

Weekly Economic Monitor

Il punto

Nuovo rialzo dei tassi BCE, ma una pausa non è esclusa a settembre. La Banca Centrale Europea ha alzato i tassi ufficiali di 25pb, come atteso. Ugualmente atteso era un ammorbidimento dell'indirizzo sui tassi: l'esito della riunione di settembre è aperto e sarà deciso dai dati e dall'evoluzione delle previsioni interne.

Fed: l'opzione per un altro rialzo resta sul tavolo (per ora). Il FOMC come atteso ha deciso un rialzo da 25pb del tasso sui fed funds, mantenendo per ora l'opzione per un ultimo rialzo in questo ciclo restrittivo (che però a nostro avviso è tutt'altro che scontato).

I market mover della settimana

La settimana si prospetta particolarmente ricca di dati rilevanti in **area euro**. I dati di contabilità nazionale relativi al 2° trimestre dovrebbero evidenziare una crescita del PIL di 0,3% t/t nell'Eurozona e di un decimo in Italia. Le rilevazioni di luglio sui prezzi al consumo sono attese riportare un rallentamento dell'inflazione sia in Italia che nell'Eurozona. La produzione industriale di giugno dovrebbe risultare poco variata sia in Italia che in Francia, dopo il balzo di maggio. Sempre a giugno, gli ordini all'industria tedeschi potrebbero essere tornati a calare. Inoltre, nell'Eurozona verranno rilasciati dati di giugno sul PPI, atteso toccare un nuovo minimo su base annua dall'estate 2020, e sulle vendite al dettaglio, che dovrebbero mostrare un'accelerazione su base congiunturale rispetto al mese precedente. In calendario anche i dati occupazionali di giugno in Italia e area euro, e di luglio in Germania.

Negli **Stati Uniti** l'attenzione sarà puntata sull'*employment report* di luglio, che dovrebbe mostrare una ulteriore decelerazione nella creazione di posti di lavoro, come anticipato dalle prime indagini del mese. Il tasso di disoccupazione è atteso stabile a 3,6% e i salari orari sono previsti in rallentamento a 0,3% m/m. Gli indici ISM di luglio dovrebbero evidenziare una riduzione del divario tra manifatturiero e servizi, anche se saranno ancora quest'ultimi a trainare la crescita nei prossimi mesi. La spesa in costruzioni potrebbe rallentare, ancora frenata dal comparto non residenziale.

28 luglio 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Simone Zava

Economista



Il punto

Nuovo rialzo dei tassi BCE, ma una pausa non è esclusa a settembre. La Banca Centrale Europea ha alzato i tassi ufficiali di 25pb, come atteso. Ugualmente atteso era un ammorbidimento dell'indirizzo sui tassi: l'esito della riunione di settembre è aperto e sarà deciso dai dati e dall'evoluzione delle previsioni interne.

- Come largamente scontato da mercati e analisti, **il consiglio direttivo della BCE ha alzato i tassi ufficiali di 25pb**: il tasso sui depositi presso BCE (DFR), il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) e il tasso di rifinanziamento marginale salgono rispettivamente a 3,75%, 4,25% e 4,50%. La decisione (unanime) era stata preparata fin dalla riunione di giugno. Il principale elemento di novità è costituito dall'evoluzione della *forward guidance*.
- La **forward guidance** ora recita: "le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE siano fissati a livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2% nel medio termine". Rispetto a giugno, **la formulazione è stata semplificata per renderla coerente anche con la possibilità di una pausa a settembre**, eliminando la distinzione fra la parte dinamica (che segnalava la necessità di alzare ancora) e quella statica (successivo mantenimento dei tassi al livello restrittivo per quanto necessario). Nella conferenza stampa, la presidente Lagarde ha detto che alla prossima riunione sono possibili sia un nuovo rialzo, sia una pausa, mentre è da escludere la possibilità di un taglio. Inoltre, Lagarde ha detto che questa volta non è certo che ci sia ancora strada da percorrere con i tassi, e che la questione dovrà essere affrontata alle prossime riunioni sulla base dei dati nel frattempo usciti.
- Ma quali dati? La conferenza stampa non ha indicato nessun singolo dato economico come cruciale; il comunicato cita i soliti tre ambiti pressoché omnicomprensivi: l'andamento dell'inflazione di fondo, l'intensità della trasmissione della politica monetaria e la valutazione interna delle prospettive di inflazione (che tiene conto anche dell'andamento dell'economia reale). Nel rispondere alle domande, Lagarde ha sottolineato che la BCE è soddisfatta dell'intensità della trasmissione della politica monetaria alle condizioni finanziarie, mentre la trasmissione dalle condizioni finanziarie alla domanda è appena iniziata. Si legge un cenno a misure di aspettative di inflazione di lungo termine e inflazione di fondo ancora elevate.
- **Confermiamo** per ora **la previsione di un livello terminale del 4,0% per il DFR**, in attesa di verificare come si evolverà nei prossimi mesi la trasmissione della stretta all'economia reale. Il peggioramento della congiuntura reale e il calo dell'inflazione potrebbero creare un consenso a favore di tassi stabili a settembre; al contrario, segnali di riaccelerazione renderebbero più probabile un nuovo ritocco dei tassi ufficiali. Continuiamo a non ritenere probabili tagli dei tassi prima di metà 2024.
- Non ci sono novità sul fronte delle misure non convenzionali. La BCE conferma la prosecuzione dei reinvestimenti PEPP fino al dicembre 2024 e la presidente ha dichiarato che il tema della riduzione del bilancio non è stato neppure discusso.
- Al margine della riunione di politica monetaria, la BCE ha annunciato che dal 20 settembre la remunerazione della riserva obbligatoria sarà pari a zero, invece che al DFR. Prima dell'ottobre 2022, la remunerazione era invece pari al tasso refi. La mossa, che non ha rilevanza per il posizionamento della politica monetaria, ha soprattutto l'obiettivo di ridurre gli interessi corrisposti al sistema bancario a fronte dell'attuazione della politica monetaria.

Fed: l'opzione per un altro rialzo resta sul tavolo (per ora). Il FOMC come atteso ha deciso un rialzo da 25pb del tasso sui fed funds, mantenendo per ora l'opzione per un ultimo rialzo in questo ciclo restrittivo (che però a nostro avviso è tutt'altro che scontato).

- Come ampiamente atteso, la riunione del FOMC si è conclusa con un **rialzo dei tassi sui fed funds di 25pb, a 5,25-5,50%** (si tratta di un massimo da 22 anni). La decisione è stata presa all'unanimità.
- Il **comunicato** è pressoché identico a quello rilasciato il mese scorso: la banca centrale mantiene un orientamento restrittivo, affermando che nelle prossime riunioni verrà presa in considerazione "l'entità di un ulteriore inasprimento di *policy* che potrebbe essere appropriata per riportare l'inflazione al 2% nel tempo". Come il mese scorso, il comunicato elenca gli elementi che verranno presi in considerazione per decidere: effetti cumulati dei passati rialzi, restrizione del credito, sviluppi economici e finanziari. L'unico cambiamento degno di nota rispetto al mese scorso è che **la crescita economica è ora descritta come "moderata" anziché "modesta"**. Il ritmo di creazione di posti di lavoro negli ultimi mesi è giudicato "robusto" e l'inflazione è rimasta "elevata". Il sistema bancario per la Fed resta "solido e resistente", anche se la restrizione delle condizioni creditizie potrebbe pesare sull'attività economica, sulle assunzioni e sull'inflazione (l'entità di questi effetti rimane incerta). Soprattutto, il Comitato rimane molto attento ai rischi di inflazione.
- Nella **conferenza stampa**, Powell ha tuttavia riconosciuto che, mentre l'edilizia abitativa ha registrato una lieve ripresa, la crescita dei consumi e degli investimenti fissi è rallentata. I toni sulla crescita sono in ogni caso più ottimisti: lo staff della Fed non prevede più una recessione, ma solo un "notevole" rallentamento nei prossimi mesi. Powell ha riconosciuto che i dati sul CPI di giugno sono stati migliori del previsto, ma ha sottolineato come si tratti di un solo indicatore e di "dati di un solo mese", che necessitano dunque di una conferma nei rapporti in uscita nelle prossime settimane. Per quanto la Fed non ritenga che i salari siano stati un'importante causa di inflazione nell'ultimo anno, essi saranno un elemento cruciale da monitorare in chiave prospettica per assicurare il ritorno alla stabilità dei prezzi.
- Nella **sessione di Q&A**, Powell si è rifiutato di esprimere un'opinione in merito alla possibilità di un ultimo rialzo dei tassi a settembre, ripetendo che la decisione sarà totalmente dipendente dall'evoluzione dei dati. Il presidente della Fed ha anche respinto l'idea che, passando a un ritmo di inasprimento più graduale, la banca centrale stia ora adottando un programma di rialzo "ogni due riunioni", il che implicherebbe un ultimo rialzo all'inizio di novembre. Powell ha ammesso che il FOMC ritiene che la politica monetaria sia restrittiva e stia pertanto esercitando pressioni verso il basso sull'attività economica e sull'inflazione, ma ha precisato che, se le condizioni finanziarie complessive dovessero allentarsi, la Fed dovrebbe *ceteris paribus* fare di più nella lotta contro l'inflazione.
- Nel complesso, il mantenimento di un orientamento restrittivo suggerisce che, nonostante i dati più recenti abbiano segnalato un raffreddamento delle pressioni inflazionistiche (e delle dinamiche occupazionali, almeno secondo l'indagine sulle imprese), **i membri del FOMC mantengono per ora sul tavolo l'opzione di un ultimo rialzo dei tassi di 25pb** (a 5,50-5,75%), che era inclusa nelle proiezioni di giugno.
- C'è però da tenere presente che **la prossima riunione del FOMC si terrà il 19-20 settembre**: da qui ad allora vi sarà una grande messe di dati da monitorare, tra i quali in particolare due tornate di indicatori mensili sui prezzi al consumo e sull'occupazione. Riteniamo che questi dati potranno evidenziare il prosieguo di una **tendenza (in atto ormai da alcuni mesi) di rallentamento dell'inflazione core**, in un contesto in cui anche il ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro si va facendo via via meno vivace. Infatti, nei prossimi mesi, il rientro dei prezzi delle auto usate dovrebbe far sì che diventino più evidenti gli effetti sui prezzi dei beni core della normalizzazione delle catene produttive, mentre la svolta in corso nel settore abitativo dovrebbe causare un rallentamento del ritmo tuttora elevato di crescita dei listini nei servizi core.

- In sintesi, nonostante l'orientamento restrittivo mantenuto dal FOMC, riteniamo che un **ulteriore rialzo del tasso sui fed funds dopo quello di questa settimana sia tutt'altro che scontato: anzi gli attribuiamo una probabilità inferiore al 50%**. Tale eventualità potrebbe materializzarsi solo se i dati dei prossimi due mesi evidenziassero una riaccelerazione delle pressioni sui prezzi core e/o della crescita occupazionale (non si tratta del nostro scenario centrale). Al momento, il mercato attribuisce a un nuovo rialzo dei tassi entro novembre una probabilità pari a poco meno del 35% (in rialzo rispetto alle aspettative pre-FOMC).
- **Manteniamo la previsione di un primo taglio all'inizio del 2024, con tassi al 4,5% alla fine dell'anno** (una discesa più rapida di quanto prevedeva la Fed a giugno), in un quadro di rallentamento della crescita del PIL, delle dinamiche occupazionali e salariali, e delle pressioni inflazionistiche core.

