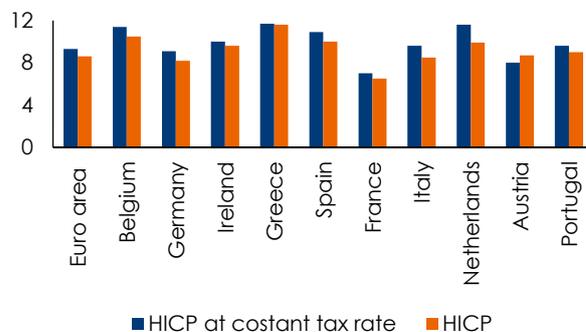
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

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



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

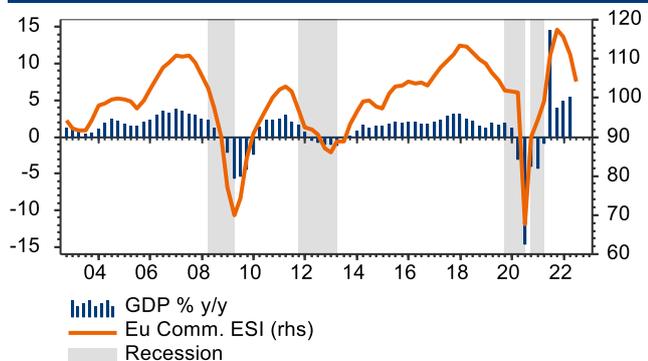
L'inflazione è solo parzialmente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

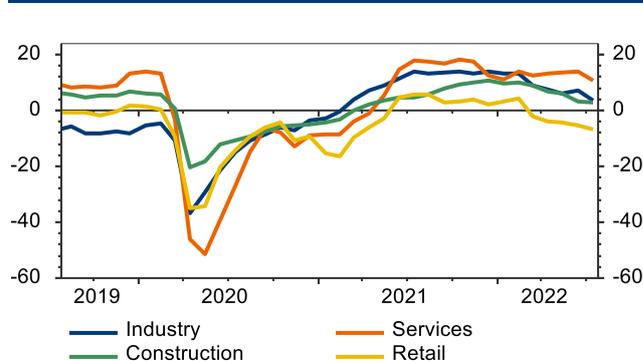
Area euro. Le indagini della Commissione Europea di luglio registrano un netto deterioramento del morale, con l'indice composito di fiducia economica **ESI** che cala più del previsto (consenso 102) portandosi a 99 da un precedente 103,5 (rivisto da 104), un minimo da febbraio 2021 e un punto al di sotto della media di lungo periodo. La flessione del morale risulta diffusa a tutti i principali settori di attività economica e in misura più ampia anche alle nostre previsioni già inferiori al consenso.

Il trend dell'ESI anticipa un rallentamento del ciclo nel 2° semestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, Eurostat

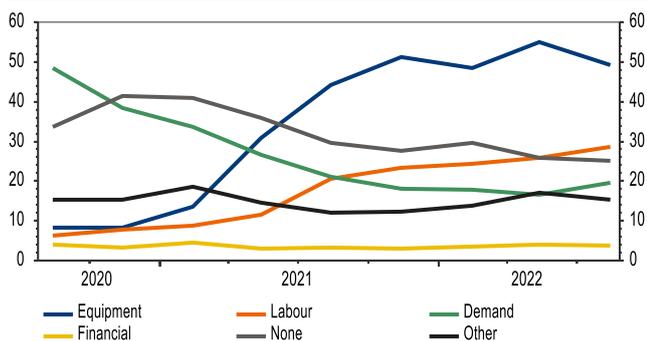
Calo del morale diffuso a tutti i settori



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

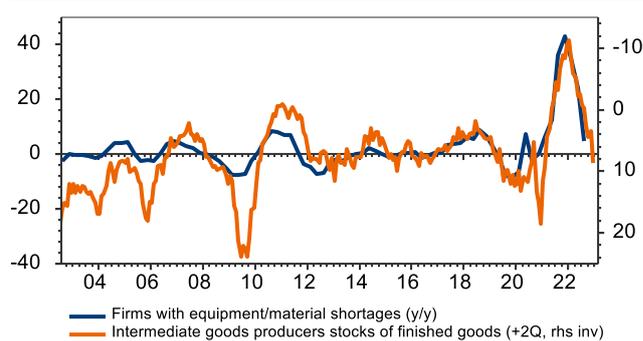
La fiducia nell'**industria** è tornata a scendere dopo l'inatteso rialzo di giugno portandosi anch'essa su un minimo da inizio 2021 (3,5 da 7). Le imprese riportano un rallentamento della produzione a fronte di prospettive per nulla incoraggianti per l'attività nei prossimi trimestri, con un rallentamento degli ordini ed un aumento delle scorte di prodotti finiti che si traducono in un netto deterioramento delle attese di produzione. A conferma dei segnali di rallentamento, dall'indagine trimestrale emerge come sia tornato a crescere il numero delle imprese che segnala una minore domanda come elemento frenante dell'attività mentre diminuiscono quelle che riportano scarsità di materiali e manodopera.

Torna ad aumentare la percentuale di imprese che segnala una debole domanda come fattore che limita la produzione



Nota: fattori che limitano la produzione (% imprese) Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

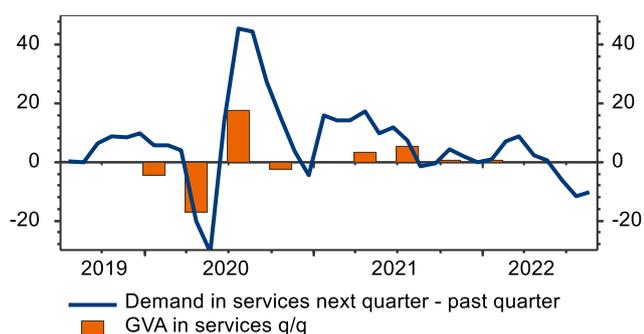
Il rallentamento della domanda favorisce l'allentamento delle strozzature all'offerta



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

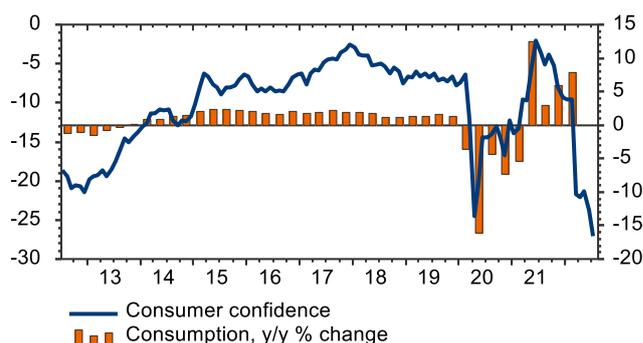
Se la flessione del morale nell'industria era tutto sommato attesa, più preoccupante è la caduta registrata dalla fiducia nei **servizi** (10,7 da 14,1), solo moderatamente al di sopra della media di lungo periodo, con segnali di rallentamento della domanda ed un aumento dell'incertezza. L'indagine conferma quanto anticipato dalla lettura di giugno e dai PMI flash della scorsa settimana: la spinta delle riaperture si sta progressivamente esaurendo, mentre emergono maggiori preoccupazioni circa la tenuta della domanda sottostante, penalizzata dal contesto di elevata inflazione.

