

Weekly Economic Monitor

Il punto

Riunione FOMC – La Fed dovrebbe dare una valutazione ottimistica della ripresa, giudicata ora a un “punto di flesso”, anche se sempre soggetta a rischi verso il basso collegati alla pandemia. Con l’economia ancora lontana dagli obiettivi su massima occupazione e prezzi, la *forward guidance* resterà basata sui risultati e non su date o previsioni.

La conferenza stampa della **Banca Centrale Europea** è stata tutt’altro che un evento, da ricordare soprattutto per l’evasività con la quale sono state affrontate anche le domande più ragionevoli. Il 10 giugno, con la pubblicazione delle nuove stime dello staff e la necessità di annunciare se il passo degli acquisti PEPP resta invariato o torna a scendere, gli spunti potrebbero essere più interessanti.

I market mover della settimana

Il calendario dell’**Eurozona** vede questa settimana la diffusione della prima stima sui conti nazionali del 1° trimestre: ci aspettiamo un calo sensibile in Germania (attorno a -1,5% t/t) e una sostanziale stagnazione negli altri principali Paesi; di conseguenza, l’Eurozona dovrebbe mostrare una contrazione congiunturale di circa mezzo punto percentuale. Si completerà inoltre la tornata di indici di fiducia relativi al mese di aprile, con la diffusione dell’Ifo tedesco, dell’indagine della Commissione Europea e delle survey dell’Istat in Italia: le indicazioni dovrebbero restare in media positive, specie per il settore manifatturiero. Sono in agenda anche le stime preliminari dell’inflazione di aprile, attesa in ulteriore accelerazione nell’Eurozona (a 1,7% a/a da 1,3% precedente), in Francia e in Italia, mentre in Germania ci aspettiamo una stabilità. La disoccupazione è vista a marzo stabile nell’Eurozona (a 8,3%) e in aumento in Italia (a 10,3%), e ad aprile in salita in Germania.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC. La Fed dovrebbe confermare un messaggio *dovish* e ribadire che ci vorrà ancora del tempo prima di ridurre lo stimolo monetario, segnalando ancora che qualsiasi cambiamento verrà preparato con largo anticipo. Fra i dati, il PIL del 1° trimestre dovrebbe essere in accelerazione dopo la debolezza transitoria dell’autunno. Ad aprile la fiducia delle famiglie è attesa in ulteriore miglioramento. I dati di marzo dovrebbero essere molto positivi, con ampi incrementi di consumi e reddito personale, del risparmio e degli ordini di beni durevoli. Il deflatore dei consumi e il deflatore core sono previsti in aumento solido su base mensile e in netta accelerazione su base annua.

23 aprile 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

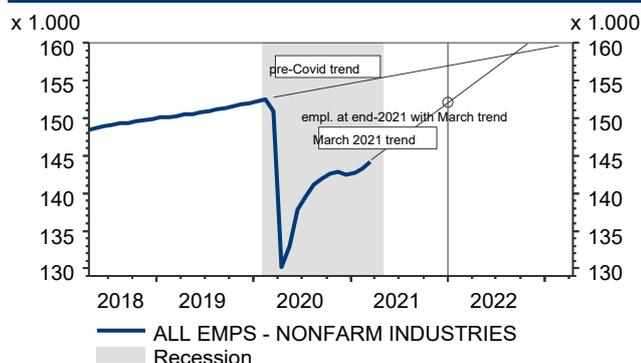
Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

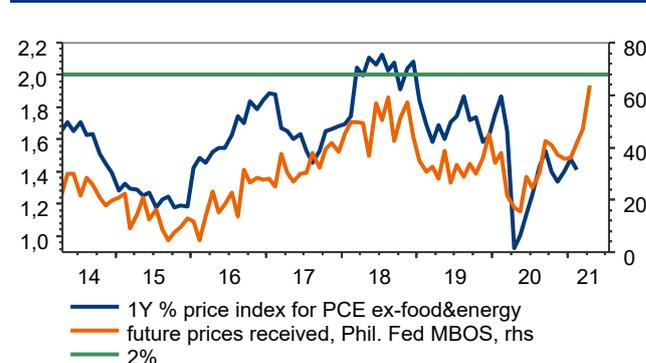
Aniello Dell’Anno
Economista - Area euro

L’economia americana è a un punto di flesso: “sostanziale ulteriore progresso” entro l’autunno?



Fonte: Refinitiv-Datastream

Stati Uniti: inflazione in aumento nei prossimi mesi



Nota: 2% = obiettivo della Fed per l’"inflazione media nel tempo".
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il punto

Riunione FOMC – La Fed dovrebbe dare una valutazione ottimistica della ripresa, giudicata ora a un “punto di flesso”, anche se sempre soggetta a rischi verso il basso collegati alla pandemia. Con l'economia ancora lontana dagli obiettivi su massima occupazione e prezzi, la *forward guidance* resterà basata sui risultati e non su date o previsioni.

La **riunione del FOMC** di aprile avviene in una fase di accelerazione della crescita, definita da Powell un “punto di flesso” nel ciclo. Senza l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e con un solo mese di informazioni sul nuovo ritmo della ripresa, il Comitato non dovrebbe modificare il messaggio emerso dai discorsi recenti di Powell e dei partecipanti al FOMC. Il nocciolo della *stance* attuale di politica monetaria resta che, nonostante lo scenario di crescita e occupazione in solida accelerazione e di inflazione in rialzo oltre il 2%, **l'economia rimane lontana dagli obiettivi della Fed** e le condizioni per una svolta non sono ancora soddisfatte, mentre permangono rischi verso il basso, se pure di coda, collegati alla pandemia.

Il **comunicato** dovrebbe prendere atto del cambiamento di marcia per l'attività, sia di produzione sia di consumo, la creazione di posti di lavoro e l'inflazione, sottolineando ancora la dipendenza del sentiero dell'economia da quello del virus e delle vaccinazioni. La *forward guidance* rimarrà definita su due binari, uno per la svolta sui tassi e uno per quella sugli acquisti. Per la prima, saranno necessarie tre condizioni: massima occupazione inclusiva, inflazione in rialzo al 2% e in rotta per “eccedere moderatamente il 2% per un certo tempo”. Per la seconda, gli acquisti saranno mantenuti almeno al ritmo attuale “fino a un sostanziale ulteriore progresso” verso gli obiettivi del Comitato.

Nella **conferenza stampa**, Powell potrebbe dare maggiori informazioni su entrambi i punti, con qualche chiarimento riguardo a quello che il FOMC può considerare “sostanziale ulteriore progresso”, per esempio una serie di aumenti mensili degli occupati intorno a 1 mln. Per la svolta sui tassi Powell dovrebbe ribadire che avverrà ben dopo la svolta sul bilancio e che non sarà indotta dal rialzo dell'inflazione previsto nel 2021 per via di fenomeni valutati per ora come temporanei. Almeno fino a giugno il FOMC continuerà a decidere con consenso unanime, ma dall'autunno, sulla scia della riduzione delle risorse inutilizzate, potrebbe iniziare a crearsi una divergenza più esplicita di opinioni, come sempre alla vigilia delle svolte. In ogni caso, **ad aprile il messaggio dovrebbe essere ancora omogeneamente dovish**, anche in presenza di opinioni diverse che potrebbero emergere nei verbali.

La conferenza stampa della **Banca Centrale Europea** è stata tutt'altro che un evento, da ricordare soprattutto per l'evasività con la quale sono state affrontate anche le domande più ragionevoli. Il 10 giugno, con la pubblicazione delle nuove stime dello staff e la necessità di annunciare se il passo degli acquisti PEPP resta invariato o torna a scendere, gli spunti potrebbero essere più interessanti.

Che non sarebbe stata una riunione di politica monetaria memorabile, quella del 22 aprile, era scontato. Non ci si attendeva alcun cambiamento del quadro di politica monetaria, né alcuna revisione significativa della valutazione sulle prospettive economiche, e così è stato. Anche il giudizio sul bilancio dei rischi è uguale a prima: prevalentemente verso il basso nel breve termine, più bilanciati nel medio termine. Unica minuscola novità: è trapelata maggiore fiducia nello scenario centrale di ripresa dal 2° trimestre.

