

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Italia:** il **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza** avrà effetti positivi sul PIL, in particolare nel biennio 2022-23 (nelle nostre simulazioni e con le informazioni attualmente disponibili, in linea con gli scenari più "prudenti" ipotizzati dal Governo). L'impatto sarà permanente e potenzialmente maggiore di quanto suggeriscano le nostre simulazioni se accompagnato da un'efficace e tempestiva implementazione delle riforme.

**Stati Uniti: chi ha paura dell'inflazione?** Il sorprendente balzo del **CPI** di aprile è spinto da **fattori temporanei**, ma aumenta i rischi di rialzo delle aspettative di inflazione e complica la comunicazione della Fed.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro** il dato più atteso sarà la stima flash degli indici PMI di maggio, che dovrebbe mostrare un miglioramento dell'attività economica guidato dai servizi. Ulteriori segnali positivi dovrebbero arrivare dall'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea, atteso in crescita sulla scia delle riaperture. Inoltre, la settimana vedrà la seconda stima del dato sul PIL Eurozona, che dovrebbe confermare la contrazione di -0,6% t/t a inizio 2021, e la prima lettura del PIL olandese, visto anch'esso in calo nello stesso trimestre (-0,9% t/t). Infine, la stima finale dell'inflazione di aprile in Italia e nell'intera Eurozona dovrebbe confermare l'accelerazione registrata dalla stima flash.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sui verbali della riunione del FOMC e sulle prime indagini di settore di maggio. I verbali dovrebbero mostrare un consenso diffuso, anche se non unanime, sulla necessità di attendere maggiori informazioni prima di iniziare a discutere di tapering. Le prime indagini di settore di maggio dovrebbero confermare il proseguimento dell'espansione, registrando però ancora strozzature all'offerta e pressioni verso l'alto sui prezzi. Fra i dati di aprile, i cantieri residenziali e le vendite di case esistenti dovrebbero dare segnali moderatamente positivi per l'edilizia residenziale, pur in presenza di scarsità di offerta e di prezzi in forte rialzo.

14 maggio 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

Tab. 1 - Le principali cifre del Piano di Ripresa e Resilienza italiano

	Miliardi	% PIL 2021
RRF	191.5	11.0
React EU	13.5	0.8
<b>RRF + React EU</b>	<b>205.0</b>	<b>11.8</b>
Fondo complementare	31.0	1.8
<b>RRF + React EU + Fondo complementare</b>	<b>236.0</b>	<b>13.5</b>
Fondo Sviluppo e Coesione	15.5	0.9
<b>RRF + React EU + Fondo complementare + Fondo Sviluppo e Coesione</b>	<b>251.5</b>	<b>14.4</b>
Opere specifiche (orizzonte: 2032)	26.0	1.5
<b>RRF + React EU + Fondo complementare + Fondo Sviluppo e Coesione + Opere specifiche</b>	<b>277.5</b>	<b>15.9</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

Tab. 2 - Le risorse aggiuntive rispetto ai tendenziali di finanza pubblica

Risorse aggiuntive per valutazione di impatto al 2026	Miliardi	In % PIL cumulato 2021-26
Sovvenzioni RRF	68.9	0.6
Prestiti aggiuntivi	53.5	0.5
React-EU	13.5	0.1
<b>Totale risorse aggiuntive UE</b>	<b>135.9</b>	<b>1.2</b>
Fondo complementare nazionale	31.0	0.3
Anticipo Fondo Sviluppo e Coesione nazionale	15.8	0.1
<b>Totale risorse aggiuntive nazionali</b>	<b>46.5</b>	<b>0.4</b>
<b>Totale risorse aggiuntive</b>	<b>182.7</b>	<b>1.7</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano

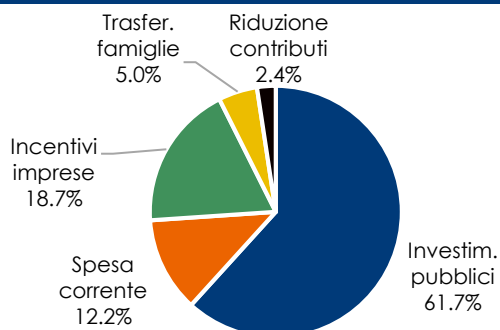
## Il punto

**Italia: il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza** avrà effetti positivi sul PIL, in particolare nel biennio 2022-23 (nelle nostre simulazioni e con le informazioni attualmente disponibili, in linea con gli scenari più "prudenti" ipotizzati dal Governo). L'impatto sarà permanente e potenzialmente maggiore di quanto suggeriscano le nostre simulazioni se accompagnato da un'efficace e tempestiva implementazione delle riforme.

Il Governo ha inviato lo scorso 30 aprile alla Commissione Europea il **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, ma ulteriori dettagli sono in corso di discussione in queste settimane prima che la Commissione esprima il suo parere al Consiglio europeo. L'ammontare del Piano è descritto in Tabella 1 e 2 in prima pagina. Nel seguito diamo conto di una nostra **simulazione**<sup>1</sup> volta a individuare un ordine di grandezza dell'impatto del PNRR sull'economia italiana, da ritenersi del tutto preliminare in quanto, come si è detto, basata su ipotesi preliminari e informazioni parziali.

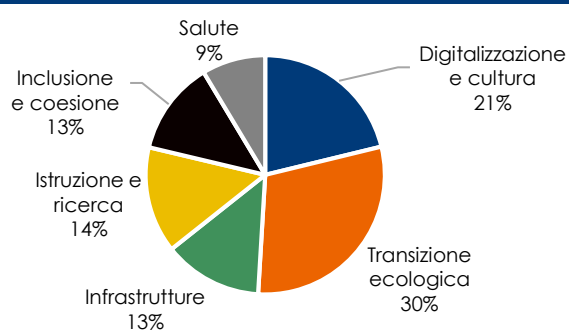
Nell'esercizio di simulazione, abbiamo considerato gli **effetti della spesa aggiuntiva che si realizzerà grazie sia ai fondi europei, che al finanziamento nazionale**. Tali risorse, in linea con quanto indicato dal Governo nel PNRR, valgono oltre 182 miliardi nel complesso dei sei anni 2021-26 (l'insieme delle sovvenzioni UE, sommate alla quota "aggiuntiva" di prestiti del Dispositivo di Ripresa e Resilienza, vale quasi 136 miliardi, cui si devono aggiungere gli oltre 30 miliardi del Fondo complementare e i quasi 16 miliardi di anticipo della dotazione del Fondo Sviluppo e Coesione). Abbiamo imputato la spesa aggiuntiva utilizzando lo spaccato per tipologia di spese o entrate indicato dal Governo (quasi il 62% in maggiori investimenti pubblici e il resto ripartito tra incentivi fiscali soprattutto per le imprese e maggiore spesa corrente per le amministrazioni pubbliche). Abbiamo anche ipotizzato maggiori assunzioni nel settore pubblico per circa 500 mila unità da qui al 2026 (stima prudenziale rispetto a recenti dichiarazioni di membri del Governo).

**Fig. 1 – Classificazione del PNRR in base alla tipologia di aumenti di spesa o riduzioni di entrate (risorse aggiuntive)**



Fonte: PNRR

**Fig. 2 – Classificazione del PNRR in base alle "missioni" di allocazione delle risorse totali**



Fonte: PNRR e elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nell'anno finale dell'orizzonte di previsione (2026), nella nostra simulazione (Figura 3) **il PIL risulta più alto del 2,2%** rispetto allo scenario di base (superiore all'1,8% indicato dal Governo nello scenario "basso" ma al di sotto del 2,7% dello scenario "medio" e al 3,6% di quello "alto"). **Il moltiplicatore cumulato delle misure<sup>2</sup> risulta nella nostra simulazione pari a poco più dello 0,8**, a fronte di un moltiplicatore indicato nel PNRR del Governo pari a 1,2 nello scenario "alto", 0,9 nello scenario "medio" e 0,7 nello scenario "basso". È importante sottolineare però che **i minori effetti sul PIL nella nostra simulazione rispetto agli scenari più ottimistici delineati dal Governo non sono dovuti a una minore intensità dell'impatto sulla domanda interna** (nella nostra simulazione, l'effetto sugli investimenti è pari a fine periodo al 14,3% contro il 10,4% indicato dal Governo nello

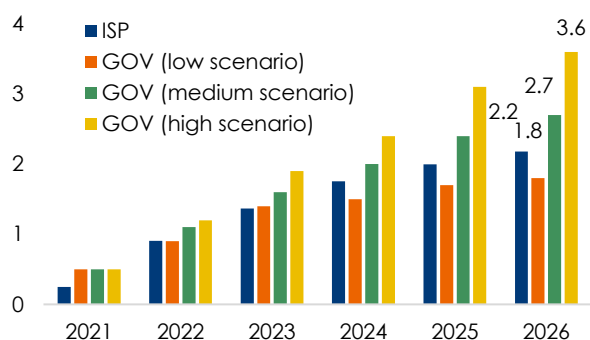
<sup>1</sup> Svolta sul modello a equazioni simultanee Oxford Economic Forecasting di Oxford Economics

<sup>2</sup> La maggiore crescita del PIL reale (in miliardi) cumulata nei sei anni del periodo, rispetto allo shock di politica fiscale inputato.

scenario "alto", sui consumi all'1,7% rispetto all'1,9% allo scenario "alto" del PNRR). In altri termini, **l'impatto, in particolare sugli investimenti, nella nostra simulazione è superiore a quello calcolato dal Governo nello scenario più ottimistico. I minori effetti sul PIL dipendono da una maggiore attivazione di importazioni** rispetto a quanto stimato dal Governo, nonché da una minore vivacità delle esportazioni (effetto sull'import: +5,6% nella nostra simulazione, +4% nello scenario "alto" del Governo; la simulazione non ha effetti sull'export nel nostro scenario, a fronte di un impatto di +2,7% nello scenario più ottimistico del PNRR): tale dinamica è a nostro avviso in linea con l'esperienza recente. Viceversa, con ogni probabilità il Governo, nello scenario "alto", ipotizza effetti sulla competitività che migliorino le ragioni di scambio (ipotesi da noi prudenzialmente non assunta).