I market mover della settimana

La settimana si prospetta particolarmente ricca di indicatori rilevanti in **area euro**. I dati di contabilità nazionale relativi al 2° trimestre dovrebbero evidenziare una crescita del PIL di 0,3% t/t nell'Eurozona e di un decimo in Italia. Le rilevazioni di luglio sui prezzi al consumo sono attese riportare un rallentamento dell'inflazione sia in Italia che nell'Eurozona. La produzione industriale di giugno dovrebbe risultare poco variata sia in Italia che in Francia, dopo il balzo di maggio. Sempre a giugno, gli ordini all'industria tedeschi potrebbero essere tornati a calare. Inoltre, nell'Eurozona verranno rilasciati dati di giugno sul PPI, atteso toccare un nuovo minimo su base annua dall'estate 2020, e sulle vendite al dettaglio, che dovrebbero mostrare un'accelerazione su base congiunturale rispetto al mese precedente. In calendario anche i dati occupazionali di giugno in Italia e area euro, e di luglio in Germania.

Negli **Stati Uniti** l'attenzione sarà puntata sull'*employment report* di luglio, che dovrebbe mostrare una ulteriore decelerazione nella creazione di posti di lavoro, come anticipato dalle prime indagini del mese. Il tasso di disoccupazione è atteso stabile a 3,6% e i salari orari sono previsti in rallentamento a 0,3% m/m. Gli indici ISM di luglio dovrebbero evidenziare una riduzione del divario tra manifatturiero e servizi, anche se saranno ancora quest'ultimi a trainare la crescita nei prossimi mesi. La spesa in costruzioni potrebbe rallentare, ancora frenata dal comparto non residenziale.

Lunedì 31 luglio

Area euro

- **Area euro.** Sulla base dei dati di contabilità nazionale già pubblicati stimiamo un **PIL** in espansione di 0,3% t/t nel 2° trimestre dopo la stagnazione d'inizio anno. Dal lato dell'offerta i servizi dovrebbero più che compensare la contrazione di manifattura e costruzioni. Le indagini suggeriscono però che il ritmo di crescita potrebbe tornare vicino a zero durante l'estate.
- **Area euro.** La **stima preliminare** dovrebbe mostrare un'**inflazione** dell'Eurozona a luglio in calo di due decimi a 5,3% a/a (-0,1% m/m); anche l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è visto in calo, al 6,5% dal 6,8% precedente. Nelle nostre stime, l'inflazione generale potrebbe attestarsi al 2,6% a fine anno, e scendere temporaneamente al 2,2% ad aprile 2024; la discesa sarà più lenta per l'indice core BCE, che è stimato al 3,9% a fine 2023 e al 2,4% a dicembre 2024.
- **Italia.** Il **PIL** nel 2° trimestre è atteso in rallentamento a 0,1% t/t dopo lo 0,6% dei primi tre mesi dell'anno. I rischi su tale stima sono al ribasso, visto il trend di indebolimento del ciclo nel corso del trimestre. Sia l'industria in senso stretto che le costruzioni dovrebbero aver frenato la crescita, che sarà sostenuta unicamente dai servizi. Dal lato della domanda, si potrebbe vedere, come nel trimestre precedente, un apporto negativo della domanda estera a fronte di un contributo positivo per la domanda interna (verosimilmente trainata dai consumi).
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa calare per il terzo mese a luglio, a 5,9% a/a da 6,4% sull'indice nazionale e a 6,3% da 6,7% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo avrebbero registrato una stagnazione sul NIC e un calo di -1,6% m/m sull'IPCA, dovuto ai saldi estivi. La risalita della componente energia, per via di un lieve effetto base e di aumento dell'elettricità, dovrebbe essere più che compensato dal calo dell'inflazione di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi), attesa rallentare a 5,2% da 5,6% di giugno sul NIC. A fine anno, l'inflazione potrebbe attestarsi al 2,4% sull'indice headline e al 3,3% sulla misura core.

Martedì 1° agosto

Area euro

- **Area euro.** I **PMI manifatturieri** flash di luglio hanno riportato una accentuazione della recessione manifatturiera in Germania e Francia superiore a quanto registrato dall'indice relativo al complesso dell'Eurozona. È perciò probabile che le prime stime mostrino un lieve attenuamento del ritmo di contrazione in **Italia** (stimiamo a 44,1 da 43,8) e **Spagna** (48,3 da 48).
- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere rimasto invariato al 6,5% a giugno. Le indagini di fiducia iniziano però a mostrare segnali di rallentamento delle assunzioni nei servizi mentre nella manifattura le imprese hanno già iniziato a riportare una riduzione degli organici. Il tasso dei senza lavoro potrebbe tornare a salire durante l'estate ma l'incremento potrebbe risultare contenuto. In **Italia**, la disoccupazione è vista al 7,7% dal 7,6% di maggio (che aveva rappresentato un minimo dal 2009 se si esclude il mese di aprile 2020), mentre in **Germania** è attesa invariata al 5,7% a luglio.

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a luglio è previsto a 48,4 da 46 di giugno, con indicazioni di lieve ripresa in linea con le altre indagini del settore. Gli ordini potrebbero rilevare un ulteriore miglioramento, dopo quello registrato nel mese precedente, rimanendo comunque in territorio restrittivo mentre l'occupazione potrebbe tornare sopra la soglia di 50, dopo il forte calo di giugno. Seppur in miglioramento rispetto ai dati della prima parte dell'anno, l'indagine potrebbe segnalare, comunque, una sostanziale stagnazione dell'industria all'inizio del 2° semestre.
- La **spesa in costruzioni** a giugno dovrebbe aumentare di 0,4% m/m, in rallentamento dallo 0,9% m/m di maggio. Le costruzioni industriali e commerciali dovrebbero continuare ad esercitare una crescente pressione verso il basso mentre l'edilizia residenziale potrebbe mostrare i primi segnali di rallentamento.

Mercoledì 2 agosto

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli privati** rilevati a luglio dalla stima ADP sono previsti dal consenso in discesa di 185 mila, dopo il forte rialzo di giugno di 497 mila.

Giovedì 3 agosto

Area euro

- **Area euro.** A luglio i **PMI servizi** sono risultati coerenti con un rallentamento della ripresa nei servizi in Germania e nel complesso dell'area euro mentre in Francia l'indice è rimasto al di sotto della soglia d'invarianza per il secondo mese. In **Italia** stimiamo un PMI servizi poco variato su livelli ancora espansivi a 52,3 da 52,2 di giugno; l'indice composito italiano dovrebbe quindi salire di un decimo a 49,8. In **Spagna**, il PMI servizi potrebbe rallentare a 53 da 53,4.
- **Area euro.** A giugno l'indice **PPI** dovrebbe calare per il sesto mese, stimiamo di -0,3% m/m. Come nei mesi precedenti saranno ancora l'energia e i beni intermedi a guidare la diminuzione dei costi di produzione. La variazione annua accelererà al ribasso a -3,2% da un precedente -1,6%: si tratterebbe di un nuovo minimo da luglio 2020.

Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a luglio dovrebbe calare moderatamente, a 53,1, dopo il forte balzo a 53,9 di giugno. I segnali dalle prime indagini nei servizi sono misti: il PMI flash ha registrato una riduzione a 52,4, mentre sia l'indice della Business Leaders Survey della NY Fed sia quello della Philadelphia Fed hanno rilevato modesti miglioramenti rispetto al mese precedente. L'indice

ISM dovrebbe confermare il proseguimento dell'espansione dell'attività, degli ordini e dell'occupazione, seppure a ritmi meno solidi. L'indebolimento atteso del mercato del lavoro e l'esaurimento del risparmio in eccesso dovrebbero contribuire a ridurre la crescita della domanda di servizi, generando una quasi stagnazione della domanda aggregata nella parte finale dell'anno.

Venerdì 4 agosto

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero tornare a crescere a giugno, stimiamo di 0,5% m/m dopo che la stagnazione del mese precedente aveva interrotto una serie di tre mesi di calo. L'incremento potrebbe riportare gli acquisti sui livelli di inizio anno; il 2° trimestre si chiuderebbe comunque in contrazione di -0,2% t/t (sesta flessione trimestrale consecutiva); la variazione annua resterà in territorio negativo, a -1,2% da -2,9%. Le spese potrebbero tornare a crescere solo moderatamente durante l'estate.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti correggere a giugno di -1,4% m/m dopo il rimbalzo di +6,4% m/m del mese precedente. Se confermato, il dato lascerebbe gli ordini in contrazione di circa -2,5% t/t nel 2° trimestre. Le indagini di fiducia IFO e PMI segnalano un peggioramento delle condizioni di domanda nell'industria a luglio.
- **Francia.** Dopo che i rialzi registrati nei due mesi precedenti sono stati prevalentemente spiegati dalla fine degli scioperi, la **produzione industriale** potrebbe tornare a correggere a giugno, stimiamo di -0,3% m/m. Le indagini di fiducia INSEE e della Banque de France anticipano però un più deciso rallentamento a partire da luglio.
- **Italia.** La **produzione industriale** è vista poco variata a giugno (0,2% m/m) dopo il rimbalzo di maggio (1,6%). La tendenza resta però negativa: l'attività industriale potrebbe essersi contratta di quasi un punto percentuale e mezzo nel trimestre primaverile, e le prospettive che emergono dalle indagini di fiducia delle imprese manifatturiere non mostrano una inversione di tendenza per i prossimi mesi.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a luglio sono attesi in aumento di 190 mila unità, dopo le 209 mila di giugno (un minimo da dicembre 2021). Da monitorare saranno le assunzioni nel settore pubblico, che ci aspettiamo rallentino nei prossimi mesi, e l'evoluzione dei part-time per ragioni economiche, in aumento a giugno. Segnali di indebolimento del mercato del lavoro provengono dalle prime indagini di luglio, con una componente occupazionale del PMI dei servizi ai minimi da inizio anno. Si evidenzia, inoltre, un trend discendente nel mese sia per le nuove richieste di sussidi di disoccupazione, sia per gli annunci di licenziamento. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe risultare invariato al 3,6%, ma se la crescita degli occupati continuerà a indebolirsi nei prossimi mesi, le pressioni al rialzo sul tasso dei senza-lavoro aumenteranno. I **salari orari** sono visti in crescita di 0,3% m/m, in rallentamento dallo 0,4% m/m di giugno, in linea con minori aspettative di aumenti salariali da parte delle piccole imprese. La variazione annua è vista in rallentamento a 4,2% a/a, sui minimi da giugno 2021.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (31 luglio – 4 agosto)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	31/7	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		giu	5.8 (5.7)	%	5.6	
		01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		giu	-2.2	%	2.4	
		03:30	CN	PMI non manifatturiero – NBS		lug	53.2			
		03:30	CN	PMI manifatturiero – NBS	*	lug	49.0	49.2		
		03:30	CN	PMI composito – Caixin		lug	52.3			
		07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		lug	36.2			
		08:00	GER	Prezzi import a/a		giu	-9.1	%		
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	0.4	%	-0.2	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		giu	-3.6	%		
		10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T2	1.9	%	0.9	1.0
		10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T2	0.6	%	0.0	0.1
		10:30	GB	Credito al consumo		giu	1.144	Mld £		
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T2	0.0	%	0.1	0.3
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T2	1.1	%	0.4	0.6
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	lug	0.0	%		0.0
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	lug	6.8	%		6.3
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	lug	0.1	%		-1.6
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	lug	6.4	%		5.9
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	lug	6.8	%		6.5
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	lug	5.5	%	5.2	5.3
	12:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		giu	4.5	Mld €			
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	lug	41.5				
Mar	1/8	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		giu	2.6	%	2.5	
		01:30	GIA	Job to applicant ratio		giu	1.3		1.3	
		02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 49.4			
		03:45	CN	PMI manifatturiero – Caixin	*	lug	50.5		50.3	
		08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T2	0.4	%		
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	lug	43.8		43.9	44.1
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 44.5		44.5	44.5
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		lug	5.7	%	5.7	5.7
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	lug	28	x1000	21	
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 38.8		38.8	38.8
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	giu	7.6	%		7.7
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 42.7		42.7	42.7
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	lug	45.0			
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	giu	6.5	%	6.5	6.5
		15:45	USA	Markit PMI Manif. Finale		lug	49.0			49.0
16:00	USA	Spesa in costruzioni		giu	0.9	%		0.4		
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	lug	46.0		46.5	48.4		
Mer	2/8	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		lug	497	x1000	185	