Nei servizi la spinta delle riaperture sta perdendo dinamismo



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, Eurostat

Il morale dei consumatori a un minimo storico anticipa una frenata delle spese nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

L'erosione dei redditi disponibili per via della crescita dei prezzi si riflette nell'indagine condotta presso le famiglie, che registra un deterioramento del morale dei **consumatori** (confermata la caduta al minimo storico di -27 della stima flash), diffuso alla situazione personale e a quella economica generale, alle condizioni correnti come alle aspettative. In particolare, aumentano ancora le preoccupazioni per la disoccupazione, ai massimi da più di un anno, mentre calano le intenzioni di acquisto di auto, abitazioni e spese importanti, indicazioni che anticipano una frenata generalizzata dei consumi privati nei prossimi mesi.

In questa fase i consumatori sono i più penalizzati dalle pressioni inflattive



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, Eurostat

Il commercio al dettaglio risente del minor ottimismo delle famiglie



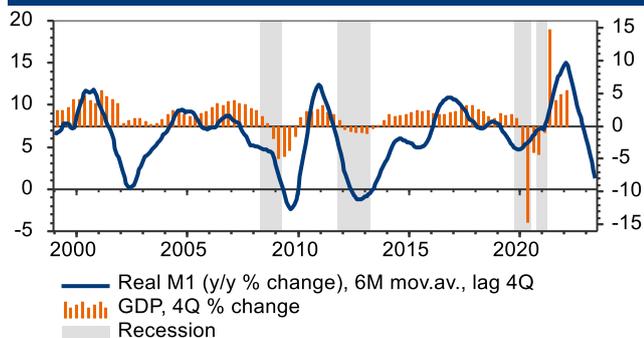
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Il maggior pessimismo dei nuclei famigliari si riflette inevitabilmente anche sul **commercio al dettaglio** (-6,8 da -5,2, sui minimi dal 2021); il trend al ribasso del morale degli esercenti appare peraltro destinato a proseguire nei prossimi mesi. In calo anche il morale nelle costruzioni (3 da 3,4), comunque ancora al di sopra della media storica.

In sintesi, le indagini della Commissione Europea di luglio si uniscono a quelle pubblicate nei giorni scorsi da IFO, INSEE, Istat e NBB **nell'anticipare un rallentamento del ciclo nel 2° semestre con importanti rischi al ribasso tra l'autunno e l'inverno**. Se la ripartenza del turismo dopo due anni viziati dalla pandemia può offrire qualche sostegno alla ripresa nel 3° trimestre, **la possibilità di razionamento delle forniture di gas limita le prospettive di crescita e aumenta le probabilità di contrazione del PIL tra il 4° trimestre del 2022 e il 1° del 2023** (quando per ragioni stagionali i consumi di metano sono più elevati). Anche nel caso in cui l'Eurozona dovesse riuscire a superare autunno e inverno senza riduzioni forzate degli utilizzi di gas, è comunque possibile che prezzi dell'energia persistentemente elevati possano frenare in misura significativa l'attività.

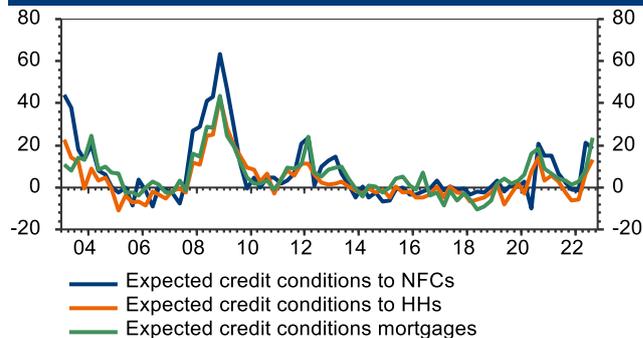
Area euro. La crescita di **M3** è rallentata di un decimo al 5,7% a/a a giugno. Si registra una decelerazione del credito al settore pubblico (8,5% da 8,9% a/a), per via del rallentamento degli acquisti dell'Eurosistema, a fronte di una stabilizzazione dei prestiti alle famiglie (4,6% a/a) e di una netta accelerazione di quelli verso le imprese (a 6,8% da 5,8% a/a). Le prospettive per il credito sono meno incoraggianti rispetto a quanto emerge dai dati sugli aggregati monetari: l'aggiornamento del 2° trimestre della *Bank Lending Survey* della BCE suggerisce che l'accelerazione del credito alle imprese può essere spiegata dalla necessità di finanziare i maggiori costi produttivi e punta comunque verso un rallentamento della domanda da parte di famiglie e imprese, con gli istituti finanziari che si attendono un inasprimento delle condizioni creditizie nei prossimi mesi.

Il mercato rallentamento della crescita reale del circolante anticipa una frenata del ciclo nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

Le banche si attendono un inasprimento delle condizioni di credito a famiglie e imprese



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

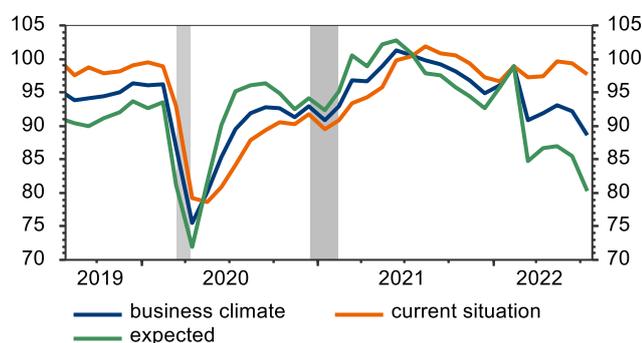
Germania. Il PIL è rimasto stagnante nel 2° trimestre (1,5% a/a), contro attese per una crescita modesta (0,1% t/t); il dato relativo ai tre mesi precedenti è stato rivisto significativamente al rialzo a 0,8% t/t da un precedente 0,2% t/t. Secondo Destatis la domanda interna dovrebbe essere risultata positiva, sostenuta soprattutto dai consumi privati e pubblici, mentre le esportazioni nette, penalizzate dalle strozzature all'offerta e dalle conseguenze di Covid e conflitto, dovrebbero aver frenato la crescita.

Germania. L'indice di fiducia IFO di luglio è sceso a 88,6 da un precedente 92,2, più delle attese di consenso ma in linea con le nostre previsioni, portandosi sui minimi da giugno 2020. La seconda flessione consecutiva dell'indice è dovuta soprattutto al deterioramento delle aspettative (a 80,3 da 85,5, la lettura più bassa da aprile 2020), penalizzate sia dall'elevata incertezza legata alle forniture di gas sia dalle preoccupazioni di tenuta della domanda in un contesto di forte rincaro dei prezzi al consumo. In calo, seppur in misura più contenuta, anche la valutazione della situazione corrente (a 97,7 da 99,4), che però resta al di sopra della media di lungo periodo.