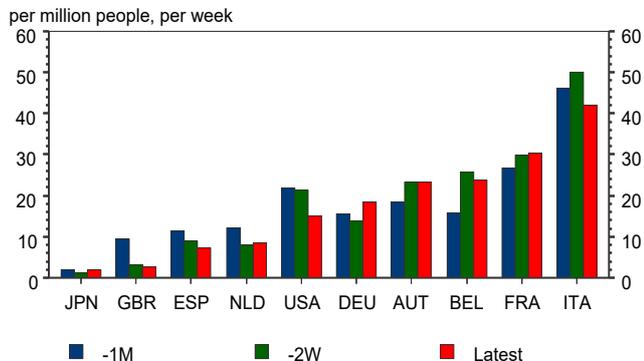
Meno scontato è che le risposte alle molte domande sul PEPP siano state così evasive. **Lagarde non ha spiegato perché la BCE giudichi l'incremento degli acquisti “significativo”**, salvo fare riferimento alle medie mensili dei flussi e alla necessità di considerare gli acquisti lordi oltre che netti. Non sarebbe stato di pregiudizio alla credibilità della BCE fornire qualche spiegazione tecnica in più. Riguardo alle decisioni future, la presidente ha giustamente liquidato come

prematura qualsiasi discussione sulle modalità di chiusura del PEPP e vincolato all'andamento dei dati l'eventuale riduzione degli acquisti nei prossimi mesi. Lagarde è stata troppo evasiva anche in merito all'andamento dei tassi di mercato, limitandosi a dichiarare che le condizioni finanziarie complessive sono rimaste stabili. Sarebbe stato invece opportuno spiegare perché sono rimaste stabili malgrado il modesto aumento dei tassi a lungo termine e l'apprezzamento del cambio.

La **prossima riunione** di politica monetaria è in agenda il 10 giugno. In tale occasione, lo staff presenterà l'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche, inclusi gli scenari alternativi. Ci attendiamo che il quadro previsionale venga sostanzialmente confermato, ma con un'ulteriore riduzione dell'incertezza intorno alla previsione centrale e un ulteriore cauto ribilanciamento dei rischi – se la ripresa del 2° trimestre si realizzerà come atteso. Allo stesso tempo, tuttavia, la BCE continuerà a ribadire che le condizioni finanziarie devono restare accomodanti. Il ritmo degli acquisti nell'ambito del PEPP potrebbe essere ridotto, ma in termini netti potrebbe fare poca differenza, dato che l'incremento delle ultime settimane è stato tutt'altro che travolgente. Non ci attendiamo variazioni alla *forward guidance*, ai tassi ufficiali e alla dimensione degli acquisti netti APP.

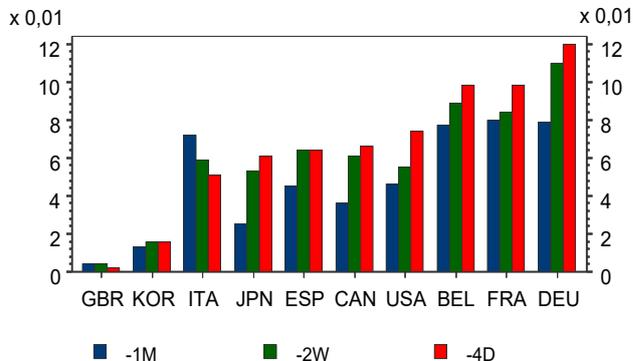
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



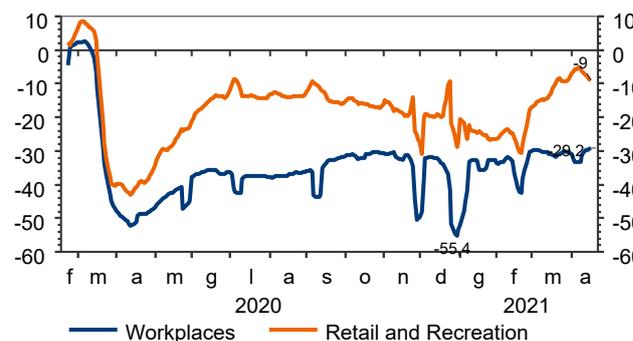
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



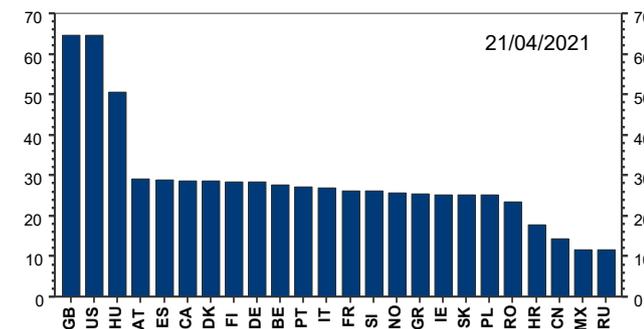
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



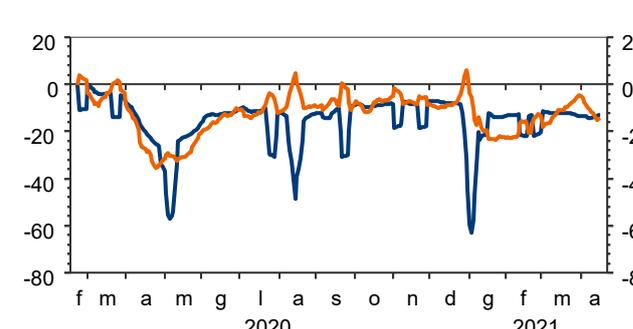
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Il calendario dell'**Eurozona** vede questa settimana la diffusione della prima stima sui conti nazionali del 1° trimestre: ci aspettiamo un calo sensibile in Germania (attorno a -1,5% t/t) e una sostanziale stagnazione negli altri principali Paesi; di conseguenza, l'Eurozona dovrebbe mostrare una contrazione congiunturale di circa mezzo punto percentuale. Si completerà inoltre la tornata di indici di fiducia relativi al mese di aprile, con la diffusione dell'Ifo tedesco, dell'indagine della Commissione Europea e delle survey dell'Istat in Italia: le indicazioni dovrebbero restare in media positive, specie per il settore manifatturiero. Sono in agenda anche le stime preliminari dell'inflazione di aprile, attesa in ulteriore accelerazione nell'Eurozona (a 1,7% a/a da 1,3% precedente), in Francia e in Italia, mentre in Germania ci aspettiamo stabilità. La disoccupazione è vista a marzo stabile nell'Eurozona (a 8,3%) e in aumento in Italia (a 10,3%), e ad aprile in salita in Germania.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC. La Fed dovrebbe confermare un messaggio *dovish* e ribadire che ci vorrà ancora del tempo prima di ridurre lo stimolo monetario, segnalando ancora che qualsiasi cambiamento verrà preparato con largo anticipo. Fra i dati, il PIL del 1° trimestre dovrebbe essere in accelerazione dopo la debolezza transitoria dell'autunno. Ad aprile la fiducia delle famiglie è attesa in ulteriore miglioramento. I dati di marzo dovrebbero essere molto positivi, con ampi incrementi di consumi e reddito personale, del risparmio e degli ordini di beni durevoli. Il deflatore dei consumi e il deflatore core sono previsti in aumento solido su base mensile e in netta accelerazione su base annua.

Lunedì 26 aprile

Area euro

- **Germania.** Vediamo un ulteriore aumento dell'indice **Ifo** ad aprile, a 97,2 da 96,6 di marzo. L'indice sulle attese potrebbe correggere a 99,4 da 100,4, ma l'indicatore sulla situazione corrente è atteso migliorare ulteriormente, a 95 da 93 precedente.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a marzo (prel.) sono previsti in rialzo di 2,5% m/m dopo -1,2% m/m di febbraio, sulla scia di un nuovo incremento delle commesse nette a Boeing, dopo la svolta positiva vista a febbraio. **Al netto dei trasporti**, gli ordini dovrebbero rimbalzare di 1,9% m/m, dopo -0,9% m/m. Anche per gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei si dovrebbe vedere un ritorno sul trend positivo interrotto solo temporaneamente a febbraio per il maltempo, con indicazioni espansive per gli investimenti non residenziali nel 2° trimestre. Gli ordini e le consegne di beni capitali ex-difesa e aerei sono superiori di circa 8,5% rispetto ai livelli pre-COVID-19, superati già nell'estate 2020.