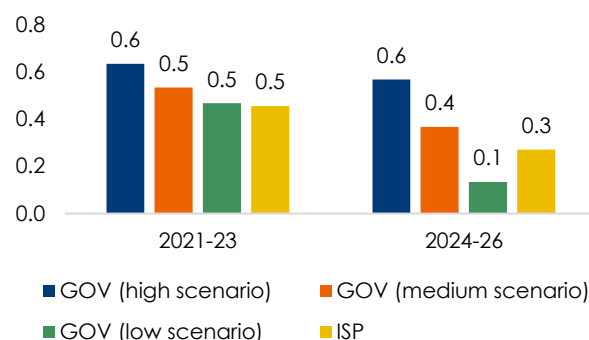
Quanto agli effetti sul tasso di crescita annuo del PIL (Figura 4), nella nostra simulazione (come negli scenari "basso" e "medio" del Governo) **l'impatto "aggiuntivo" è massimo nel primo triennio (2021<sup>3</sup>-23), particolarmente nel 2022-23, mentre è più modesto nei tre anni successivi.** Stimiamo un impatto medio sul tasso di crescita annuo del PIL di 0,5% nel periodo 2021-23 e di 0,3% nel 2024-26. L'impatto sul ritmo di espansione nel 2022 è pari, nelle nostre stime, a ben 0,7% (quello sul 2023 a 0,5%).

**Fig. 3 – Impatto sul PIL del PNRR (scostamenti percentuali del livello del PIL rispetto allo scenario base)**



Fonte: Governo e simulazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Impatto sul PIL del PNRR (scostamenti percentuali del tasso di crescita del PIL rispetto allo scenario base)**

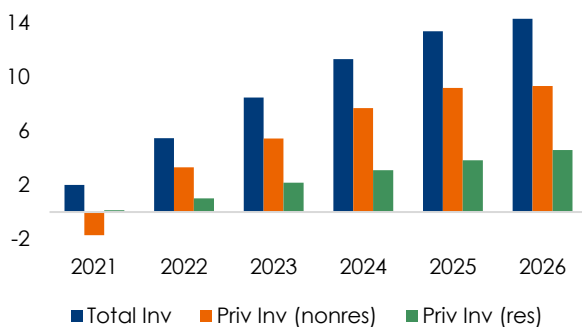


Fonte: Governo e simulazioni Intesa Sanpaolo

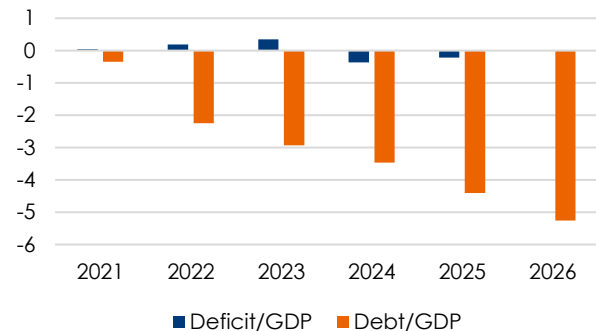
Tra le componenti di domanda (Figura 5), **l'impatto maggiore è non sorprendentemente sugli investimenti**, che fanno segnare un incremento cumulato a doppia cifra, nel periodo considerato, rispetto allo scenario di base senza gli interventi del Piano (+14,3%); l'effetto non è solo dovuto agli investimenti pubblici: vi è anche un **balzo superiore a quello del PIL per gli investimenti privati** (+9,3% cumulato sugli investimenti privati non residenziali, nonostante un effetto di "spiazzamento" nel primo anno dell'orizzonte).

Vi sono anche **effetti importanti sulla finanza pubblica, che migliorano il profilo di sostenibilità del debito** (Figura 6). Nei primi tre anni dell'orizzonte (2021-23), il Piano non comporta un impatto diretto sulla finanza pubblica, ma gli effetti positivi sul PIL determinano un moderato miglioramento del saldo di bilancio e una consistente riduzione del rapporto debito/PIL. Tale riduzione permane anche nel triennio successivo, quando il previsto ricorso a prestiti aggiuntivi determina un peggioramento del saldo (in pratica, a fine periodo il rapporto debito/PIL sarebbe più basso di oltre cinque punti percentuali e mezzo rispetto allo scenario di base).

<sup>3</sup> L'impatto sul 2021 deriva da una spesa attesa per l'anno in corso pari a quasi 14 miliardi di risorse europee (di cui 9,5 miliardi pre-finanziati in Legge di Bilancio).

**Fig. 5 – Impatto del PNRR su investimenti totali e investimenti privati (scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)**

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 6 – Impatto del PNRR su deficit/PIL e debito/PIL (scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)**

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

**La nostra simulazione rischia di sottostimare l'impatto positivo sul PIL** nel caso in cui l'efficacia degli investimenti pubblici finanziati dal PNRR si riveli più elevata di quella media storica. Inoltre, occorre ricordare che il PNRR italiano avrà luogo in concomitanza con analoghi programmi negli altri Stati membri dell'UE, e nella simulazione non si è tenuto conto delle ricadute positive di tali programmi sull'economia italiana. D'altronde, rispetto ai risultati della nostra simulazione, vi sono anche **rischi al ribasso**, legati alla capacità di effettivo impiego della totalità delle risorse UE potenzialmente disponibili: a titolo di esempio, si ricorda che nel caso del Multiannual Financial Framework 2014-20, il tasso di assorbimento dei fondi europei da parte dell'Italia si è fermato al 38%. Ora, se appare assai pessimistico ipotizzare un grado di utilizzo delle risorse NGEU in linea con il tasso di assorbimento dei fondi del MFF, tuttavia non sarebbe sorprendente se il tasso di assorbimento non fosse totale, con un impatto del Programma proporzionalmente inferiore rispetto a quello stimato ex ante.

In sintesi, il Piano avrà certamente un **impatto positivo sulla crescita, in particolare nella componente investimenti, che potrebbe, sia pur solo in parte, lasciare effetti non transitori**; il miglioramento del profilo di crescita avrà a sua volta un impatto positivo anche sulla sostenibilità del debito pubblico. Tra le maggiori criticità segnaliamo le seguenti:

- sussistono a nostro avviso dei rischi nell'implementazione (nonché nel monitoraggio e nella manutenzione) derivanti dal fatto che vi è un'ampia **"dispersione" in un numero ampio di interventi** (930 in tutto, il picco è nel 2023 con 179 interventi); tra i pochi grandi interventi, il Piano Transizione 4.0 (proroga con modifiche di Industria 4.0), che vale 18 miliardi, e gli incentivi Eco-bonus e Sisma-bonus (anch'essi valgono 18 miliardi); dei 162 investimenti, 107 sono sotto il miliardo di euro;
- gli aumenti di spese previsti dal PNRR dovrebbero avere carattere temporaneo, tuttavia, molti degli interventi comporteranno un **aumento delle spese correnti**, soprattutto per il personale, che potrebbe lasciare un'eredità persistente sui conti pubblici;
- occorrono interventi assai tempestivi sul fronte delle riforme "abilitanti": in particolare, non sarà possibile mobilitare un flusso tanto cospicuo di investimenti pubblici senza **interventi drastici e urgenti in materia di semplificazione per la concessione di permessi e autorizzazioni**, e sul codice degli appalti (come detto, il Governo ha promesso un intervento normativo in tal senso entro il 20 maggio);
- anche **sul tema delle riforme di contesto, mancano dettagli e la tempistica è incerta e non particolarmente ravvicinata** (la maggior parte delle riforme dovrebbe essere attuata con una legge delega e successivi interventi normativi da realizzare entro il 2022 o 2023);
- **si attendono, infine, maggiori dettagli sulla governance**, in assenza dei quali le ipotesi sulla efficacia nell'implementazione dei progetti previsti dal PNRR appaiono giocoforza arbitrarie (anche in questo caso, un decreto-legge dedicato è atteso entro fine maggio).

**Stati Uniti: chi ha paura dell'inflazione?** Il sorprendente balzo del **CPI** di aprile è spinto da **fattori temporanei**, ma aumenta i rischi di rialzo delle aspettative di inflazione e complica la comunicazione della Fed.