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 (31 luglio – 4 agosto) – continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Gio	3/8	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	lug	53.9	
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		giu	14.4	Mld €
		09:45	ITA	PMI servizi	*	lug	52.2	52.3
		09:50	FRA	PMI servizi finale		lug	prel 47.4	47.4
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	lug	prel 52.0	52.0
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	lug	prel 51.1	51.1
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	lug	prel 48.9	48.9
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		giu	3.0	%
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	lug	51.5	
		11:00	EUR	PPI a/a		giu	-1.5	%
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	221	x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.690	Mln
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T2	4.2	%
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T2	-2.1	%
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		lug	52.0	
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		lug	52.4	
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		giu	0.3	%
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	giu	prel 0.6	%
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	giu	prel 4.7	%
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	lug	53.9		
Ven	4/8	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	giu	6.4	%
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	giu	1.2	%
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		giu	-0.1	%
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	giu	1.6	%
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		giu	0.0	%
		14:30	USA	Salari orari m/m		lug	0.4	%
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	lug	3.6	%
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	lug	209	x1000

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 (28 luglio – 4 agosto)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mer	2/8	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di giugno	
Gio	3/8	13:00	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +25pb a 5,25%)	
		13:30	** Conferenza stampa di Bailey (BoE)	
		14:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Ven	4/8	13:15	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

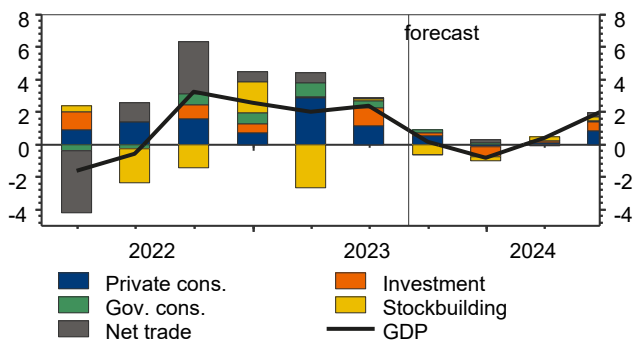
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito prelim.	lug	53.2		52.0
Markit PMI Manif. prelim.	lug	46.3	46.2	49.0
Markit PMI Servizi prelim.	lug	54.4	54.0	52.4
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mag	-1.7	%	-2.2
Indice dei prezzi delle case m/m	mag	0.7	%	0.7
Fiducia consumatori (CB)	lug	110.1 (109.7)	111.8	117.0
Vendite di nuove case (mln ann.)	giu	0.715 (0.743)	Mln	0.725
Richieste di sussidio	settim	228	x1000	235
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.749 (1.754)	Mln	1.750
PIL t/t ann. advance	T2	2.0	%	1.8
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	giu	2.0 (1.8)	%	1.0
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	giu	0.7	%	0.0
Bilancia commerciale prelim	giu	-91.86	Mld \$	-87.84
Costo del lavoro	T2	1.2	%	1.1
Deflatore consumi (core) a/a	giu	4.6	%	4.2
Deflatore consumi a/a	giu	3.8	%	
Spesa per consumi (nominale) m/m	giu	0.1	%	0.4
Redditi delle famiglie m/m	giu	0.4	%	0.5
Deflatore consumi (core) m/m	giu	0.3	%	0.2
Fiducia famiglie (Michigan) finale	lug	72.6		72.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

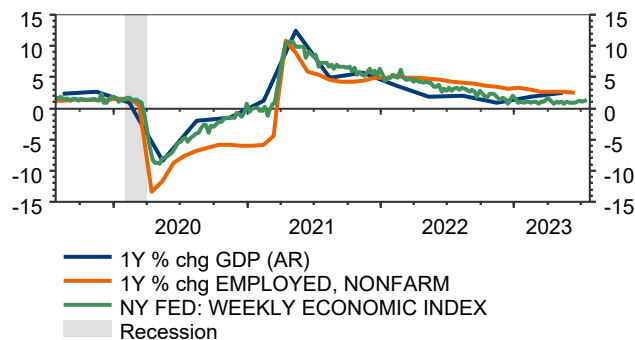
La **stima advance** del PIL del 2° trimestre ha registrato una crescita di 2,4% t/t ann., dopo il 2% t/t annualizzato di inizio anno. I dati hanno mostrato un netto miglioramento degli investimenti fissi non residenziali (+7,7% t/t ann.) che più che compensa il minor apporto positivo dei consumi privati (+1,6% t/t ann.) e pubblici (+2,6% t/t ann.). Le scorte sottraggono -0,6 pp alla variazione del PIL mentre gli investimenti residenziali rilevano la nona flessione consecutiva (-4,2% t/t ann.). Il contributo del canale estero, invece, è sostanzialmente nullo. La lettura conferma la tenuta del ciclo statunitense nonostante i rialzi dei tassi: sebbene le indicazioni prospettiche puntino ad un raffreddamento dell'economia nei prossimi trimestri, la probabilità di uno scenario di "soft landing" (anziché di recessione vera e propria) appare sempre più elevata. Pur continuando ad aspettarci una lieve contrazione del PIL a fine anno, i rischi sulle nostre previsioni sono al rialzo e la crescita media annua potrebbe attestarsi all'1,8% rispetto all'1,6% stimato precedentemente. Per il 2024, ci aspettiamo un rallentamento comunque piuttosto pronunciato, a 0,9% (da 0,8% della precedente stima).

La crescita del PIL è ancora sostenuta dai consumi privati ma la spinta si esaurirà nei prossimi trimestri



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

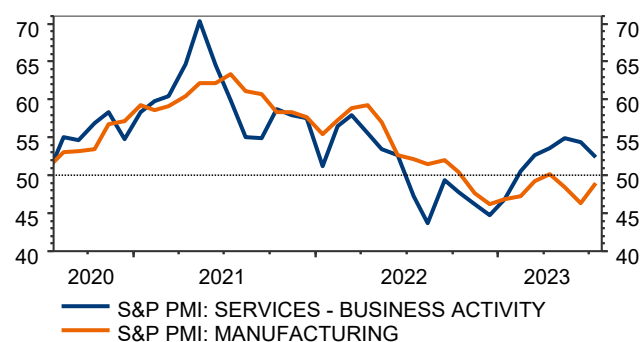
Indicatori prospettici e mercato del lavoro segnalano un rallentamento nel 3° trimestre



Fonte: Refinitiv Datastream

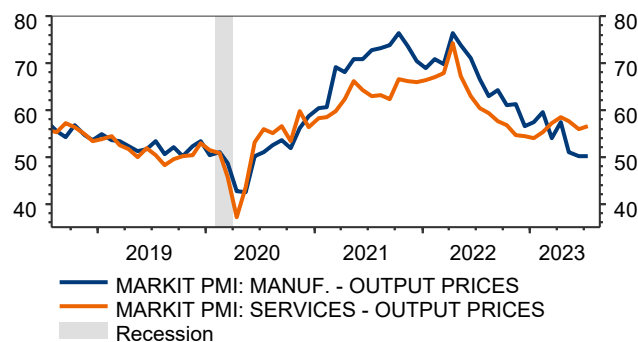
Il **PMI manifatturiero flash** di luglio ha sorpreso al rialzo, a 49 da 46,3 di giugno, registrando miglioramenti diffusi agli ordini (48,5 da 42,9), alla produzione (50,2 da 46,9) e alla domanda di input (45,9 da 40,2). L'occupazione è rimasta in territorio espansivo, a 52,8. L'indice dei prezzi di acquisto ha mostrato un rimbalzo, salendo di poco oltre alla soglia di 50, mentre i listini di vendita sono risultati invariati, interrompendo il trend di rallentamento degli ultimi tre mesi. Seppur in miglioramento rispetto al dato di giugno, l'indagine segnala una sostanziale stagnazione dell'industria all'inizio del 2° semestre. Nei **servizi**, il PMI è sceso per il secondo mese consecutivo, di due punti, a 52,4, con attività (52,4 da 54,4) e occupazione (51 da 52,2, minimo da gennaio 2023) in calo, a fronte di una crescita degli ordinativi esteri (54,4 da 52,7). Le indicazioni di rallentamento nei servizi sono confermate anche dall'ampia correzione delle aspettative future. I segnali sui prezzi sono misti, con una riduzione dei prezzi di acquisto e listini di vendita in leggera salita. L'indice composito è sceso a 52 da 53,2 di giugno e conferma che il ciclo resta espansivo ma sta perdendo slancio, frenato da una domanda interna sempre più fiacca.

In riduzione il divario tra la fiducia nel manifatturiero e nei servizi



Fonte: Refinitiv Datastream, S&P Global

L'indice dei prezzi di vendita nei servizi ha ripreso a crescere dopo i segnali di rallentamento di inizio anno



Fonte: Refinitiv Datastream, S&P Global

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a luglio ha confermato i segnali positivi provenienti dalle altre indagini, salendo a 117 da 110,1 e registrando un massimo da luglio 2021. Il miglioramento dell'indice è diffuso sia alle condizioni correnti (a 160 da 155,3) che alle aspettative (a 88,3 da 80), con opinioni più ottimistiche sul mercato del lavoro e sulle condizioni finanziarie. Le aspettative di inflazione a 12 mesi sono calate per il quarto mese consecutivo, ai minimi da novembre 2020. Tuttavia, le attese di recessione sono lievemente aumentate, anche se in minor misura rispetto ai mesi precedenti, e i piani di acquisto di servizi discrezionali sono in rallentamento. Nel complesso, la survey dà indicazioni confortanti circa la tenuta dei consumi nei prossimi mesi.

Le **vendite di case nuove** a giugno sono calate a 697 mila unità (-2,5% m/m, +23,8% a/a), dopo il forte incremento di maggio a 715 mila (+6,6% m/m, rivisto al ribasso da +12,2%). Gran parte della flessione mensile è stata generata dalle vendite di unità completate (-65 mila), parzialmente compensata dalla crescita delle unità non ancora iniziate (+55 mila). Il prezzo mediano risulta in calo di -0,5% m/m (-4% a/a) e le scorte di case invendute sono equivalenti a 7,4 mesi di vendite, da 7,2 del mese precedente. La domanda di case rimane elevata, mentre l'offerta di case esistenti è sempre limitata, anche perché risulta difficile per i proprietari metterle sul mercato dovendo finanziare un eventuale nuovo acquisto a tassi molto più alti (vicini al 7%) rispetto a quelli dei mutui esistenti.

Gli **ordini di beni durevoli** a giugno sono aumentati per il quarto mese consecutivo, di 4,7% m/m dopo il 2% registrato a maggio, spinti principalmente dall'ampio incremento dell'aeronautica civile (+69,4% m/m, in parte riconducibile ad un importante ordine ricevuto da Boeing da parte di Air India). Nel complesso i trasporti hanno segnato un aumento di 12,1% m/m, grazie anche al

comparto auto (+0,3% m/m) e all'aeronautica militare (+5,5% m/m). Al netto dei trasporti, le commesse sono in rialzo di 0,6% m/m. Tuttavia, gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono solo in moderata crescita (0,2% m/m), in rallentamento dopo lo 0,5% m/m di maggio e lo 0,7% m/m di aprile. Gli investimenti in macchinari hanno trainato la crescita del PIL nel 2° trimestre e ci aspettiamo che diano un apporto positivo anche nel terzo, seppur in misura decisamente più limitata.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 22 luglio sono calate a 221 mila unità (-7 mila unità rispetto alla settimana precedente), confermando il trend discendente in corso nel mese. I sussidi esistenti al 15 luglio sono scesi a 1,690 milioni di unità (-59 mila).

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	lug	49.8		49.4

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La riunione della **BoJ** si è conclusa con una conferma dell'attuale orientamento di politica monetaria (costo del denaro stabile a -0,1% e obiettivo sul JGB decennale intorno a zero), ma la principale novità è che la "fascia di tolleranza" nella politica di controllo dei rendimenti, che pure resta dello 0,5%, non sarà più considerata un limite ma un semplice riferimento, e sarà applicata con maggiore flessibilità (in effetti, il governatore Ueda ha annunciato che la BoJ acquisterà JGB decennali ad un tasso dell'1% rispetto al precedente 0,5%). Inoltre, la banca centrale ha alzato le stime di inflazione per l'anno fiscale in corso, al 2,5%, dall'1,8% atteso lo scorso aprile.