Martedì 27 aprile

Area euro

- **Italia.** La **fiducia dei consumatori** è vista in recupero ad aprile dopo la flessione di marzo, sulla scia di un primo allentamento delle restrizioni anti-COVID (atteso proseguire in misura più significativa da maggio): l'indice è atteso a 101,6 da 100,9 precedente. L'indice composito Istat sul **morale delle imprese** è visto a 95 da 93,9 precedente, sulla scia di un rimbalzo nei servizi e nel commercio dopo la flessione di marzo, e di un'ulteriore crescita nel **manifatturiero** (a 102 da 101,2 precedente) e nelle costruzioni.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad aprile è attesa a 112 da 109,7 di marzo. Le condizioni correnti dovrebbero essere in netta ripresa a 125 da 110 di marzo, come rilevato già nell'indagine dell'Univ. of Michigan, mentre le aspettative dovrebbero essere in rialzo solo moderato a 110,5, da 109,6. La valutazione del mercato del lavoro

dovrebbe continuare a migliorare, e le aspettative di inflazione dovrebbero rimanere sul trend verso l'alto iniziato a metà 2020.

Mercoledì 28 aprile

Area euro

- **Francia.** Ad aprile, l'indice di **fiducia dei consumatori** è atteso in calo a 92 da 94 precedente, sulla scia del nuovo giro di vite sulle restrizioni anti-Covid deciso a fine marzo dal governo.

Stati Uniti

- La **riunione del FOMC** di aprile non dovrebbe fornire novità concrete per la politica monetaria e dovrebbe confermare la volontà della Fed di attendere il controllo effettivo della pandemia prima di imbarcarsi nella discussione di possibili svolte di policy, nonostante i segnali di accelerazione della ripresa. Il focus del comunicato e della conferenza stampa dovrebbe mantenersi saldamente concentrato sulla distanza attuale dell'economia dagli obiettivi e sulla natura della *forward guidance*, legata a risultati e non a date di calendario o a previsioni. Powell dovrebbe ribadire che l'evoluzione della politica monetaria resta dipendente dal raggiungimento degli obiettivi del mandato della Fed confinando il ruolo delle previsioni a quello di "bussola" e non di "grilletti" per il sentiero futuro dei tassi e degli acquisti. Il **comunicato** dovrebbe modificare in modo significativo la **valutazione congiunturale**, prendendo atto della nuova svolta della ripresa, in una fase caratterizzata da un "punto di flesso", con una marcata accelerazione della crescita di produzione, consumi e occupazione, particolarmente solida nei settori in precedenza frenati dalla pandemia. Sull'inflazione, si dovrebbe ripetere che resta sotto il 2% (la riunione si svolge prima della pubblicazione del deflatore di marzo), ma che dovrebbe aumentare sulla scia di fenomeni transitori. Nella **conferenza stampa** i punti cruciali riguarderanno le condizioni citate nella *guidance* per le svolte su tassi e acquisti. Powell dovrà discutere due elementi: 1) la temporaneità del rialzo atteso dell'inflazione e le condizioni necessarie per iniziare un ciclo di rialzo dei tassi e 2) la definizione di "sostanziale ulteriore progresso" verso gli obiettivi richiesti dal FOMC per aprire la discussione sul *tapering*.

Giovedì 29 aprile

Area euro

- **Area euro.** L'**indice ESI** di fiducia economica elaborato dalla **Commissione Europea** è atteso in crescita ad aprile, a 101,5 punti da 101 precedente, nonostante le pesanti misure di contenimento introdotte in alcuni Paesi dell'area. Anche l'indice per l'industria è atteso in lieve aumento, a 2,2 punti da 2 precedente, mentre i servizi dovrebbero rimanere pressoché invariati (-9,2 punti). Il dato finale sull'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare la stima preliminare di -8,1 punti.
- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe indicare che ad aprile i **prezzi al consumo** sono cresciuti di quattro decimi sia sull'indice domestico, che sull'armonizzato. Di riflesso l'inflazione è attesa stabile su entrambe le misure (all' 1,7% a/a sull'indice nazionale e al 2,0% a/a su quello armonizzato). I prezzi dovrebbero risalire bruscamente a partire dal 2° semestre.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** dovrebbe aumentare a 6,1% in aprile, dal 6% del mese precedente. L'occupazione dovrebbe aver toccato il minimo nel 1° trimestre, ma i posti di lavoro persi con la crisi pandemica saranno recuperati soltanto nel 2° trimestre 2022. A causa della ripresa della partecipazione, il tasso di disoccupazione potrebbe calare sotto i livelli pre-crisi più avanti, a inizio 2023.

Stati Uniti

- La stima *advance* del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe registrare una netta riaccelerazione dopo la relativa debolezza di fine 2020, segnando una variazione di 6,5% t/t ann., dopo 4,3% t/t ann. Il risultato positivo è da attribuire interamente alla domanda domestica finale. Infatti, i contributi di scorte e canale estero dovrebbero essere entrambi negativi, a -0,6 e -0,9pp,

rispettivamente. Tutte le voci della domanda domestica finale, consumi, investimenti fissi, spesa pubblica, dovrebbero essere in crescita solida. Nei due trimestri successivi la crescita del PIL dovrebbe accelerare ancora su ritmi a due cifre grazie a un ulteriore boom dei consumi e a una ripresa dell'accumulo di scorte.

Venerdì 30 aprile

Area euro

- **Francia.** La prima stima dovrebbe indicare una crescita marginale del **PIL** nel **1° trimestre**, (+0,1% t/t), dopo il calo di -1,4% registrato a fine 2020. Un contributo positivo dovrebbe arrivare dalla domanda interna, grazie al recupero dei consumi. Al contrario, il commercio estero dovrebbe dare un apporto negativo. Dal lato dell'offerta, ci aspettiamo una crescita per l'industria, una stabilità per le costruzioni e una nuova flessione per i servizi. La variazione annua migliorerebbe a +1,1%, da -4,9% precedente. Vediamo una ripresa del PIL pari a 5,3% nel 2021 (circa in linea con il 5,4% stimato dalla Banca di Francia nelle proiezioni macroeconomiche di marzo).
- **Francia.** La **spesa per consumi** è attesa in aumento dell'1,8% m/m a marzo, dopo la stagnazione di febbraio. La variazione annua, confrontandosi con il crollo registrato nel primo mese di scoppio della pandemia a marzo dell'anno scorso, balzerebbe a +21,8% da -0,1% precedente. Vediamo una nuova contrazione dei consumi ad aprile.
- **Francia.** La stima flash dell'**inflazione** di aprile è attesa stabile all'1,2% sull'indice nazionale e in crescita all'1,8% dall'1,4% sulla misura armonizzata. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di tre decimi sull'indice nazionale e di quattro decimi su quello armonizzato. L'inflazione è attesa toccare un punto di massimo nel trimestre primaverile.
- **Germania.** Nel **1° trimestre**, ci attendiamo una contrazione del **PIL** di circa il -1,5% t/t (-3,2% a/a), trainata dai consumi delle famiglie dal lato della domanda e, dal lato dell'offerta, da commercio e parte dei servizi. Anche le costruzioni dovrebbero registrare un calo, sia pur transitorio. La contrazione dei consumi dovrebbe riflettere anche gli effetti distorsivi dei cambiamenti nelle aliquote delle imposte indirette, che hanno causato un anticipo di spesa, specie sui beni durevoli, a fine 2020. Il trimestre primaverile potrebbe essere ancora impattato dalle misure restrittive, ma una ripresa più consistente è attesa dai mesi estivi. Ci attendiamo una crescita del 3% quest'anno, dopo il -5,3% del 2020.
- **Spagna.** La stima preliminare dovrebbe evidenziare una stagnazione del **PIL** del **1° trimestre**, come nei tre mesi precedenti; la variazione annua si attesterebbe a -3,8%. La stabilità dovrebbe derivare da un contributo positivo dell'industria controbilanciato dalla debolezza nel terziario. Ci aspettiamo un ritorno alla crescita nel 2° trimestre, la cui intensità dipenderà principalmente dall'evoluzione della curva dei contagi e dal grado di rigidità delle misure di contenimento nei prossimi mesi. Il nostro scenario centrale vede una ripresa del PIL del 6,2% nel 2021 (con rischi verso il basso).
- **Italia.** Il **tasso di disoccupazione** è visto in aumento a marzo, al 10,3% dal 10,2% di febbraio. Recentemente, le indagini hanno segnalato un recupero dell'occupazione nel manifatturiero ma un andamento ancora negativo nei servizi. A nostro avviso, anche per via del probabile venir meno da luglio del blocco ai licenziamenti e del ricorso universale alla CIG, l'impatto della crisi COVID sulla disoccupazione sarà ritardato: il tasso dei senza-lavoro potrebbe toccare un picco annuo non nel 2021 ma nel 2022 (sopra l'11%).
- **Italia.** Il **PIL** è atteso in lieve calo nel 1° trimestre 2021 (-0,2% t/t), dopo il -1,9% t/t di fine 2020. A pesare dovrebbero essere ancora i consumi, specie di servizi (nonostante un possibile rimbalzo della spesa in beni durevoli), mentre si potrebbe vedere un rafforzamento degli investimenti, trainati dalle costruzioni. I flussi commerciali dovrebbero essere cresciuti entrambi, ma a un ritmo inferiore rispetto ai tre mesi precedenti; sulla base dei dati mensili, l'import ha visto una dinamica più accentuata rispetto all'export, ma potrebbe aver influito

l'effetto-prezzi sull'energia. Sull'anno, il PIL è visto a -1,3% da -6,6% precedente. Un ritorno in territorio positivo, sia su base congiunturale che tendenziale, è possibile nel trimestre in corso.