- **Il CPI di aprile ha fornito un'enorme sorpresa**, analoga come dimensione a quella dell'employment report, ma in direzione opposta. L'indice *headline* ha registrato una variazione di 0,8% m/m (4,2% a/a), spinto dal rialzo dell'indice *core* di 0,9% m/m (3% a/a), contro attese di consenso per 0,2% m/m e 0,3% m/m, rispettivamente. Energia e alimentari si sono parzialmente compensati, con un calo di -0,1% m/m e un rialzo di 0,4% m/m, rispettivamente, e un modesto effetto netto negativo. Il focus è quindi sull'inflazione sottostante, alimentata da forti aumenti sia per i beni sia per i servizi.
- I **beni core** registrano un rialzo record del 2% m/m (4,4% a/a), spinti principalmente da auto usate (+10% m/m), auto nuove (0,5% m/m), abbigliamento (0,3% m/m), beni sanitari (0,6% m/m). Le auto usate rappresentano, da sole, circa un terzo del rialzo dell'indice *core*. Per i **servizi ex-energia**, il rialzo di 0,5% m/m è trainato da abitazione (0,4% m/m) e trasporti (2,9% m/m). Per la voce "abitazione", gli affitti e gli affitti figurativi restano su un trend contenuto (0,2% m/m ciascuno) mentre i prezzi degli alloggi diversi dalla residenza (*lodging away from home*) balzano di 7,6% m/m, dopo 3,8% m/m di marzo, sulla scia di tariffe alberghiere in aumento di 8,8% m/m. Nel segmento trasporti, le tariffe aeree, le auto a noleggio e i servizi ricreativi fanno la parte del leone, con incrementi di 10,2% m/m, 16,2% m/m e 0,8% m/m, rispettivamente. Anche altre voci sono in rialzo sostenuto (assicurazione auto, trasporti pubblici), mentre in altri comparti non direttamente colpiti dalla pandemia si registra una relativa debolezza (servizi sanitari invariati, istruzione +0,1% m/m, servizi finanziari -0,2% m/m).
- Le informazioni dai prezzi di aprile, pur incorporando variazioni ampiamente al di sopra delle attese, possono (almeno per ora) essere interpretate in modo coerente con l'aspettativa di **rialzo transitorio dell'inflazione**. Infatti, il balzo nel comparto dei beni è chiaramente legato al problema degli intermedi di produzione e della flessione produttiva nel settore auto, che si traduce in aumenti di prezzo probabilmente temporanei (sull'arco di qualche trimestre). Per quanto riguarda i servizi, le voci con aumenti fuori dalla norma sono quelle collegate alla riapertura di attività rimaste congelate nell'ultimo anno (alberghi, auto a noleggio, ricreazione), i cui prezzi non riflettevano un effettivo equilibrio fra domanda e offerta e sono ora in fase di aggiustamento in termini di livello. Come mostra la tabella nella pagina seguente, nonostante il balzo del CPI *core*, **altre misure di inflazione sottostante sono più contenute** e danno un quadro meno preoccupante della dinamica dei prezzi. In conclusione, nonostante il forte aumento dell'inflazione *core* di aprile, riteniamo che la Fed possa mantenere l'attuale atteggiamento "paziente" riguardo ai tempi della svolta della politica monetaria.
- **La risposta dalla Fed ai dati non ha tardato ad arrivare, in linea con le attese**. Clarida (vice-presidente Fed), per esempio, pur riconoscendo di essere rimasto sorpreso dal balzo del CPI, ha detto di non aver modificato la sua opinione secondo cui il rialzo dell'inflazione in questa fase sarà transitorio. A suo avviso, gran parte della maggiore inflazione dovrebbe essere un aggiustamento del livello dei prezzi, per lo più temporaneo. Clarida ha sottolineato però che la Fed monitorerà "molto da vicino" le aspettative di inflazione a lungo termine. Se effettivamente l'eccesso di domanda sarà "eccessivo e persistente" e avrà effetti sulle aspettative di inflazione non coerenti con il mandato della Fed, la Banca centrale non esiterà ad agire con gli strumenti disponibili. Bullard (St Louis Fed) e Waller (Board) hanno fatto eco a Clarida, promettendo pazienza di fronte a rialzi dell'inflazione superiori alle attese, ma probabilmente temporanei.
- Il **test di transitorietà** del rialzo dell'inflazione sarà comunque difficile, e potrebbe durare diversi trimestri, viste le cause delle variazioni abnormi registrate negli ultimi due mesi e probabilmente tutt'altro che esaurite. Il problema per le previsioni di inflazione al di là del 2021, e per la determinazione della politica monetaria, è l'**ancoraggio delle aspettative**. Sono presenti due fattori di rischio che potranno prolungare e amplificare il rialzo dell'inflazione: 1) il nuovo *framework* della politica monetaria basato sull'inflazione media e sull'impegno a

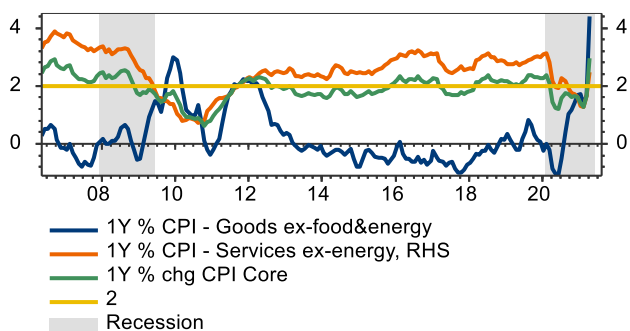
superare il 2% per un certo tempo, e 2) l'eccesso di domanda diffuso sia al settore dei beni sia a quello dei servizi. Se la ripresa dell'inflazione ben oltre il 2% durerà per diversi trimestri, le aspettative potrebbero aumentare stabilmente, generando **un possibile circuito di retroazione sul mercato del lavoro e trasferendosi sulla dinamica salariale**. L'Employment Cost Index ha recentemente imboccato un trend di rialzi più rapidi e i salari hanno segnato un'accelerazione sorprendente, soprattutto alla luce del livello ancora elevato dei disoccupati. D'altronde, le imprese citano la difficoltà a reperire manodopera come il loro principale problema. La combinazione di strozzature all'offerta e di possibili pressioni salariali aggiungono rischi allo scenario di inflazione USA. Riteniamo però che il sentiero della politica monetaria resti in fase attendista almeno fino a fine anno per il *tapering*. Sul fronte dei tassi, la previsione di svolta nella seconda metà del 2023 è soggetta al rischio di una possibile anticipazione alla prima metà dell'anno. **La Fed a nostro avviso però resterà paziente a oltranza nella sua comunicazione.**

Tab. 1 – Misure di inflazione sottostante

Measure of underlying inflation	12-month growth rate		Avg diff. Measure - Core PCE	Target based on 2% Core PCE	Stats for 1-mo growth rates (2009-2019)			
	Apr. '20	Apr. '21			2009-2019	Mean	Median	P25
Core CPI	1.4	<b>3.0</b>	0.2	2.2	1.9	2	1.3	2.4
FRB Cleveland Median CPI	2.7	<b>2.1</b>	0.5	2.5	2.2	2.3	1.9	2.6
FRB Cleveland 16% Trimmed-Mean CPI	2.2	<b>2.4</b>	0.2	2.2	1.9	1.9	1.5	2.4
Atlanta Fed Sticky CPI	2.3	<b>2.4</b>	0.5	2.5	2.1	2.1	1.6	2.6
Core PCE	0.9	<b>1.8</b>	0	2	1.6	1.5	1.1	2.1
Market-Based Core PCE	1.1	<b>1.8</b>	-0.2	1.8	1.4	1.4	0.8	1.9
FRB Dallas Trimmed-Mean PCE	1.9	<b>1.7</b>	0.1	2.1	1.7	1.8	1.4	2
FRB San Francisco Cyclical Core PCE Inflation	3	<b>2.5</b>	0.7	2.7	2.3	2.5	2	2.8
Cyclically Sensitive Inflation (Stock and Watson (2019))	2.1	<b>1.9</b>	-0.1	1.9	1.5	1.6	0.9	2

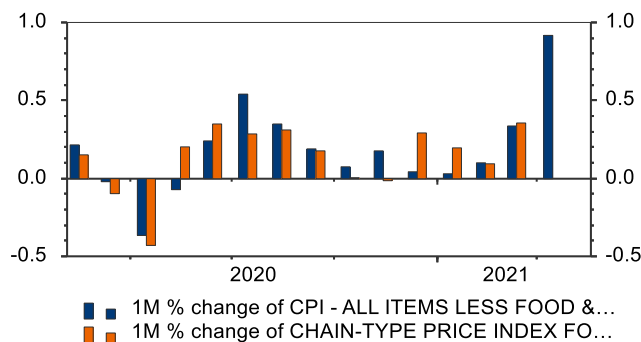
Nota: misure basate sul CPI aggiornate al 12 maggio 2021 con dati fino ad aprile 2021. Misure basate sul deflatore dei consumi (PCE) aggiornate al 30 aprile con dati fino a marzo 2021. Le statistiche (mediana, p25 e p75) della misura FRB San Francisco Cyclical Core PCE Inflation sono basate su tassi di crescita a 12 mesi. Fonte: Underlying Inflation Dashboard, Atlanta Fed. Le misure nella tabella provengono da: Bureau of Labor Statistics; Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve Banks of Atlanta, Cleveland, Dallas, e San Francisco; Stock and Watson (2019); calcoli dello staff dell'Atlanta Fed.

## CPI di aprile: un balzo inatteso...



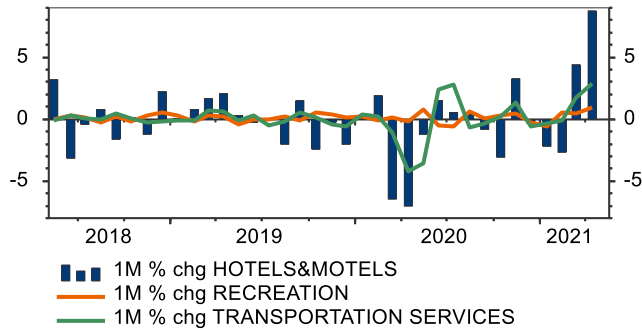
Fonte: Refinitiv Datastream

## ...causato dall'indice core



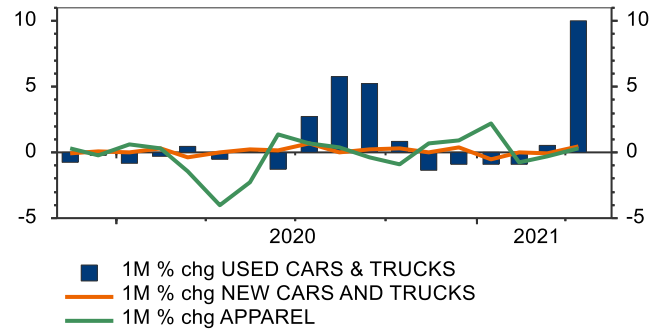
Fonte: Refinitiv Datastream

**Servizi ex-energia: i grandi rialzi di aprile sono nei comparti rimasti congelati nell'ultimo anno**



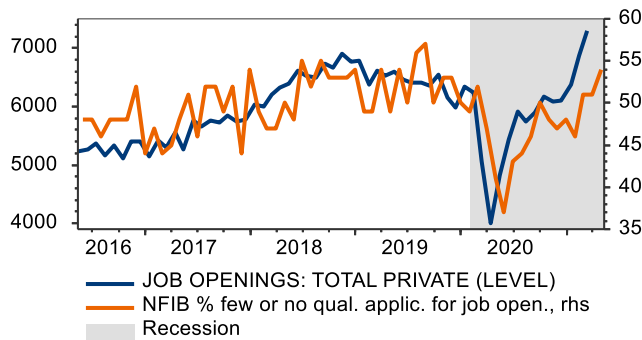
Fonte: Refinitiv Datastream

**Beni core: la spinta è concentrata sul segmento auto, flagellato dal blocco produttivo legato alla carenza di semiconduttori**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Boom di offerte di lavoro, mentre le imprese segnalano crescente difficoltà a reperire manodopera qualificata**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Aspettative di inflazione in rialzo (per ora) contenuto**

