

Weekly Economic Monitor

Il punto

**FOMC:** ci vorrà ancora "del tempo" prima di parlare di tapering. Secondo il Comitato il sentiero dell'economia dipende ancora dal virus e, nonostante una ripresa più rapida delle attese, non è ancora ora di discutere di svolte di policy. Il messaggio resta *dovish*.

**Stati Uniti: Recovery Plan ora completo: 4 tln di dollari in 10 anni, parzialmente finanziato con aumenti di imposte.** Biden ha presentato l'**American Families Plan** con misure di spesa e crediti di imposta per 1,8 tln, finanziamenti per 1,5 tln ed effetto netto sul deficit di 300 mld in 10 anni. L'impatto restrittivo del rialzo delle imposte sui redditi elevati dovrebbe essere più che controbilanciato dalle misure a sostegno delle famiglie con reddito medio-basso. L'AFP (1,8 tln) dovrebbe essere approvato insieme all'American Jobs Plan (2,3 tln) lungo linee di partito entro luglio. La componente dell'agenda Biden relativa alla spesa sanitaria è rinviata al prossimo anno fiscale.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, sono in uscita i dati di produzione industriale di marzo in Germania e Francia, attesi mostrare un recupero su base congiunturale in entrambi i Paesi. Sempre a marzo, le vendite al dettaglio nell'eurozona sono attese balzare su base tendenziale (per l'effetto statistico di confronto con marzo 2020) e in moderata crescita su base mensile. Infine, la seconda lettura delle indagini PMI di aprile confermerà il miglioramento dell'indice composito, con una accelerazione nel manifatturiero e un ritorno in territorio lievemente espansivo nei servizi.

Questa settimana sono in calendario negli **Stati Uniti** i principali dati di aprile. L'*employment report* dovrebbe confermare che marzo ha rappresentato un "punto di flesso" per l'economia, registrando ad aprile un nuovo incremento di occupati vicino a 1 mln e una correzione del tasso di disoccupazione di 3 decimi a 5,7%. Gli indici ISM dovrebbero essere in territorio ampiamente espansivo, con segnali di accelerazione nei servizi. Fra i dati di marzo, il deficit commerciale dovrebbe essere in ulteriore allargamento e la spesa in costruzioni dovrebbe essere in ripresa dopo la correzione di febbraio legata al clima.

30 aprile 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

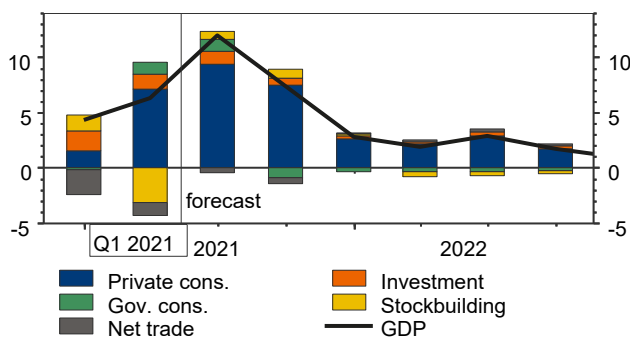
**Lorenzo Biagioli**  
Economista - Area euro

**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

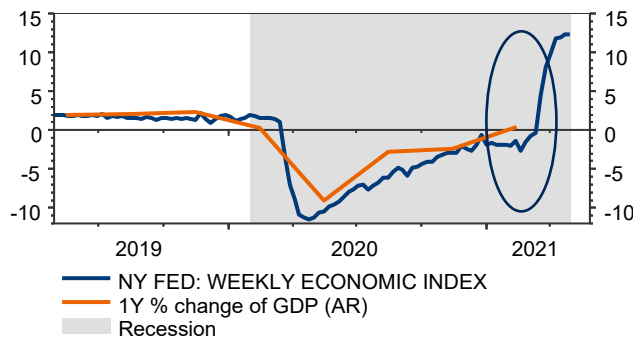
**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

La crescita USA accelera nel 1° trimestre, con una variazione della domanda finale domestica di 9,2% t/1 ann...



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni ISP

...e conferma l'arrivo di un nuovo punto di flesso per l'economia



Fonte: Refinitiv Datastream

## Il punto

**FOMC:** ci vorrà ancora "del tempo" prima di parlare di tapering. Secondo il Comitato il sentiero dell'economia dipende ancora dal virus e, nonostante una ripresa più rapida delle attese, non è ancora ora di discutere di svolte di policy. Il messaggio resta tranquillizzante.

- La **riunione del FOMC** si è conclusa senza modifiche alla politica monetaria, come atteso, e con un messaggio tranquillizzante riguardo ai tempi delle svolte per acquisti e tassi. Il **comunicato** ripete l'impegno a sostenere l'economia con tutti gli strumenti disponibili. Le uniche modifiche riguardano i paragrafi relativi alla **valutazione congiunturale**, in cui si afferma che "con il progresso delle vaccinazioni e il forte supporto di policy" attività e occupazione si sono rinfornate, mentre nei settori più colpiti dalla pandemia, ancora deboli, si registra un miglioramento. Per l'inflazione, si rileva un aumento "che riflette fattori transitori". Si ribadisce che il sentiero dell'economia dipenderà dall'evoluzione del virus, che continua a pesare e a causare rischi per lo scenario. La *forward guidance* è invariata, con la richiesta di "sostanziali ulteriori progressi" verso gli obiettivi prima di modificare gli acquisti e di raggiungimento di un'inflazione in media al 2% per la svolta sui tassi.
- Nella **conferenza stampa**, Powell ha riconosciuto che la ripresa è stata più veloce di quanto atteso, ma ha sottolineato che rimane "disomogenea e lontana dall'essere completa". Ciononostante, secondo Powell "non è ancora il momento" di discutere modifiche al **programma di acquisti**. Il Presidente ha confermato il messaggio della precedente conferenza stampa, secondo cui **il progresso verso gli obiettivi viene valutato partendo da una base fissata a inizio anno**: "l'attività economica e l'occupazione hanno appena registrato miglioramenti di recente dopo aver rallentato in inverno (...) e ci vorrà un certo tempo prima che vediamo sostanziale ulteriore progresso". In particolare, ci vorranno altri rapporti sul mercato del lavoro come quello di marzo: Powell però volutamente non ha dato maggiori informazioni sulla definizione di "sostanziale ulteriore progresso", che però potrebbero venire a giugno, quando la Fed avrà altri due mesi di informazioni.
- Sull'**inflazione**, Powell ha ribadito che "gli effetti base scompariranno nel giro di qualche mese". Per quanto riguarda gli aggiustamenti dei prezzi di fronte all'aumento di domanda di beni e servizi e ai colli di bottiglia all'offerta, Powell ha segnalato nuovamente che saranno con ogni probabilità modifiche ai livelli dei prezzi, senza effetti permanenti sull'inflazione. Secondo il Comitato, questi fenomeni "non richiedono un cambiamento della politica monetaria, dato che sono temporanei e si prevede che si risolvano da sé". Nella discussione sui colli di bottiglia, Powell ha riconosciuto che in alcuni casi potrebbero richiedere anche un anno per risolversi e per quanto concerne la difficoltà a reperire manodopera, ha sottolineato che il mercato del lavoro non è sotto pressione dato che i salari non stanno accelerando. Questa considerazione non è particolarmente convincente, dato che i salari in questo periodo sono frenati dal rientro degli occupati nei servizi, con salari al di sotto della media. In ogni caso, il messaggio rimane invariato: la Fed vuole "vedere oltre" un periodo di inflazione elevata e superiore al 2% perché lo considera transitorio. Il punto cruciale sarà l'ancoraggio delle aspettative.
- In conclusione, il FOMC mantiene invariato il segnale di stabilità della politica monetaria anche di fronte all'accelerazione di crescita e occupazione più robusta del previsto e di rialzo dell'inflazione. Le condizioni per iniziare a parlare di *tapering* restano il controllo della pandemia e il "sostanziale ulteriore progresso" verso gli obiettivi, dopo lo stallo visto a inizio anno. Riteniamo che a giugno potrebbe esserci qualche indicazione riguardo ai requisiti in base ai quali la dinamica occupazionale potrà essere definita "sostanziale". Alla luce delle previsioni di crescita e occupazione per i due trimestri centrali dell'anno, manteniamo **la previsione che dopo l'estate il FOMC possa preparare il terreno per un tapering da attuare nel 2022**.

**Stati Uniti: Recovery Plan ora completo: 4 tln di dollari in 10 anni, parzialmente finanziato con aumenti di imposte.** Biden ha presentato l'**American Families Plan** con misure di spesa e crediti di imposta per 1,8 tln, finanziamenti per 1,5 tln ed effetto netto sul deficit di 300 mld in 10 anni. L'impatto restrittivo del rialzo delle imposte sui redditi elevati dovrebbe essere più che controbilanciato dalle misure a sostegno delle famiglie con reddito medio-basso. L'AFP (1,8 tln) dovrebbe essere approvato insieme all'American Jobs Plan (2,3 tln) lungo linee di partito entro luglio. La componente dell'agenda Biden relativa alla spesa sanitaria è rinviata al prossimo anno fiscale.

- L'**American Families Plan** (AFP), presentato da Biden in Congresso, prevede misure per 1,8 tln di dollari (9% del PIL), suddiviso in circa **1 tln di maggiori spese e 800 mld** in crediti di imposta ed è un complemento all'American Jobs Plan, presentato il mese scorso e mirato a sostenere investimenti in infrastrutture e in capitale umano con misure per 2,3 tln.
- La componente di **spesa** dell'AFP è distribuita su 10 anni e concentrata sull'istruzione e la cura dei figli con misure dedicate a offrire:
  - due anni di asilo per bambini di 3 e 4 anni, con l'obiettivo che le famiglie non spendano più del 7% del reddito per la cura dei figli;
  - due anni di istruzione gratuita all'università (community college), sussidi per l'iscrizione all'università per studenti provenienti da famiglie con reddito medio-basso e sostegno per istituzioni che servono in prevalenza alle minoranze;
  - finanziamento di periodi di aspettativa per motivi familiari e malattia pagati;
  - assistenza nutrizionale per famiglie disagiate, garantendo la salute dei figli;
  - estensione dei crediti di imposta per i figli introdotti con l'American Rescue Plan a sostegno delle famiglie con redditi medio-bassi e di altri programmi di crediti di imposta.
- Dal lato del **finanziamento**, le misure sulle imposte sono disegnate in modo da non aumentare il carico fiscale delle famiglie con reddito inferiore a 400 mila dollari e distribuite su 10 anni, con l'obiettivo di "premiare il lavoro, non la ricchezza". La copertura delle uscite e dei crediti di imposta del piano sarebbe solo parziale, con maggiori entrate per 1,5 tln. L'AFP prevede:
  - un aumento di risorse per l'Internal Revenue Service (+80 mld) con lo scopo di rendere l'agenzia più efficiente nella raccolta delle imposte, garantendo un incremento di gettito netto di circa 700 mld in 10 anni;
  - un rialzo dell'aliquota massima sul reddito delle persone fisiche a 39,6% da 37%, con un ritorno al livello precedente la riforma di Trump, applicabile allo 0,1% della distribuzione del reddito;
  - l'eliminazione di agevolazioni fiscali per le famiglie con reddito annuo superiore a 1 mln (pari allo 0,3% delle famiglie), che sarebbero soggette all'aliquota massima di 39,6% su tutte le loro fonti di reddito, sia da lavoro sia da capitale; anche i guadagni di capitale per più di 1 mln sui patrimoni che vanno in successione sarebbero tassati a questa aliquota, a meno che non siano relativi a imprese familiari che gli eredi continuano a gestire;
  - la razionalizzazione dell'applicazione della sovrattassa del 3,8% per il finanziamento di Medicare introdotta da Obama, che verrà applicata a tutti coloro che percepiscono redditi superiori a 400 mila dollari annui.
- L'**effetto netto sul deficit** in 10 anni sarebbe pari a 300 mld, cioè 30 mld all'anno, circa 0,14% del PIL. Le misure di finanziamento delle uscite, concentrate sulla parte alta della distribuzione del reddito, dovrebbero avere effetti modesti sulla spesa in fase ciclica vicina al pieno impiego come sarà il caso dal 2022 in poi. Stime dei moltiplicatori condotte dal CBO e diversificate per fasce di reddito mostrano un effetto sull'output dopo un anno compreso fra 0 e 0,2 per ogni dollaro di variazione di imposte per gli individui con reddito elevato, mentre le misure di spesa e crediti di imposta per le famiglie con redditi medio-bassi hanno moltiplicatori più elevati. Sommando **gli effetti netti dell'AFP e dell'AJP, la spinta alla crescita annua sarebbe moderata e nell'ordine di circa 0,6-0,8pp** all'anno in media nel 2022-23.