- **Italia.** L'**inflazione** è attesa in salita ad aprile, all'1% a/a (da 0,8% sul NIC e 0,6% sull'indice armonizzato a marzo). Nel mese i prezzi sono visti in crescita di tre decimi sulla misura nazionale e di nove decimi sull'IPCA. Le pressioni al rialzo (sull'indice domestico) arriveranno dall'energia (dati gli aumenti vicini al 4% sulle tariffe di luce e gas) e dai rincari stagionali su servizi di trasporto e di ristorazione. Il trend di recupero per l'inflazione potrebbe proseguire nei prossimi mesi, sino a un punto di massimo attorno all'1,6% a settembre.
- **Area euro.** La **stima preliminare del PIL** dovrebbe far segnare una flessione di -0,5% t/t (-1,8% a/a) nel **1° trimestre 2021**. L'andamento dei consumi dovrebbe essere ancora in calo, sebbene molto meno marcato rispetto al trimestre precedente. Ci attendiamo un contributo meno favorevole dalle scorte, mentre gli investimenti dovrebbe continuare a fornire un apporto positivo. Dal lato dell'offerta, il manifatturiero darà un contributo positivo, come anche l'edilizia; il freno continuerà a venire dal terziario, e in particolare dal commercio. La ripresa è attesa cominciare nel trimestre in corso, ma acquisterà maggiore forza e diffusione solamente dai mesi estivi. Vediamo un PIL in crescita del 4% nel 2021.
- **Area euro.** La **stima flash** di aprile dovrebbe indicare un'**inflazione** a 1,7% a/a, dopo l'1,3% registrato a marzo. L'indice core BCE (al netto di alimentari ed energia) è visto stabile all'1% a/a. Sul mese, i prezzi sono attesi in aumento di sei decimi; i prezzi dell'energia dovrebbero risultare stabili sul mese e in crescita di quasi il 10% sull'anno. L'inflazione è attesa risalire all'1,8% quest'anno dopo lo 0,3% del 2020.
- **Area euro.** La **disoccupazione** è attesa invariata a marzo, all'8,3%. Se da un lato il tasso dei senza lavoro è aumentato meno del previsto durante la pandemia, dall'altro i livelli di attività, ancora ampiamente inferiori a quelli di fine 2019, in particolare in settori che fanno ampio ricorso a contratti temporanei, escludono che la disoccupazione possa essere riassorbita rapidamente: al contrario, ci attendiamo un aumento ulteriore del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a marzo è attesa in forte rialzo, +7,5% m/m dopo -1% m/m a febbraio. La spesa per i beni dovrebbe essere in crescita del 10% m/m, come le vendite al dettaglio e i servizi dovrebbero essere sostenuti dalla riapertura delle attività, pur in presenza di un ridimensionamento nelle utility. Il **reddito personale** è previsto in rialzo di 20% m/m, grazie all'accredito dei nuovi trasferimenti previsti dal pacchetto di stimolo da 1,9 tln, dopo -7,1% m/m del mese precedente, generando un rimbalzo del tasso di risparmio a 24% da 13,6% di febbraio. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe essere in rialzo di 0,5% m/m, dopo 0,2% m/m, con la variazione tendenziale a 2,3% a/a (da 1,6% a/a). Il **deflatore core** è previsto in aumento di 0,3% m/m (1,8% a/a), dopo 0,1% m/m (1,4% a/a) ad aprile. La risalita dell'inflazione si farà più marcata, per l'effetto confronto con il 2020, con rialzi attesi di 2,9% a/a per il deflatore e di 2,4% a/a per il deflatore core.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan ad aprile (finale) dovrebbe aumentare a 87 da 86,5, confermando la valutazione delle condizioni correnti sui massimi da marzo 2020. Il focus sarà sulle aspettative di inflazione che nell'indagine preliminare sono salite a 3,7% sull'orizzonte a 1 anno e sono rimaste fra 2,7% e 2,8% da marzo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (26 – 30 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 26/4	10:00	GER	IFO	**	apr	96.6		97.2
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		apr	93.0	94.0	95.0
	10:00	GER	IFO (attese)		apr	100.4	101.5	99.4
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mar	-1.2	% 1.8	2.5
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mar	-0.9	% 1.5	1.9
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		apr	-1.0		
Mar 27/4	10:00	ITA	Fiducia consumatori		apr	100.9		101.6
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	apr	101.2		102.0
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (non-EU)		mar	4.1	Mld €	
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		feb	11.1	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		feb	1.0	%	
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	apr	109.7		111.7 112.0
Mer 28/4	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mar	-1.5	% 4.7	
	08:00	GER	Fiducia consumatori		mag	-6.2		-5.0
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		apr	94		92
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		mar	-86.7	Mld \$	
Gio 29/4	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		apr	1.2	%	
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	apr	-8	x1000	-5
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		apr	6.0	%	6.0 6.1
	11:00	ITA	PPI a/a		mar	0.7	%	
	11:00	ITA	PPI m/m		mar	0.5	%	
	11:00	EUR	Fiducia industria		apr	2.0		2.2
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	apr	101.0		102.0 101.5
	11:00	EUR	Fiducia servizi		apr	-9.3		-9.2
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		apr	prel -8.1		
	12:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mar	13.3	%	10.3
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	apr	2.0	%	2.0
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	apr	0.5	%	0.4
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	apr	1.7	%	1.7
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	apr	0.5	%	0.4
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T1	4.3	%	5.7 6.5
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	547	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.674	Mln	
16:00	BEL	PIL t/t prelim		T1	-0.1	%		
Ven 30/4	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mar	2.9	%	2.9
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		mar	1.1		1.1
	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 53.3		
	03:00	CN	PMI non manifatturiero - NBS		apr	56.3		
	03:00	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	apr	51.9		
	03:00	CN	PMI composito - Caixin		apr	55.3		
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		apr	36.1		
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T1	-1.4	%	-0.2 0.1
	08:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T1	0.3	%	-1.5 -1.5
	08:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T1	-3.7	%	-3.0 -3.2
	08:00	GER	Prezzi import a/a		mar	1.4	%	
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	mar	0.0	%	1.8
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	apr	1.4	%	1.8
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T1	0.0	%	-0.4 0.0
	09:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	mar	10.2	%	10.3

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 (26 – 30 aprile) - continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven	30/4	10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T1	-1.9 %	-0.3	-0.2
		10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T1	-6.6 %		-1.3
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T1	-4.9 %	-2.0	-1.8
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T1	-0.7 %	-0.9	-0.5
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	apr	1.3 %	1.5	1.7
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	apr	1.0 %		1.0
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	apr	0.8 %		1.0
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	apr	0.3 %		0.3
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	apr	0.6 %		1.0
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	apr	1.8 %		0.9
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	mar	8.3 %		8.3
		14:30	USA	Costo del lavoro	*	T1	0.7 %	0.8	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mar	0.1 %		0.3
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mar	-1.0 %	3.8	7.5
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mar	1.4 %		1.8
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	mar	1.6 %		2.3
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		mar	-7.1 %	20.0	20.0
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	apr	66.3	63.0	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		apr	prel 86.5	86.5	87.0