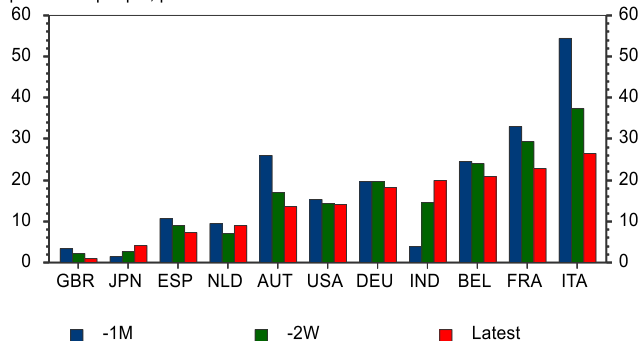


Fonte: Refinitiv Datastream

## Monitor dell'impatto COVID

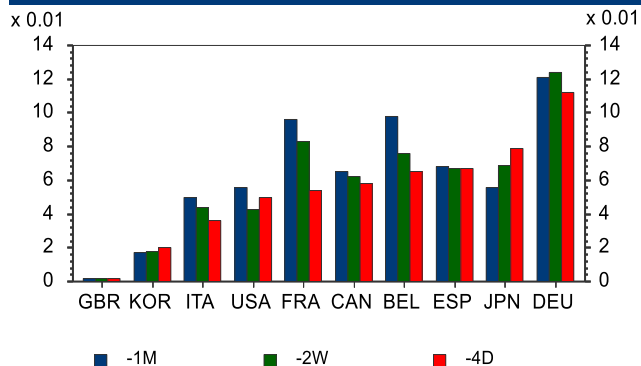
### Mortalità da COVID-19

per million people, per week



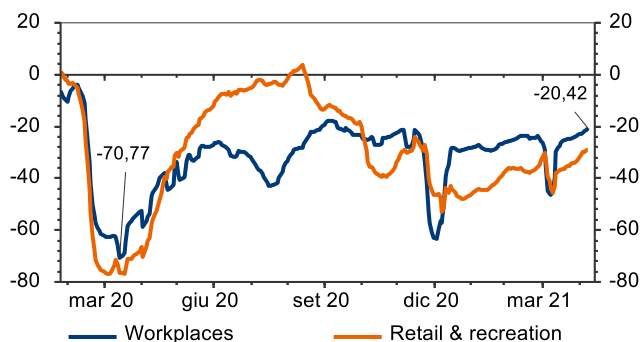
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



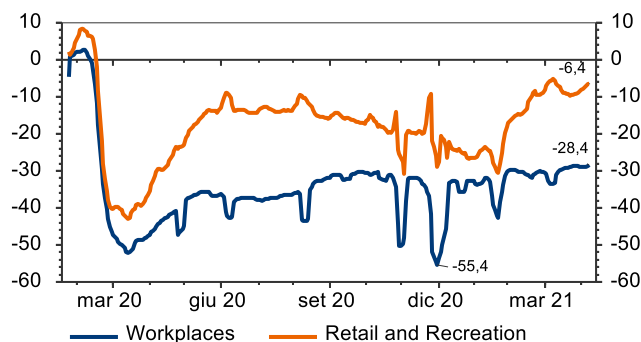
Fonte: OurWorldInData

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



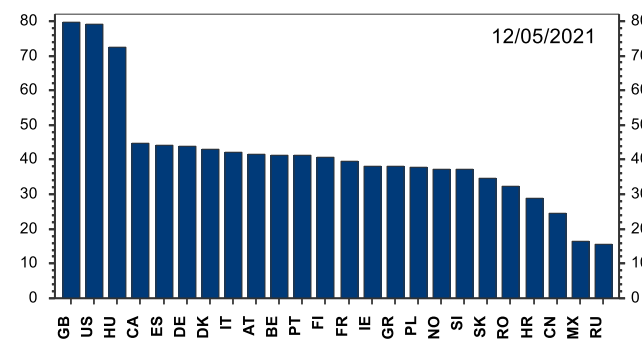
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



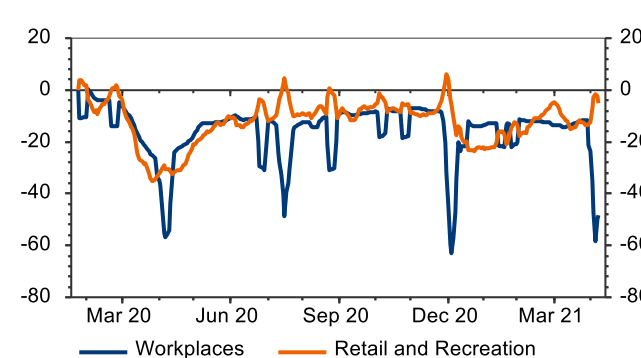
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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** il dato più atteso sarà la stima flash degli indici PMI di maggio, che dovrebbe mostrare un miglioramento dell'attività economica guidato dai servizi. Ulteriori segnali positivi dovrebbero arrivare dall'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea, atteso in crescita sulla scia delle riaperture. Inoltre, la settimana vedrà la seconda stima del dato sul PIL Eurozona, che dovrebbe confermare la contrazione di -0,6% t/t a inizio 2021, e la prima lettura del PIL olandese, visto anch'esso in calo nello stesso trimestre (-0,9% t/t). Infine, la stima finale dell'inflazione di aprile in Italia e nell'intera Eurozona dovrebbe confermare l'accelerazione registrata dalla stima flash.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sui verbali della riunione del FOMC e sulle prime indagini presso le imprese di maggio. I verbali dovrebbero mostrare un consenso diffuso, anche se non unanime, sulla necessità di attendere maggiori informazioni prima di iniziare a discutere di tapering. Le prime indagini di maggio dovrebbero confermare il proseguimento dell'espansione, registrando però ancora strozzature all'offerta e pressioni verso l'alto sui prezzi. Fra i dati di aprile, i cantieri residenziali e le vendite di case esistenti dovrebbero dare segnali moderatamente positivi per l'edilizia residenziale, pur in presenza di scarsità di offerta e di prezzi in forte rialzo.

### Lunedì 17 maggio

#### Area euro

■ **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di aprile dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in salita da 0,8% a 1,1% (massimo da due anni) sul NIC e da 0,6% a 1% sull'indice armonizzato UE. L'inflazione di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata in calo a 0,3% da 0,8% precedente. Sul mese i listini dovrebbero essere confermati in aumento di quattro decimi sull'indice domestico e nove sull'armonizzato (valore più alto della stagionalità di aprile). In prospettiva, il tasso di crescita dei prezzi resterà sopra l'1% anche nei prossimi mesi; la nostra previsione è per un'inflazione di 1,2% nel 2021.

#### Stati Uniti

■ L'indice **Empire** della NY Fed a maggio è previsto a 24 da 26,3 di aprile, prima correzione dopo tre rialzi consecutivi, su livelli coerenti con una crescita solida, in presenza di segnali di persistenti strozzature dal lato dell'offerta, evidenziate da tempi di consegna e ordini inevasi. Gli indici dei prezzi pagati e ricevuti potrebbero dare qualche indicazione di rallentamento del trend verso l'alto iniziato a metà 2020, senza però essere ancora in fase di stabilizzazione. L'attività nel settore manifatturiero dovrebbe continuare a espandersi, risentendo in misura decrescente dei vincoli produttivi legati a COVID grazie alla riduzione dei contagi e alla diffusione dei vaccini.

### Martedì 18 maggio

#### Area euro

■ **Paesi Bassi.** Nel 1° trimestre il **PIL** è visto in contrazione di -0,9% t/t da -0,1% t/t precedente, in seguito ad una flessione della domanda interna e in particolar modo dei consumi. La variazione tendenziale dovrebbe passare a -2,3% a/a da -3,0% a/a del trimestre autunnale. In media annua l'attività economica è attesa in crescita del 2,3% nel 2021; i rischi sulla previsione sono orientati al ribasso.

■ **Area euro.** La **seconda lettura del PIL nel 1° trimestre** dovrebbe confermare la contrazione di -0,6% t/t e di -1,8% a/a emersa con la stima preliminare. Le misure restrittive necessarie per contenere il contagio dovrebbero aver penalizzato i consumi privati a inizio anno ma grazie al progressivo allentamento delle restrizioni prevediamo un ritorno alla crescita nel trimestre in corso. Dopo la contrazione di -6,7% registrata nel 2020, l'attività economica dovrebbe rimbalzare in media annua del 3,9% nel 2021.

## Stati Uniti

- I nuovi **cantieri** ad aprile sono attesi in calo a 1,725 mln, da 1,739 mln di marzo. Il trend dei cantieri dovrebbe mantenersi verso l'alto, nonostante la stabilizzazione della fiducia dei costruttori di case, sulla scia della carenza di offerta, dell'aumento di affitti e prezzi e della correzione dei tassi sui mutui. Le licenze dovrebbero aumentare a 1,77 mln da 1,759 mln del mese precedente, quando avevano registrato un modesto calo, in contrasto con il balzo dei cantieri.