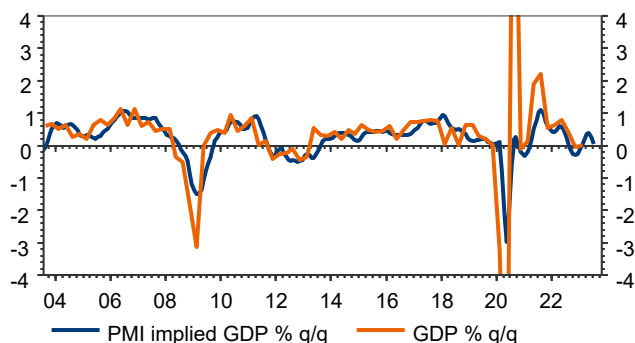
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	lug	-12.1		-14.8
BEL	PIL t/t prelim	T2	0.4 (0-5)	%	0.2
EUR	PMI servizi prelim	lug	52.0	51.5	51.1
EUR	PMI composito prelim	lug	49.9	49.7	48.9
EUR	PMI manifatturiero prelim	lug	43.4	43.5	42.7
EUR	M3 dest. a/a	giu	1.4	%	0.6
EUR	Fiducia consumatori finale	lug	-15.1	-15.1	-15.1
EUR	Fiducia servizi	lug	5.9 (5-7)	5.4	5.7
EUR	Fiducia industria	lug	-7.3 (-7-2)	-7.5	-9.4
EUR	Indice di fiducia economica	lug	95.3	95.0	94.5
FRA	PMI servizi prelim	lug	48.0	48.4	47.4
FRA	PMI manifatturiero prelim	lug	46.0	46.0	44.5
FRA	Fiducia consumatori	lug	85	86	85
FRA	PIL t/t prelim	T2	0.1 (0-2)	%	0.1
FRA	Spese per consumi m/m	giu	0.6 (0-5)	%	0.1
FRA	IPCA a/a prelim	lug	5.3	%	5.1
GER	PMI servizi prelim	lug	54.1	53.1	52.0
GER	PMI manifatturiero prelim	lug	40.6	41.0	38.8
GER	IFO	lug	88.6 (88-5)	88.0	87.3
GER	IFO (sit. corrente)	lug	93.7	93.0	91.3
GER	IFO (attese)	lug	83.8 (83-6)	83.4	83.5
GER	Fiducia consumatori	ago	-25.2 (-25-4)	-24.7	-24.4
GER	PIL s.a. t/t prelim	T2	-0.3	%	0.1
GER	PIL s.a. a/a prelim	T2	-0.5	%	-0.3
GER	IPCA m/m prelim	lug	0.4	%	0.5
GER	IPCA a/a prelim	lug	6.8	%	6.6
GER	CPI (Lander) a/a prelim	lug	6.4	%	6.2
GER	CPI (Lander) m/m prelim	lug	0.3	%	0.3
ITA	Indice di fiducia delle imprese	lug	100.2 (100-3)	99.8	99.3
ITA	Fiducia consumatori	lug	108.6	107.8	106.7
ITA	PPI a/a	giu	-4.3	%	-5.5
ITA	PPI m/m	giu	-2.3	%	-0.3
ITA	Fatturato industriale a/a	mag	-1.9 (-1-8)	%	-0.5
ITA	Fatturato industriale m/m	mag	-1.9 (-1-8)	%	1.5
SPA	IPCA a/a prelim	lug	1.6	%	1.6
SPA	PIL t/t prelim	T2	0.5 (0-6)	%	0.4

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

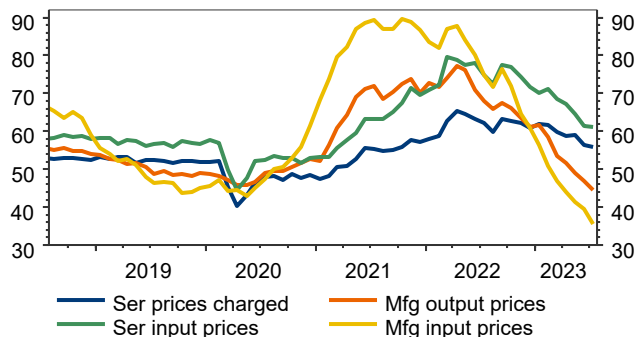
Area euro. Il PMI composito di luglio è calato più del previsto, di un punto, a 48,9 (un minimo dallo scorso novembre), su livelli coerenti con una contrazione del PIL. Su base settoriale, prosegue la recessione manifatturiera (a 42,7 da 43,4: escludendo i mesi del primo lockdown nella primavera 2020, sarebbe un minimo dal 2009), mentre la ripresa nei servizi continua a perdere spinta (51,1 da 52). Le indicazioni sui prezzi confermano la tendenza di rallentamento dei listini di vendita (52,8 da 53,8, un minimo da febbraio 2021), ma nei servizi la crescita dei prezzi resta superiore alla media storica, complice l'irrobustimento delle pressioni salariali. Le intenzioni di assunzione sono rallentate solo moderatamente (in territorio espansivo nei servizi e su livelli neutrali nell'industria). Nel complesso, le indagini dipingono un quadro di chiaro rallentamento della domanda, ma le indicazioni sui prezzi e sul mercato del lavoro, specie nei servizi, restano coerenti con il prosieguo del ciclo restrittivo da parte della BCE.

I PMI mostrano chiari segnali di rallentamento del ciclo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

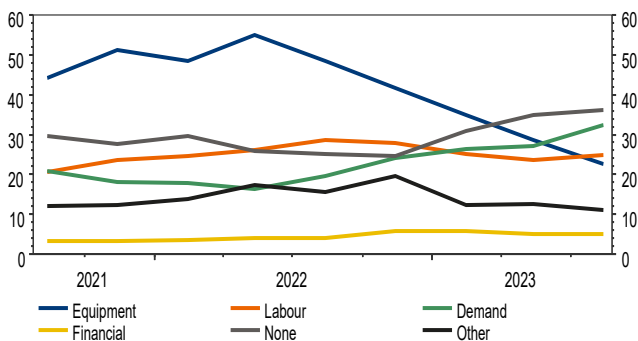
La crescita dei prezzi, pagati e ricevuti, nei servizi decelera ma resta sostenuta



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

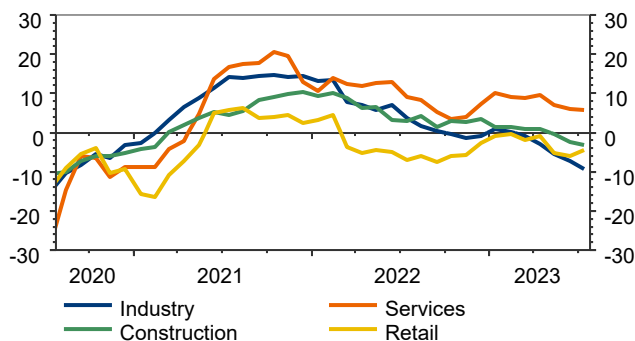
Area euro. Le **indagini della Commissione Europea** di luglio hanno confermato il quadro di rallentamento del ciclo nel trimestre estivo già emerso dagli indici PMI e dalle rilevazioni nazionali sul morale di famiglie e imprese. L'indice composito ESI di fiducia economica è calato per il terzo mese portandosi a 94,5 da 95,3, un minimo da novembre 2020. A fronte di un miglioramento del morale dei consumatori, il calo dell'indice composito è dovuto alla fiducia delle imprese dell'industria (-9,4 da -7,3) e delle costruzioni (-3,1 da -2,4), in presenza di una stabilizzazione nei servizi (5,7 da 5,9) e di un miglioramento nel commercio al dettaglio (-4,5 da -5,9). Le intenzioni di assunzione iniziano a mostrare segnali di rallentamento sia nell'industria che nei servizi, e tornano a salire, sia pur su livelli ancora inferiori alla media storica, le preoccupazioni per la disoccupazione dei consumatori. Le indicazioni sui prezzi confermano la tendenza di calo in tutti i settori ad eccezione dei servizi, dove i listini tornano a salire dopo 5 mesi di calo. In sintesi, le indagini anticipano un rallentamento del ciclo nel 2° semestre, ma continuano a suggerire la presenza di rischi al rialzo sull'inflazione core derivante da listini ancora sostenuti nei servizi.

L'indagine trimestrale nell'industria conferma i segnali di indebolimento della domanda



Nota: fattori che limitano la produzione nell'industria. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Il calo del morale è guidato da industria e costruzioni. Tiene la fiducia delle imprese dei servizi, ma il picco sembra alle spalle

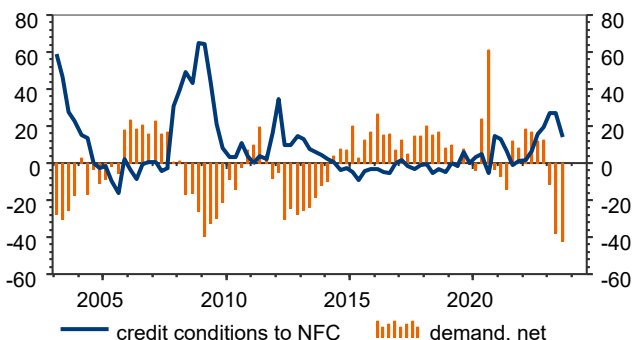


Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Area euro. La **Bank Lending Survey** della BCE di luglio ha confermato che la politica monetaria si sta trasferendo all'economia reale e ha offerto nuove indicazioni di restrizione delle condizioni creditizie e di calo della domanda di prestiti. Rispetto al trimestre precedente la restrizione netta è risultata meno pronunciata per mutui e credito alle imprese (mentre si è intensificata nel credito al consumo), ma le aspettative degli istituti finanziari anticipano un'ulteriore stretta sulle condizioni di credito nei prossimi tre mesi, seppur a ritmi più moderati rispetto ai trimestri precedenti. Il calo della domanda di prestiti è risultato particolarmente accentuato tra le

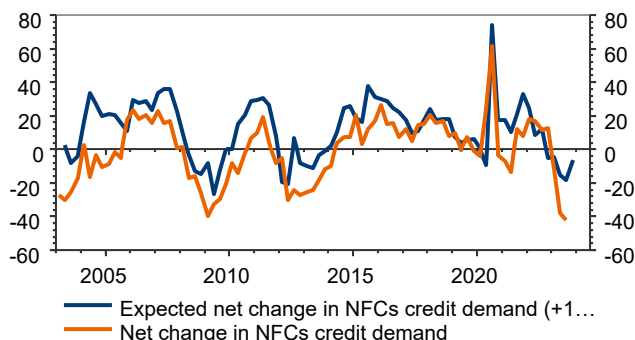
imprese dove il saldo netto ha toccato un minimo dall'inizio delle rilevazioni nel 2003, in misura superiore rispetto a quanto atteso dalle banche nel trimestre precedente. Il peggioramento delle richieste di credito è spiegato soprattutto dall'aumento del costo del denaro e da minori intenzioni di investimento. Tra le principali economie, sono Italia e Francia a registrare le flessioni più marcate. La domanda continua a calare anche per i mutui, ma a ritmi più moderati rispetto ai trimestri precedenti.

La BLS mostra un deciso deterioramento della domanda di credito da parte delle imprese...