Su base settoriale **il calo del morale risulta diffuso a tutti i principali settori, in un contesto di rallentamento della ripresa non più concentrato alla sola manifattura** (che si conferma comunque come il comparto più debole). L'indice manifatturiero scende infatti a -7,1 da zero di giugno, con indicazioni di calo della produzione e di rallentamento della domanda, confermando quanto già emerso dagli indici PMI della scorsa settimana. La flessione più ampia è stata però registrata nei servizi (0,9 da 10,9) e nel commercio al dettaglio (-31,6 da -23), anche in questo caso trainata dal crollo delle aspettative (un segnale che le imprese iniziano ad anticipare una frenata della domanda una volta esaurita la spinta delle riaperture). Infine, torna al di sotto della media di lungo periodo anche il morale nelle costruzioni (-17 da -9,7) e nel commercio all'ingrosso (-14,7 da -9,3).

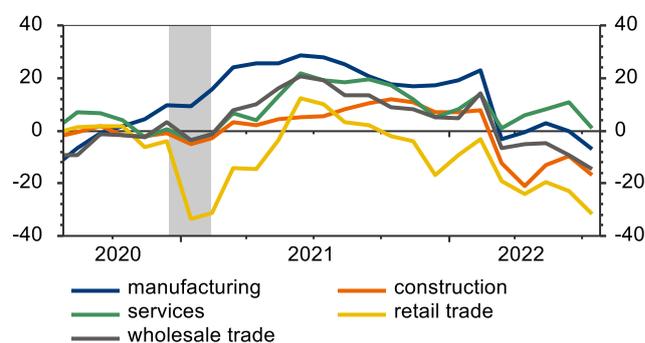
In sintesi, come nel mese di giugno, il calo dell'indice IFO è spiegato soprattutto dal peggioramento delle aspettative, mentre le indicazioni circa la situazione corrente sono coerenti con un rallentamento dell'economia ma non ancora con una recessione. Per il momento, le nostre stime puntano verso una crescita intorno all'1,6% in media d'anno nel 2022, ma l'incertezza è elevata e **il marcato deterioramento delle aspettative amplifica i rischi verso il basso sul 2° semestre**. L'economia tedesca è tra le più esposte alle importazioni di gas russo, con pesanti conseguenze per la sostenibilità della ripresa nel caso di un razionamento delle forniture.

Il calo dell'IFO di luglio è spiegato ancora una volta soprattutto dalle aspettative



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

La flessione del morale risulta diffusa a tutti i principali settori



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

Germania. In luglio l'inflazione armonizzata è salita all'8,5% a/a dall'8,2% precedente, a dispetto di una correzione all'8,1% attesa dal consenso. **Su base nazionale l'inflazione è invece calata al 7,5% a/a** dal 7,6% di giugno. Lo spaccato parziale dell'indice dei prezzi al consumo su base nazionale pubblicato da Destatis mostra come **il rallentamento delle componenti energia (a**

35,7% a/a da 38% precedente) e servizi (a 2% da 2,1% precedente) sia stato spiazzato dalla crescita di alimentari (a 14,8% a/a da 12,7%) e beni manufatti. Sale di un decimo, all'1,8% a/a, l'inflazione degli affitti. La variazione congiunturale è stata di +0,8% m/m sulla misura armonizzata e di +0,9% su quella nazionale, al di sopra sia delle attese che dell'usuale profilo stagionale. **La stima flash dai Länder mostra come una spinta ribassista sia giunta ancora dalle componenti che beneficiano delle misure governative** (taglio sul prezzo della benzina e del diesel e ribasso a 9€ al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico): sul mese **sono calati carburanti ed elettricità**, scesi, ad esempio, rispettivamente del -5,8% m/m nel land di Brandeburgo e del -13,6% m/m in Assia, e, in minor misura, i trasporti. Ad ogni modo, l'effetto ribassista dall'energia è stato spiazzato dall'accelerazione di alimentari ed elettrodomestici e arredamento, un segnale che i rialzi dei prezzi a monte (rincarì dell'energia, persistenza di colli di bottiglia all'offerta) creano con ritardo pressioni al rialzo sui listini finali diffuse a quasi tutti i comparti.

Non ci aspettiamo, per adesso, un nuovo significativo rialzo dell'inflazione ad agosto, in quanto l'impatto delle misure governative potrebbe contenere in parte l'effetto dell'onda di trasmissione dei rincari energetici. La dinamica salariale dovrebbe accelerare bruscamente nella seconda parte dell'anno ma è attesa restare decisamente meno vivace di quella dei prezzi. **In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi al 7,7% sull'indice armonizzato**, in un contesto di ampia incertezza. L'indice core dovrebbe crescere intorno al 4,5% quest'anno e rimanere poco sotto il 4% anche nel 2023. I rischi sul nostro scenario rimangono verso l'alto.

Francia. La crescita del **PIL** ha sorpreso al rialzo nel 2° trimestre con un rimbalzo di 0,5% t/t (4,2% a/a) dopo il -0,2% t/t registrato a inizio 2022 (consenso: 0,2% t/t). L'espansione è stata sostenuta dal canale estero per 0,4pp (sono cresciute le esportazioni grazie alla ripartenza del turismo, e calate le importazioni) e dalle scorte per un decimo. La domanda domestica finale ha invece offerto un apporto nullo: i consumi privati sono calati per il secondo trimestre consecutivo (-0,2% da -1,4% t/t; il ritorno alla crescita delle spese di servizi non è risultato sufficiente a compensare la flessione degli acquisti di beni), mentre si registra una stabilizzazione allo 0,5% t/t per la ripresa degli investimenti (sintesi di una modesta accelerazione per quelli di imprese e famiglie e di una stagnazione per quelli pubblici). Dal lato dell'offerta la crescita è risultata trainata dai servizi di mercato, ma anche la manifattura ha offerto un apporto positivo mentre le costruzioni hanno agito da freno.

Francia. La **stima flash** indica che a luglio l'**inflazione** è salita dal 5,8% al 6,1% sull'indice nazionale e al 6,8% dal 6,5% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di tre decimi su entrambi gli indici. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dall'accelerazione dei servizi, a 3,9% da 3,3%, e degli alimentari (+6,7% a/a da 5,8%); crescono anche i beni manufatti (a 2,7% a/a da 2,5% precedente), mentre l'energia ha visto una decelerazione a 28,7% a/a da 33,1% precedente, per effetto delle misure calmieranti del Governo. In media annua, l'inflazione dovrebbe superare di poco il 5,5% (sull'indice armonizzato) nel 2022 per poi moderare al 3,5% il prossimo anno.