## Mercoledì 19 maggio

### Area euro

- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare la crescita dell'**inflazione** vista nella stima flash, a **1,6% a/a** da 1,3% precedente. L'indice core BCE, al netto di alimentari freschi ed energia, dovrebbe anch'esso confermare il dato della stima preliminare (a 0,8% a/a da 1% precedente). I prezzi dovrebbero essere confermati in aumento di sei decimi nel mese, spinti al rialzo principalmente dal rincaro dei listini energetici. L'inflazione dovrebbe accelerare a partire da agosto, per poi raggiungere il picco nel quarto trimestre: il 2021 dovrebbe chiudersi con una crescita dei prezzi dell'1,8%.

## Stati Uniti

- La Fed pubblica i **verbali della riunione del FOMC** di aprile. Il messaggio dovrebbe restare *dovish*, e confermare che il Comitato ritiene che ci voglia ancora tempo prima di cominciare a discutere di una svolta sugli acquisti. I verbali dovrebbero riportare un consenso diffuso su previsioni di crescita migliori delle attese, come indicato nel comunicato, notando però ancora la presenza di rischi verso il basso collegati alla pandemia. Si dovrebbe riportare una discussione sui rischi di inflazione, con una visione generale (anche se non unanime) secondo cui la Fed può essere paziente dato che il rialzo previsto per l'inflazione nel 2021 sarà probabilmente determinato da fattori transitori e da aggiustamenti del livello dei prezzi, e non da un nuovo trend più rapido. Il dibattito di aprile dovrebbe avere toccato anche i rischi di eccessi sui mercati finanziari potenzialmente causati dall'abbondante liquidità e dalla crescita abnorme del risparmio. Come appare dai discorsi, solo alcuni presidenti di Fed regionali sono preoccupati da potenziali rischi di instabilità finanziaria e in generale i verbali dovrebbero confermare, ancora una volta, che la Fed non intenderebbe reagire di fronte a possibili eccessi finanziari. I verbali non incorporano il dato deludente dei *nonfarm payroll* e la sorpresa del CPI di aprile, pertanto risulteranno parzialmente datati.

## Giovedì 20 maggio

### Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio dovrebbe correggere a 41 da 50,2 di aprile, massimo storico per la serie, che esiste dal 1968, restando comunque in territorio ampiamente espansivo. Anche l'indice a 6 mesi dovrebbe ritracciare dal livello di 66,6 toccato il mese scorso, ma continuare a puntare a un'accelerazione dell'attività sull'orizzonte più lungo di qualche trimestre. Consegne, occupati e ordini dovrebbero correggere dai livelli record ad aprile, ma mantenere indicazioni di crescita sia corrente sia attesa. Sarà importante vedere l'andamento degli indici di prezzo: i prezzi pagati avevano dato un primo segno di stabilizzazione ad aprile, su livelli molto elevati (a 69,1 da 72,6 di marzo), mentre quelli ricevuti avevano proseguito il rialzo (a 34,5 da 30,2). Gli indici a 6 mesi avevano indicato un rallentamento della dinamica degli aumenti sia per i prezzi degli input sia per quelli di vendita. Le indicazioni per il settore manifatturiero dovrebbero restare coerenti con espansione solida, limitata però da strozzature all'offerta.

**Venerdì 21 maggio****Area euro**

- **Area euro.** Le indagini **PMI di maggio** dovrebbero beneficiare dell'allentamento delle misure restrittive deciso dai governi nazionali. I dati ad alta frequenza segnalano un incremento della mobilità personale e le indagini nazionali disponibili (ZEW in Germania e la componente sulle aspettative della BdF in Francia) puntano verso un miglioramento dell'attività nel mese di maggio. L'indice relativo ai **servizi** dovrebbe infatti salire a 51,3 da 50,5 sostenuto dall'allentamento delle misure restrittive sulle attività del settore. Il PMI **manifatturiero** potrebbe invece correggere a 62,3 da 62,9 precedente continuando comunque a godere di una solida domanda, interna ed esterna all'area euro, a fronte di segnali di stress all'offerta lungo le filiere produttive. Da monitorare infatti con attenzione le componenti relative ai tempi di consegna e agli ordinativi inevasi. Il PMI **composito** dovrebbe quindi portarsi a 54,2 da 53,8 di aprile, su livelli coerenti con un'accelerazione della ripresa.
- **Area euro.** L'**indagine di fiducia dei consumatori** della Commissione Europea **di maggio** dovrebbe beneficiare dell'alleggerimento delle restrizioni in corso in gran parte dei Paesi membri. L'indice è quindi atteso in miglioramento a -7,5 da -8,1 di aprile, confermandosi al di sopra della media di lungo periodo (-10,6) ed in graduale riavvicinamento ai livelli pre-COVID.

**Stati Uniti**

- Il **PMI Markit manifatturiero flash** a maggio è previsto in modesta correzione a 60,2 da 60,5 di aprile, con indicazioni sempre solide per il settore, pur con indicazioni di freni dal lato dell'offerta segnalati da tempi di consegna elevati. L'indice preliminare dei **servizi** dovrebbe aumentare a 64,9 da 64,7, e confermare ritmi di crescita in aumento. Entrambe le indagini evidenzieranno ancora pressioni verso l'alto sui prezzi pagati e ricevuti.
- Le **vendite di case esistenti** ad aprile sono attese a 6,08 mln da 6,01 mln, con un parziale recupero dell'ampia correzione di marzo. I contratti di compravendita hanno segnato un modesto rialzo che segnala una probabile interruzione del trend in calo dei mesi recenti. Tuttavia, la scarsità di scorte, evidenziata da livelli di case in vendita su minimi storici, e i prezzi in aumento di 17,2% a/a, continueranno a limitare la dinamica delle vendite nei prossimi mesi.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (17-21 maggio) ... continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 17/5	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	apr	34.2	%	24.9	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	apr	25.6	%	19.0	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		apr	33.9	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		apr	24.5	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		apr	14.1	%	9.8	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	apr	prel 0.4	%		0.4
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 0.9	%		0.9
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		apr	prel 1.0	%		1.0
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		apr	prel 1.1	%		1.1
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mag	26.3		22.6	24.0
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mag	83		84	
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		mar	4.2	Mld \$			
Mar 18/5	01:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T1	11.7	%	-4.6	
	01:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T1	2.8	%	-1.2	
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mar	4.9	%	4.9	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		mar	4.5	%	4.6	
	09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T1	-0.1	%		-0.9
	09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T1	-3.0	%		-2.3
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mar	4.8	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		mar	0.6	Mld €		
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T1	prel -0.6	%	-0.6	-0.6
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T1	0.3	%		
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T1	prel -1.8	%	-1.8	-1.8
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	apr	1.739	Mln	1.720	1.725
	14:30	USA	Licenze edilizie		apr	1.759	Mln	1.773	1.770
Mer 19/5	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		mar	prel 2.2	%		
	08:00	GB	CPI m/m		apr	0.3	%		
	08:00	GB	CPI a/a	*	apr	0.7	%	1.4	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		apr	prel 0.8	%		0.8
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	apr	prel 1.6	%	1.6	1.6
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	apr	prel 0.6	%	0.6	0.6
Gio 20/5	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		mar	-8.5	%	6.4	
	01:50	GIA	Bilancia commerciale		apr	662.2	Mld ¥ JP	140.0	
	03:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mag	4.7	%		
	03:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mag	3.9	%		
	08:00	GER	PPI a/a		apr	3.7	%		
	08:00	GER	PPI m/m		apr	0.9	%		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	473	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.655	Mln		
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mag	50.2		40.0	41.0
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		apr	1.3	%	1.3	
Ven 21/5	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	apr	-0.2	%		
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	apr	-0.1	%	-0.2	
	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		mag	53.6			
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	apr	5.4	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		apr	7.2	%		
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	mag	50.3		53.0	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mag	58.9		58.0	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mag	49.9		51.9	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mag	66.2		66.0	
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mar	0.2	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mar	0.9	%		
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mag	50.5		52.0	51.3
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mag	62.9		62.4	62.3
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mag	53.8		54.8	54.2
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	mag	61.0			
10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	mag	58.9				

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Calendario dei dati macroeconomici (17-21 maggio)**

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven	21/5	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	mag	60.5	60.2
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		mag	63.5	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	mag	64.7	64.7	
	16:00	USA	Vendite di cose esistenti (mln ann.)		apr	6.01	Mln 6.06	6.08
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mag	-8.1	-6.5	-7.5

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 (17-22 maggio)**

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	17/5	16:05	USA	Discorso di Clarida (Fed)
		16:25	USA	Discorso di Clarida e Bostic (Fed)
Mar	18/5	10:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		17:05	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
Mer	19/5	16:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		17:35	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		17:50	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
			EUR	* La BCE pubblica la Financial Stability Review
		EUR	Discorso di Panetta e Rehn (BCE)	
Gio	20/5	11:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		13:50	EUR	* Discorso di Lagarde, Holzmann (BCE) e Georgieva (FMI)
Ven	21/5		EUR	* Riunione Eurogruppo
			UE	* Riunione informale dei ministri dell'economia e delle finanze
Sab	22/5		UE	* Riunione informale dei ministri dell'economia e delle finanze