- I dettagli e l'iter dell'AFP e dell'AJP sono ancora da definire, attraverso negoziati sia all'interno del Partito democratico, sia durante possibili discussioni con i repubblicani. **Lo scenario centrale è un nuovo utilizzo della reconciliation procedure con un voto definito lungo linee di partito entro luglio**, anche se i repubblicani sono favorevoli a un sottoinsieme di misure sia dell'AFP sia dell'AJP. La presenza di rialzi di imposte per finanziare entrambi i piani appare un ostacolo insormontabile per avere una maggioranza bipartisan in Senato. Il Recovery Plan finale, con le due componenti relative a famiglie e investimenti in capitale, dovrebbe essere approvato entro luglio, prima della chiusura estiva del Congresso, con effetti marginali sulla crescita del 2021 e concentrati sugli anni successivi.
- Il Recovery Plan, per circa 4 tln di dollari su 10 anni, in ampia parte finanziato con aumenti di imposte distribuiti su 15 anni, si inserisce nella filosofia generale dell'Amministrazione Biden di **aumento del ruolo del governo nell'economia** con l'obiettivo di sostenere le classi medio-basse di reddito e di ridurre le diseguaglianze. La sopravvivenza di questa nuova filosofia dipenderà dalla gestione di Biden nel 2021-22 non solo sui temi economici ma anche su altri temi più divisivi come l'immigrazione, che potrebbero indebolire i democratici all'appuntamento cruciale delle elezioni midterm del 2022.

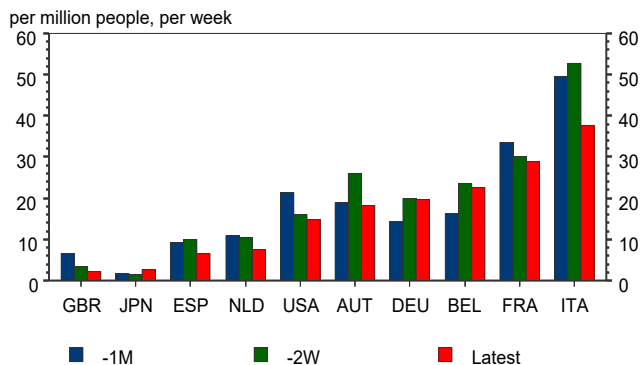
#### L'American Families Plan: le misure previste e il loro finanziamento

Provisions	10-yr est. (Bn)
<b>Education</b>	<b>506</b>
- free universal pre-kindergarten	200
- tuition-free 2 yr community college	109
- increase Pell grants for low-income students	80
- support for completion/retention rates in institutions serving disadvantaged communities	62
- subsidize tuition for students from medium-low income families	39
- training/equipment for teachers	9
- other	7
<b>Families and children</b>	<b>495</b>
- make child care affordable, fund training for providers	225
- comprehensive paid family and medical leave program	225
- other	18
<b>Expanded tax credit extensions</b>	<b>855</b>
- extend and make permanent Child Tax Credit expansion	450
- extend ACA premiums tax credits	200
- make Earned Income Tax credit for childless workers permanent	125
- make Child and Dependent Care Tax Credit expansion permanent	80
<b>Sub-total spending and tax credits</b>	<b>1856</b>
<b>Reduce the tax gap</b>	<b>-700</b>
- Increase funding for IRS enforcement	80
- improve tax enforcement	-780
<b>Increase taxes on high-income households</b>	<b>-800</b>
- increase capital gains and dividend taxes (tax as ordinary income >1 mln, eliminate step-up basis >1 mln)	-400
- apply 3.8% Medicare tax to all income >400k	-200
- increase top individual tax rate from 37% to 39.6%	-100
- permanently extend limitations to large excess business losses	-100
<b>Sub-total tax-increases and enforcement</b>	<b>-1500</b>
<b>Total 10 year deficit impact</b>	<b>-300</b>

Fonte: CRFB

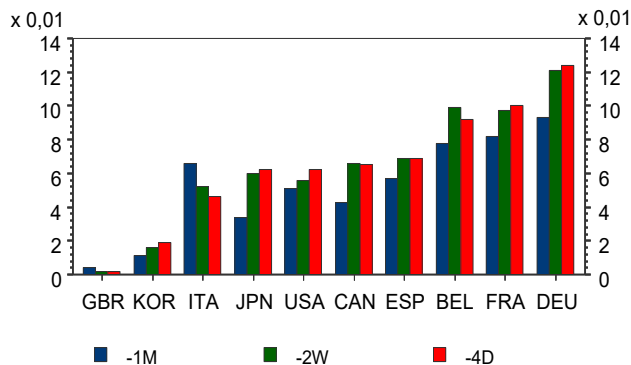
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



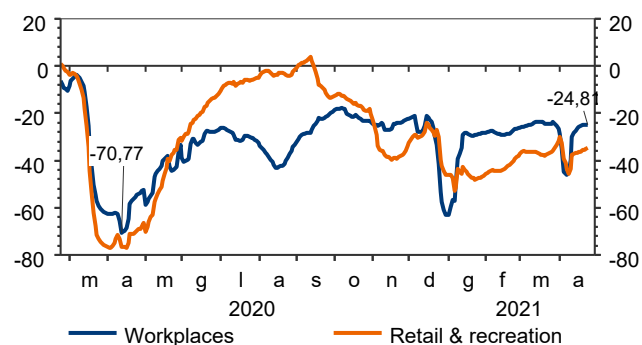
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



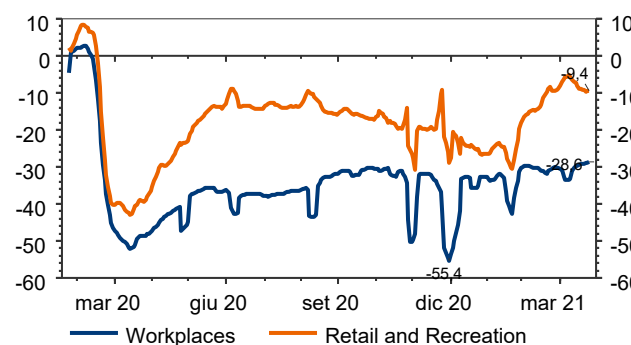
Fonte: OurWorldInData

### Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



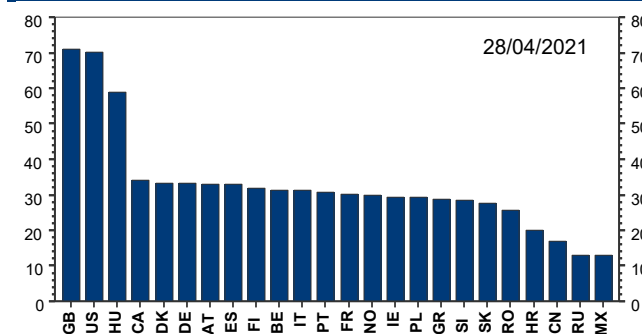
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



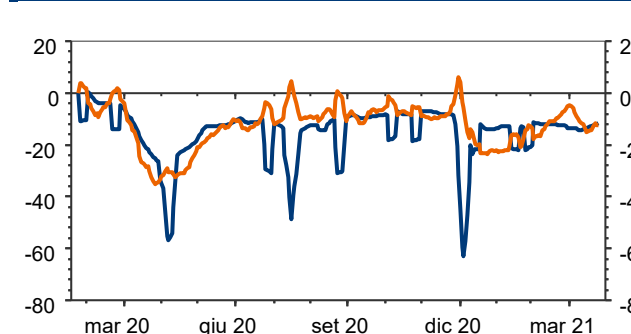
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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

Nell'**area euro**, sono in uscita i dati di produzione industriale di marzo in Germania e Francia, attesi mostrare un recupero su base congiunturale in entrambi i Paesi. Sempre a marzo, le vendite al dettaglio nell'eurozona sono attese balzare su base tendenziale (per l'effetto statistico di confronto con marzo 2020) e in moderata crescita su base mensile. Infine, la seconda lettura delle indagini PMI di aprile confermerà il miglioramento dell'indice composito, con una accelerazione nel manifatturiero e un ritorno in territorio lievemente espansivo nei servizi.

Questa settimana sono in calendario negli **Stati Uniti** i principali dati di aprile. L'*employment report* dovrebbe confermare che marzo ha rappresentato un "punto di flesso" per l'economia, registrando ad aprile un nuovo incremento di occupati vicino a 1 mln e una correzione del tasso di disoccupazione di 3 decimi a 5,7%. Gli indici ISM dovrebbero essere in territorio ampiamente espansivo, con segnali di accelerazione nei servizi. Fra i dati di marzo, il deficit commerciale dovrebbe essere in ulteriore allargamento e la spesa in costruzioni dovrebbe essere in ripresa dopo la correzione di febbraio legata al clima.

### Lunedì 3 maggio

#### Area euro

- **Area euro. La stima finale dell'indice PMI manifatturiero di aprile** dovrebbe confermare l'aumento a 63,3 da 62,5 di marzo già registrato dalla lettura flash. Gli indici relativi a ordinativi e produzione dovrebbero continuare ad offrire indicazioni incoraggianti circa la ripresa della domanda a fronte di segnali di limiti all'offerta evidenziati dall'allungamento dei tempi di consegna e dall'incremento dei prezzi degli input produttivi. La prima stima dell'indice italiano potrebbe evidenziare un miglioramento a 61 da 59,8, confermando le indicazioni di ripresa in atto nel settore già emerse dalle indagini ISTAT e della Commissione Europea.
- **Germania.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero evidenziare un nuovo aumento in marzo, stimiamo del 3% m/m, dopo il +2,7% (rivisto al rialzo da un precedente 1,2%) di febbraio, spiegato dall'allentamento delle misure di contenimento. Rispetto a un anno prima, le vendite saranno più basse di -1,3%. La crescita dei consumi è attesa rallentare ad aprile.

#### Stati Uniti

- La **spesa in costruzioni** a marzo è prevista in aumento di 2% m/m, dopo la correzione di -0,8% m/m di febbraio causata dal maltempo. La ripresa dovrebbe riguardare tutte le componenti della spesa privata, con un recupero dei livelli di gennaio sia per il segmento residenziale sia per quello non residenziale. Quest'ultimo settore dovrebbe essere in crescita solida nel 2021, dopo un anno di debolezza persistente, mentre l'edilizia residenziale dovrebbe contribuire in misura limitata, con la parte preponderante della ripresa ormai alle spalle.
- L'**ISM manifatturiero** ad aprile è atteso in rialzo a 65 da 64,7 di marzo. L'indice dovrebbe essere sostenuto da incrementi per le componenti ordini, consegne e occupazione, mentre per l'output dovrebbe permanere il freno collegato alle strozzature all'offerta e alla conseguente debolezza del settore auto. L'indice dei prezzi pagati dovrebbe stabilizzarsi su livelli elevati, in linea con i risultati del PMI. L'indagine dovrebbe continuare a riportare forte espansione della domanda, in presenza di persistenti difficoltà a soddisfarla appieno per mancanza di scorte e di beni intermedi.

### Martedì 4 maggio

#### Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a marzo dovrebbe registrare un aumento del deficit a -74,5 mld, da -71,1 mld di febbraio, sulla scia di una ripresa dei flussi commerciali. La bilancia dei beni per marzo ha evidenziato un ampliamento del deficit a -90,6 mld da -87,1 mld di febbraio, con un incremento di 8,7% m/m dell'export insufficiente a controbilanciare l'effetto di +6,8% m/m delle importazioni sul saldo complessivo.

## Mercoledì 5 maggio

### Area euro

- **Area euro. La stima finale dell'indice PMI dei servizi di aprile** è attesa confermare il dato preliminare di 50,3 registrato con la lettura preliminare, quando l'indice è tornato al di sopra della soglia critica che separa l'espansione dalla contrazione per la prima volta da agosto dello scorso anno. L'indice PMI composito dovrebbe quindi essere confermato a 53,7 da 53,2 di marzo.

### Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non-agricoli privati** ad aprile è prevista dal consenso a 750 mila, dopo 517 mld di marzo.
- L'**ISM dei servizi** di aprile è previsto in aumento a 64,2 da 63,7 di marzo, con miglioramenti diffusi a occupazione e attività, grazie alla diffusione dei vaccini e alla riapertura dei servizi. Le indagini regionali e il PMI hanno dato indicazioni omogenee di accelerazione che dovrebbero contraddistinguere la ripresa nella parte centrale dell'anno.