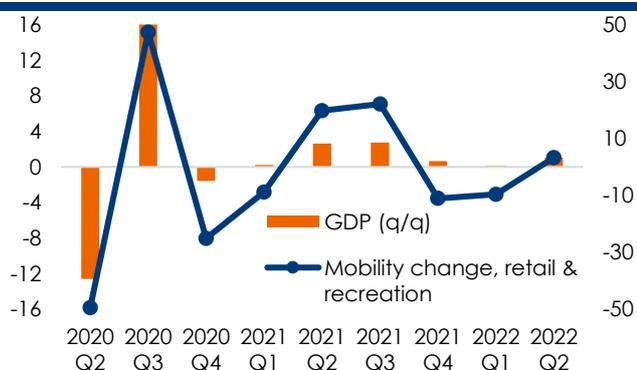
Francia. La **fiducia dei consumatori** è calata per il settimo mese a luglio, a 80 da un precedente 82, un minimo da maggio 2013 e la seconda lettura più bassa mai registrata dall'inizio delle rilevazioni (quindi almeno dal 1987). Il deterioramento del morale è risultato diffuso a tutte le principali componenti, sia per quanto riguarda la situazione personale che quella economica del Paese, e anticipa una frenata dei consumi nei prossimi mesi. La maggiore incertezza prospettica si riflette, infatti, in un peggioramento della capacità di risparmio attesa e della propensione per spese importanti. In leggero aumento anche le preoccupazioni per la disoccupazione, che restano però su livelli ancora complessivamente favorevoli (segnale di un mercato del lavoro che continua a mostrare una certa tenuta). Crescono ancora, avvicinandosi ai massimi toccati nel 2008, le valutazioni sull'inflazione corrente mentre calano per il quarto mese le aspettative, comunque su livelli ancora storicamente elevati. L'inflazione in Francia è inferiore

rispetto alla media degli altri Paesi dell'Eurozona, per via sia di misure di supporto governative più incisive che di una minore esposizione ai rincari del gas, ma anche i consumatori francesi stanno assistendo a una erosione del loro potere d'acquisto.

Italia. Nel 2° trimestre 2022, il PIL è balzato dell'1% t/t, dopo lo 0,1% t/t registrato a inizio anno. Il dato è nettamente più forte sia delle aspettative del consenso (0,3% t/t) che della nostra più ottimistica previsione (0,4%). La variazione annua è rallentata a 4,6% da 6,2% precedente (consenso: 3,7%, nostra previsione: 3,9%). **Il PIL ha ora, per la prima volta, più che recuperato il livello pre-pandemico** (+1% rispetto a fine 2019). **La crescita "acquisita" per il 2022** (in caso di stagnazione in ciascuno dei due trimestri rimanenti dell'anno) **è ora pari al 3,4% (in precedenza era stimata al 2,6%)**. Il dettaglio per componenti verrà diffuso dall'Istat in occasione della seconda stima il prossimo 1° settembre. Tuttavia, l'agenzia statistica ha anticipato che **la crescita è venuta sia dall'industria che dai servizi** (mentre il valore aggiunto è calato nell'agricoltura): in effetti, sulla base dei dati di produzione industriale, era lecito attendersi un apporto positivo dell'industria in senso stretto, specularmente a quello, negativo, visto a inizio anno. Dal lato della domanda, come negli ultimi due trimestri, si è registrato un **contributo positivo della componente interna (al lordo delle scorte)**, mentre **il commercio estero ha frenato il PIL**, in quanto le importazioni continuano a crescere a ritmi superiori alle esportazioni (non solo in termini nominali). **Pensiamo che la domanda domestica possa essere stata spinta soprattutto dai consumi** (grazie al rimbalzo della spesa per i servizi dopo l'ondata di Covid d'inizio anno), ma **anche gli investimenti dovrebbero aver mantenuto un ritmo positivo**.

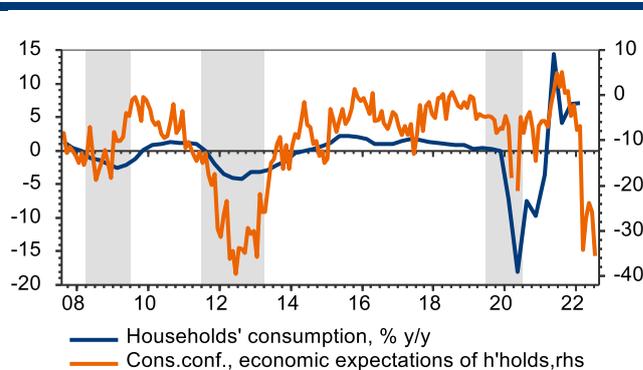
In sintesi, il dato sul PIL del 2° trimestre è stato più forte di ogni più rosea previsione, e segnala che la nostra stima del 3% sul PIL 2022 (già superiore al consenso) potrebbe essere superata. **Per il trimestre in corso, ci aspettiamo un rallentamento, ma con un PIL verosimilmente ancora in territorio positivo**, anche grazie alla ripresa dei flussi turistici. A nostro avviso, **l'ampia sorpresa positiva del trimestre primaverile è dovuta principalmente alla ripresa della mobilità personale** in conseguenza del minor rischio sanitario, visto che il trimestre si confronta con una prima parte dell'anno in cui l'Italia ha visto il picco dell'ondata invernale di Covid (che ha pesato sia sull'industria che sui servizi). In prospettiva, **riteniamo che i maggiori rischi sul ciclo possano materializzarsi tra il 4° trimestre 2022 e il 1° trimestre 2023**, a causa dell'impatto ritardato dello shock inflazionistico, nonché di un possibile razionamento del gas (nella stagione in cui i consumi sono più elevati). Nel complesso, riteniamo che vi siano **rischi al rialzo sulla nostra previsione del 3% per il PIL del 2022, e viceversa rischi al ribasso sulla nostra stima di 1,6% per l'anno prossimo**.

A nostro avviso, il balzo del PIL nel 2° trimestre è dovuto alla maggiore mobilità personale dopo il rientro dell'ondata invernale di Covid-19



Fonte: Istat, Google, elaborazioni Intesa Sanpaolo

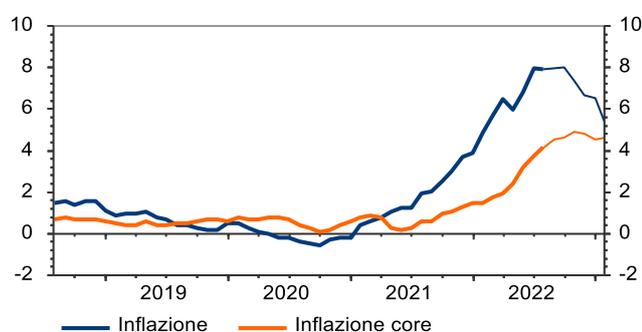
In prospettiva, permangono rischi al ribasso, in particolare per quanto riguarda i consumi



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

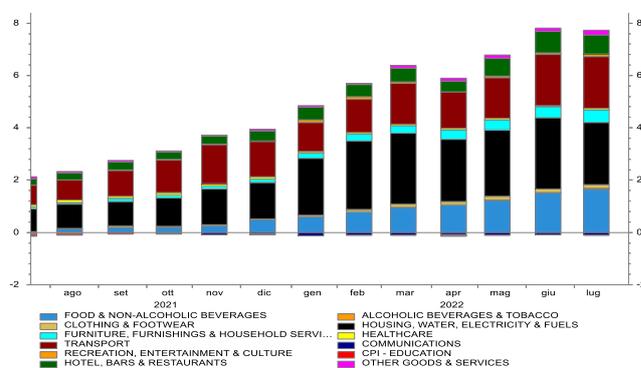
Italia. L'**inflazione** calcolata sull'indice nazionale è scesa al 7,9% a/a dall'8% di giugno. L'inflazione armonizzata è calata all'8,4% a/a da un precedente 8,5%. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,4% m/m sul NIC e calati del -1,1% m/m sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 48,7% di giugno a 42,9%; zero la variazione congiunturale); gli alimentari accelerano a 9,6% a/a (+0,3% m/m). L'inflazione di fondo è viceversa salita, al 4,1% a/a da un precedente 3,8%; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La salita tendenziale dell'inflazione di fondo è dovuta esclusivamente ai prezzi dei servizi (3,6% da 3,4%), con i listini dei servizi relativi ai trasporti saliti da 7,2% a 8,9%, a fronte di un rallentamento per i beni (a 11,1% da 11,3% precedente). **Riteniamo che l'inflazione possa seguire uno stabile trend discendente solamente, nella migliore delle ipotesi, a partire dal 4° trimestre.** La media d'anno potrebbe attestarsi ad almeno 7,4% nel 2022 e oltre il 3,5% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.