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	apr	0.6	%	0.2	0.8
CPI a/a	apr	2.6	%	3.6	4.2
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	apr	1.6	%	2.3	3.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	apr	0.3	%	0.3	0.9
Richieste di sussidio	settim	507 (498)	x1000	490	473
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.700 (3.690)	Mln	3.655	3.655
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	apr	0.7	%	0.4	0.7
PPI m/m	apr	1.0	%	0.3	0.6
Prezzi all'import m/m	apr	1.2	%	0.6	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	apr	8.4	%	0.7	
Vendite al dettaglio m/m	apr	9.7 (9.8)	%	1.0	
Produzione industriale m/m	apr	1.4	%	1.0	
Impiego capacità produttiva	apr	74.4	%	75.0	
Scorte delle imprese m/m	mar	0.5	%	0.3	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mag	88.3		90.4	

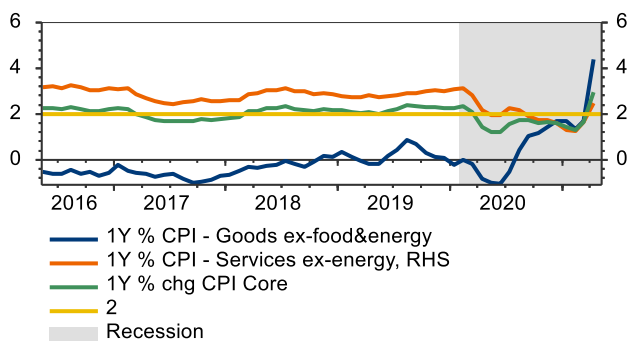
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **CPI** ad aprile aumenta molto più delle attese, con una variazione di 0,8% m/m (4,2% a/a) per l'indice **headline** e 0,9% m/m (3% a/a) per l'indice **core** (consenso: 0,2% m/m e 0,3% m/m, rispettivamente). Energia e alimentari si sono parzialmente compensati, con un calo di -0,1% m/m e un rialzo di 0,4% m/m, rispettivamente e un modesto effetto netto negativo. Il focus è sull'inflazione sottostante, spinta da forti aumenti sia per i beni sia per i servizi.

I **beni core** registrano un rialzo record di 2% m/m (4,4% a/a), spinti principalmente da auto usate (+10% m/m), auto nuove (0,5% m/m), abbigliamento (0,3% m/m) e beni sanitari (0,6% m/m). Le auto usate rappresentano, da sole, circa un terzo del rialzo dell'indice core.

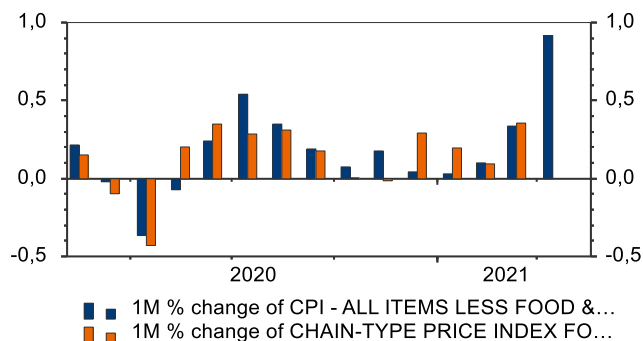
Per i **servizi ex-energia**, il rialzo di 0,5% m/m è trainato da abitazione (0,4% m/m) e trasporti (2,9% m/m). Per la voce "abitazione", gli affitti e gli affitti figurativi restano su un trend contenuto (0,2% m/m ciascuno) mentre i prezzi degli alloggi diversi dalla residenza (*lodging away from home*) sono in forte rialzo, +7,6% m/m, dopo 3,8% m/m di marzo, sulla scia di tariffe alberghiere in crescita di 8,8% m/m. Nel segmento trasporti, le tariffe aeree, le auto a noleggio e i servizi ricreativi fanno la parte del leone, con incrementi di 10,2% m/m, 16,2% m/m e 0,8% m/m, rispettivamente. Anche altre voci sono in rialzo sostenuto (assicurazione auto, trasporti pubblici), mentre in alcuni comparti si registra una relativa debolezza (servizi sanitari invariati, istruzione +0,1% m/m, servizi finanziari -0,2% m/m).

### CPI di aprile: un balzo inatteso...



Fonte: Refinitiv Datastream

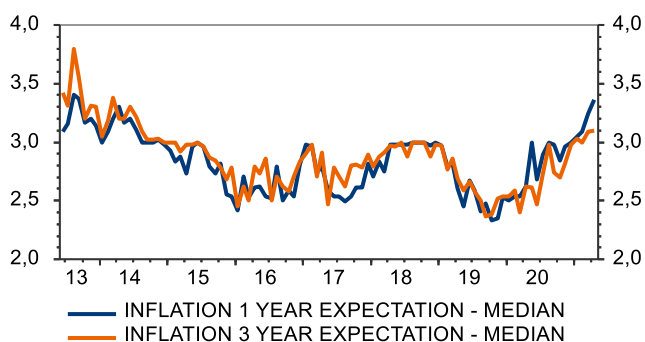
### ...causato dall'indice core



Fonte: Refinitiv Datastream

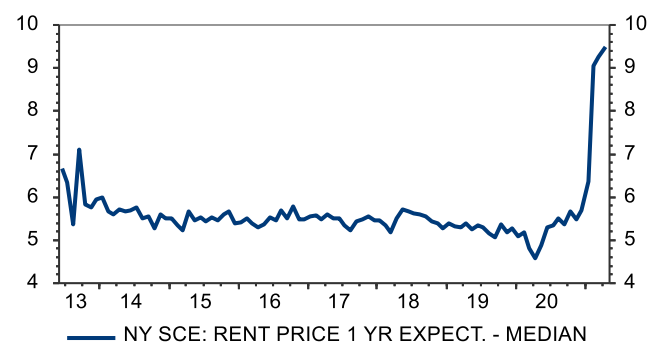
La **Survey of Consumer Expectations** della NY Fed di aprile riporta un aumento delle aspettative di inflazione sull'orizzonte a 1 anno, ma stabilità sull'orizzonte a 3 anni. La parte dell'indagine relativa all'**inflazione** registra un'aspettativa mediana a 1 anno a 3,4% (massimo dal 2013) da 3,2% di marzo, con quella a 3 anni stabile a 3,1%. L'aspettativa di variazione dei prezzi delle case balza a 5,5% da 4,8% di marzo, e tocca il massimo della serie. Anche le variazioni attese per gli affitti e le rette universitarie sono in rialzo. L'incertezza sull'inflazione invece si riduce. Per quanto riguarda il **mercato del lavoro**, i consumatori prevedono un'accelerazione modesta della dinamica salariale sull'orizzonte a 1 anno (a 2,1% da 2% di marzo), incrementi della probabilità di trovare un lavoro e di lasciarlo. Sul fronte delle **finanze personali**, l'aspettativa mediana di crescita del reddito corregge a 2,4% da 2,8% di marzo e quella di crescita della spesa rimane elevata, a 4,7%, da 4,8% del mese precedente. L'indagine conferma il quadro positivo per i consumi, insieme allo scenario di inflazione in rialzo nel breve termine, con indicazioni di rientro della dinamica dei prezzi nel medio termine.

#### NY Fed Consumer Expectations Survey: aspettative di inflazione in rialzo sull'orizzonte a 1 anno, stabili a 3 anni...



Fonte: Refinitiv Datastream

#### ...mentre le aspettative per gli affitti balzano su livelli straordinariamente elevati

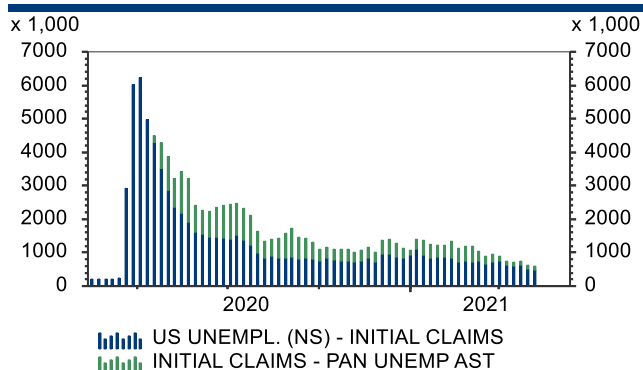


Fonte: Refinitiv Datastream

Il rapporto **Job Openings and Labor Turnover** per marzo registra un aumento mensile delle posizioni aperte di 600 mila, a 8,1 mln, massimo da quando esiste la serie marzo, con incrementi diffusi a tutte le aree geografiche e a tutti i settori. Le assunzioni sono poco variate nel mese, a 6 mln. Le interruzioni di rapporti di lavoro sono circa stabili, anche se si riporta una riduzione dei licenziamenti, a fronte di scarsa variazione delle dimissioni volontarie. I dati danno conferma di una situazione di eccesso di domanda sul mercato del lavoro, nonostante il livello ancora elevato di disoccupati e sotto-occupati. L'indagine delle piccole imprese condotta dalla **National Federation of Independent Business** di aprile, in aumento a 99,8, ha riportato un quadro molto ottimistico ma sottolineato la difficoltà delle imprese a reperire manodopera ed evidenziato vincoli all'attività derivanti dalla mancanza di dipendenti qualificati.

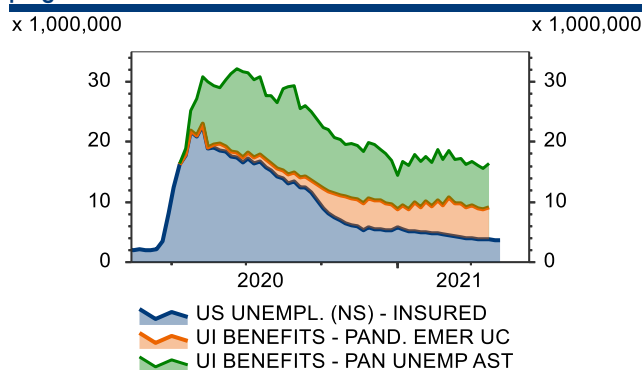
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa l'8 maggio calano a 473 mila, da 507 mila della settimana precedente e toccano il minimo da metà marzo 2020. Nella settimana i nuovi sussidi erogati con il programma federale Pandemic Unemployment Assistance sono pari a 103571. I sussidi statali esistenti nell'ultima settimana di aprile sono pari a 3,655 mln, da 3,7 mln della settimana precedente. I sussidi esistenti erogati con tutti i programmi, statali e federali, al 24 aprile toccano i 16,855 mln, in aumento di 696 mila dalla settimana precedente. I dati dei nuovi sussidi riducono i timori di stallo del miglioramento del mercato del lavoro emersi con l'employment report di aprile.