## Giovedì 6 maggio

### Area euro

- **Area euro. A marzo le vendite al dettaglio** dovrebbero essere cresciute di +1,4% m/m, dopo il rimbalzo di +3,0% m/m registrato a febbraio. I dati ad alta frequenza sugli spostamenti suggeriscono un aumento della mobilità che potrebbe riflettersi in maggiori acquisti. Le vendite al dettaglio dovrebbero però continuare a risentire delle misure restrittive in atto e l'incremento previsto non dovrebbe risultare sufficiente a compensare la marcata flessione di gennaio. La variazione tendenziale è invece attesa balzare a +9,4% da -2,8% precedente per l'effetto statistico di confronto con il mese di marzo dello scorso anno (quando le vendite crollarono a causa dell'introduzione del primo lockdown in senso stretto).
- **Germania. Gli ordini all'industria** sono visti in ulteriore crescita a marzo, stimiamo di circa il +2,0% m/m (dato destagionalizzato) dal +1,3% m/m di febbraio. Le indagini congiunturali suggeriscono una quasi stagnazione degli ordini ad aprile.

## Venerdì 7 maggio

### Area euro

- **Germania. La produzione industriale** dovrebbe rimbalzare di +3,3% m/m in marzo, dopo due mesi di crollo (-3,6% complessivo rispetto a dicembre). L'industria dovrebbe aver beneficiato di una domanda in ripresa. Le indagini congiunturali ed i dati sul traffico autostradale di merci indicano un ulteriore recupero, meno sostanziale, ad aprile.
- **Francia.** Dopo il crollo registrato nel mese di febbraio (-4,7%), la **produzione industriale** in marzo è attesa aumentare di +0,5% m/m, a dispetto dell'ampliamento delle misure restrittive applicate dapprima in 16 e poi in 19 aree del Paese. Nel mese di riferimento, un'indicazione positiva viene dal grado di utilizzo della capacità produttiva, che ha recuperato 3 punti percentuali (80%), tornando sui livelli pre-crisi.

### Stati Uniti

- L'**employment report** di aprile dovrebbe dare nuovi segnali positivi sul mercato del lavoro. Gli occupati non-agricoli sono previsti in rialzo di 980 mila dopo 916 mila di marzo, con un ulteriore ampio rimbalzo nel settore della recreazione e dell'ospitalità e variazioni diffuse a tutti i comparti. Ad aprile, la riapertura delle scuole e dei servizi aggregativi ha fatto ulteriori passi avanti, con indicazioni di probabile accelerazione del rientro al lavoro. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare a 5,7%, da 6% di marzo, in presenza di una modesta risalita della forza lavoro. I salari orari dovrebbero registrare un'ulteriore correzione di -0,1% m/m come a marzo, per via del rientro fra gli occupati dei lavoratori dei servizi, con salari generalmente inferiori alla media. I dati dovrebbero segnalare progressi occupazionali in linea con il nuovo trend iniziato a marzo e necessari per soddisfare le condizioni richieste dalla Fed per aprire la discussione sul tapering dopo l'estate.



## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (3 – 8 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	3/5 08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	2.7	%	3.2	3.0
		GER	Vendite al dettaglio a/a		mar	-6.6	%		-1.3
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	apr	59.8		60.7	61.0
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 59.2		59.2	59.2
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 66.4		66.4	66.4
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 63.3		63.3	63.3
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		apr	60.6			
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	apr	64.7		64.9	65.0
16:00	USA	Spesa in costruzioni		mar	-0.8	%	2.0	2.0	
Mar	4/5 10:30	GB	Credito al consumo		mar	-1.246	Mld £		
		GB	PMI manifatturiero finale	*	apr	60.7		60.7	
	14:30	USA	Bilancia commerciale		mar	-71.1	Mld \$	-72.0	-74.5
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		mar	-0.8	%	2.0	
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mar	prel 0.6	%		
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	mar	prel 1.6	%			
Mer	5/5 09:45	ITA	PMI servizi	*	apr	48.6		50.0	49.7
		FRA	PMI servizi finale		apr	prel 50.4		50.4	50.4
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	apr	prel 50.1		50.1	50.1
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	apr	prel 53.7		53.7	53.7
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	apr	prel 50.3		50.3	50.3
	11:00	EUR	PPI a/a		mar	1.5	%	3.9	
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		apr	517	x1000	750	
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		apr	62.2			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		apr	63.1			
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	apr	63.7		64.0	64.2
Gio	6/5 08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	mar	1.2	%	1.8	2.0
		GB	PMI servizi finale	*	apr	60.1		60.1	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		mar	3.0	%	0.5	1.4
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	553	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.660	Mln		
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim.		T1	6.0	%		
	14:30	USA	Produttività (ex agricolt.) t/t ann. prelim.		T1	-4.2	%		
Ven	7/5 03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	apr	54.3			
		GER	Produzione industriale m/m	**	mar	-1.6	%	1.5	3.3
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		mar	19.1	Mld €		
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim.		T1	-0.3	%		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	mar	-4.7	%	2.4	0.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		mar	-2.1	%		
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mar	-5.7	%		
	14:30	USA	Salari orari m/m		apr	-0.1	%	0.1	-0.1
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	apr	6.0	%	5.8	5.7
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	apr	916	x1000	925	980
Sab	8/5 00:00	CN	Riserve in valuta estera		apr	3.170	1000Mld \$		
		CN	Importazioni in USD a/a	*	apr	38.1	%		
		CN	Bilancia commerciale USD	*	apr	13.8	Mld \$		
		CN	Esportazioni in USD a/a	*	apr	30.6	%		

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 (3 – 8 maggio)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	3/5	20:20 USA	* Discorso di Powell (Fed)
Mar	4/5	10:00 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		19:00 USA	Discorso di Daly (Fed)
Mer	5/5	15:30 USA	Discorso di Evans (Fed)
		16:00 EUR	Discorso di Lane (BCE)
		18:00 USA	Virtual forum di Mester (Fed)
Gio	6/5	01:50 GIA	BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di marzo
		10:00 EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		13:00 GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0.10%)
		15:15 EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		16:00 USA	Discorso di Kaplan (Fed)
		19:00 USA	Virtual forum di Mester (Fed)
22:00 USA	* La Fed pubblica il Financial Stability Report		
Ven	7/5	12:00 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		-- ITA	* Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		-- FRA	* Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia
Sab	8/5	-- UE	* Riunione informale dei capi di Stato e di governo a Porto

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mar	-0.9 (-1.2)	%	2.3	0.5
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mar	-0.3 (-0.9)	%	1.6	1.6
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	feb	11.1	%	11.7	11.9
Indice dei prezzi delle case m/m	feb	1.0	%		0.9
Fiducia consumatori (CB)	apr	109.0 (+109.7)		113.0	121.7
Bilancia commerciale prelim	feb	-84.58	Mld \$		-90.59
Richieste di sussidio	settim	566 (-547)	x1000	549	553
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.651 (-3.674)	Mln	3.614	3.660
PIL t/t ann. advance	T1	4.3	%	6.1	6.4
Costo del lavoro	T1	0.7	%	0.7	
Deflatore consumi (core) a/a	mar	1.4	%	1.8	
Deflatore consumi a/a	mar	1.6	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	mar	-1.0	%	4.1	
Redditi delle famiglie m/m	mar	-7.1	%	20.3	
Deflatore consumi (core) m/m	mar	0.1	%	0.3	
PMI (Chicago)	apr	66.3		65.3	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	apr	86.5		87.4	

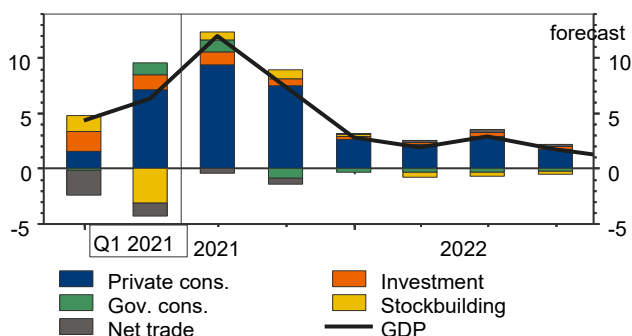
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima *advance* del **PIL del 1° trimestre** registra una variazione di 6,4% t/t ann., dopo 4,3% t/t ann. dell'autunno 2020. I dati mostrano, come atteso, una crescita solida delle componenti della domanda finale domestica (consumi, investimenti fissi residenziali e non, spesa pubblica, per una variazione complessiva di 9,2% t/t ann.) a fronte di contributi negativi delle scorte e del canale estero. Il PIL in termini reali (a 19,1 tln) supera il livello di un anno fa (19,01 tln del 1° trimestre 2020) ed è inferiore di solo 1% rispetto a quello di fine 2019.

I **consumi** sono già in fase di boom, con una variazione di 10,7% t/t ann., dopo 2,3% t/t ann. a fine 2020, sulla scia di un incremento nel comparto dei beni di 23,6% t/t ann. (41,4% t/t ann. per i beni durevoli e 14,4% per quelli non durevoli) e un aumento nei servizi di 4,6% t/t ann., a un ritmo analogo a quello del trimestre precedente (4,3% t/t ann.). **Gli investimenti fissi non residenziali** confermano la fase di solida ripresa iniziata a metà 2020, registrando un rialzo di 9,9% t/t ann., con le strutture in calo di -4,8% t/t ann. e i macchinari in continua solida espansione (+16,7% t/t ann.). Gli **investimenti residenziali** rallentano dai ritmi straordinari del 2020, ma risultano comunque positivi (+10,8% t/t ann.). La **spesa pubblica** accelera, dopo due trimestri negativi (+6,3% t/t ann.) grazie ai programmi di stimolo approvati fra fine dicembre e marzo. Invece, le **scorte private** sottraggono -2,6pp alla crescita totale, testimoniando la difficoltà delle imprese a soddisfare la domanda in aumento e garantendo un rafforzamento del ciclo produttivo nei prossimi trimestri necessario alla ricostituzione dei magazzini. Le **esportazioni nette** danno un contributo negativo di -0,8pp, con un calo dell'export di -1,1% t/t ann. e un aumento delle importazioni di 5,7% t/t ann., evidenziando lo squilibrio di crescita fra gli USA e il resto del mondo.

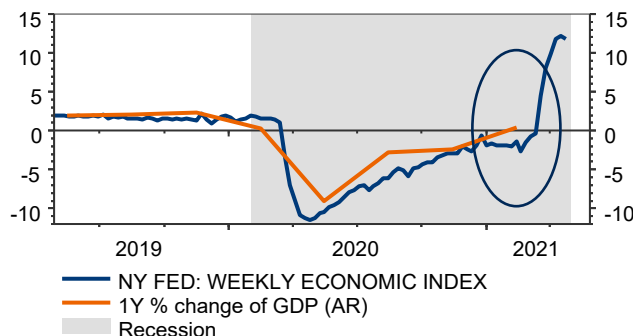
I dati confermano l'aspettativa di una **solida spinta ai consumi dallo stimolo fiscale** e danno indicazioni di **forza della crescita anche nei trimestri successivi**. Il balzo della spesa delle famiglie a inizio 2021 avviene pur in presenza di un rialzo del risparmio al 21% da 13% del 4° trimestre 2020. Su un aumento di trasferimenti pubblici di circa 2,5 tln ann., le famiglie hanno speso "solo" 504 mld ann., pari al 22,3% delle entrate straordinarie, ed hanno così alimentato ulteriormente l'eccesso di risparmio rispetto alla media storica. Inoltre, dal lato delle imprese la forte dinamica degli investimenti e il calo delle scorte punta a una solida espansione anche in primavera.

**Il boom dei consumi è già iniziato**



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni ISP

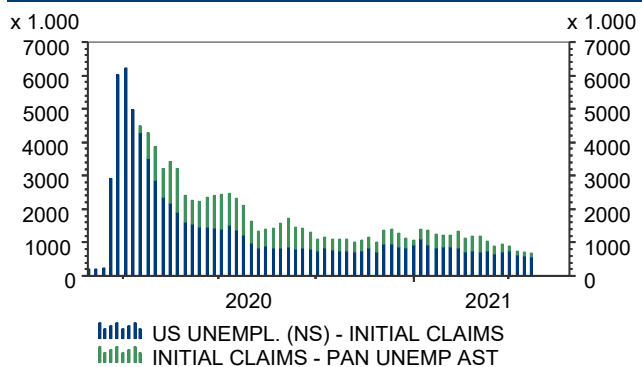
**L'economia USA a un punto di flesso!**



Fonte: Refinitiv Datastream

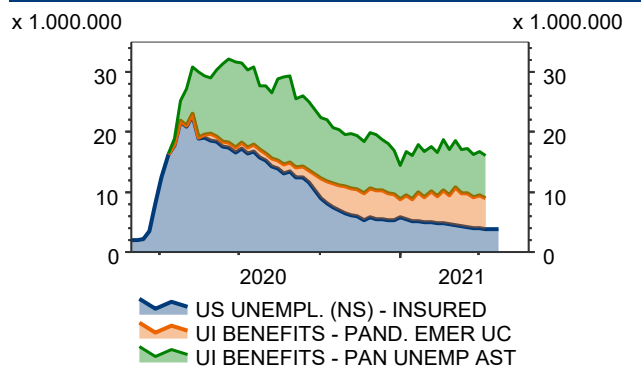
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 24 aprile sono poco variate a 553 mila, da 566 mila della settimana precedente. I nuovi sussidi erogati con il programma federale Pandemic Unemployment Assistance si attestano a 121749. I sussidi esistenti nella settimana conclusa il 17 aprile sono pari a 3,660 mln (+9 mila). Le indagini presso le imprese e presso le famiglie dicono che le prospettive del mercato del lavoro sono positive. Nelle prossime settimane il trend dei sussidi dovrebbe tornare a scendere, con la progressiva riapertura delle posizioni chiuse per COVID nei settori aggregativi. Un freno alla riduzione dei sussidi può venire da fattori diversi dalla mancanza di posizioni aperte, come la persistente difficoltà a rientrare al lavoro per cura dei figli e l'elevato costo opportunità dovuto alle integrazioni federali dei sussidi. Le prospettive per i *non-farm payroll* di aprile restano comunque positive, con la previsione di una creazione di posti di lavoro in linea con quella di marzo, vicina a 900 mila.