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB

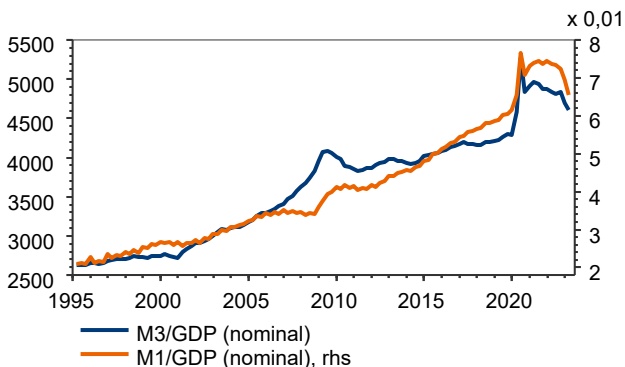
... superiore a quanto atteso nella precedente rilevazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB

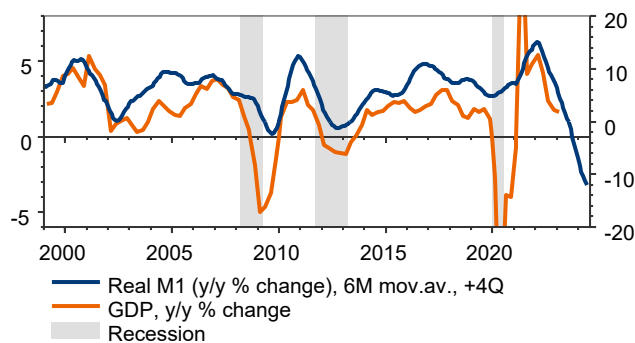
Area euro. La crescita di **M3** è rallentata più del previsto a giugno: a 0,6% a/a da 1% di maggio (rivisto da 1,4%); si tratta di un minimo dal 2010. Il dato conferma, come segnalato dalla BLS, la frenata del credito a famiglie (1,7% a/a da 2,1%) e imprese (3% da 4%). I dati sugli aggregati monetari e sul credito anticipano un rallentamento del ciclo nel 2° semestre dell'anno.

Dopo il boom durante l'emergenza pandemica gli aggregati monetari in rapporto al PIL stanno tornando sotto il trend



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB, Eurostat

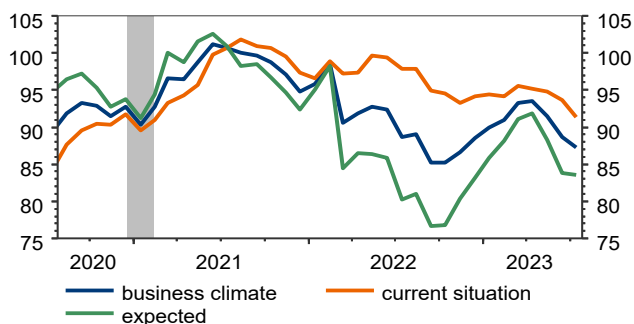
La relazione tra PIL e M1 reale sta probabilmente sovrastimando il rallentamento del ciclo ma segnala che i rischi sono al ribasso



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB, Eurostat

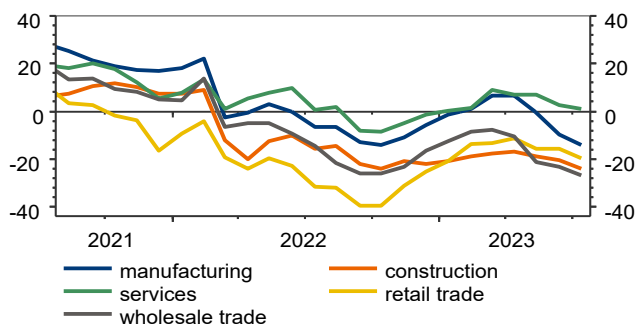
Germania. L'indice **IFO** è sceso più delle attese a luglio, a 87,3 da 88,6, un minimo da novembre 2022. La flessione è guidata dal deterioramento dell'indice sulla situazione corrente, in contrazione a 91,3 da 93,7 di giugno, mentre le attese hanno registrato un calo ben più moderato, a 83,5 da 83,8 precedente. Su base settoriale, prosegue la recessione manifatturiera, mentre la ripresa nei servizi continua a perdere spinta. Il tono delle indagini suggerisce che la crescita tedesca possa tornare in negativo nel 3° trimestre. Più in generale, la tornata di indagini congiunturali di luglio nell'Eurozona ha mostrato un netto aumento dei rischi al ribasso sul ciclo nel secondo semestre.

L'IFO cala nuovamente, spinto al ribasso soprattutto dall'indice sulla situazione corrente



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

Il peggioramento del morale è diffuso a tutti i settori



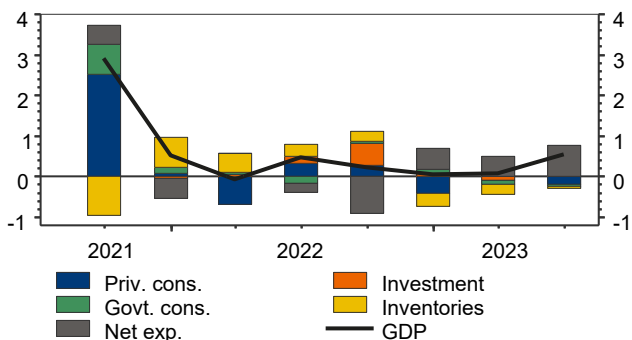
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

Germania. La prima lettura del **PIL** del 2° trimestre ha registrato una stagnazione sul dato destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario (contro attese di crescita di un decimo). In precedenza, l'economia tedesca aveva registrato una contrazione di -0,1% t/t (rivista al rialzo da -0,3% t/t) nel 1° trimestre del 2023 e di -0,4% (rivista al rialzo da -0,5% t/t) nell'ultimo scorcio del 2022. Secondo le prime indicazioni preliminari rilasciate da Destatis (il dettaglio verrà comunicato il prossimo 25 agosto), i consumi delle famiglie sono risultati anch'essi stagnanti. Il tono delle indagini suggerisce che la crescita possa tornare in territorio negativo nel 3° trimestre, e i rischi per i trimestri sono al ribasso. Al momento, il nostro scenario centrale prevede una contrazione del PIL (al netto degli effetti di calendario) di -0,2% nel 2023 e una crescita all'1% il prossimo anno.

Germania. L'**indice GfK di fiducia dei consumatori** (dato preliminare di agosto) è tornato a salire dopo la battuta d'arresto di luglio, passando a -24,4 da -25,2 (rivisto da -25,4) precedente.

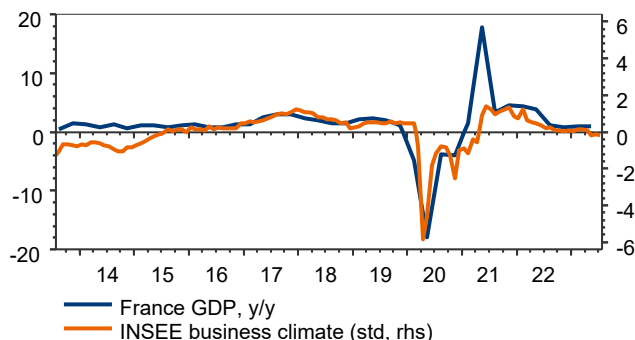
Francia. Il **PIL** è cresciuto ben più delle attese, accelerando a 0,5% t/t da un precedente 0,1% (rivisto al ribasso di un decimo). Come nei due trimestri precedenti, l'espansione è interamente spiegata dal commercio estero a fronte di un contributo negativo della domanda interna. Il rimbalzo dell'export (2,6% t/t da -0,8%) è spiegato dal forte apporto dei trasporti (per via della consegna di un transatlantico) nonché dalla normalizzazione dei flussi energetici grazie alla ripartenza dell'attività nelle centrali nucleari, e pertanto appare di natura transitoria. I consumi privati sono tornati a calare dopo la stagnazione di inizio anno (-0,4%) mentre gli investimenti fissi sono risultati poco più che stagnanti (0,1% da -0,4%), ancora appesantiti dal comparto residenziale (-1,6%, in calo per il settimo trimestre di fila). A nostro avviso, difficilmente il robusto dato primaverile verrà ripetuto nel 3° trimestre, visti i recenti segnali di rallentamento provenienti dalle indagini di fiducia.

Come nei trimestri precedenti è la domanda estera a trainare la crescita del PIL



Nota: contributi alla crescita t/t del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Le indagini anticipano un rallentamento del ciclo nel 2° semestre

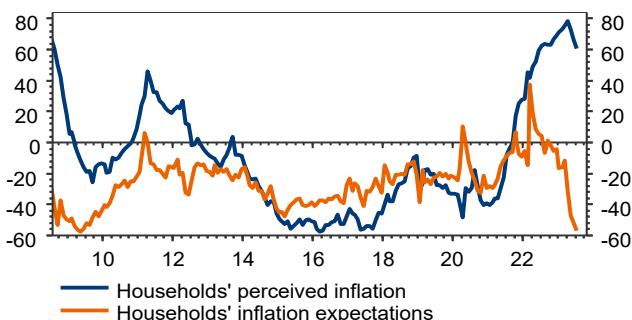


Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Francia. A luglio, l'**inflazione** è calata al 4,3% dal 4,5% sull'indice nazionale e al 5% dal 5,3% sull'IPCA; nel mese i prezzi sono risultati stabili su entrambi gli indici. Il rallentamento tendenziale è dovuto a beni industriali (a 3,4% da 4,2% precedente), in particolare a abbigliamento e calzature, energia (a -3,8% da -3% precedente) e alimentari (12,6% da 13,7% di giugno); si è registrata una diminuzione sia degli alimentari lavorati (a 13% da 14,1%) che di quelli freschi (a 10,4% da 11,2%). Di contro, l'inflazione nei servizi è salita di un decimo, a 3,1%. In prospettiva, il CPI francese dovrebbe seguire una dinamica altalenante nei prossimi mesi, per attestarsi intorno al 4% a fine anno.

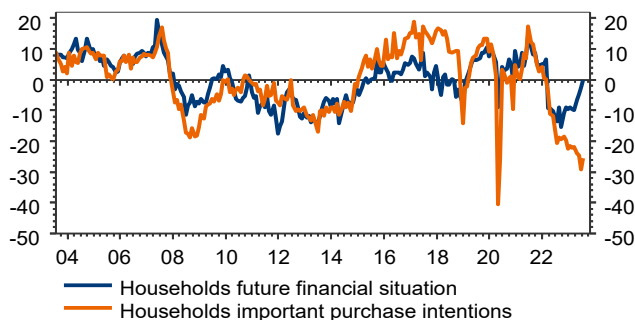
Francia. L'indice INSEE di **fiducia dei consumatori** è rimasto stabile a 85 a luglio, ancora al di sotto della media di lungo periodo ma su livelli superiori ai minimi toccati lo scorso anno. Come nei mesi precedenti l'indagine continua a riportare un lieve miglioramento delle aspettative, che restano però complessivamente pessimistiche, mentre le intenzioni di acquisto di beni durevoli non mostrano ancora significativi segnali di ripresa. Tornano a crescere i timori sulla disoccupazione, che però restano su livelli storicamente contenuti. Si conferma la tendenza discendente per l'inflazione corrente e attesa (quest'ultima è tornata al minimo toccato a maggio 2009). In sintesi, il graduale recupero del morale sembra essere guidato dall'attenuamento delle pressioni inflattive ma non emergono ancora chiari segnali di ripartenza per i consumi, che potrebbero rimanere poco più che stagnanti anche nel 3° trimestre.