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (26 – 30 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar	27/4	-	GIA * Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
Mer	28/4	14:00	POR Discorso di Centeno (BCE)
		14:45	EUR Discorso di Schnabel (BCE)
		20:00	USA ** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso Fed funds invariato a 0-0,25%)
		20:30	USA ** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	29/4	15:00	EUR Discorso di Holzmann (BCE)
		17:00	USA Discorso di Quarles (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Indice anticipatore m/m	mar	-0.1 (0.2)	%	1.0	1.3
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mar	6.24 (6.22)	Mln	6.19	6.01
Markit PMI Composito prelim.	apr	59.7			
Markit PMI Manif. prelim.	apr	59.1		60.5	
Markit PMI Servizi prelim.	apr	60.4		61.9	
Vendite di nuove case (mln ann.)	mar	0.775	Mln	0.886	

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

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 17 aprile (che è anche la settimana di rilevazione dell'employment report) correggono a 547 mila (-39 mila dalla settimana precedente) e toccano il minimo dal 14 marzo 2020. Anche i sussidi erogati con il programma federale PUA calano sui minimi da quando sono stati istituiti, a 133,319. I **sussidi statali esistenti** al 10 aprile sono in flessione a 3,674 mln, minimo dal 21 marzo 2020. Per i programmi federali rilevati a inizio aprile, invece, i sussidi sono in modesto aumento e non segnalano ancora un trend in flessione. I dati complessivamente sono in linea con una prosecuzione della crescita occupazionale anche ad aprile.

Le **vendite di case esistenti** a marzo sono calate ancora, a 6,01 mln (-3,7% m/m, +12,3% a/a), con un'ulteriore flessione delle scorte (a 2,1 mesi) e un aumento del prezzo mediano di vendita di 17,2% a/a, sui massimi storici. La correzione delle vendite è diffusa a tutte le regioni e riflette in gran parte la scarsità di offerta: gli immobili mediamente stanno sul mercato solo 18 giorni, con prezzi in costante rialzo. Secondo il Chief economist della National Association of Realtors, che cura la raccolta dei dati, le vendite sarebbero state più elevate se le scorte non fossero così compresse.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Bilancia commerciale	mar	215.9	Mld ¥ JP	490.0	663.7
Produzione industriale m/m finale	feb	-2.1	%		-1.3
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mar	-0.4	%	-0.1	-0.1
CPI (naz.) a/a	mar	-0.4	%		-0.2
PMI manifatturiero prelim.	apr	52.7			53.3

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

La **bilancia commerciale** a marzo registra un saldo di 633,72 mld di yen (non destag.), ben al di sopra delle attese (490 mld), sulla scia di un incremento delle esportazioni di 16,1% m/m contro importazioni in rialzo di 5,7% m/m. L'export è in rialzo di 22,4% m/m verso l'Asia, di 5,8% m/m verso il Nord-America e dell'8,5% m/m verso l'Europa, grazie alla crescita solida del manifatturiero in tutte le aree dell'economia globale. Il canale estero contribuirà alla dinamica del PIL giapponese, che a livello domestico rimarrà frenato dalla mancata diffusione dei vaccini e dai rischi di nuove ondate pandemiche.

La lettura finale della **produzione industriale** di febbraio registra una variazione di -1,3% m/m, in rialzo rispetto alla stima preliminare di -2,2% m/m, ma ancora inferiore di -2% rispetto a febbraio 2020.

L'indice **PMI manifatturiero** ad aprile (prel.) aumenta a 53,3 da 52,7 di marzo, segnando il terzo aumento consecutivo e sul massimo da fine 2018, con una stabilizzazione dell'occupazione e segnali di ottimismo per l'attività futura, pur in presenza di significativi aumenti dei prezzi. Il sentiero dell'economia giapponese rimane a rischio per via della ripresa dei contagi, mentre la campagna vaccinale resta bloccata, con somministrazioni di dosi a solo l'1,9% della

popolazione. Il rialzo della curva dei nuovi casi ha già determinato misure restrittive quasi analoghe a quelle dello stato di emergenza in sei prefetture con ampia popolazione, fra cui Tokyo, Kyoto, Osaka, con blocco e/o limiti alle attività ricreative. Il PIL del 1° trimestre è previsto in calo per le restrizioni di inizio anno, e la situazione sanitaria ora mette a rischio anche la modesta ripresa prevista per il 2° trimestre.

Il **CPI** a marzo è in calo di -0,2% a/a, mentre l'indice al netto degli alimentari freschi corregge di -0,1% a/a. Entrambi gli indici sono in rialzo di 0,2% m/m, con incrementi marcati per abbigliamento, trasporti e ricreazione, e indicazioni di ripresa della dinamica dei prezzi dei servizi, dovuta alla sospensione dei sussidi pubblici per ristorazione e ospitalità associata alle restrizioni per COVID.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori flash	apr	-10.8	-10.9	-8.1
EUR	PMI servizi prelim.	apr	49.6	49.1	50.3
EUR	PMI manifatturiero prelim.	apr	62.5	62.0	63.3
EUR	PMI composito prelim.	apr	53.2	52.8	53.7
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	apr	99	{98}	104
FRA	PMI servizi prelim.	apr	48.2	46.5	50.4
FRA	PMI manifatturiero prelim.	apr	59.3	59.0	59.2
GER	PPI m/m	mar	0.7	%	0.9
GER	PPI a/a	mar	1.9	%	3.7
GER	PMI servizi prelim.	apr	51.5	50.8	50.1
GER	PMI manifatturiero prelim.	apr	66.6	65.8	66.4
ITA	Fatturato industriale a/a	feb	-1.6	%	0.9
ITA	Fatturato industriale m/m	feb	2.6	{2.5}	0.2

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

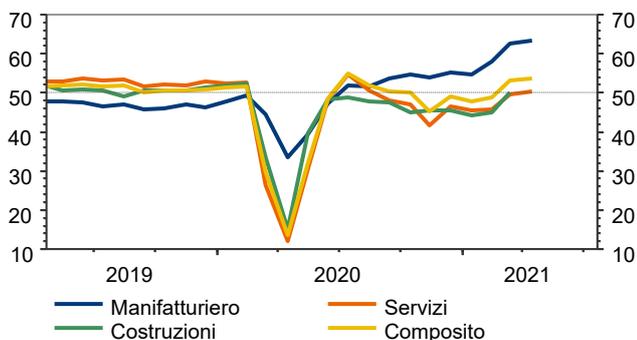
Area euro. La **stima flash del PMI composito** di aprile è coerente con una crescita dell'attività economica rispetto al mese precedente, nonostante le pesanti misure di contenimento introdotte in alcuni Paesi dell'area. L'indice passa a 53,7 punti da 53,2 di marzo. **L'indagine di questo mese segnala la presenza di pressioni inflattive.** L'indice dei prezzi degli input ha toccato 81,5 nel manifatturiero (più sensibile al rincaro delle materie prime e dei trasporti) e 57,7 nei servizi: aggregando manifatturiero e servizi emerge una crescita moderata dei prezzi dell'*output* (54,6) e più marcata per gli input (63,9, massimo dal 2011), associata a **problemi di approvvigionamento.**

I settori continuano ad evidenziare dinamiche asimmetriche. Il **PMI manifatturiero** segna un nuovo **miglioramento, a 63,3 da 62,5 precedente** (nuovo massimo storico). La crescita record dei nuovi ordini lascia ben sperare per i mesi a venire, mentre continua il recupero dell'occupazione. La forte domanda e i problemi legati alla catena di distribuzione hanno contribuito a un aumento del lavoro inevaso e a un ulteriore allungamento dei tempi medi di consegna. Superano la soglia di invarianza i **servizi**, che, tuttavia, continuano a risentire delle misure restrittive: l'indice è salito **a 50,3 da 49,6**, toccando il massimo dallo scorso agosto. L'indice dei nuovi affari si avvicina alla soglia di 50 punti, mentre le aspettative rimangono su valori alti.