**Nuove richieste di sussidi di disoccupazione sui minimi da marzo 2020**



Fonte: Refinitiv Datastream

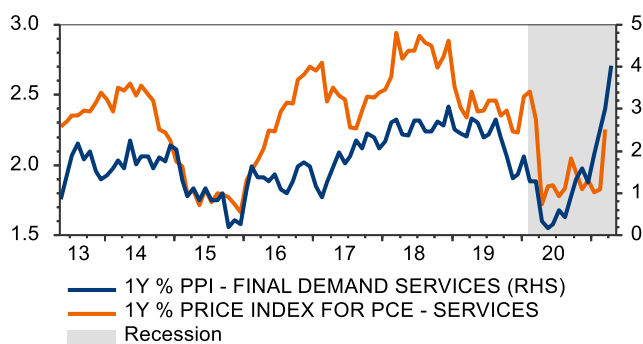
**Sussidi esistenti in calo per i programmi statali, circa stabili per i programmi federali**



Fonte: Refinitiv Datastream

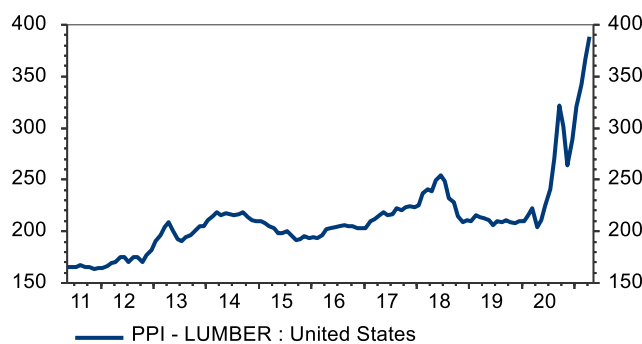
Il **PPI** ad aprile aumenta di 0,6% m/m (6,2% a/a), dopo 1% m/m di marzo. Circa due terzi della variazione dell'indice *headline* sono dovuti ai servizi per la domanda finale (0,6% m/m), spinti dalla gestione dei portafogli finanziari, dai servizi passeggeri delle linee aeree e dai servizi medici. Molte delle voci in aumento sostenute sono le stesse che hanno spinto il CPI di aprile. Nei prezzi dei servizi finali del PPI si registra un ampio aumento dei servizi medici, che contribuiranno a sostenere la dinamica del deflatore dei consumi core. Anche i prezzi dei beni registrano una variazione di 0,6% m/m, con i contributi principali concentrati nell'acciaio e nelle materie prime agricole. L'indice al netto di alimentari, energia e servizi al commercio aumenta di 0,7% m/m (4,6% a/a). La variazione annua tocca il massimo da quando esiste la serie (agosto 2014).

**PPI di aprile: forte aumento per i servizi finali, con indicazioni di rialzo del deflatore core**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Il PPI conferma il trend per ora inarrestabile del prezzo del legname, cruciale per le quotazioni delle case**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	mar	-6.6	%	1.5

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

La **spesa per consumi** a marzo è in rialzo di 6% a/a in termini nominali e di 6,2% a/a in termini reali. La variazione dei consumi è di 7,6% m/m in termini nominali e di 6,2% m/m in termini reali, pur a fronte di contrazioni mensili del reddito e del reddito disponibile. I dati dei consumi, in rialzo per il secondo mese consecutivo dopo le contrazioni viste fra novembre e gennaio, danno indicazioni moderatamente positive per la previsione di una ripresa della crescita nel 2° trimestre, dopo la modesta contrazione attesa per il 1° trimestre.



## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	mar	-1.2	(-1.0)	%	0.7	0.1
FRA	IPCA m/m finale	apr	0.3		%	0.3	0.2
FRA	IPCA a/a finale	apr	1.7		%	1.7	1.6
FRA	CPI m/m Ex Tob	apr	0.6		%		0.1
GER	ZEW (Sit. corrente)	mag	-48.8			-41.3	-40.1
GER	ZEW (Sentiment econ.)	mag	70.7			72.0	84.4
GER	CPI (Lander) m/m finale	apr	0.7		%	0.7	0.7
GER	CPI (Lander) a/a finale	apr	2.0		%	2.0	2.0
GER	IPCA m/m finale	apr	0.5		%	0.5	0.5
GER	IPCA a/a finale	apr	2.1		%	2.1	2.1
ITA	Produzione industriale m/m	mar	0.1	(0.2)	%	0.4	-0.1
SPA	IPCA a/a finale	apr	1.9		%	1.9	2.0

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

**Area euro.** La **Commissione Europea** ha presentato le **Spring Forecast**, le previsioni macroeconomiche ufficiali di primavera, che delineano uno scenario decisamente più favorevole rispetto a quello presentato in occasione delle precedenti proiezioni, quelle d'inverno, in febbraio. Secondo le nuove stime, che iniziano a considerare anche l'impatto dei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (PNRR) presentati a Bruxelles nelle scorse settimane, l'economia dell'area euro è prevista in espansione del 4,3% nel 2021 e del 4,4% nel 2022 contro proiezioni precedenti che puntavano verso una crescita del 3,8% sia nel 2021 che nel 2022. Tra i principali paesi membri la performance economica continuerà a presentare andamenti diversificati ma, a differenza delle previsioni di febbraio, tutte le economie dovrebbero riguadagnare i livelli di attività pre-COVID entro fine 2022.

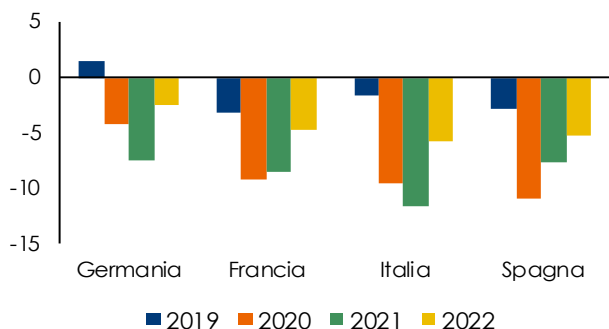
## Commissione Europea: previsioni sul PIL (var. % a/a)

	Spring forecast			Winter forecast		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Area euro	-6.6	4.3	4.4	-6.8	3.8	3.8
Germania	-4.9	3.4	4.1	-5.0	3.2	3.1
Francia	-8.1	5.7	4.2	-8.3	5.5	4.4
Italia	-8.9	4.2	4.4	-8.8	3.4	3.5
Spagna	-10.8	5.9	6.8	-11.0	5.6	5.3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

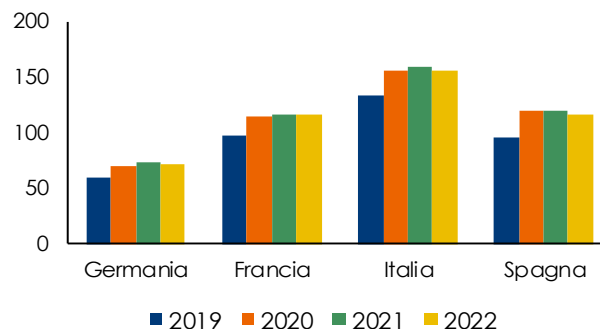
Sul fronte fiscale, nel 2020 il **rapporto deficit/PIL** dei Paesi membri ha risentito in maniera significativa dell'impatto delle misure di sostegno in risposta all'emergenza economica e sanitaria, oltre che della severa contrazione del PIL. Tra le quattro principali economie, in Germania e in Italia il deficit dovrebbe salire ulteriormente e toccare un picco nel 2021 a causa di ulteriori misure di stimolo e, soprattutto nel caso tedesco, di sostegni inizialmente programmati per il 2020 che sono stati posticipati all'anno in corso. Il percorso di graduale riassorbimento del deficit dovrebbe invece essere già iniziato in Francia e Spagna, ed è atteso proseguire negli anni successivi grazie al venir meno delle misure temporanee di stimolo e per l'effetto degli stabilizzatori automatici. Il rapporto **debito/PIL** è invece atteso raggiungere un punto di massimo nel 2021 prima di ridursi gradualmente negli anni successivi sull'onda della ripresa economica.