Prosegue il calo dell'inflazione percepita e attesa



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

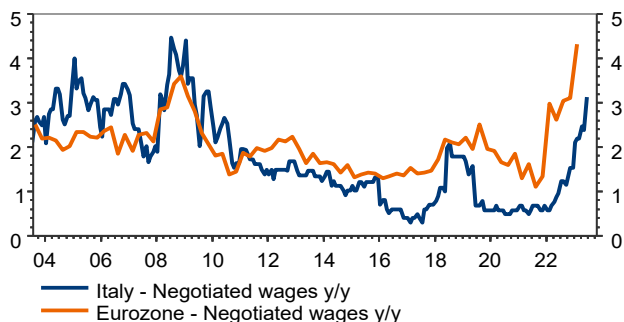
Migliorano le aspettative ma le intenzioni di acquisto non mostrano ancora significativi segnali di recupero



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

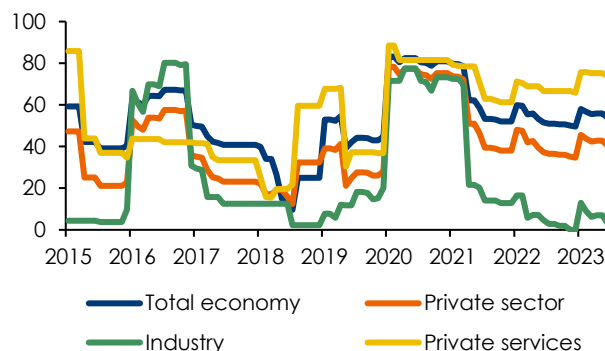
Italia. La crescita delle **retribuzioni contrattuali** è salita al 3,1% a/a a giugno, un massimo da novembre 2009, trainata dall'applicazione del contratto metalmeccanico (che ha previsto un adeguamento per l'inflazione). Una tensione contrattuale ancora elevata (il 53,9% dei dipendenti è in attesa di rinnovo, tra i quali la PA), e le informazioni disponibili sulle negoziazioni in corso, anticipano ulteriori aumenti nei prossimi mesi.

Accelera la crescita dei salari contrattuali, che pure resta inferiore rispetto alla media area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Istat

La tensione contrattuale è ancora elevata



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

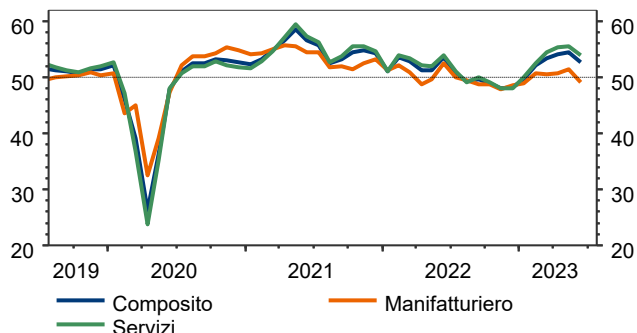
Italia. Il **PPI** è calato di -0,3% m/m a giugno. La sesta flessione mensile consecutiva è guidata, come nei mesi precedenti, da energia (-0,6%) e beni intermedi (-0,9%). Continua invece la crescita dei prezzi dei beni strumentali e di consumo (0,2%). La variazione annua scende a -5,5% da un precedente -4,3%, un minimo da maggio 2020. I dati sui prezzi alla produzione confermano le indicazioni di attenuamento delle pressioni a monte delle filiere produttive, coerenti con un calo dell'inflazione dei beni nei prossimi mesi.

Italia. Il **fatturato industriale** è cresciuto di 1,5% m/m a maggio da -1,9% precedente, con progressi diffusi al mercato domestico (2% da -2,5%) ed estero (0,6% da -0,6%). Su base settoriale si registrano incrementi per beni di consumo (2,3% da -1,1%) e strumentali (4% da -2,5%), a fronte di una flessione per i beni intermedi (-0,6% da -2,9%) e l'energia (-0,8% da 1,9%). La variazione annua resta in territorio negativo (-0,5% da -1,9%): i settori più penalizzati restano gli energivori come chimica, metallurgia, legno e carta, articoli in gomma e metalliferi, settore estrattivo. I comparti più brillanti su base tendenziale sono al contrario i mezzi di trasporto, la farmaceutica e l'elettronica. I dati espressi in volume, e relativi al solo settore manifatturiero registrano un aumento del fatturato di 2,4% m/m (-0,7% a/a), dopo una flessione di pari entità percentuale ad aprile.

Spagna. Il **PIL** è cresciuto, in linea con le attese, di 0,4% t/t da un precedente 0,5% (rivisto al ribasso di un decimo). Sono il rimbalzo dei consumi privati (1,6% da -1,3%) e l'accelerazione degli investimenti fissi (4,6% da 1,7%) a trainare la crescita, mentre è stato negativo l'apporto del canale estero netto. Le esportazioni sono infatti calate di -4,1% dopo l'ampio rialzo di 5,6% messo a segno nei primi tre mesi dell'anno, a fronte di un più contenuto calo per l'import (-1% da 2,7%). Ci aspettiamo un rallentamento della ripresa nel 2° semestre, ma crediamo che l'economia spagnola possa continuare a sovraperformare la media Eurozona, con una crescita annua superiore al 2% nel 2023.

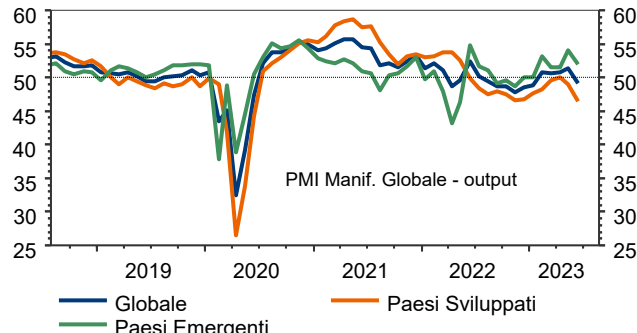
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



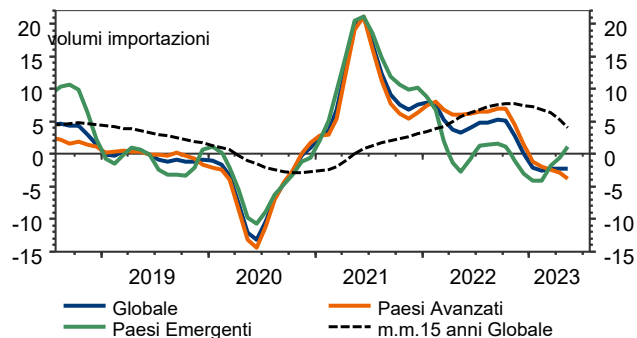
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



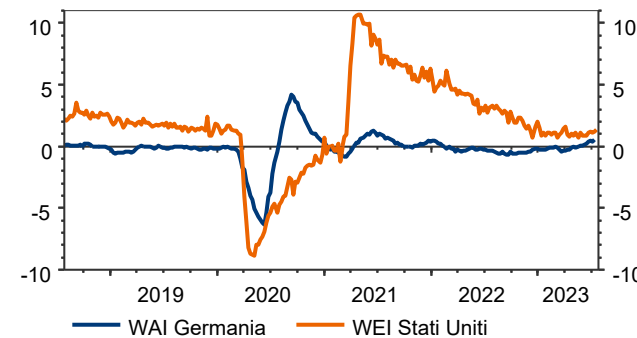
Fonte: S&P Global

Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



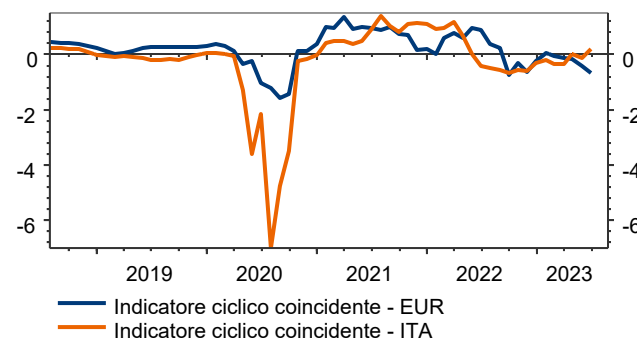
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



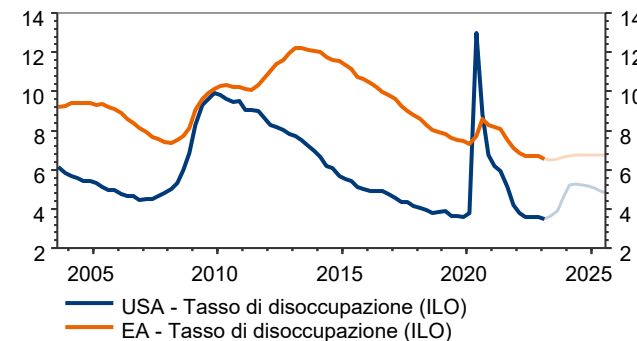
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

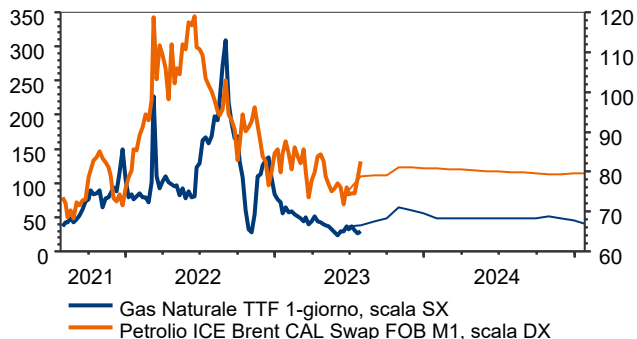
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

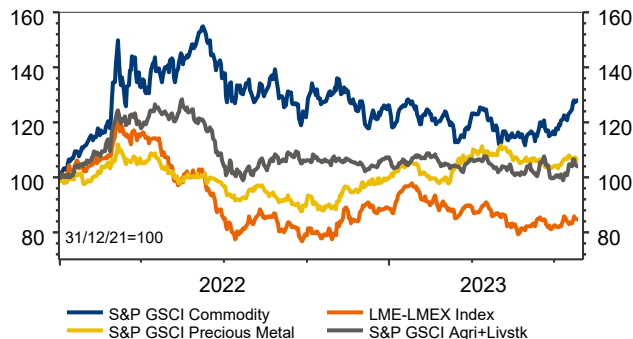
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



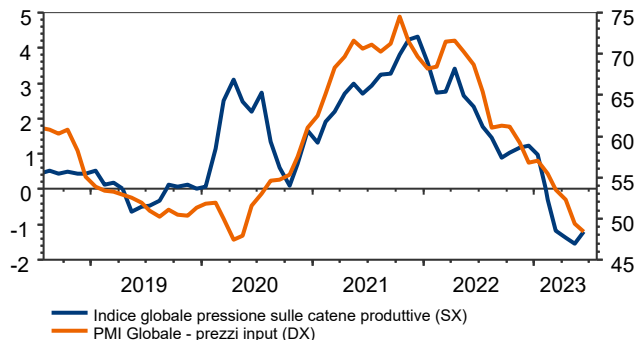
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



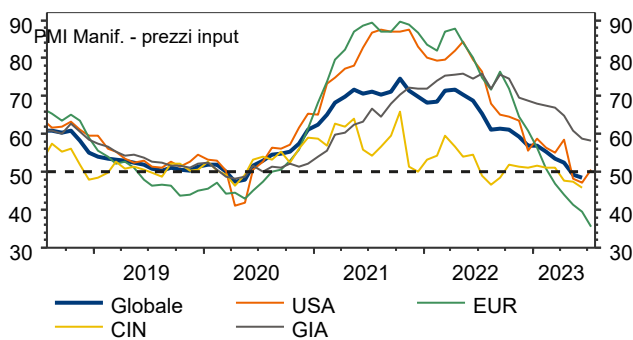
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



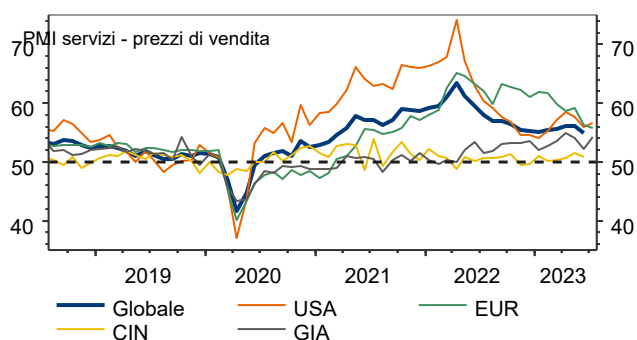
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