Calo moderato dell'inflazione in luglio



Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv-Datastream

Cresce il contributo di alimentari ed arredamento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv-Datastream

Italia. La **fiducia** sia **delle famiglie** che **delle imprese** è scesa più del previsto a luglio, evidenziando crescenti rischi al ribasso per l'attività economica nel 2° semestre dell'anno. Il **morale dei consumatori** è calato più delle attese, a 94,8 da 98,3 di giugno: dal 2014, solo nel maggio 2020 l'indice è stato su livelli più bassi. Tutte le principali componenti dell'indagine hanno mostrato un calo, in particolare il clima economico nazionale (piuttosto che la situazione personale delle famiglie) e le aspettative per il futuro (più che la situazione corrente). I timori per la disoccupazione sono aumentati moderatamente per il secondo mese, ai massimi dallo scorso marzo. La situazione finanziaria delle famiglie, sia attuale che attesa, è peggiorata, e le possibilità di risparmio sia corrente che futuro sono diminuite (queste ultime, ai minimi dal 2017). Le opportunità di acquisto di beni durevoli sono risalite a -78,2 da -87,3 di giugno (che rappresentava un minimo da maggio 2020). Infine, sia l'inflazione corrente che quella attesa sono aumentate (la prima ha raggiunto un nuovo record storico a 130,6 da un precedente 124,7, la seconda è rimbalzata a 63,2 dopo essere scesa a 54,3 a giugno).

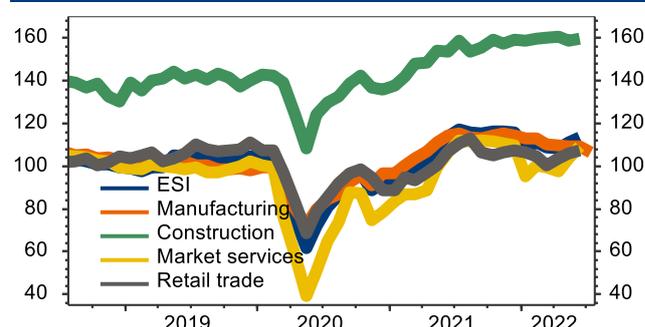
Anche l'indice composito Istat del clima di **fiducia delle imprese** è diminuito a luglio, a 110,8 da un precedente 113,4 (che rappresentava un massimo nell'anno). Tuttavia, il dettaglio settoriale non è univocamente negativo: il morale è sceso nel manifatturiero e nei servizi, mentre è aumentato per il quarto mese di fila nel commercio al dettaglio, ed ha raggiunto un nuovo massimo storico nelle costruzioni.

L'impatto della Guerra in Ucraina è stato sinora più ampio sulla fiducia delle famiglie che su quella delle imprese



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

Tra le aziende il manifatturiero mantiene un trend al ribasso mentre la fiducia dei costruttori è ai massimi storici



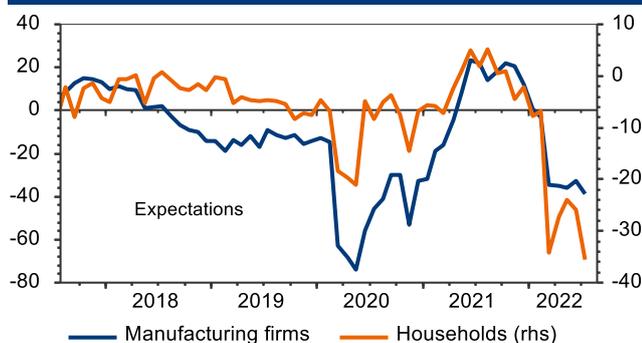
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Nel settore **manifatturiero**, la fiducia delle imprese è scesa a 106,7 dopo il sorprendente aumento a 109,5 del mese precedente. Si tratta di un nuovo minimo da marzo dell'anno scorso. Il dettaglio dell'indagine non offre spunti incoraggianti: il saldo delle risposte sugli ordini correnti (in particolare dall'estero) è sceso in territorio negativo, e quello sulla produzione attuale è calato a zero, per la prima volta da maggio dello scorso anno, mentre le attese su ordinativi e output hanno mostrato un rallentamento rimanendo però in territorio positivo. Le prospettive sull'economia sono scese ai minimi da novembre 2020. Le attese sui prezzi di vendita sono diminuite moderatamente per il terzo mese, passando a 35,4 da 40,6 (rimanendo comunque su livelli molto elevati su base storica).

In sintesi: come ci aspettavamo, **il rimbalzo della fiducia delle imprese manifatturiere visto a giugno si è rivelato di breve durata**. In effetti, sia l'indagine sui consumatori che quella sulle aziende industriali non offrono spunti particolarmente rassicuranti: le famiglie continuano a essere colpite dalla compressione del loro potere d'acquisto, e le imprese manifatturiere iniziano a temere un possibile razionamento dell'energia. **Una delle poche note positive è la tenuta del settore delle costruzioni** nonostante l'aumento dei costi di produzione, sulla scia di una domanda ancora sostenuta (grazie anche al supporto degli incentivi fiscali, che però dovrebbero essere resi meno generosi dal prossimo anno).

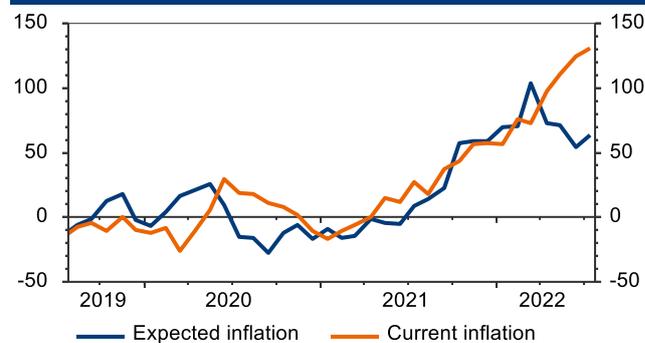
A nostro avviso i rischi sulla seconda metà dell'anno stanno aumentando. Poiché le minacce di scarsità di gas dovrebbero essere massime tra 4° trimestre 2022 e 1° trimestre 2023, **aumentano i rischi di ribasso sulla nostra previsione di PIL per il prossimo anno** (1,6%: tale stima fino al mese scorso era al di sotto del consenso, ma, visti gli sviluppi recenti, è diventata probabilmente ottimistica e perciò soggetta a rischi al ribasso, la cui entità dipenderà soprattutto dagli sviluppi su prezzi e disponibilità degli input energetici nei prossimi mesi).