**I nuovi sussidi...**



Fonte: Refinitiv Datastream

**...e i sussidi esistenti si sono stabilizzati nel mese di aprile sui minimi dall'inizio della pandemia**



Fonte: Refinitiv Datastream

Gli **ordini di beni durevoli** a marzo aumentano di 0,5% m/m, dopo -0,9% m/m di febbraio, frenati da un ampio calo nel settore trasporti (-1,7% m/m). La correzione nel comparto dell'aeronautica civile è dovuta a fattori di destagionalizzazione: infatti Boeing ha registrato un netto incremento in termini non destagionalizzati, penalizzato da fattori stagionali precedenti il collasso delle vendite del MAX 737. Tuttavia, la variazione positiva degli ordini Boeing è un segnale incoraggiante, dopo due anni di debolezza estrema del comparto. **Al netto dei trasporti, gli ordini sono in rialzo** di 1,6% m/m. Il fatturato cresce di 2,5% m/m, dopo -3,6% m/m, con un significativo incremento nei trasporti (+4,8% m/m). Per l'aggregato dei **beni capitali al netto di aerei e difesa**, gli ordini e il fatturato sono in rialzo di 0,9% m/m e 1,3% m/m, rispettivamente, con un recupero completo della flessione di febbraio legata al maltempo e **indicazioni positive per gli investimenti fissi delle imprese sia nel 1° sia nel 2° trimestre.**

La **fiducia dei consumatori** rilevata da Conference Board ad aprile ha recuperato il terreno perso durante la pandemia, risalendo a 121,7, massimo da febbraio 2020. La situazione corrente vede un balzo a 139,6 da 110,1, mentre le aspettative sono in rialzo a 109,8 da 108,3. Le condizioni correnti nelle indagini presso le famiglie sono in fase di boom grazie all'accredito dei trasferimenti previsti dall'American Rescue Plan, alla diffusione dei vaccini e alla ripresa dell'occupazione e dell'attività nei servizi. Le aspettative a medio termine registrano solo modesti incrementi. Il trend della fiducia dovrebbe restare positivo e coerente con la prosecuzione di una forte dinamica dei consumi e dell'occupazione.

#### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	apr	-1.0		2.0	4.4
BEL	PIL t/t prelim	T1	-0.1	%	-0.1	0.6
EUR	Fiducia consumatori finale	apr	-10.8	(-8.1)	-8.1	-8.1
EUR	Fiducia servizi	apr	-9.6	(-9.3)	-8.7	2.1
EUR	Indice di fiducia economica	apr	100.9	(101.0)	102.2	110.3
EUR	Fiducia industria	apr	2.1	(2.0)	4.0	10.7
EUR	M3 dest. a/a	mar	13.3		%	10.2
EUR	PIL t/t 1a stima	T1	-0.7		%	-0.8
EUR	PIL a/a 1a stima	T1	-4.9		%	-2.0
EUR	CPI a/a stima flash	apr	1.3		%	1.6
EUR	Tasso di disoccupazione	mar	8.2	(8.3)	%	8.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	apr	1.0		%	1.0
FRA	Fiducia consumatori	apr	94			93
FRA	PIL t/t prelim	T1	-1.4		%	0.1
FRA	Spese per consumi m/m	mar	0.3	(0.0)	%	0.4
FRA	IPCA a/a prelim	apr	1.4		%	1.6
GER	IFO	apr	96.6			97.8
GER	IFO (sit. corrente)	apr	93.1	(93.0)		94.4
GER	IFO (attese)	apr	100.3	(100.4)		101.3
GER	Fiducia consumatori	mag	-6.1	(-6.2)		-3.5
GER	Prezzi import a/a	mar	1.4		%	6.0
GER	Tasso di disoccupazione	apr	6.0		%	6.0
GER	Variazione n° disoccupati	apr	-6	(-8)	x1000	-10
GER	IPCA m/m prelim	apr	0.5		%	0.4
GER	IPCA a/a prelim	apr	2.0		%	2.0
GER	CPI (Lander) a/a prelim	apr	1.7		%	1.9
GER	CPI (Lander) m/m prelim	apr	0.5		%	0.5
GER	PIL s.a. t/t prelim	T1	0.5	(0.3)	%	-1.5
GER	PIL s.a. a/a prelim	T1	-3.3	(-3.7)	%	-3.2
ITA	Fiducia consumatori	apr	100.9			102.0
ITA	Indice di fiducia delle imprese	apr	101.9	(101.2)		102.5
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	mar	4.11		Mld €	4.80
ITA	PPI a/a	mar	0.7		%	2.7
ITA	PPI m/m	mar	0.5		%	0.9
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	mar	10.2		%	10.3
ITA	PIL a/a prelim	T1	-6.6		%	-1.6
ITA	PIL t/t prelim	T1	-1.8	(-1.9)	%	-0.5
ITA	IPCA m/m prelim	apr	1.8		%	0.8
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	apr	0.8		%	1.0
ITA	IPCA a/a prelim	apr	0.6		%	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	apr	0.3		%	0.4
SPA	IPCA a/a prelim	apr	1.2		%	1.8
SPA	PIL t/t prelim	T1	0.0		%	-0.5

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

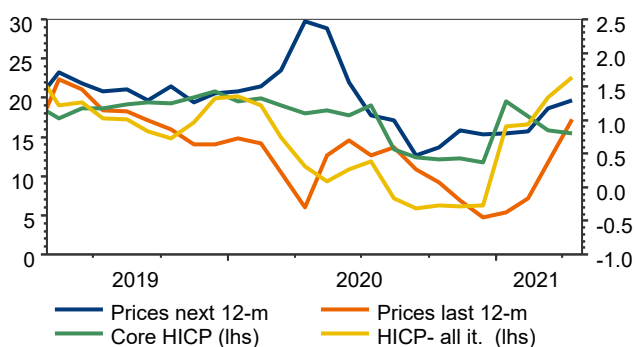
**Area euro.** La stima preliminare del **PIL nel 1° trimestre del 2021** è di -0,6% t/t, dopo il -0,7% t/t registrato nel trimestre finale del 2020. Tra le principali economie il calo più ampio è stato registrato in Germania (-1,7%); Italia (-0,4%) e Spagna (-0,5%) hanno registrato flessioni circa in linea con la media Eurozona, mentre in Francia la variazione è stata positiva (+0,4%). In termini

tendenziali la flessione è di -1,8% da -4,9% precedente. Con il secondo trimestre consecutivo di contrazione del PIL l'economia dell'area euro ritorna in recessione tecnica per la seconda volta in poco meno di un anno, ma le prospettive per i trimestri successivi sono in miglioramento. Ad aprile, complice una situazione sanitaria ancora irrisolta, è possibile che l'attività economica sia rimasta complessivamente debole ma nei mesi successivi il graduale allentamento delle misure restrittive dovrebbe permettere un ritorno alla crescita già dal 2° trimestre.

**Area euro.** La **stima flash dell'inflazione** nel mese di aprile mostra una crescita da 1,3% a **1,6% a/a**, circa in linea con la nostra stima. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è sceso a +0,8% a/a da +1,0% a/a precedente. La variazione mensile è stata di **0,6% m/m**; sempre sul mese si registra un moderato aumento degli alimentari freschi (+1,3% m/m). Sulla variazione tendenziale, **l'aumento della componente energetica (a +10,3% a/a da +4,3% a/a precedente) spiega gran parte dell'inflazione osservata**. La forte crescita dell'energia è legata anche ad effetti base favorevoli. I dati per i beni industriali al netto dell'energia registrano un incremento tendenziale di 0,5% a/a, contro l'1,5% di gennaio e lo 0,3% di un anno fa. In prospettiva, l'inflazione core dovrebbe accelerare a partire da agosto, per poi raggiungere un massimo nel quarto trimestre. L'indice generale seguirà la stessa dinamica ma con picchi più elevati per via del contributo positivo dell'energia. Ci aspettiamo poi una nuova discesa, all'inizio del 2022, legata alle distorsioni osservate nei mesi scorsi, e quindi una nuova salita in scia alla ripresa economica. Qualche sorpresa al rialzo sui beni manufatti non è da escludere: l'indagine della Commissione Europea ha rilevato una maggiore propensione all'aumento dei prezzi anche fra i produttori, e il rincaro dei trasporti potrebbe essere parzialmente traslato ai consumatori con la ripresa della domanda. Nel complesso, l'indagine di aprile evidenzia una pressione al rialzo generalizzata, che coinvolge anche il comparto dei servizi.

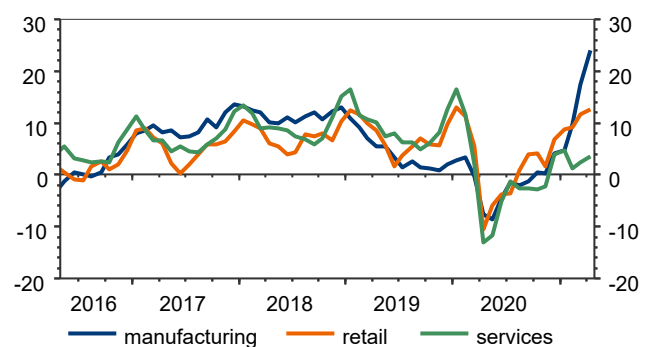
Lo **spaccato per Paese** mostra un'accelerazione dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area, particolarmente marcata in Spagna dove l'inflazione è passata dal -0,1% a/a di febbraio al +1,9% a/a di aprile. Secondo le nostre previsioni, **l'inflazione chiuderà il 2021 con una crescita di 1,8%**, dopo lo 0,3% dell'anno passato. Tuttavia, riteniamo che l'effetto sarà transitorio: l'inflazione è destinata a rallentare nel 2022 (1,3%).

#### Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi ed inflazione percepita nei passati 12 mesi vs indice core e headline



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

#### Aspettative dei prezzi fra le imprese

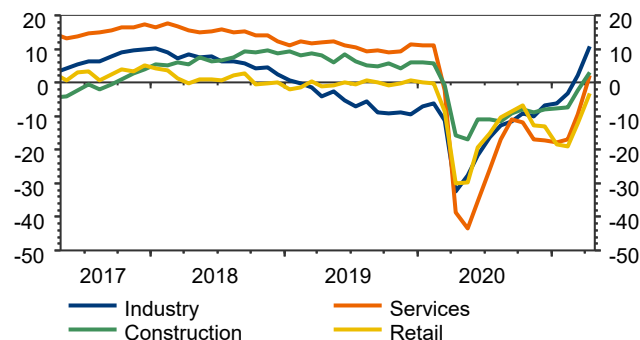


Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Area euro.** L'indice composito di **fiducia economica** della Commissione Europea (ESI) **di aprile** ha evidenziato un miglioramento decisamente superiore alle attese, balzando a 110,3 da 100,9 di marzo (rivisto da 101,0 precedente) contro previsioni di consenso per un più contenuto incremento a 102,2. In soli due mesi l'indice ESI ha guadagnato 16,9 punti collocandosi ai massimi dal 2018, ben al di sopra della media di lungo periodo e tornando per la prima volta sopra i livelli pre-COVID. Dallo spaccato delle componenti emerge come i progressi siano diffusi a tutti i settori

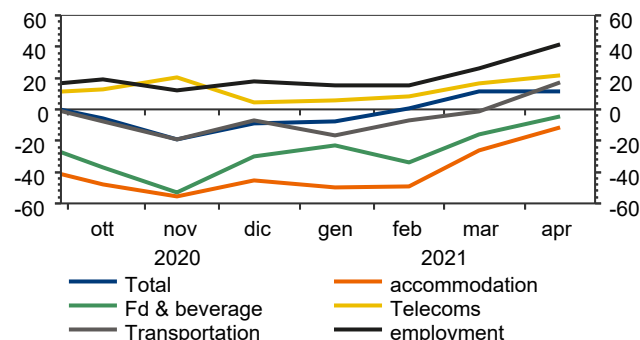
e alle principali economie. L'**industria** (10,7 da 2,1) si conferma come il comparto trainante per la ripresa con indicazioni di accelerazione dell'attività produttiva. Anche l'indice relativo alle **costruzioni** (2,9 da -2,3) registra un significativo miglioramento e resta al di sopra della media storica. I rialzi più marcati sono stati però registrati nei **servizi** (2,1 da -9,6) e nel **commercio al dettaglio** (-3,1 da -12,2) con entrambi gli indicatori che rimangono però al di sotto della media di lungo periodo ribadendo come l'attività continui a subire gli effetti delle restrizioni, soprattutto nei comparti più colpiti; qui, il progresso è dovuto soprattutto alle aspettative.