Lo **spaccato per Paese** vede la **Germania** guidare la crescita dell'industria dell'Eurozona: il PMI manifatturiero rimane su valori alti (a 66,4 da 66,6 precedente). Restano su valori alti anche gli indici dei nuovi ordini totali e della produzione; migliorano le condizioni del mercato del lavoro. I servizi si assestano poco sopra la soglia di non cambiamento (50,1 punti), dopo i segnali di espansione visti lo scorso mese. Di conseguenza, il PMI composito passa a 56,0 da 57,3, anche se l'indice non rifletterebbe le reali condizioni dell'attività economica. Infatti, nonostante la fase espansiva indicata dalle indagini PMI nei primi tre mesi del 2021, le nostre attese sono per una contrazione del PIL tedesco di -1,5% t/t nel 1° trimestre. In **Francia** il manifatturiero risulta circa stabile (a 59,2 da 59,3 precedente), mentre i servizi iniziano a mostrare segnali di recupero (50,4

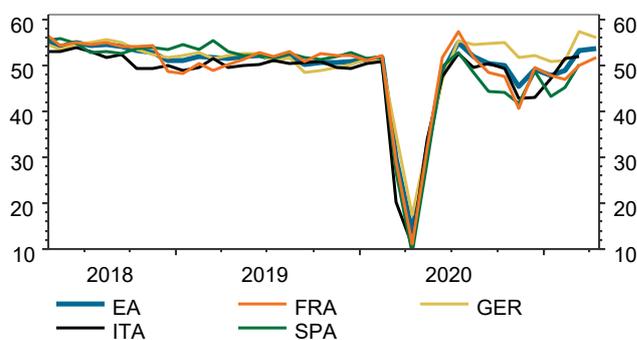
da 48,2). L'indice composito, a 51,7 da 50,0 precedente, passa in territorio espansivo. Ciononostante, sull'economia francese peserebbe ancora l'incertezza legata all'andamento della curva dei contagi.

PMI – Eurozona: indici per settore



Fonte: IHS Markit

PMI composito nei paesi dell'Eurozona (valutazioni delle imprese sull'output)

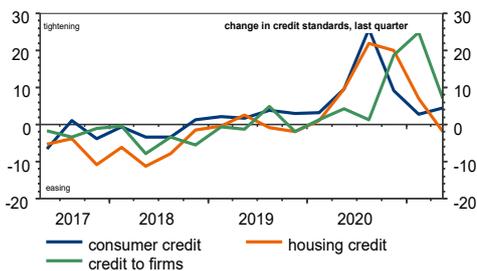


Fonte: IHS Markit

Area euro. Ad aprile, la stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori** elaborato dalla **Commissione Europea** ha registrato un aumento a -8,1 punti da -10,8 di febbraio, collocandosi sopra la media storica. Ci aspettiamo una maggiore stabilità dell'indice nei prossimi mesi, sulla scia di un miglioramento della situazione epidemica.

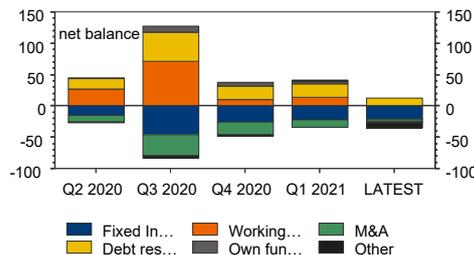
Area euro. L'**indagine trimestrale BCE sulle condizioni del credito** evidenzia una modesta restrizione delle condizioni applicate sul credito alle imprese e sul credito al consumo, ma un lieve allentamento delle condizioni sui mutui casa. La restrizione agisce prevalentemente sulle garanzie richieste e sui margini applicati ai debitori con peggiore merito di credito. In Spagna e Francia, più banche segnalano maggiore selettività nell'accogliere le domande di finanziamento. La domanda di credito è riportata come più debole in tutte le componenti. Per quanto concerne la domanda di credito delle imprese, le banche segnalano che l'unico fattore di spinta è costituito dalla ristrutturazione di debito pregresso.

BLS: continua la restrizione delle condizioni creditizie



Fonte: BCE

BLS: domanda di credito delle imprese debole. Unico fattore di spinta: ristrutturazione di debiti



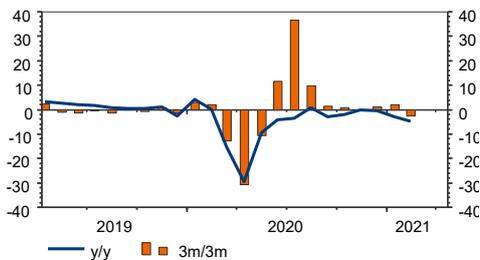
Fonte: BCE

Area euro. In febbraio, la **produzione nelle costruzioni** è calata di -2,1% m/m e -5,8% a/a. La media degli ultimi tre mesi è circa stabile (+0,1% rispetto ai tre mesi precedenti). In marzo si prevede una variazione positiva, più coerente con l'andamento positivo delle indagini congiunturali di settore, ma il trimestre dovrebbe chiudersi senza una significativa crescita rispetto al 4° trimestre 2020 e, quindi, senza un contributo positivo alla crescita del PIL.

Area euro. I dati di **bilancia dei pagamenti** pubblicati ieri per il mese di febbraio confermano l'assestamento dei deflussi di capitale di residenti per investimenti di portafoglio su livelli sostenuti,

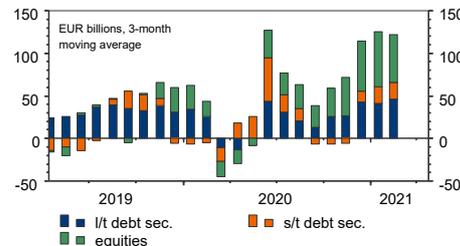
circa doppi rispetto a un anno fa. Gli investimenti verso l'estero erano rallentati nella primavera del 2020. Gli investitori esteri stanno nel complesso riducendo la loro esposizione al mercato obbligazionario europeo, mentre cresce marginalmente quella al mercato azionario.

Area euro: produzione nelle costruzioni



Fonte: Eurostat

Area euro: si consolida l'aumento degli investimenti di portafoglio verso l'estero



Fonte: BCE

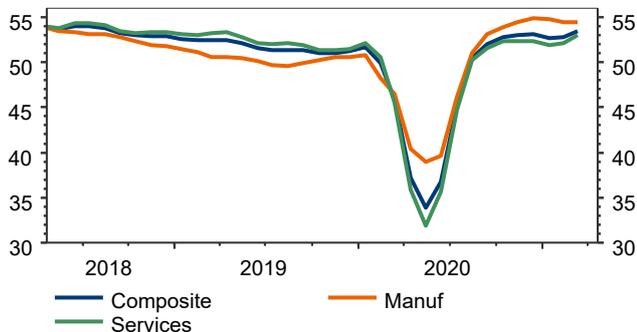
Francia. L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere diffuso dall'**INSEE** ad aprile è salito di cinque punti, a **104**; il dato supera la media storica di 100 per la prima volta da febbraio 2020. Ad influire sul morale è un miglioramento delle attese sull'attività delle singole imprese (da +7 a +12), dell'attività passata (a +19 da +10) e una revisione al rialzo degli ordini totali (da -23 a -15). L'indagine mostra anche un incremento degli ordini esteri, che restano però su livelli bassi (media storica: -15). L'indagine di questo mese segnala la presenza di pressioni inflattive. Lo spaccato per settori vede un aumento quasi diffuso, particolarmente marcato per la produzione di macchinari e attrezzature (a 115 da 107 precedente). In ogni caso, l'indice dovrebbe assestarsi sui livelli pre-pandemici nei prossimi mesi.

Italia. Il fatturato industriale è salito per il terzo mese di fila su base congiunturale a febbraio, di +0,2% m/m dopo il +2,6% di gennaio); al contrario del mese precedente, cresce soprattutto il fatturato domestico, in aumento per il terzo mese (+0,9% m/m). Trainante ancora una volta (come già nei due mesi precedenti) l'energia (+6,3% m/m), ma si registra un progresso anche per i beni di consumo (+0,7% m/m), mentre correggono i beni strumentali (-1,5%). Su base tendenziale corretta per gli effetti di calendario, il fatturato è tornato in territorio positivo, a +0,9% a/a (massimo da gennaio dell'anno scorso), trainato dal mercato domestico e da beni durevoli e intermedi. Il dettaglio per settore mostra un progresso tendenziale a due cifre per attività estrattive, metallurgia e apparecchiature elettriche, mentre risultano in flessione: alimentare; tessile; legno, carta e stampa; computer ed elettronica; mezzi di trasporto. Nel complesso, il dato conferma che il settore industriale dovrebbe essere tornato a dare un contributo positivo al PIL nel 1° trimestre; gli indici di fiducia segnalano anzi un'accelerazione del ritmo espansivo nei prossimi mesi.