Si accentua il pessimismo sull'economia di famiglie e imprese industriali



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

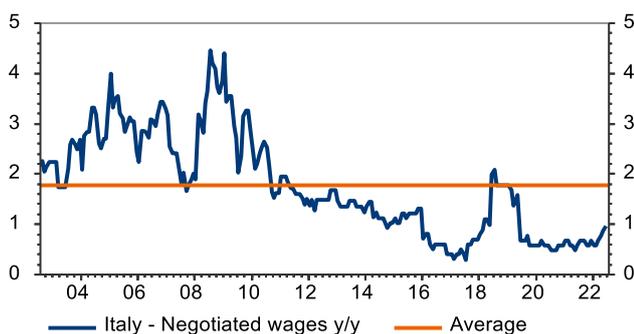
Le famiglie segnalano un nuovo record per l'inflazione corrente (e torna a salire l'inflazione attesa)



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

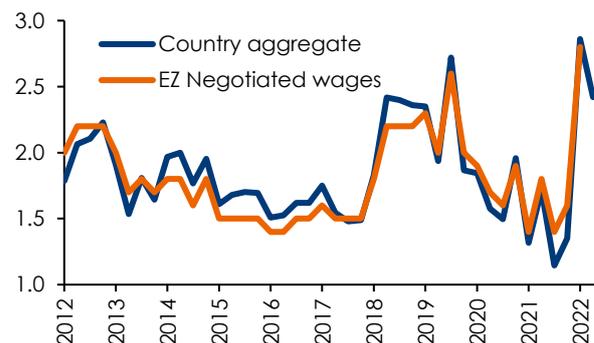
Italia. A giugno le **retribuzioni contrattuali** sono cresciute dello 0,3% m/m (1% a/a); l'incremento tendenziale è risultato pari a 1,6% nell'industria, 0,4% nei servizi e 0,5% nella Pubblica amministrazione (dove sono stati recepiti i rinnovi relativi al triennio 2019-21 per Funzioni centrali, corpi di polizia e forze armate). Nel 2° trimestre sono stati conclusi 27 contratti e si è quindi registrata una modesta accelerazione dei salari negoziali (a 0,9% da 0,6% a/a); nel 2° semestre, sulla base dei contratti in vigore, è attesa un'ulteriore accelerazione a 1,2% che porterebbe la media annua per il 2022 all'1%. La dinamica salariale in Italia resta comunque di gran lunga inferiore sia al ritmo di crescita dell'inflazione sia alle altre principali economie dell'area euro.

Accelera moderatamente la crescita delle retribuzioni contrattuali, che pure resta ben inferiore alla media degli ultimi 20 anni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati nazionali finora pubblicati sono coerenti con una crescita dei salari negoziali intorno al 2,4% nel 2° trimestre in Eurozona



Fonte: Intesa Sanpaolo

Italia. A maggio il **fatturato industriale** è cresciuto dell'1,4% m/m (23,6% a/a). L'indice destagionalizzato di fatturato ha raggiunto un record dall'inizio delle rilevazioni nel 2000 ma i recenti progressi sono dovuti prevalentemente all'effetto dei maggiori prezzi: i dati in volume mostrano infatti una correzione congiunturale (-0,3%) e una crescita tendenziale ben più modesta (5,9%).

Italia. I dati sul **commercio estero extra-UE** hanno mostrato un ampio balzo per le importazioni (+8,6% m/m) a fronte di una contrazione per le esportazioni (-1,5% m/m). L'import è guidato dagli acquisti di energia (+15,3% m/m), al netto dei quali le importazioni sono in rialzo di un più moderato 4,6%. L'export risente invece di operazioni occasionali di elevato impatto nella cantieristica navale che, se escluse, permetterebbero alle esportazioni di chiudere il mese in sostanziale stagnazione (-0,1%). La dinamica dell'import rimane comunque più vivace rispetto all'export (21% a/a).

Spagna. Nel 2° trimestre il **PIL** è salito dell'1,1% t/t (6,3% a/a): si tratta di una brusca accelerazione dopo lo 0,2% t/t del 1° trimestre e contro attese per una stabilizzazione del ritmo di espansione. La crescita è stata guidata dalla domanda interna: rimbalzano i consumi dopo la contrazione registrata a inizio anno (2,1% da -1,4% t/t), mentre gli investimenti fissi mantengono un ritmo di crescita sostenuto (2,2 da 2,3% t/t). Importazioni in crescita a ritmi superiori alle esportazioni (4,6% contro 1,6% t/t) implicano un apporto negativo del commercio internazionale. Dal lato dell'offerta, i servizi (soprattutto quelli legati a ricreazione e turismo), l'industria e le costruzioni hanno tutti contribuito alla crescita del valore aggiunto. In Spagna, rispetto alle altre economie, il maggior dinamismo è spiegato anche dal più ampio potenziale di recupero rispetto ai livelli pre-Covid, visto che l'economia mantiene un ampio gap rispetto a fine 2019 (-2,5%). La spinta proveniente dalla normalizzazione del turismo potrebbe sostenere il PIL anche durante il trimestre estivo, prima di un rallentamento atteso per i trimestri successivi.

Belgio. Nel 2° trimestre la crescita del **PIL** è rallentata allo 0,2% t/t (3,3% a/a) da un precedente 0,5%. Dal lato dell'offerta, servizi e costruzioni hanno sostenuto la crescita, mentre l'industria ha contribuito negativamente al valore aggiunto. Il ritmo di espansione dovrebbe restare circa stabile nel 3° trimestre, prima di decelerare ulteriormente a cavallo d'anno. Vediamo un'economia in crescita in media annua al 2,6% nel 2022 e allo 0,8% nel 2023.

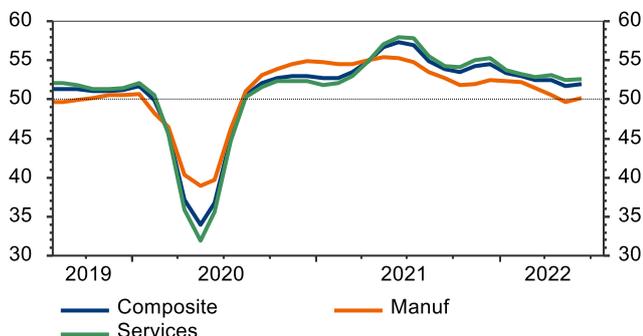
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	lug	54.1		
PMI manifatturiero - NBS	lug	50.2	50.4	
PMI non manifatturiero - NBS	lug	54.7		

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

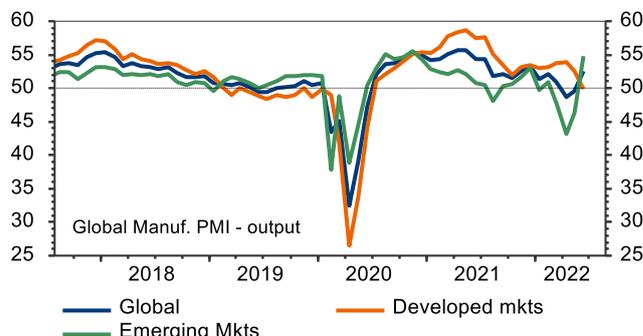
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