#### Area euro: netto e diffuso miglioramento del clima di fiducia...



Fonte: Commissione Europea

#### ... e nei servizi migliorano le attese sulla domanda



Nota: indice di domanda attesa nei prossimi mesi per il totale dei servizi e per alcuni comparti selezionati. Fonte: Commissione Europea

Si registrano inoltre, per il secondo mese consecutivo, indicazioni di aumento delle **aspettative sui prezzi** diffuse a tutti i settori che, soprattutto nell'industria, potrebbero essere imputabili a interruzioni e ritardi nelle catene produttive. Infine, i risultati dell'indagine trimestrale evidenziano come nell'industria l'**utilizzo della capacità produttiva** sia tornato ai livelli pre-COVID; nei servizi resta invece elevato il grado di risorse inutilizzate ma il punto di minimo per l'attività sembrerebbe essere ormai alle spalle. Nel complesso le indagini della Commissione Europea si uniscono ai PMI della scorsa settimana nell'offrire indicazioni incoraggianti per la ripresa economica nell'area euro a partire dal 2° trimestre, in uno scenario di ulteriori progressi sul fronte vaccinale e di allentamento dei confinamenti.

**Area euro.** In marzo, la crescita di **M3** è rallentata, circa in linea con le attese a 10,1% a/a, frenata da un confronto statistico sfavorevole rispetto a un anno fa. Le contropartite mostrano un minor contributo delle attività sul settore privato, ma anche del credito al settore pubblico (7,9% contro 8,6% in febbraio). Quest'ultimo riflette principalmente l'accumulo di titoli di stato derivante dai programmi di acquisto PEPP e PSPP. La crescita dei crediti alle imprese è rallentata dal 7,0% al 5,3% a/a, mentre il credito alle famiglie è accelerato dal 3,0% al 3,3%.

**Area euro. Il tasso di disoccupazione a marzo** è calato a 8,1% da 8,2% precedente (rivisto da 8,3%) con contenute flessioni registrate in Italia (10,1% da 10,2%), Francia (7,9% da 8,0%) e Spagna (15,3% da 15,5%), a fronte di una stabilità in Germania (4,5%). Nell'area euro le misure di sostegno varate dai Governi nazionali hanno contribuito a limitare l'impatto della crisi pandemica sul mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, dopo aver toccato un picco a 8,7% tra agosto e settembre dello scorso anno è tornato a calare e si attesta a 0,8pp al di sopra dei livelli pre-COVID. Il tasso di disoccupazione potrebbe salire intorno all'8,4% nel corso dell'estate, prima di tornare a scendere gradualmente nei trimestri successivi.

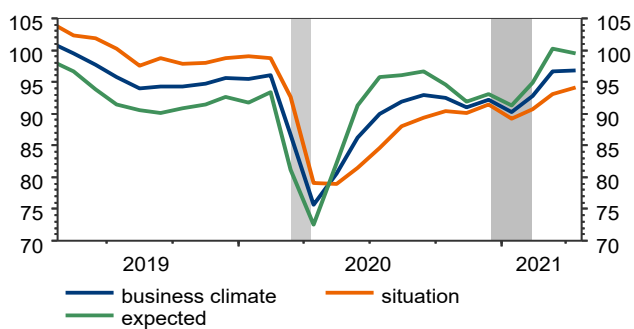
**Germania.** In base alla stima preliminare, **nel 1° trimestre 2021 il PIL** a prezzi costanti, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario, è calato di -1,7% t/t, dopo il +0,5% t/t precedente (rivisto al rialzo di due decimi). La variazione tendenziale è stimata in -3,0% a/a (dato corretto per gli effetti di calendario). Secondo le prime indicazioni sulle componenti della

domanda, le esportazioni nette hanno in parte attenuato il contributo negativo dovuto alla contrazione dei consumi interni. Destatis ha, inoltre, rivisto al rialzo di un decimo la variazione media annua del PIL nel 2020, a -4,8%.

**Germania.** La **stima preliminare** mostra una nuova accelerazione dell'**inflazione** ad aprile, da 1,7% a 2% a/a sull'indice nazionale e da 2% a 2,1% a/a su quello armonizzato. Il rialzo è guidato essenzialmente dall'aumento dei prezzi dei beni, passati a 2,6% a/a da 1,9% precedente; i servizi, invece, rimangono stabili all'1,6% a/a. Tra i beni si registra un forte aumento dei prezzi dell'energia, passati a 7,9% a/a da 4,8% precedente, mentre l'accelerazione dei listini alimentari è meno marcata (1,9% da 1,6% a/a). I dati flash dai Länder indicano che, sul mese, i **prezzi al consumo** sono saliti di sette decimi sull'indice domestico e cinque sull'armonizzato. Il valore di aprile risulta ancora influenzato da problemi nella raccolta dei dati, causati dall'emergenza COVID-19. I prezzi risaliranno nei prossimi mesi, mentre il picco è atteso nel trimestre autunnale; il 2021 potrebbe chiudersi con un'inflazione media annua di 3% sull'armonizzato.

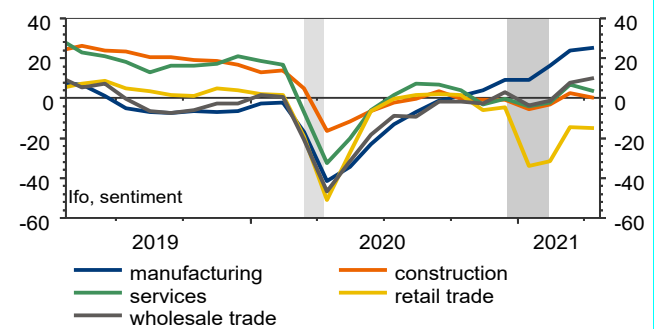
**Germania.** L'**indice Ifo** è salito da 96,6 a **96,8**, il livello più elevato dal giugno 2019. Il modesto incremento, inferiore alle previsioni di consenso, riflette andamenti opposti di aspettative (in calo a 99,5) e situazione corrente (in rialzo a 94,1). **L'andamento settoriale è contrastante:** il clima di fiducia migliora ulteriormente nel manifatturiero (25,3) e nel commercio all'ingrosso (10), mentre peggiora nel commercio al dettaglio (-14,8), nelle costruzioni (0,4) e nei servizi (3,5). Il peggioramento delle aspettative è particolarmente marcato nel commercio al dettaglio e nei servizi, ove pesa il rischio di irrigidimento delle restrizioni per il controllo della pandemia. La riduzione del divario fra aspettative e situazione corrente è comunque coerente con uno scenario di ripresa. L'indice è atteso risalire nei prossimi mesi, sulla scia del graduale recupero del giudizio sulla situazione corrente.

#### Germania: sale ancora l'indice Ifo, ma meno delle attese...



Fonte: Ifo, Refinitiv

#### ...frenato da andamenti settoriali contrastanti



Fonte: Ifo, Refinitiv

**Germania.** Il **tasso di disoccupazione** a marzo è rimasto invariato rispetto al mese precedente, al 4,6%. Secondo Destatis, il numero dei senza-lavoro è stato di circa 2,04 milioni, con un aumento rispetto a febbraio di 5 mila unità. Rispetto a un anno fa il numero dei senza-lavoro è cresciuto di 374 mila unità (+22,4%). La disoccupazione dovrebbe mantenersi circa stabile nella prima metà dell'anno, mentre il picco per il 2021 potrebbe manifestarsi solamente a partire dal trimestre estivo.

**Germania.** Il **WAI** della Bundesbank è salito ulteriormente a 0,1, livello coerente con una modesta crescita del PIL (0,4% t/t).

**Francia.** La prima stima del **PIL** nel **1° trimestre** ha fatto registrare un progresso di +0,4% t/t (consenso: +0,1%), dopo il calo di -1,4% registrato a fine 2020. L'economia resta ancora al di sotto dei livelli pre-crisi (-4,4% rispetto al 4° trimestre 2019). Un contributo positivo è giunto dalla



domanda interna, risultata in crescita di +0,9%, contro una variazione di -3% a fine 2020. I consumi sono risultati poco variati dopo l'ampio calo di tre mesi prima (+0,3% da -5,7% t/t precedente), e gli investimenti sono cresciuti per il terzo trimestre consecutivo, in accelerazione a 2,2% da 1,3% t/t di fine 2020. Infine, gli scambi con l'estero hanno contribuito negativamente per quattro decimi, per via di un calo delle esportazioni (-1,5% t/t) a fronte di importazioni poco variate (-0,1%). In sintesi, l'economia transalpina ha tenuto meglio del previsto nei primi tre mesi dell'anno, grazie a un grado di restrizione su mobilità e attività economiche relativamente blando. Tuttavia, il rischio è quello di una nuova contrazione nel trimestre in corso, per via del giro di vite sulle misure anti-COVID (è previsto un allentamento solo a partire dal 19 maggio).

**Francia.** La **spesa per consumi** nel mese di marzo è risultata in contrazione di -1,1% m/m (dopo il +0,3% di febbraio); il dato è stato peggiore delle attese. Il calo è da ricondurre alla recrudescenza delle misure restrittive, progressivamente applicate in più regioni del Paese (in 19 aree è stata imposta la chiusura delle attività "non essenziali"). La contrazione ha riguardato in particolare l'abbigliamento (-11,5% m/m da +17% precedente); si sono salvati dal calo solo gli alimentari e l'energia (+0,8% e +1,3% m/m rispettivamente, in entrambi i casi si tratta comunque di un rimbalzo parziale dopo la flessione del mese precedente). Su base tendenziale, per via del confronto con il primo mese di lockdown stretto a marzo 2020, le vendite sono balzate di +18,7% a/a. Una nuova e più accentuata contrazione dei consumi è attesa ad aprile, prima di un rimbalzo solo parziale a maggio e più diffuso da giugno.

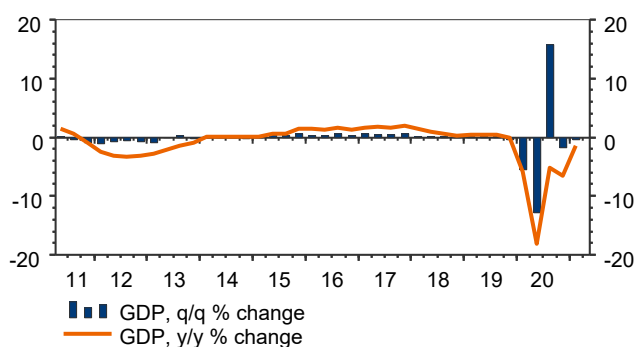
**Francia.** L'indice **INSEE di fiducia delle famiglie** è risultato stabile a 94 punti in aprile. L'indicazione circa le condizioni generali dell'economia, per i precedenti ed i successivi 12 mesi, è risultata invariata, conseguenza del permanere di ampie misure restrittive, appena sotto quanto registrato ad aprile 2020. Le intenzioni relative a consumi e risparmi futuri sono risultate entrambe in crescita di 2 punti. L'indice sui timori occupazionali delle famiglie è calato di 1 punto, rimanendo su livelli storicamente molto elevati. In crescita infine, per il secondo mese consecutivo, le aspettative sull'inflazione. Per i prossimi mesi ci attendiamo un graduale recupero della fiducia sulla scia di un graduale allentamento delle misure di confinamento.

**Francia.** La stima flash indica che ad aprile l'**inflazione** ha visto un'accelerazione sia sull'indice nazionale, a +1,3% a/a da +1,1% a/a di marzo, sia sulla misura armonizzata, a +1,7% a/a da +1,4% a/a precedente. Il rialzo è spiegato dal rincaro dell'energia (a +8,8% a/a da +4,7% a/a di marzo) e dalla crescita dei prezzi dei servizi (a +1,3% a/a da 1,1% a/a precedente); l'inflazione dei beni manifatturieri rimane stabile a -0,2% a/a. Il calo dei listini alimentari (a -0,3% a/a da +0,9% a/a precedente), invece, è spiegato da effetti base sfavorevoli. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di due decimi sull'indice nazionale e di tre decimi su quello armonizzato. Nel 2021, l'indice nazionale è atteso crescere di +1,3% (+1,5% sull'armonizzato) in media annua.