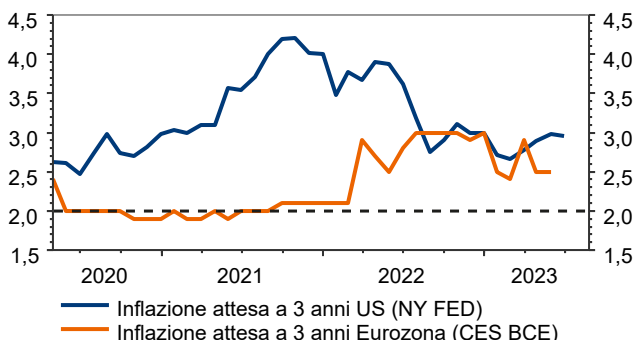
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

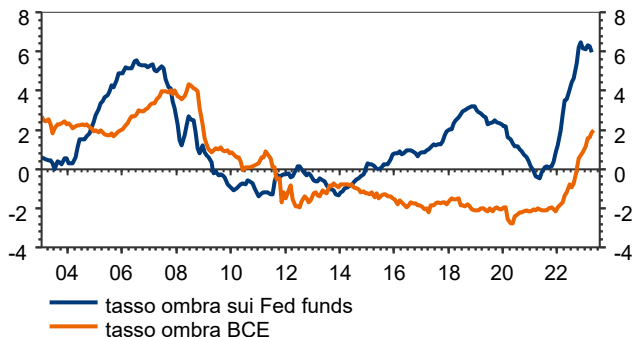
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

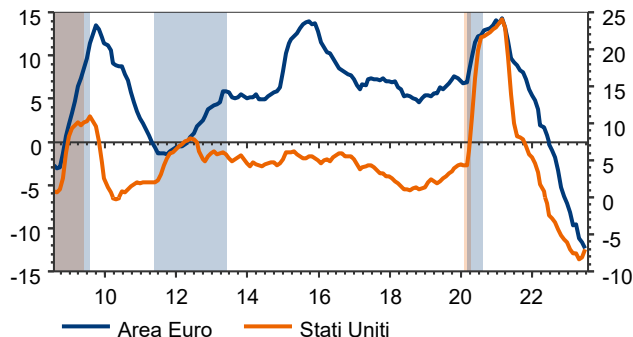
Condizioni Finanziarie

Tassi "ombra" di politica monetaria (Fed funds e €STR)



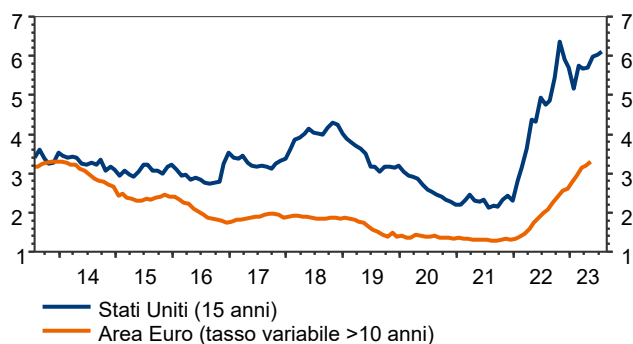
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



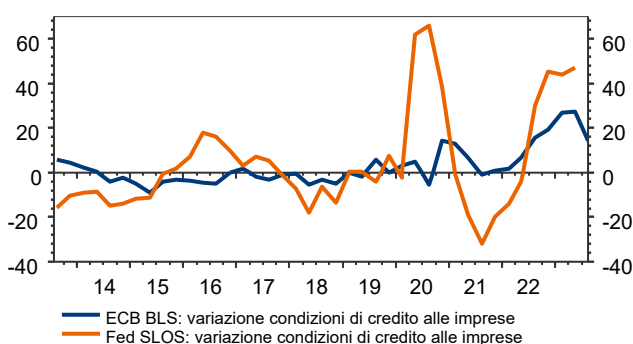
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



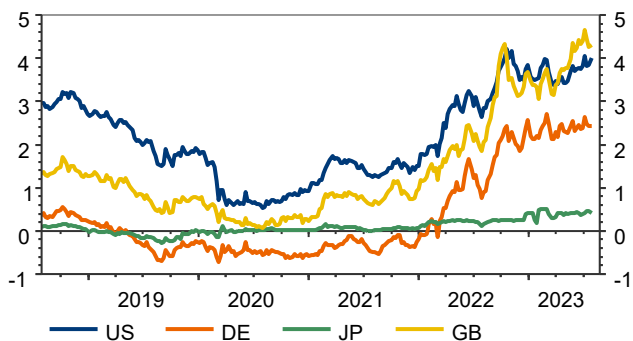
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



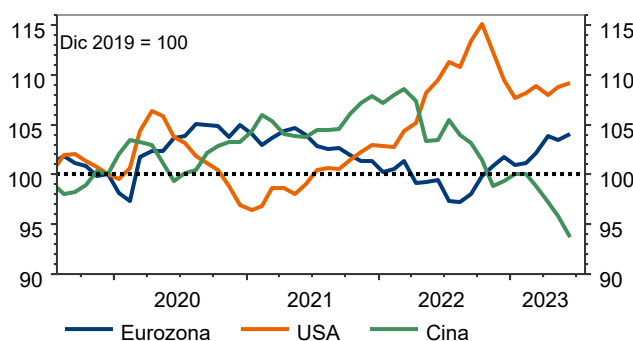
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

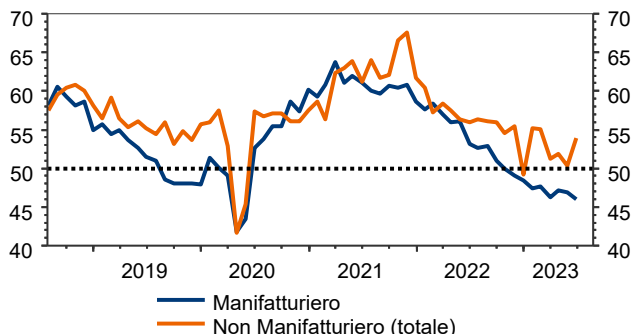
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

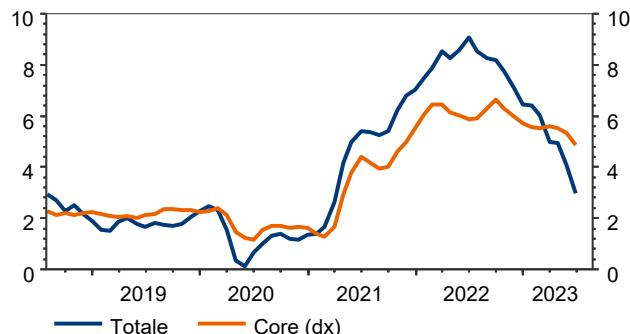
Stati Uniti

Indagini ISM



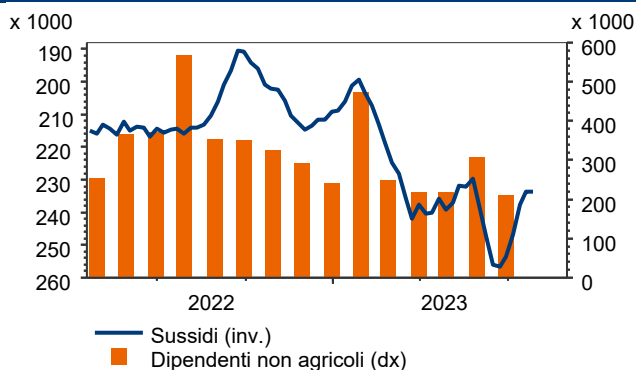
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



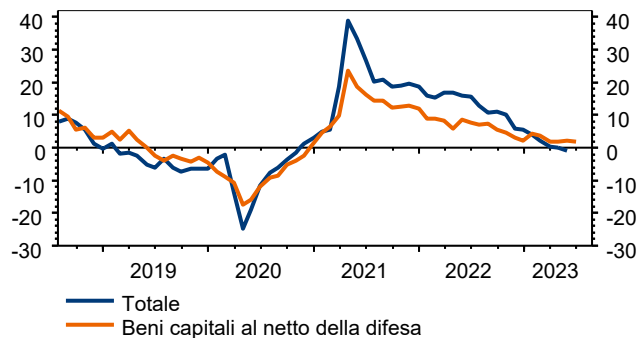
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

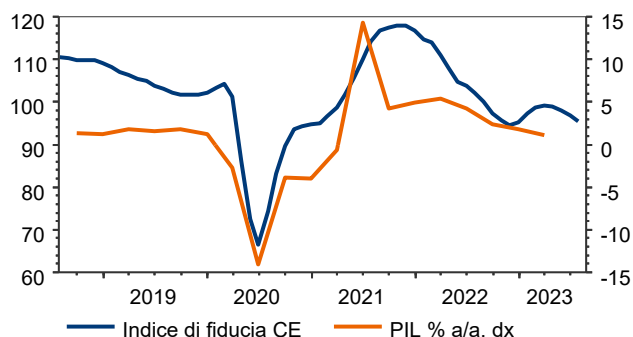
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.8	0.9	1.9	0.9	1.8	2.6	1.8	0.9	0.5	0.5
- trim./trim. annualizzato				3.2	2.6	2.0	2.4	0.2	-0.8	0.4	2.1
Consumi privati	2.7	2.0	0.7	2.3	1.0	4.2	1.6	0.8	-0.2	0.2	1.2
IFL - privati non residenziali	3.9	3.0	1.4	6.2	4.0	0.6	7.7	1.1	-3.8	0.5	3.7
IFL - privati residenziali	-10.6	-12.1	2.0	-27.1	-25.1	-4.0	-4.1	-1.3	-1.2	2.5	5.9
Consumi e inv. pubblici	-0.6	3.0	0.6	3.7	3.8	5.0	2.6	1.1	0.8	0.3	0.3
Esportazioni	7.1	1.8	2.8	14.6	-3.7	7.8	-10.8	1.2	2.1	3.1	6.1
Importazioni	8.1	-2.7	1.7	-7.3	-5.5	2.0	-7.8	1.1	0.5	2.5	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.7	0.0	-1.4	2.0	-2.6	0.1	-0.6	-0.3	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.0	-3.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-6.7	-6.3								
Debito pubblico (% PIL)	144.6	144.8	147.1								
CPI (a/a)	8.0	3.9	2.3	8.3	7.1	5.8	4.0	3.2	2.7	2.4	2.1
Produzione industriale	3.4	-0.9	-0.9	0.5	-0.6	-0.1	0.2	-1.3	-1.4	0.2	0.3
Disoccupazione (%)	3.7	3.7	4.5	3.6	3.6	3.5	3.6	3.8	3.9	4.4	4.5

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

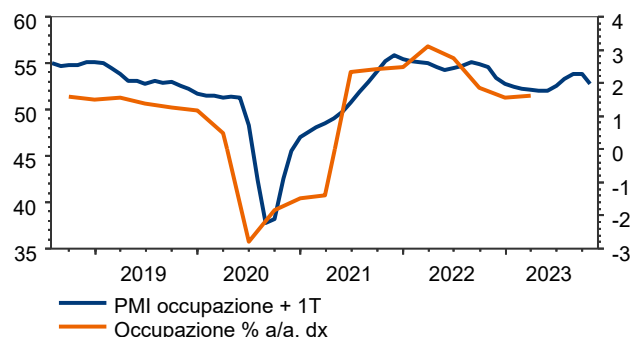
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-23	120.3	115.3	112.4	120.0	8.6	7.1	5.3	8.8
feb-23	121.2	116.3	113.3	120.9	8.5	7.4	5.6	8.6
mar-23	122.3	117.7	114.7	122.0	6.9	7.5	5.7	6.9
apr-23	123.1	118.8	115.9	122.8	7.0	7.3	5.6	7.0
mag-23	123.2	119.2	116.1	122.8	6.1	6.9	5.3	6.1
giu-23	123.5	119.6	116.6	123.1	5.5	6.8	5.5	5.5
lug-23	123.4	119.4	116.1	122.9	5.3	6.5	5.2	5.2
ago-23	124.0	119.9	116.5	123.5	5.2	6.2	5.1	5.1
set-23	124.6	120.4	117.1	124.2	4.5	5.7	4.6	4.4
ott-23	125.0	120.5	117.4	124.6	3.3	5.1	4.3	3.1
nov-23	124.3	120.3	117.4	123.9	2.8	4.6	4.2	2.6
dic-23	123.7	120.3	117.8	123.2	2.6	3.9	4.0	2.5
Media	123.2	119.0	115.9	122.8	5.5	6.2	5.0	5.4