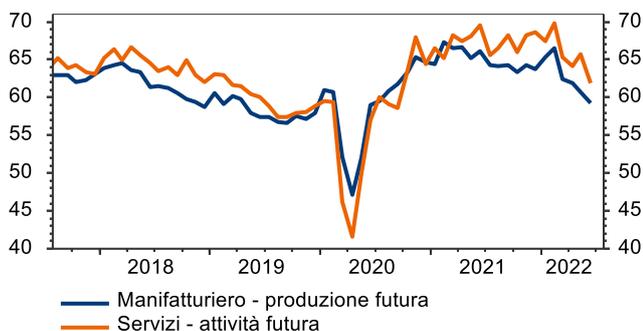
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



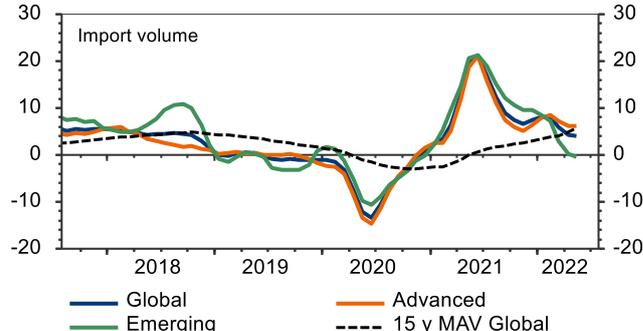
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



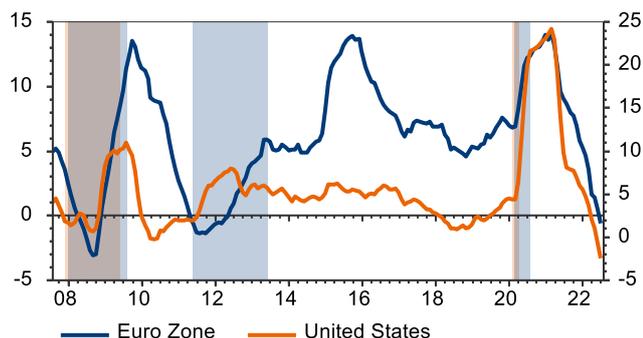
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



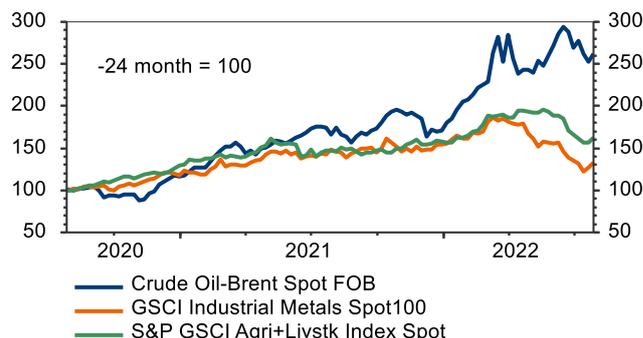
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

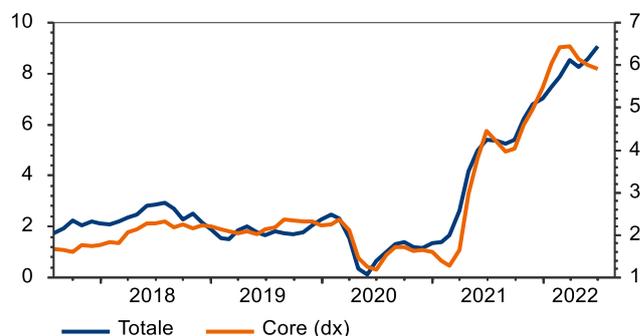
Stati Uniti

Indagini ISM



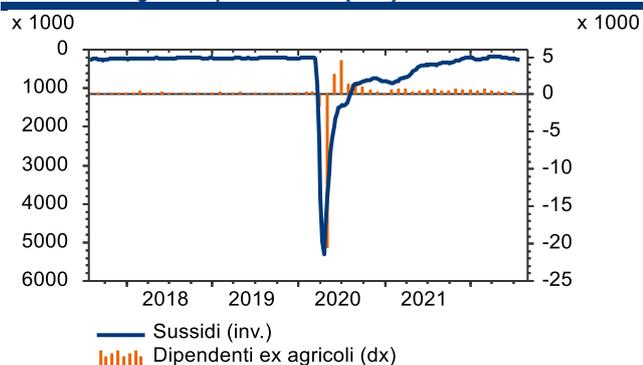
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



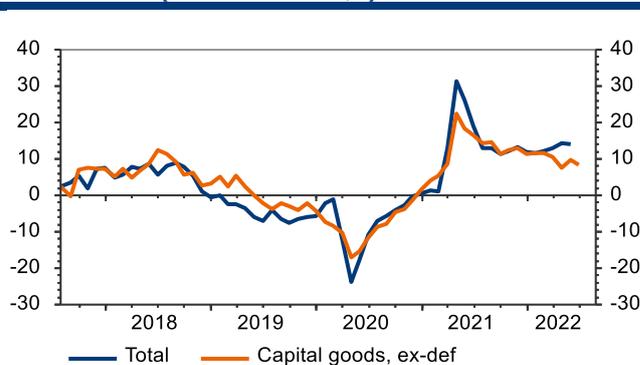
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

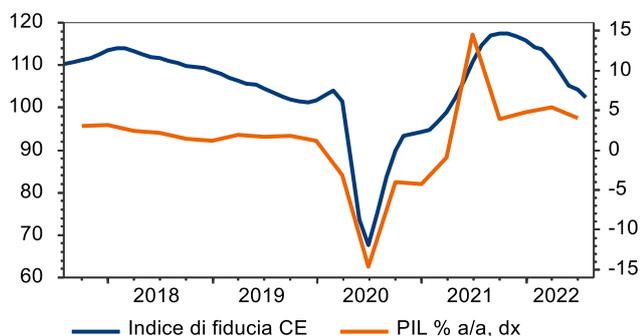
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023					
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	1.8	1.4	12.2	4.9	5.5	3.5	1.6	1.5	0.4	1.1
- trim./trim. annualizzato				6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.9	1.8	2.5	0.9
Consumi privati	7.9	2.5	1.8	12.0	2.0	2.5	1.8	1.0	2.2	2.0	1.8
IFL - privati non residenziali	7.4	4.4	3.0	9.2	1.7	2.9	10.0	-0.1	3.2	4.5	3.7
IFL - privati residenziali	9.2	-5.4	-3.4	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-14.0	-8.3	-6.5	-1.0
Consumi e inv. pubblici	0.5	-1.1	1.9	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.9	3.5	2.0	2.0
Esportazioni	4.5	7.3	6.3	7.6	-5.3	22.4	-4.8	18.0	9.5	8.2	4.1
Importazioni	14.0	9.9	3.9	7.1	4.7	17.9	18.9	3.1	2.3	3.1	5.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.8	-0.3	-1.7	2.1	5.3	-0.1	-2.2	0.2	0.1	-0.6
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