**Italia.** Il **PIL ha subito una nuova contrazione nel 1° trimestre** (-0,4% t/t), **sia pure di intensità minore rispetto a quella registrata nel 4° trimestre 2020** (-1,8%, rivisto al rialzo di un decimo). **Il dato è stato marginalmente migliore delle aspettative di consenso** (-0,5% t/t) e lievemente più debole della nostra stima (-0,2%). L'Istat diffonderà il dettaglio sulle componenti dal lato della domanda e dell'offerta solo il prossimo 1° giugno. Tuttavia, quanto riportato nel comunicato stampa dall'agenzia di statistica è in linea con le nostre attese: **la contrazione di inizio 2021 è tutta dovuta ai servizi, frenati dalle restrizioni** ancora in vigore su alcuni comparti del settore, mentre si è avuta una crescita del valore aggiunto sia nel settore primario che nell'industria. Dal lato della domanda, Istat comunica che si è registrato un contributo positivo della componente nazionale (al lordo delle scorte), a fronte di un apporto negativo degli scambi con l'estero. **Pensiamo che la crescita della domanda interna sia dovuta principalmente agli investimenti** (trainati da costruzioni e macchinari) e ai magazzini, mentre stimiamo che i consumi abbiano continuato a contrarsi, appesantiti ancora una volta dai servizi (nonostante un possibile rimbalzo per i beni durevoli). La crescita acquisita per il 2021 (in caso di stagnazione dell'attività economica nel resto

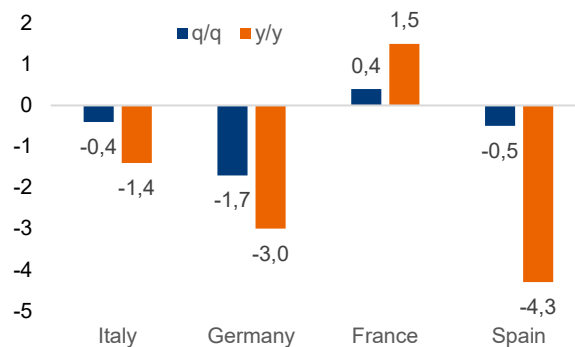
dell'anno, ipotesi a nostro avviso eccessivamente pessimistica) è pari all'1,9%, il che conferma come **il rimbalzo del PIL verificatosi nell'estate del 2020 lasci un'eredità statistica positiva per l'anno in corso**.

#### PIL ancora in contrazione a inizio 2021, ma l'intensità della caduta va riducendosi



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### La Francia manifesta la migliore tenuta tra i principali Paesi dell'Eurozona, mentre la performance peggiore è della Germania nel trimestre e della Spagna sull'anno



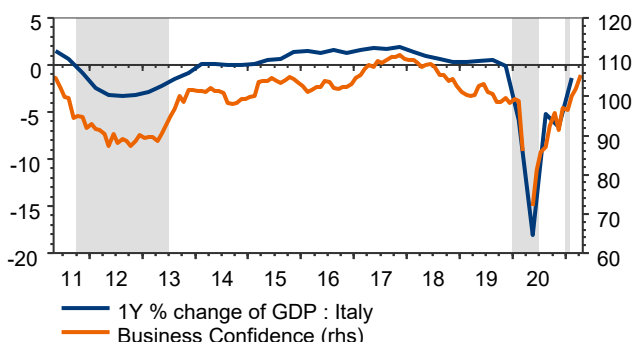
Fonte: Istat e uffici statistici nazionali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, il dato è risultato circa in linea con le attese e non aggiunge particolari novità allo scenario. Tuttavia, **nei giorni scorsi sono giunte informazioni che a nostro avviso migliorano le prospettive** per il ciclo:

- le **indagini di fiducia** ad aprile hanno tutte concordemente segnalato un miglioramento delle aspettative sull'economia da parte di famiglie e imprese (non solo nel settore manifatturiero);
- è ormai delineato, e potrebbe rafforzarsi nelle prossime settimane con l'allentamento del "coprifuoco", un percorso di **graduale riapertura** delle attività soggette a restrizioni;
- la **campagna vaccinale** sta guadagnando velocità: nella giornata di ieri, con un'accelerazione improvvisa e per certi versi inattesa, dovrebbe essere stato raggiunto e superato il target delle 500 mila somministrazioni giornaliere (anche se resta da verificare se tale ritmo potrà essere mantenuto nei prossimi giorni);
- infine, il "potenziamento" del **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, che, con l'aggiunta di risorse nazionali, è arrivato ad un importo di oltre 248 miliardi (laddove si includano i 191,5 mld del Dispositivo di Ripresa e Resilienza in senso stretto, gli oltre 30 miliardi del "Fondo complementare" nazionale e i circa 26 miliardi di opere da realizzare con orizzonte al 2032), specie se accompagnato da un'efficace implementazione delle riforme annunciate, suggerisce che il PIL possa crescere al di sopra del potenziale (attualmente stimato a poco più di mezzo punto percentuale) per diversi anni a venire (stimiamo almeno sino al 2025).

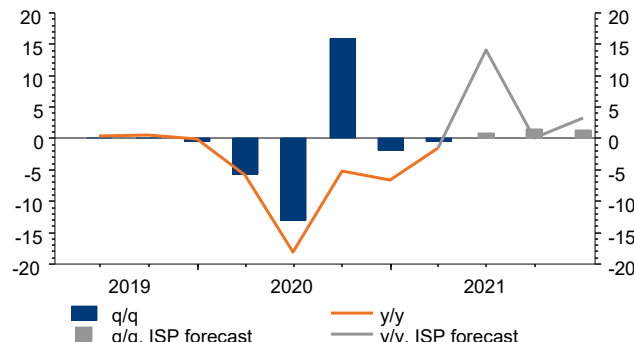
Pertanto, riteniamo che **si siano ridotti i rischi al ribasso sulla nostra previsione di un ritorno in positivo del PIL nel trimestre in corso**; anzi, si profilano rischi al rialzo sull'entità del recupero atteso nella seconda metà dell'anno.

**Le indagini di fiducia segnalano che è possibile un rimbalzo del PIL già nel trimestre in corso...**



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

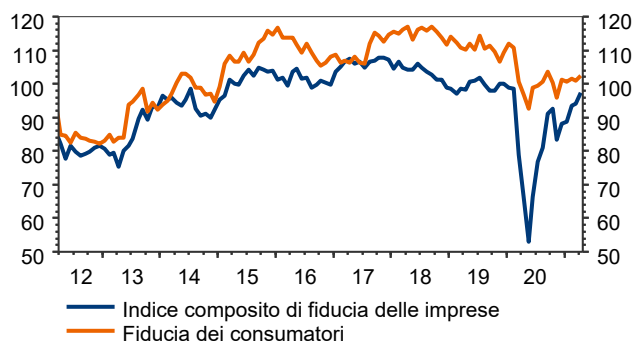
**...atteso rafforzarsi nella seconda metà dell'anno**



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

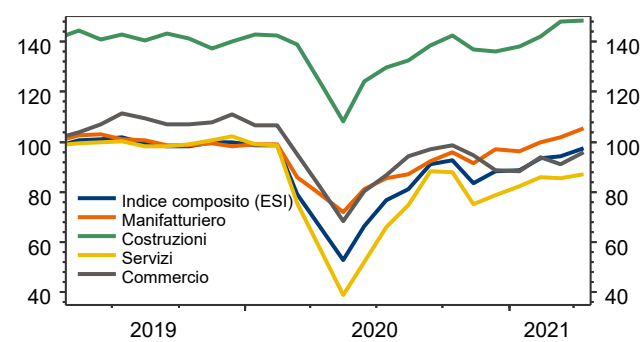
**Italia. I dati sulla fiducia di famiglie e imprese comunicati dall'Istat e relativi al mese di aprile sono stati migliori del previsto:** tutti i principali indicatori hanno mostrato un miglioramento rispetto al mese di marzo (particolarmente ampio per la fiducia delle aziende nel settore del commercio al dettaglio e nel manifatturiero). **La principale ragione è da ricercarsi in un primo allentamento del grado di restrizione** su mobilità e attività economiche, già sceso ai minimi da quando è stata introdotta la classificazione delle regioni per livelli di rischio (dallo scorso novembre), e atteso ridursi ulteriormente nelle prossime settimane. **Dopo il calo di marzo, la fiducia dei consumatori è tornata a salire ad aprile**, a 102,3 da 100,9 del mese precedente. Il dato è più forte delle attese e riporta l'indice ai massimi dallo scorso settembre. **Il miglioramento è trainato dalle aspettative: mentre i giudizi sulla situazione economica dell'Italia hanno toccato un nuovo minimo storico**, le attese sono salite ai massimi da giugno del 2018. Sono migliorate significativamente anche le aspettative sulla situazione economica delle famiglie, mentre le preoccupazioni sulla disoccupazione sono diminuite solo marginalmente. **L'indice composito Istat sulla fiducia delle imprese è aumentato per il quinto mese consecutivo**, a 97,3 da un precedente 94,2 (rivisto da 93,9 della prima stima), tornando a livelli mai visti dallo scoppio del COVID. Tutti i principali macrosettori hanno registrato un miglioramento, particolarmente forte per il commercio al dettaglio e per il settore manifatturiero. **Il livello del morale è massimo nell'edilizia (148,5, nuovo record da aprile del 2003)** e minimo nei servizi (87,1, comunque ai massimi dallo scorso ottobre). **Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è aumentata più del previsto** a 105,4 da 101,9 di marzo (rivisto da una stima preliminare a 101,2): si tratta di un nuovo record da settembre del 2018. Sono migliorate tutte le componenti principali dell'indagine, in particolare le aspettative su ordini, produzione, economia, occupazione e prezzi di vendita.

**In ripresa la fiducia sia dei consumatori che delle imprese**



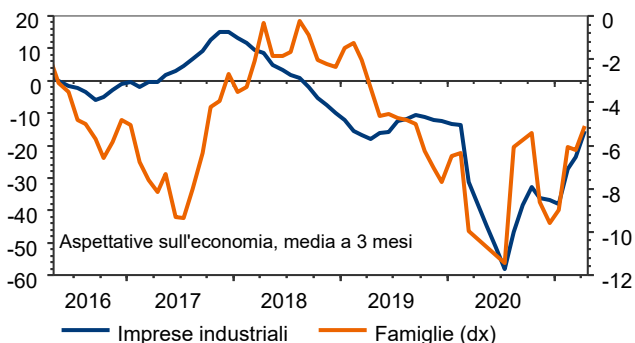
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**I servizi restano di gran lunga il settore più colpito, mentre le costruzioni manifestano la maggiore forza relativa**



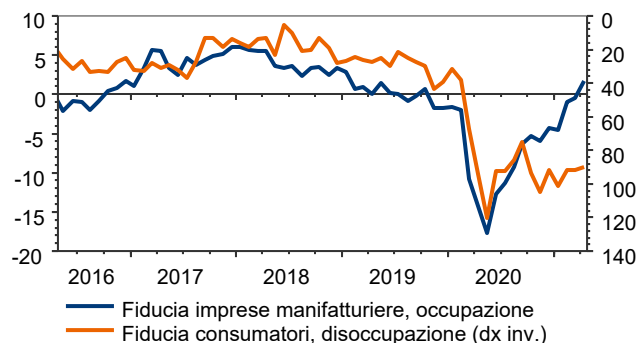
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il recupero della fiducia è trainato dalle aspettative sulla situazione economica dell'Italia



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

### Tuttavia le famiglie, a differenza delle imprese industriali, ancora non vedono un miglioramento della situazione occupazionale



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

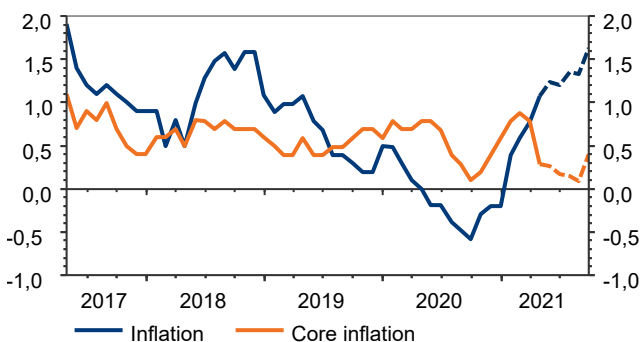
**Italia.** A marzo il **tasso di disoccupazione** è calato a 10,1% da 10,2% precedente. La contenuta flessione è spiegata da un aumento degli occupati (+34 mila unità) rispetto al mese precedente a fronte di una diminuzione degli inattivi (-40 mila unità). La crescita occupazionale nel mese è concentrata soprattutto tra i dipendenti a termine mentre tornano a crescere per la prima volta da agosto dello scorso anno anche i lavoratori indipendenti (che rimangono comunque la categoria più penalizzata dall'emergenza sanitaria, assieme a donne e giovani). Dall'inizio della pandemia sono stati perduti quasi 900 mila posti di lavoro, con un tasso di occupazione che a marzo si è attestato al 56,6%, in calo di 2 punti percentuali rispetto a febbraio 2020. Da allora, il calo degli occupati si è però tradotto prevalentemente in un aumento degli inattivi (in rialzo di oltre 650 mila unità) che ha contribuito, congiuntamente al blocco dei licenziamenti e all'ampio ricorso delle imprese alla CIG, a contenere la risalita del tasso dei senza-lavoro. Durante la pandemia il tasso di disoccupazione ha infatti evidenziato un incremento complessivamente contenuto (+0,4pp); riteniamo però che nei prossimi mesi, con il venir meno delle misure governative di protezione dell'occupazione e con il progressivo rientro degli inattivi nella forza lavoro, la disoccupazione possa tornare a salire (nel nostro scenario, il picco in media d'anno sarebbe registrato nel 2022, oltre l'11%).