Italia. A febbraio, la produzione nelle costruzioni ha messo a segno un'ulteriore crescita, pari a +1,4% m/m, dopo il rimbalzo di +5% visto a gennaio. Su base annua (corretta per gli effetti di calendario) l'output è tornato in territorio positivo, a +3,5% da -0,7% del mese precedente. Dopo la flessione di -3% nel 4° trimestre 2020, la produzione è in rotta per un aumento di 3,8% t/t nel 1° trimestre. Pertanto, dopo aver sottratto due decimi al PIL alla fine dell'anno scorso (in virtù di un calo del valore aggiunto di -2,5% t/t nel 4° trimestre 2020), **il settore dovrebbe essere tornato a dare un contributo positivo al PIL a inizio 2021. Dopo il calo di -6,6% registrato nel 2020, stimiamo un rimbalzo degli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale del 12,5% nel 2021.** In entrambi gli anni, la performance del settore edilizio sarebbe superiore a quella della media degli investimenti. Negli anni a venire, un'ulteriore spinta verrà dai fondi del Recovery Plan, sia in termini di investimenti pubblici diretti che di incentivi e sinergie con il settore privato.

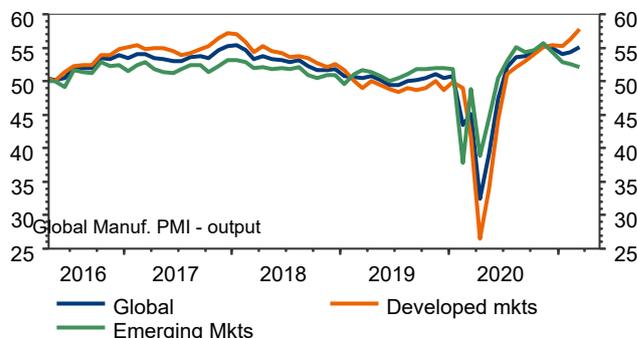
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



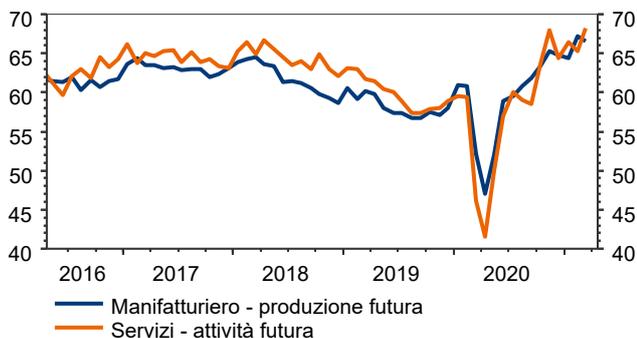
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



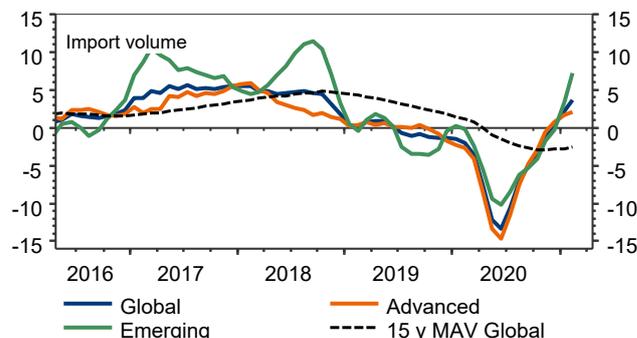
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



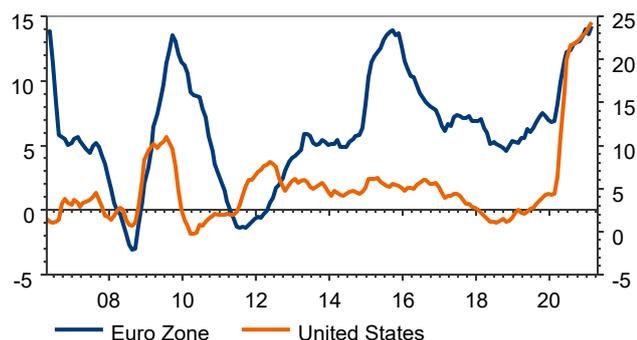
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



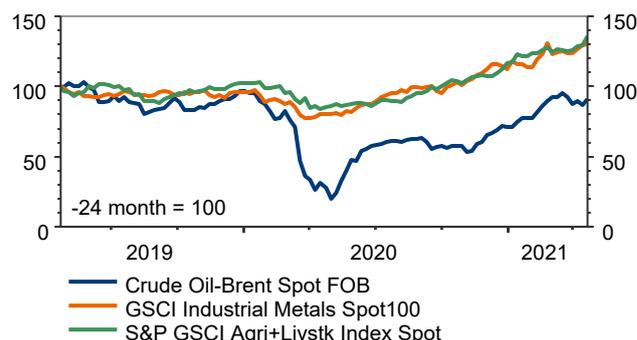
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

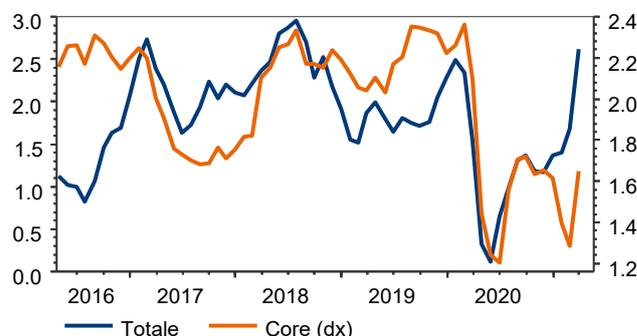
Stati Uniti

Indagini ISM



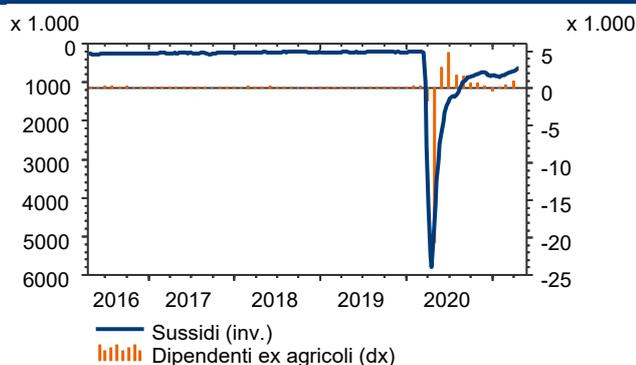
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



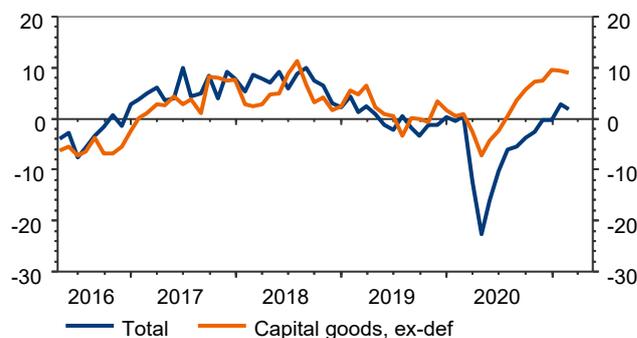
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

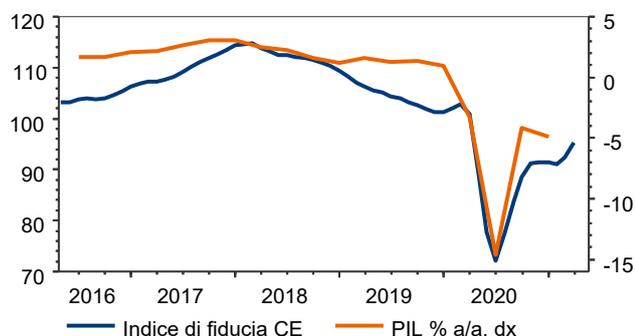
Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021										
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIL (prezzi costanti,a/a)	-3.5	7.1	3.5	0.3	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	13.6	7.6	7.2				
- trim./trim. annualizzato				-5.0	-31.4	33.4	4.3	6.5	12.3	7.4	2.8				
Consumi privati	-3.9	8.0	4.9	-6.9	-33.2	41.0	2.3	6.3	14.1	11.2	3.7				
IFL - privati non residenziali	-4.0	8.7	2.5	-6.7	-27.2	22.9	13.1	14.3	8.2	4.0	2.2				
IFL - privati residenziali	6.1	11.7	0.9	19.0	-35.6	63.0	36.6	6.3	2.1	1.3	0.8				
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.6	-1.6	1.3	2.5	-4.8	-0.8	7.6	6.2	-5.0	-2.1				
Esportazioni	-12.9	6.6	6.4	-9.5	-64.4	59.6	22.3	3.6	7.5	8.2	6.5				
Importazioni	-9.3	13.1	4.1	-15.0	-54.1	93.1	29.8	7.9	7.2	8.6	3.7				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.9	0.0	-1.7	-4.3	6.5	1.4	-0.6	0.8	0.8	0.2				
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.5	-3.0												
Deficit Pubblico (% PIL)	-16.1	-12.5	-6.1												
Debito pubblico (% PIL)	161.7	159.9	157.9												
CPI (a/a)	1.2	2.7	2.0	2.1	0.4	1.2	1.2	1.9	3.6	2.9	2.6				
Produzione Industriale	-6.7	4.7	2.1	-1.7	-13.0	9.4	2.3	0.6	1.2	0.7	0.6				
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	4.4	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	5.2	4.6				

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters.