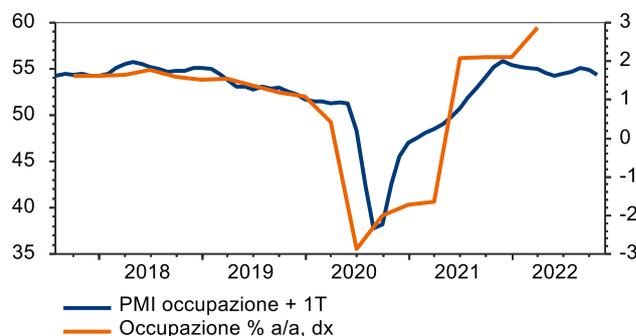
Area euro

PIL



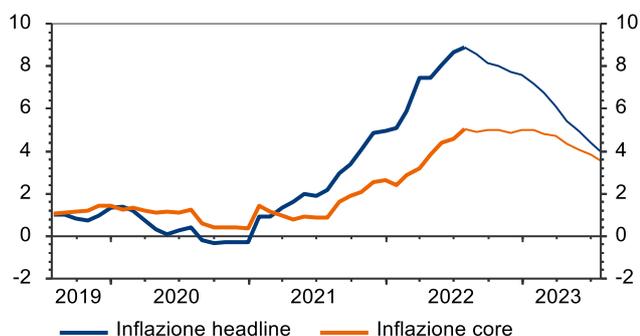
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	7.2
febbraio	0.9	5.9	6.8
marzo	1.3	7.4	6.1
aprile	1.6	7.4	5.4
maggio	2.0	8.1	5.0
giugno	1.9	8.6	4.4
luglio	2.2	8.9	3.9
agosto	3.0	8.6	3.9
settembre	3.4	8.2	3.6
ottobre	4.1	8.0	3.3
novembre	4.9	7.7	3.1
dicembre	5.0	7.6	2.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.1	1.1	14.6	3.9	4.8	5.4	4.0	1.8	1.5	1.0
- t/t				2.1	2.3	0.4	0.5	0.7	0.2	0.1	0.0
Consumi privati	3.6	3.0	1.0	3.8	4.6	-0.2	-0.4	0.5	0.2	0.1	0.0
Investimenti fissi	3.9	4.0	4.6	1.5	-0.7	3.6	-0.5	1.1	1.4	1.0	1.2
Consumi pubblici	3.9	1.6	1.2	1.8	0.2	0.3	-0.2	0.8	0.6	0.3	0.2
Esportazioni	10.4	5.7	3.1	3.0	2.1	2.7	0.4	0.9	1.2	0.4	0.7
Importazioni	8.1	5.9	2.9	3.4	1.5	4.8	-0.5	1.0	0.6	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.2	-0.9	-0.5	-0.3	0.5	0.4	0.0	-0.6	-0.2	-0.3
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	7.6	4.6	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	8.5	7.8	6.7
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

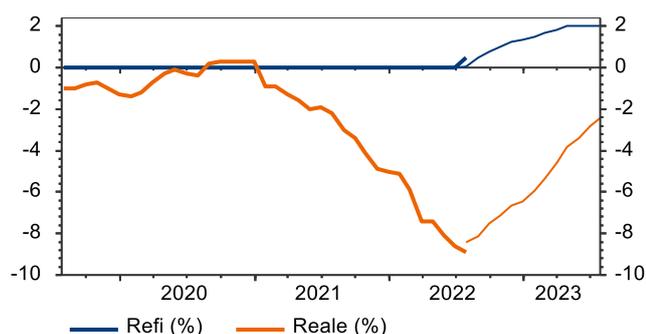
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	28/7	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	-0.07	0.35	0.89	1.40	1.54
Euribor 3m	-0.57	-0.46	-0.20	0.23	0.68	1.11	1.52	1.57

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

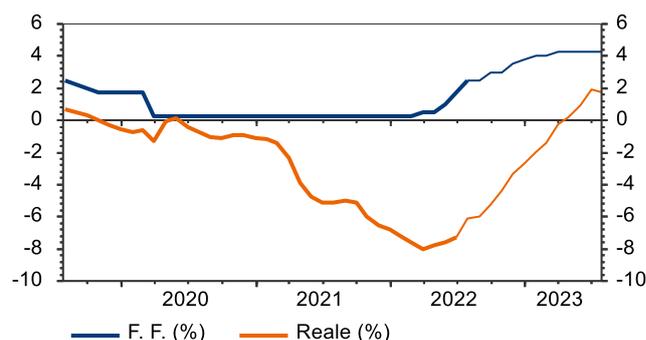


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	dic	mar	giu	28/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	0.25	0.50	1.75	2.50	3.00	3.75	4.25	4.25
OIS 3m	0.12	0.72	2.18	2.59	2.84	3.73	4.23	4.29

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

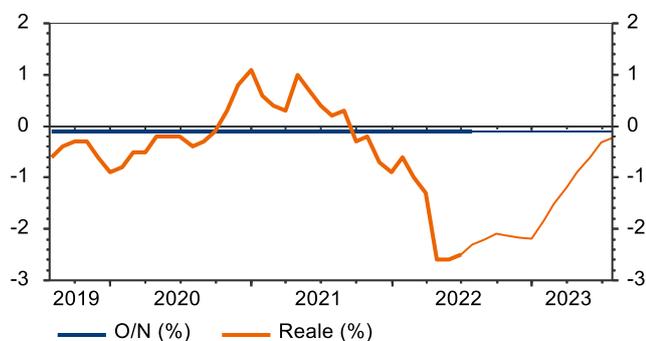


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	dic	mar	giu	28/7	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

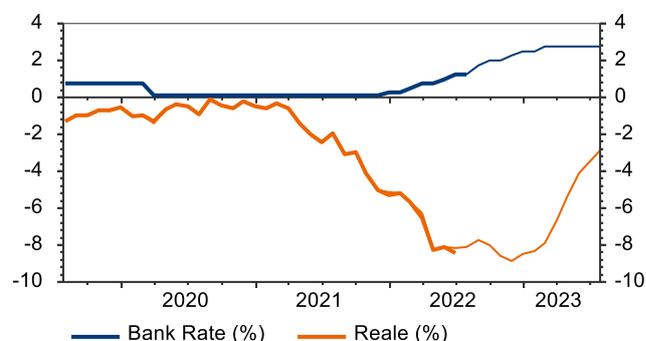


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	28/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.25	0.75	1.25	1.25	2.00	2.50	2.75	2.75
Libor GBP 3m	0.26	1.04	1.67	1.95	2.20	2.70	2.90	2.75

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	29/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.19	1.11	1.05	1.05	1.0212	0.98	1.03	1.05	1.10	1.15
USD/JPY	105	110	115	130	137	133.23	138	134	130	128	124
GBP/USD	1.30	1.40	1.34	1.26	1.21	1.2159	1.18	1.25	1.30	1.32	1.37
EUR/CHF	1.08	1.08	1.04	1.02	1.00	0.9734	0.97	1.00	1.04	1.08	1.10
EUR/JPY	123	130	129	137	144	136.09	136	139	137	141	143
EUR/GBP	0.90	0.85	0.83	0.84	0.86	0.8397	0.83	0.83	0.81	0.83	0.84

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
---------------	-------	----------------------------------