**Italia.** A marzo i dati sul commercio estero extra-UE hanno evidenziato un rimbalzo delle esportazioni (+2,5% m/m da -0,6% m/m precedente) e un'accelerazione del ritmo di crescita delle importazioni (+6,8% m/m da +4,7% m/m). Anche al netto dell'energia, che ha trainato entrambi i flussi con incrementi congiunturali a doppia cifra, le variazioni rimangono positive (+1,1% m/m per l'export, +3,0% m/m per l'import). Nel 1° trimestre del 2021 si registra quindi una contrazione delle esportazioni extra-UE di -0,7% t/t, penalizzate soprattutto dal comparto dei beni strumentali, a fronte di una crescita delle importazioni di +5,6% t/t, trainate dagli acquisti di energia. In termini tendenziali, i balzi registrati nel mese in esame dalle esportazioni (a +23,1%, da -7,2%) e dalle importazioni (+35,0% da -3,1%) risentono invece anche di un effetto base particolarmente favorevole per il confronto con marzo 2020, quando gli scambi commerciali erano stati danneggiati dall'impatto delle misure di confinamento. Sull'anno si registrano incrementi delle vendite nei confronti di tutti i principali partner commerciali (in particolare Cina, Paesi ASEAN e MERCOSUR) e degli acquisti soprattutto da Cina, OPEC e MERCOSUR. L'unica eccezione è rappresentata dalle importazioni dagli Stati Uniti (in flessione comunque modesta). In termini assoluti i flussi commerciali si stanno comunque progressivamente riavvicinando ai livelli pre-COVID in un sentiero di recupero che dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi sull'onda della ripresa economica globale.

**Italia.** I dati flash mostrano un'accelerazione dell'inflazione in aprile. Sul NIC, l'inflazione annua è salita da 0,8% a 1,1% (massimo da due anni), con listini in aumento di 0,4% m/m. Le pressioni al rialzo sulla tendenza annua sono venute principalmente dalla crescita dei beni energetici (a 9,4%

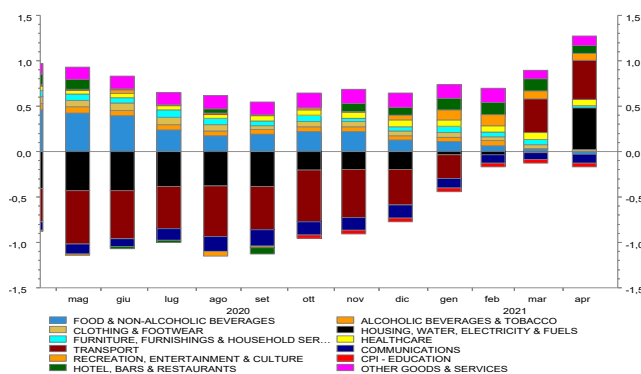
a/a da 0,4% a/a precedente), che ha spiazzato il calo degli alimentari freschi (-0,3% a/a da +1,0% a/a) e dei servizi relativi ai trasporti (da +2,2% a -0,7%). **L'inflazione di fondo è scesa a 0,3% da 0,8% precedente. Sulla misura armonizzata UE, l'inflazione è passata a 1,0% a/a da 0,6% a/a di marzo.** Sul mese l'IPCA è cresciuto di +0,9%, valore più alto della stagionalità di aprile: l'aumento congiunturale, più marcato rispetto al NIC, è spiegato dalla fine dei saldi stagionali.

#### L'inflazione headline salirà ulteriormente nei prossimi mesi



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Ad aprile, le principali pressioni inflazionistiche vengono dai beni energetici



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In prospettiva, **l'inflazione resterà sopra l'1% per tutto il 2021**; il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto a settembre, attorno all'1,7%. Si stanno manifestando già da qualche mese **pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva nell'industria**, condizionata dai colli di bottiglia in alcuni mercati delle materie prime a livello globale. Tuttavia, la ripresa della domanda domestica, in particolare nel settore dei servizi, sarà a nostro avviso assai graduale, e non di entità tale da innescare significative pressioni al rialzo sulla dinamica sottostante. **Vediamo un'inflazione poco sopra l'1% in media d'anno nel 2021 e all'1% nel 2022.** L'inflazione italiana dovrebbe rimanere più contenuta rispetto alla media della zona euro.

**Italia.** A marzo i **prezzi alla produzione nell'industria** sono saliti di +0,9% m/m da +0,5% m/m precedente (quarto mese consecutivo di rincaro dei listini). La variazione annua è salita a 2,7% da 0,7% di febbraio. Sul mercato interno la crescita mensile è risultata pari all'1% mentre quella annua al 3%, entrambe trainate dai beni intermedi e dal comparto energetico, con quest'ultimo che beneficia della risalita del prezzo del greggio e di un effetto base particolarmente favorevole. Al netto dell'energia le variazioni risultano quindi più contenute (+0,8% m/m, +1,9% a/a) ma comunque positive e in accelerazione rispetto al mese precedente, segnale dell'intensificarsi delle pressioni inflattive a monte della catena produttiva sull'onda della ripresa della domanda e del rincaro delle materie prime. Nella manifattura l'aumento tendenziale dei prezzi è diffuso a quasi tutti i principali settori di attività, con il rialzo più marcato che è stato registrato nella raffinazione (+17,1% a/a); unica eccezione la marginale flessione subita dal farmaceutico (-0,4%).

**Spagna.** Nel **primo trimestre 2021, il PIL** ha registrato una contrazione di -0,5% t/t, in linea con le attese, mentre su base tendenziale la variazione negativa è stata pari a -4,3%, da -8,9% il trimestre precedente. Il dato riflette una sostanziale invarianza delle misure restrittive in vigore nel Paese, nonostante il crescente numero di contagi registrati nel periodo di riferimento. Nel dettaglio, sia i consumi privati sia la domanda interna sono risultati in calo (rispettivamente -0,6% e -0,9%) dopo due trimestri consecutivi in recupero. La variazione più ampia, tuttavia, è stata quella relativa agli investimenti, in discesa del -2,2% (da +0,6% nel quarto trimestre 2020). Per il secondo trimestre ci attendiamo un recupero sulla scia di un probabile allentamento delle misure restrittive ancora in vigore (anche in conseguenza dell'accelerazione della campagna vaccinale: attualmente il 24% della popolazione ha ricevuto almeno una dose, rispetto all'11,8% dello scorso 1° aprile).

**Belgio.** La stima flash del **PIL per il 1° trimestre 2021** ha fatto registrare un progresso dello 0,6% t/t (consenso -0,1%), mentre su base tendenziale si è avuta una contrazione pari a -1%. In termini di valore aggiunto, il contributo maggiore è giunto dall'industria (+1,3%); i servizi hanno contribuito per due decimi e le costruzioni per un decimo. Secondo quanto indicato dal National Accounts Institute, la rilevazione ha risentito di un adattamento dovuto ad un gap informativo nel mese di marzo.

#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	apr	55.3		53.8
PMI manifatturiero - NBS	apr	51.9	51.7	51.1
PMI non manifatturiero - NBS	apr	56.3		54.9
PMI manifatturiero - Caixin	apr	50.6	50.8	51.9

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

#### Giappone

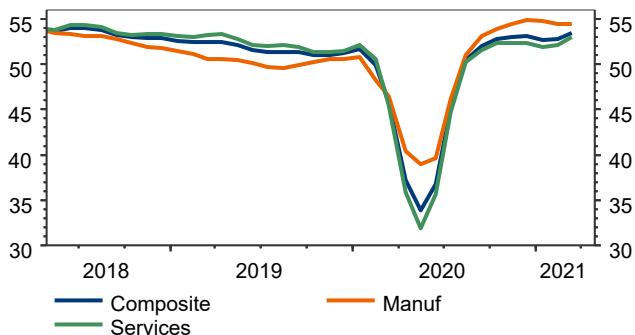
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	mar	-1.5	%	4.7
Job to applicant ratio	mar	1.09		1.10
Tasso di disoccupazione	mar	2.9	%	2.9
Produzione industriale m/m prelim	mar	-1.3	%	-2.0
PMI manifatturiero finale	apr	53.3		53.6
Fiducia delle famiglie	apr	36.1		34.7

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

Il **tasso di disoccupazione** a marzo cala a 2,6% da 2,9% di febbraio, toccando il minimo da aprile 2020. Nel mese si è registrata una riduzione degli occupati di -130 mila, a fronte di un calo più ampio della forza lavoro (-330 mila). La minor partecipazione è concentrata nelle coorti maschili di età centrale, e dovrebbe essere temporanea. Il jobs-to-applicant ratio aumenta a 1,10 da 1,09 di febbraio.

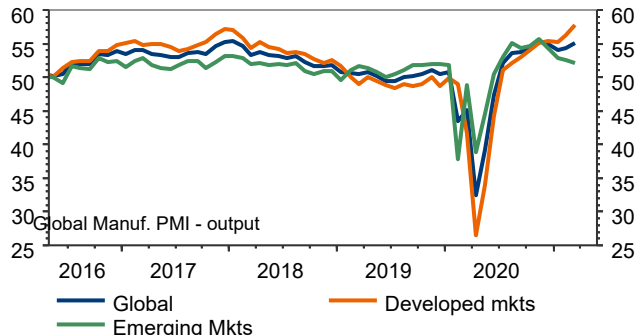
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



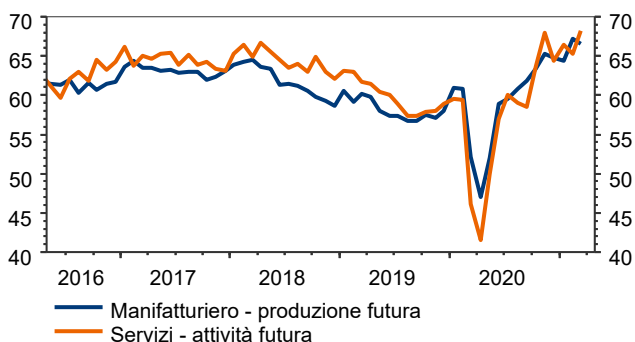
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



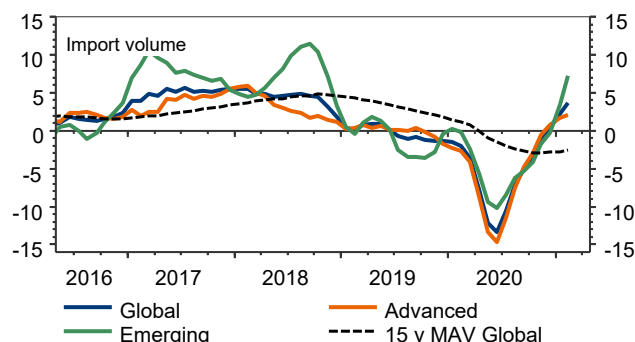
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



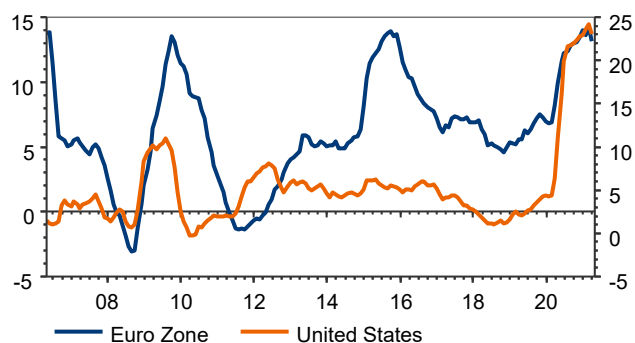
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