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia;
 l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi.
 Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-24	123.8	119.6	116.8	123.3	2.9	3.7	4.0	2.8
feb-24	124.5	120.4	117.6	124.0	2.7	3.5	3.8	2.6
mar-24	125.4	121.4	118.7	124.9	2.5	3.1	3.5	2.4
apr-24	125.9	122.3	119.5	125.4	2.2	2.9	3.1	2.1
mag-24	126.0	122.3	119.5	125.5	2.3	2.7	2.9	2.2
giu-24	126.8	122.7	119.7	126.3	2.7	2.6	2.7	2.6
lug-24	126.9	122.4	119.2	126.4	2.8	2.5	2.6	2.8
ago-24	127.5	122.9	119.6	127.0	2.9	2.5	2.6	2.8
set-24	128.1	123.3	120.0	127.6	2.8	2.4	2.5	2.7
ott-24	128.4	123.5	120.4	127.9	2.7	2.4	2.5	2.6
nov-24	127.6	123.1	120.3	127.1	2.7	2.4	2.5	2.6
dic-24	126.9	123.2	120.6	126.4	2.6	2.4	2.4	2.6
Media	126.5	122.2	119.3	126.0	2.7	2.7	2.9	2.6

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia;
 l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi.
 Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

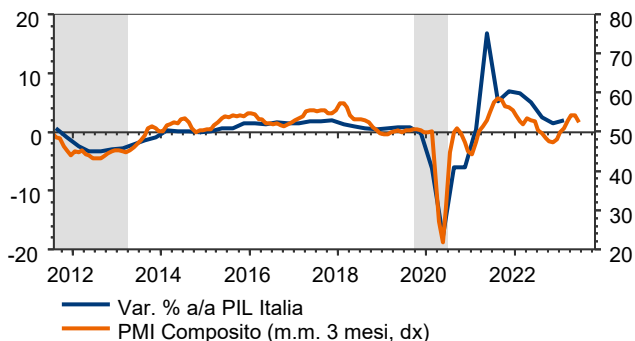
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.6	0.9	2.4	1.7	1.1	0.6	0.2	0.5	0.7	0.7
- t/t				0.4	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3
Consumi privati	4.5	0.1	1.1	1.3	-1.0	-0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	3.0	0.8	2.1	1.0	-0.6	0.6	-0.3	0.0	0.5	0.6	0.7
Consumi pubblici	1.4	-0.9	0.5	0.0	0.6	-1.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	7.2	1.4	1.6	1.1	-0.3	0.2	0.2	0.5	0.3	0.2	0.5
Importazioni	8.1	-0.1	1.6	2.6	-1.5	-1.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.2	-0.3	0.2	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.7	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.6	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	91.5	91.0	90.0								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.5	2.7	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	2.9	2.7	2.4
Produzione industriale (a/a)	2.3	-1.1	0.6	3.4	2.2	0.6	-2.0	-1.8	-1.2	-1.0	0.7
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.7	6.7	6.8	6.9
Euribor 3 mesi	0.34	3.46	3.89	0.48	1.77	2.63	3.36	3.82	4.05	4.03	4.00

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

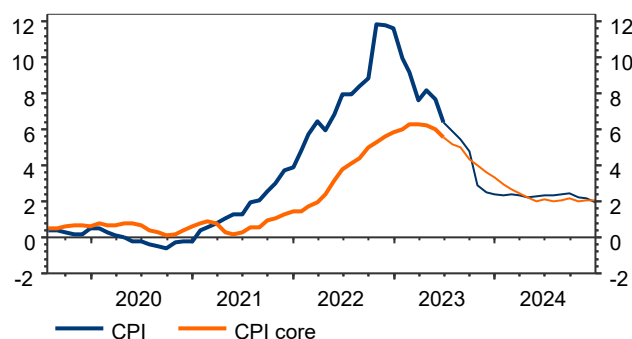
Italia

PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-23	119.3	119.1	118.2	118.3	10.7	10.0	9.6	9.8
feb-23	119.4	119.3	118.4	118.5	9.8	9.1	8.7	8.9
mar-23	120.3	118.8	118.0	118.0	8.1	7.6	7.4	7.4
apr-23	121.3	119.3	118.3	118.4	8.6	8.2	7.7	7.9
mag-23	121.7	119.7	118.5	118.6	8.0	7.6	7.1	7.2
giu-23	121.8	119.7	118.5	118.6	6.7	6.4	5.9	6.0
lug-23	119.9	119.7	118.5	118.6	6.3	5.9	5.5	5.6
ago-23	120.4	120.1	118.9	119.0	5.8	5.5	5.0	5.1
set-23	121.5	119.6	118.5	118.6	5.1	4.8	4.4	4.5
ott-23	123.6	121.5	120.2	120.3	3.0	2.9	2.6	2.6
nov-23	123.9	121.7	120.3	120.4	2.6	2.5	2.2	2.1
dic-23	124.1	121.8	120.6	120.7	2.5	2.4	2.1	2.1
Media	121.4	120.0	118.9	119.0	6.3	6.0	5.6	5.7

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	122.2	121.9	120.5	120.6	2.4	2.3	1.9	1.9
feb-24	122.3	122.1	120.8	120.9	2.5	2.4	2.0	2.0
mar-24	123.2	121.5	120.3	120.3	2.4	2.3	1.9	1.9
apr-24	124.1	121.9	120.6	120.6	2.3	2.2	1.9	1.9
mag-24	124.6	122.5	121.0	121.0	2.4	2.3	2.1	2.0
giu-24	124.8	122.5	121.1	121.1	2.5	2.4	2.2	2.1
lug-24	122.8	122.5	121.0	121.0	2.4	2.3	2.1	2.0
ago-24	123.4	123.0	121.5	121.5	2.5	2.4	2.2	2.1
set-24	124.6	122.6	121.2	121.2	2.5	2.5	2.3	2.2
ott-24	126.5	124.2	122.7	122.7	2.3	2.2	2.1	2.0
nov-24	126.7	124.3	122.7	122.7	2.2	2.1	2.0	1.9
dic-24	126.6	124.2	122.7	122.7	2.1	2.0	1.7	1.7
Media	124.3	122.8	121.3	121.4	2.4	2.3	2.0	2.0

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	1.2	1.3	2.5	1.5	1.9	1.0	0.8	1.1	0.8	1.2
- t/t				0.4	-0.1	0.6	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
Consumi privati	4.6	1.1	1.2	2.2	-1.7	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	9.7	2.1	1.9	0.0	1.5	0.8	-0.6	0.5	0.4	0.6	0.6
Consumi pubblici	0.0	1.6	0.5	-0.2	0.5	1.2	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1
Esportazioni	10.2	0.3	2.2	-0.2	2.1	-1.4	-0.8	0.6	0.8	0.7	0.6
Importazioni	12.5	0.2	2.9	2.2	-2.4	-1.0	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.3	0.2	-0.1	-0.9	0.0	0.7	0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.0	-3.7								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	140.9	140.7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.3	2.4	8.9	12.5	9.5	7.8	5.7	2.7	2.4	2.4
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.2	0.9	0.3	-2.0	-1.3	-4.2	-2.8	-0.6	-0.1	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	7.9	7.8	8.0	7.9	7.9	7.7	7.9	8.0	7.9	7.8
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.23	4.87	3.50	4.13	4.13	4.14	4.23	4.40	4.53	4.83

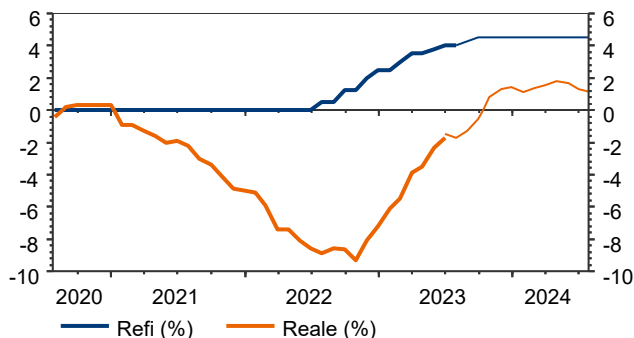
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	27/7	set	dic	mar	giu
Refi	2.50	3.50	4.00	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	1.88	2.92	3.40	3.59	3.83	3.99	4.00	3.99
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	3.73	3.96	4.05	4.02	3.97

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

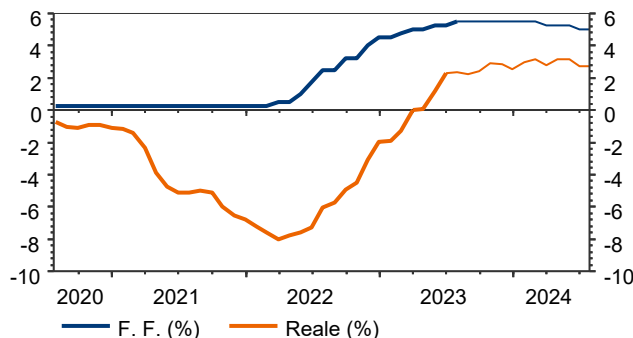


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	27/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00
OIS 3m	4.61	4.93	5.27	5.39	5.40	5.33	5.15	4.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

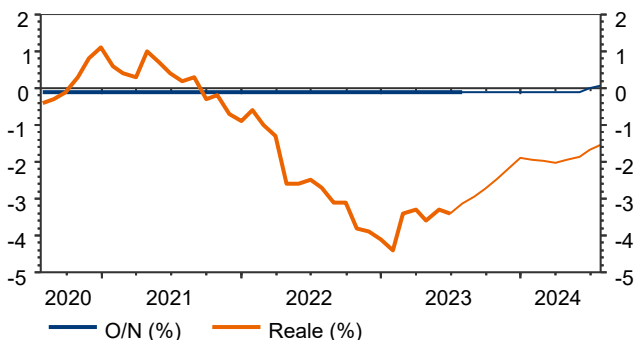


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	27/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.01
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

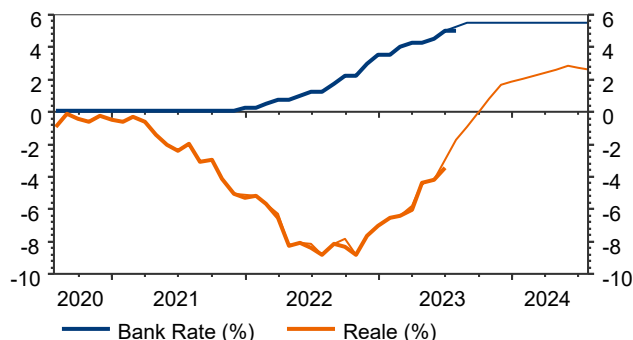


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	27/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	3.50	4.25	5.00	5.00	5.50	5.50	5.50	5.50
Libor GBP 3m	3.87	4.42	5.39	5.50	5.70	5.70	5.60	5.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	28/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.01	1.09	1.10	1.09	1.0973	1.11	1.13	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	110	135	130	136	145	139.26	135	130	125	120	118
GBP/USD	1.39	1.21	1.24	1.26	1.26	1.2817	1.31	1.32	1.33	1.33	1.34
EUR/CHF	1.08	0.97	1.00	0.98	0.98	0.9553	0.96	0.98	0.99	1.00	1.02
EUR/JPY	130	137	141	149	158	152.84	150	147	143	137	136
EUR/GBP	0.85	0.84	0.88	0.88	0.86	0.8559	0.85	0.86	0.86	0.87	0.87

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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Aniello Dell'Anno

Andrea Volpi

Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

simone.zava@intesasnpaolo.com