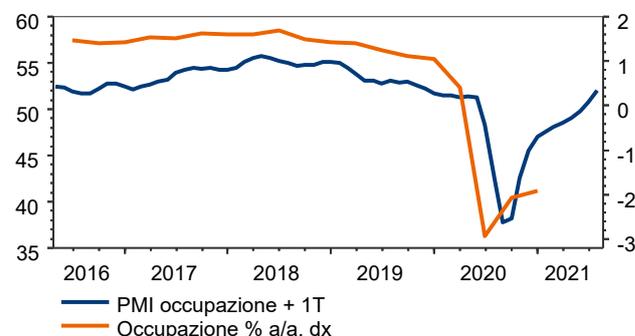
Area euro

PIL



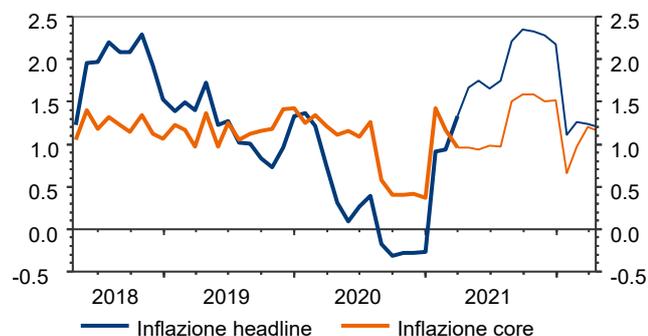
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	1.1
febbraio	1.2	0.9	1.3
marzo	0.7	1.3	1.2
aprile	0.3	1.7	1.2
maggio	0.1	1.8	1.3
giugno	0.3	1.7	1.4
luglio	0.4	1.8	1.4
agosto	-0.2	2.2	1.4
settembre	-0.3	2.3	1.5
ottobre	-0.3	2.3	1.4
novembre	-0.3	2.3	1.5
dicembre	-0.3	2.2	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021				2022						
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.8	4.0	4.3	-3.3	-14.6	-4.2	-4.9	-1.7	12.5	2.1	4.1				
- t/t				-3.8	-11.6	12.5	-0.7	-0.5	1.3	2.0	1.3				
Consumi privati	-8.1	2.0	4.5	-4.5	-12.6	14.1	-3.0	-1.1	1.5	1.7	1.4				
Investimenti fissi	-8.5	5.9	4.6	-5.9	-16.1	13.9	1.6	0.2	1.2	2.3	1.7				
Consumi pubblici	1.1	2.7	1.1	-0.3	-2.2	4.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.4				
Esportazioni	-9.8	9.6	5.3	-3.7	-18.8	16.7	3.5	0.9	2.5	2.3	1.7				
Importazioni	-9.3	7.2	4.6	-2.9	-18.2	11.8	4.1	0.9	1.8	2.0	1.5				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.3	0.2	0.5	0.0	-1.5	0.6	-0.1	-0.3	0.3	0.0				
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.6	2.7												
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-5.2	-4.1												
Debito pubblico (% PIL)	98.0	102.0	100.4												
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.8	1.3	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.7	2.1	2.3				
Produzione industriale (a/a)	-8.7	8.4	3.2	-6.1	-20.2	-6.9	-1.6	3.3	22.7	6.8	3.1				
Disoccupazione (%)	8.0	8.3	7.8	7.3	7.6	8.6	8.3	8.3	8.3	8.4	8.2				
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.53	-0.52	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53				

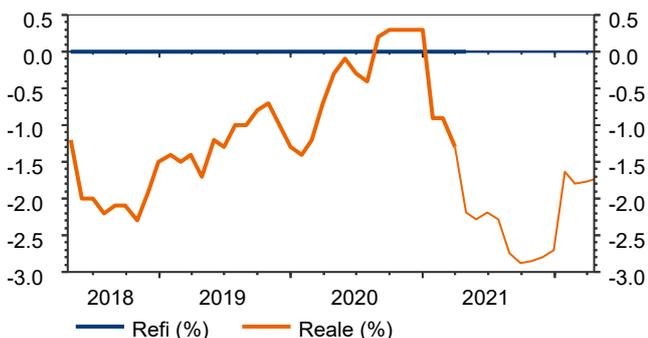
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	22/4	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.53	-0.55	-0.56	-0.56	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.50	-0.55	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

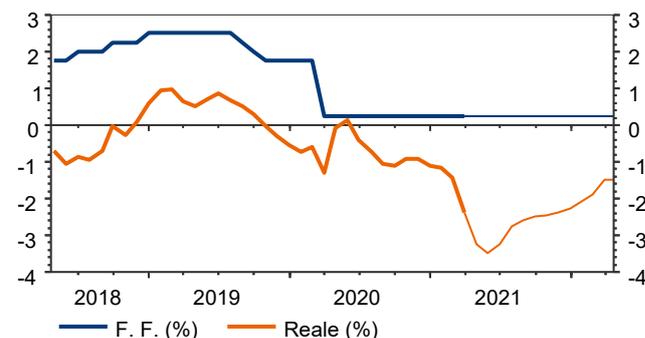


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	22/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.23	0.24	0.19	0.17	0.19	0.20	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

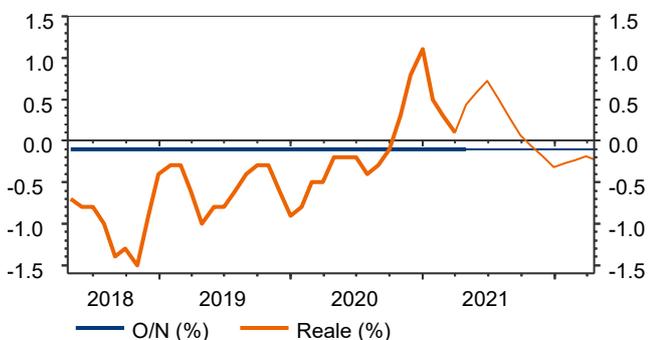


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	22/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.10	-0.08	-0.07	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

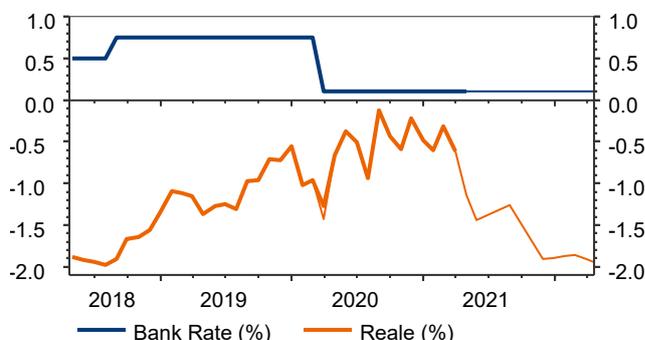


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	22/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.06	0.03	0.09	0.09	0.08	0.08	0.10	0.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	23/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.08	1.19	1.22	1.19	1.2057	1.17	1.16	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	112	108	105	104	109	107.90	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.29	1.24	1.30	1.37	1.38	1.3875	1.37	1.36	1.37	1.42	1.44
EUR/CHF	1.15	1.05	1.07	1.08	1.11	1.1038	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
EUR/JPY	126	116	124	126	129	130.12	127	128	130	133	138
EUR/GBP	0.86	0.87	0.91	0.89	0.86	0.8689	0.86	0.85	0.84	0.83	0.83

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-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 Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com