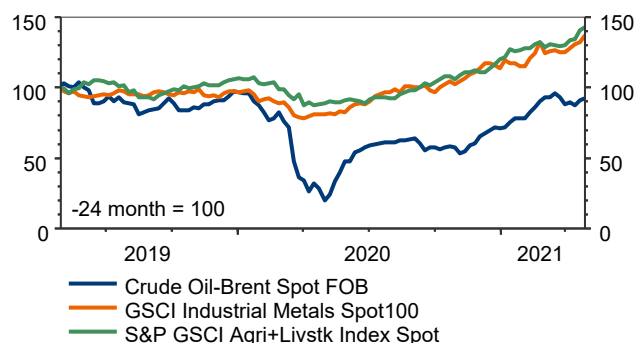
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

### Prezzi delle materie prime

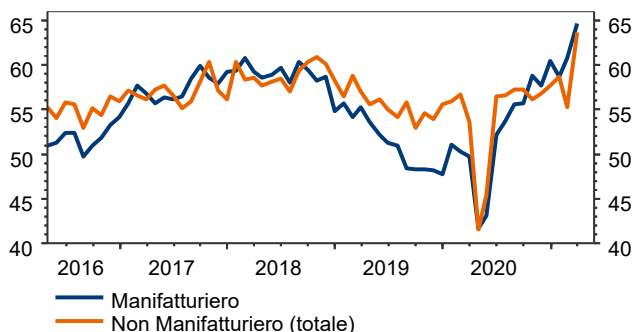


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



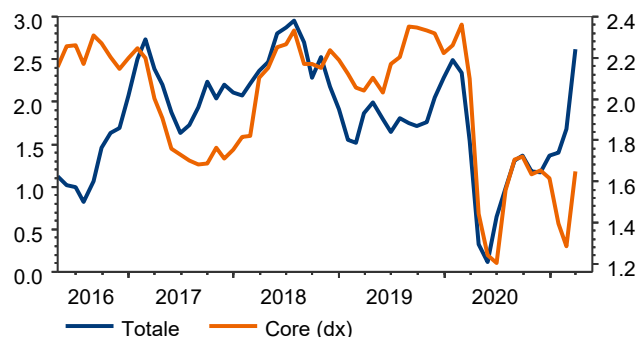
## Stati Uniti

## Indagini ISM



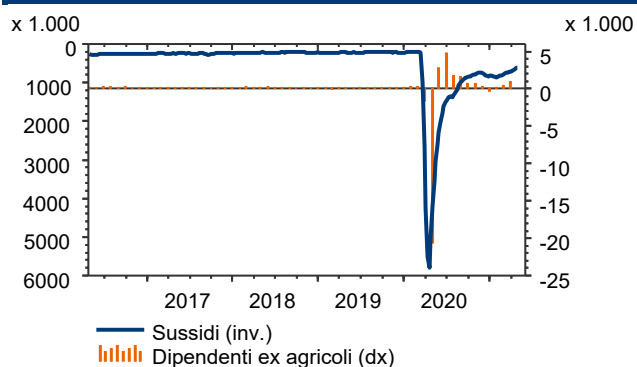
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



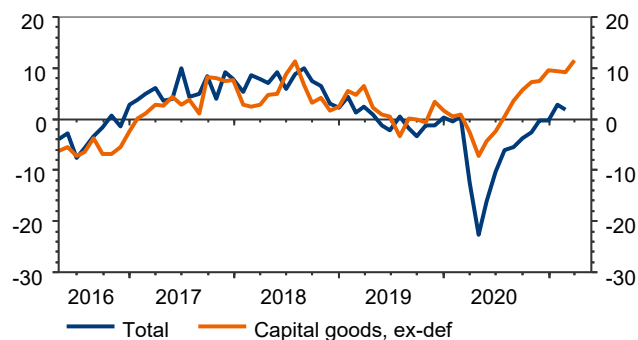
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

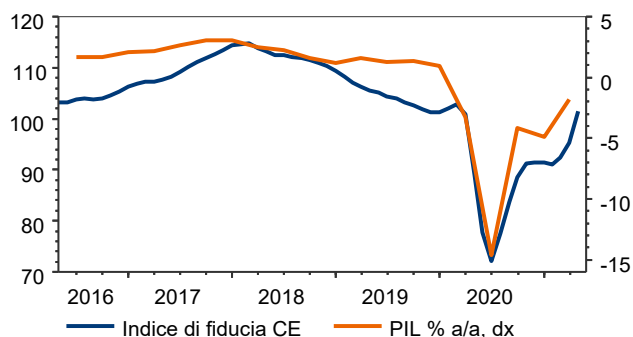
## Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021								
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.5	7.0	3.5	0.3	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	13.5	7.5	7.1		
- trim./trim. annualizzato				-5.0	-31.4	33.4	4.3	6.4	12.0	7.4	2.8		
Consumi privati	-3.9	9.1	4.9	-6.9	-33.2	41.0	2.3	10.7	14.1	11.2	3.7		
IFL - privati non residenziali	-4.0	7.6	2.5	-6.7	-27.2	22.9	13.1	9.9	8.2	4.0	2.2		
IFL - privati residenziali	6.1	12.9	0.9	19.0	-35.6	63.0	36.6	10.8	2.1	1.3	0.8		
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.3	-1.6	1.3	2.5	-4.8	-0.8	6.3	6.2	-5.0	-2.1		
Esportazioni	-12.9	5.4	6.4	-9.5	-64.4	59.6	22.3	-1.1	7.5	8.2	6.5		
Importazioni	-9.3	12.6	4.1	-15.0	-54.1	93.1	29.8	5.7	7.2	8.6	3.7		
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.2	0.0	-1.7	-4.3	6.5	1.4	-3.1	0.8	0.8	0.2		
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.4	-3.0										
Deficit Pubblico (% PIL)	-16.0	-11.7	-5.9										
Debito pubblico (% PIL)	160.7	157.6	155.0										
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.

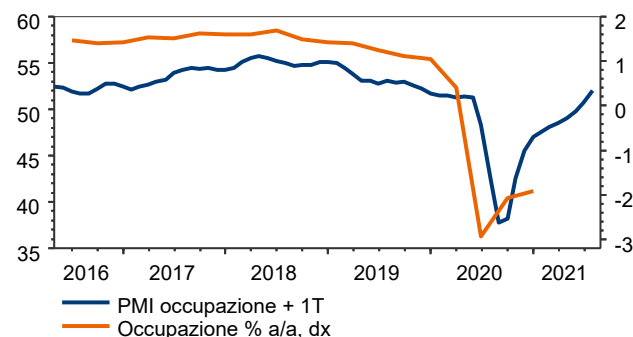
## Area euro

## PIL



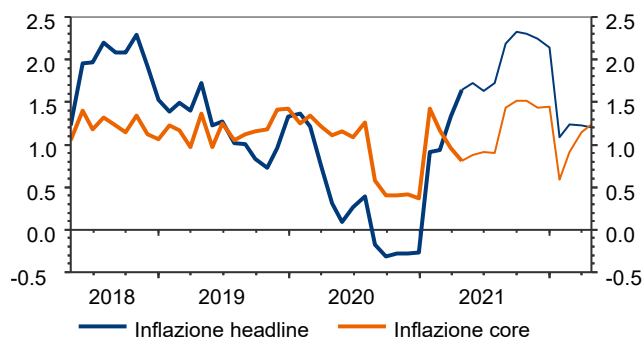
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	1.2
marzo	0.7	1.3	1.2
aprile	0.3	1.6	1.2
maggio	0.1	1.7	1.3
giugno	0.3	1.6	1.4
luglio	0.4	1.7	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	2.2	1.5
dicembre	-0.3	2.1	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2020p	2021p	2022p	2020	2021				2022		
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.7	3.9	4.3	-3.3	-14.6	-4.2	-4.9	-1.8	12.4	1.9	4.0
- t/t				-3.8	-11.6	12.5	-0.7	-0.6	1.3	2.0	1.3
Consumi privati	-8.0	1.9	4.5	-4.4	-12.6	14.2	-3.3	-1.1	1.5	1.7	1.4
Investimenti fissi	-8.4	6.1	4.6	-5.9	-16.1	13.8	1.9	0.2	1.2	2.3	1.7
Consumi pubblici	1.2	2.6	1.1	-0.2	-2.2	4.7	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4
Esportazioni	-9.6	9.9	5.3	-3.8	-18.7	16.7	4.0	0.9	2.5	2.3	1.7
Importazioni	-9.2	7.5	4.6	-2.9	-18.1	11.8	4.5	0.9	1.8	2.0	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.4	0.1	0.5	0.0	-1.5	0.7	-0.2	-0.3	0.3	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.6	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.2	-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	2.2
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

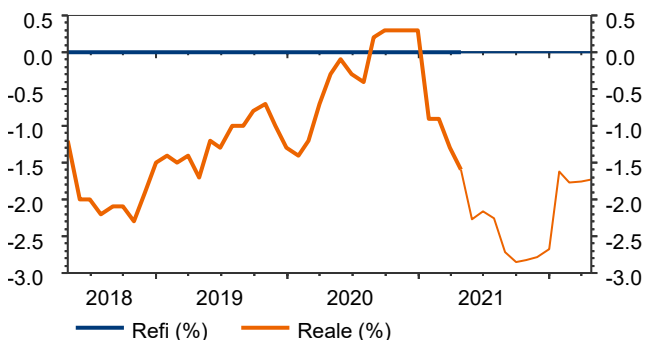
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	set	dic	mar	29/4	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.53	-0.55	-0.56	<b>-0.56</b>	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.50	-0.55	-0.54	<b>-0.54</b>	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

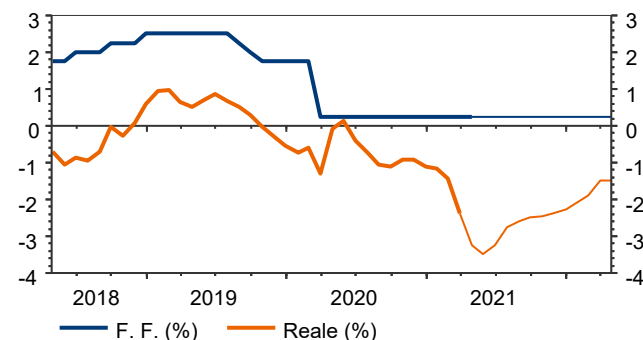


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	29/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.23	0.24	0.19	<b>0.19</b>	0.19	0.20	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

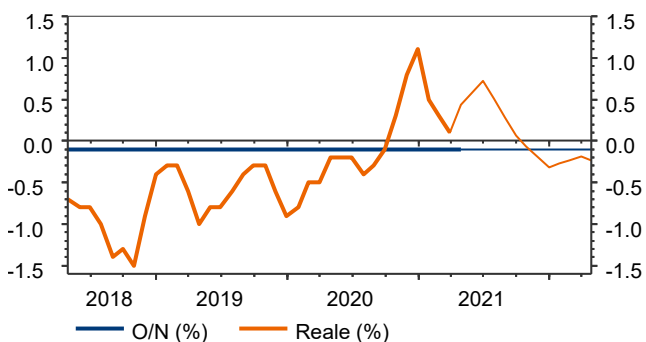


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	29/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.10	-0.08	-0.07	<b>-0.07</b>	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

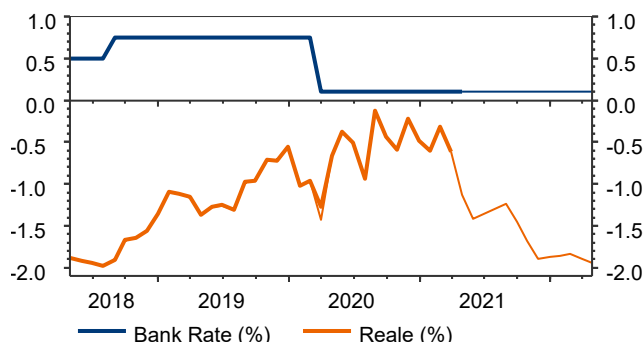


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	29/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.06	0.03	0.09	<b>0.09</b>	0.09	0.10	0.10	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	30/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.09	1.17	1.21	1.17	<b>1.2092</b>	1.17	1.16	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	111	107	105	105	110	<b>108.91</b>	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.30	1.26	1.29	1.37	1.37	<b>1.3904</b>	1.37	1.36	1.37	1.42	1.44
EUR/CHF	1.14	1.06	1.07	1.08	1.11	<b>1.0986</b>	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
EUR/JPY	125	116	122	127	129	<b>131.71</b>	127	128	130	133	138
EUR/GBP	0.86	0.87	0.90	0.88	0.85	<b>0.8694</b>	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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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

#### Macroeconomic Research

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