**Commissione Europea: previsioni deficit/PIL (%)**



Fonte: Commissione Europea

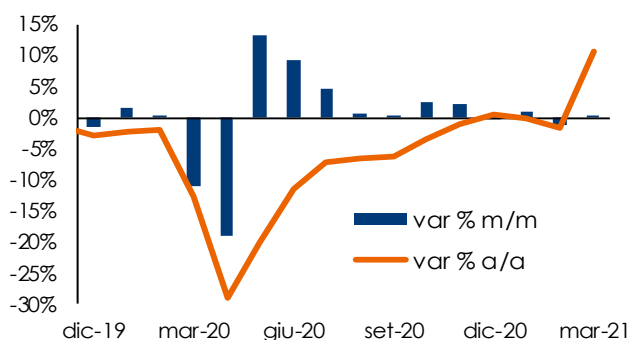
**Commissione Europea: previsioni debito/PIL (%)**



Fonte: Commissione Europea

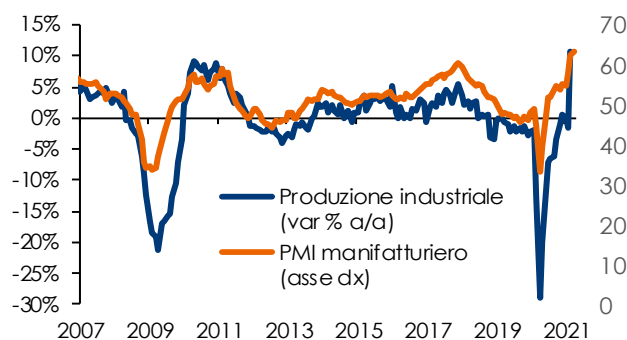
**Area euro.** A marzo la **produzione industriale** è avanzata di +0,1% m/m dopo la flessione di -1,2% m/m (rivista da -1,0% m/m) di febbraio. L'aumento è guidato dai beni di consumo non durevoli (+1,9% m/m), dall'energia (+1,2% m/m) e dai beni intermedi (+0,6% m/m) a fronte di flessioni per beni di consumo durevoli (-1,2% m/m) e strumentali (-1,0% m/m). In termini tendenziali la variazione è balzata a +10,9% da -1,8% grazie al confronto favorevole con marzo 2020 quando l'attività venne frenata dalle prime restrizioni, ma l'output si trova ancora al di sotto dei livelli pre-COVID di circa -1,5%. Sul mese il dato più debole rispetto alle attese (consenso +0,7% m/m, ISP +0,5% m/m) potrebbe essere in parte imputabile ai colli di bottiglia presenti in alcune filiere, per esempio nel settore auto, con rallentamenti dei tempi di consegna e scarsità di materie prime che frenano l'attività produttiva. Le indicazioni provenienti dalle indagini di fiducia suggeriscono che tali problematiche dovrebbero essersi intensificate ad aprile ma al momento è difficile valutare il grado di restrizione sull'output. È possibile che nel breve termine l'attività manifatturiera continui a risentire delle strozzature presenti dal lato dell'offerta ma non in maniera tale da far deragliare la ripresa in un settore che continua a beneficiare di una solida domanda, sia interna che esterna all'Eurozona, e che dovrebbe quindi proseguire nei prossimi mesi.

**Area euro: marginale incremento congiunturale della produzione industriale a marzo, frenata dalle strozzature all'offerta...**



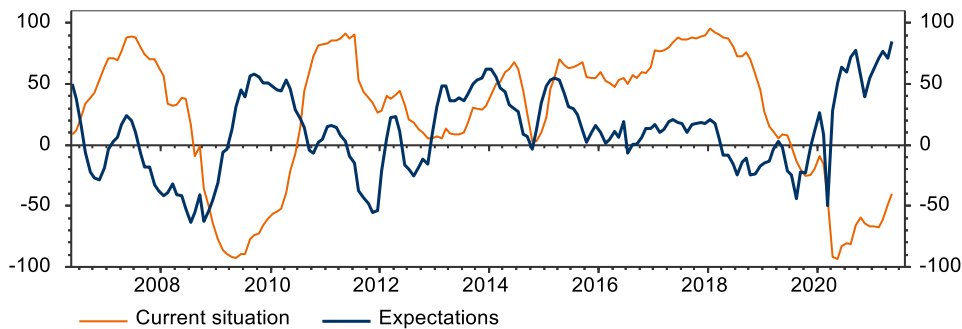
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**...ma le indagini di fiducia segnalano solide condizioni di domanda**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, IHS Markit

**Germania.** L'indice **ZEW** è cresciuto ben oltre le attese a maggio, con un aumento dell'indice delle aspettative a 84,4 punti (massimo da febbraio 2020) da 70,7 precedente. Anche la valutazione della **situazione corrente** ha mostrato un deciso miglioramento, a -40,1 da -48,8 di aprile, per via dell'accelerazione della campagna vaccinale e della discesa della curva epidemica. L'indagine di maggio segnala, inoltre, un aumento delle aspettative di inflazione nell'intera Eurozona: gli esperti prevedono una crescita dei prezzi nei prossimi sei mesi. In prospettiva, l'indice delle aspettative potrebbe mostrare una correzione a giugno, mentre la componente sulla situazione corrente è attesa continuare la risalita verso i livelli pre-pandemia.

**ZEW: aspettative sul punto di massimo da oltre vent'anni**

Fonte: ZEW

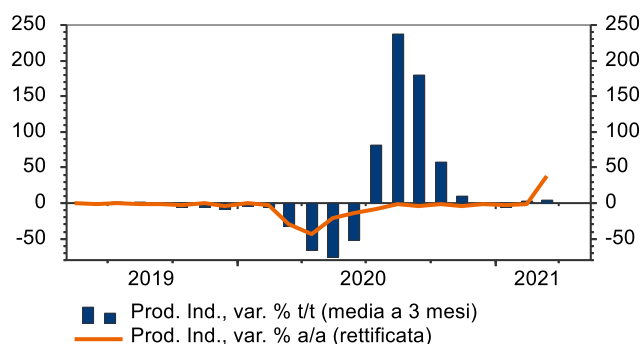
**Germania.** La stima finale conferma l'accelerazione dell'**inflazione** ad aprile, da +1,7% a/a a +2,0% a/a sull'indice nazionale e a +2,1% a/a da +2,0% a/a su quello armonizzato. Il rialzo è guidato essenzialmente dall'aumento dei prezzi dei beni, cresciuti a +2,6% a/a da +1,9% a/a precedente; i servizi, invece, rimangono stabili all'1,6% a/a. Tra i beni, registrano un forte aumento i prezzi dell'energia, passati a +7,9% a/a da 4,8% a/a, per via della tassa sulle emissioni di CO2 introdotta ad inizio anno e di effetti base; l'accelerazione dei listini alimentari è meno marcata (+1,9% a/a da +1,6% a/a). Il valore dello scorso mese risulta ancora influenzato da problemi nella raccolta dei dati, causati dalle misure restrittive. La seconda lettura dai Länder indica che a marzo i **prezzi al consumo** sono saliti di sette decimi sull'indice domestico, spinto al rialzo dall'aumento dei listini alimentari (+1,3% m/m, con il prezzo delle verdure cresciuto di +9,0% m/m), e cinque sull'armonizzato. I prezzi sono attesi risalire nei prossimi mesi, con il picco atteso nel trimestre autunnale; il 2021 potrebbe chiudersi con un'inflazione media annua di 3% sull'armonizzato (+2,7% sull'indice domestico).

**Francia.** La seconda lettura dell'**inflazione** di aprile è stata rivista al ribasso di un decimo sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato, rispettivamente a +1,2% a/a e +1,6% a/a; ad ogni modo, il tasso di crescita dei prezzi ha registrato un'accelerazione rispetto a marzo. Le pressioni al rialzo sul valore tendenziale sono venute dal forte aumento dell'energia (a +8,8% a/a da +4,7% a/a di marzo) e dalla lieve salita dei prezzi dei servizi (a +1,2% a/a da 1,1% a/a precedente); al contrario, i listini alimentari hanno registrato un calo (-0,3% a/a da +0,9% a/a precedente) mentre i prezzi dei beni manifatturieri si sono mantenuti stabili a -0,2% a/a. L'inflazione di fondo è passata a 1,0% da 0,8% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di un decimo sull'indice nazionale (rivisto al ribasso da +0,2% m/m della stima flash) e di due decimi (rivisto al ribasso da +0,3% m/m della stima flash) su quello armonizzato. Nel 2021, l'inflazione è attesa crescere di +1,3% (+1,5% sull'indice armonizzato) in media annua.

**Italia.** La **produzione industriale è calata a sorpresa di -0,1% m/m a marzo**. Il dato è inferiore al +0,4% atteso dal consenso e al più cauto +0,2% della nostra stima. L'incremento di febbraio è stato rivisto al ribasso di un decimo a +0,1% m/m. **Su base annua (rettificata per gli effetti di calendario), il dato è stato più forte del previsto** (+37,7% contro il +37,1% atteso dal consenso Bloomberg), da -0,8% di febbraio. Il balzo è spiegato dal confronto favorevole con il mese di marzo dello scorso anno, quando furono adottate le prime misure di chiusura di diverse attività (anche nel settore industriale). **Il calo nel mese è interamente dovuto ai beni di consumo** (-1,5% m/m), mentre beni strumentali e intermedi hanno visto un moderato aumento (+0,2% e +0,5% m/m, rispettivamente) e i prodotti energetici hanno fatto segnare un rimbalzo di +1,8% m/m (dopo il -2% precedente). Su base annua (sempre corretta per gli effetti di calendario), il recupero più ampio è per i beni durevoli (+109%), quello più debole per l'energia (+6,9%). Il dettaglio per settore mostra che **il calo nel manifatturiero sarebbe stato più marcato** (-0,3% m/m)

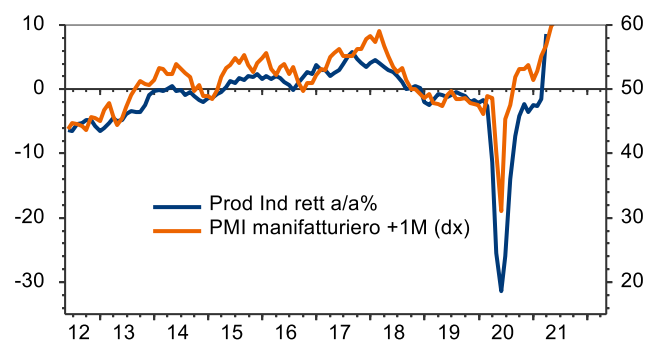
**senza il balzo eccezionale nel settore della raffinazione** (+21,7% m/m); macchinari e attrezzature, nonché gomma e plastica, hanno registrato invece una flessione congiunturale (pari a -1% e -1,6% m/m, rispettivamente). Tutti i comparti sono in crescita rispetto a marzo 2020: trainanti sono i mezzi di trasporto (+102,1%), mentre il settore farmaceutico (il meno colpito dalle chiusure dello scorso anno) mostra non sorprendentemente il rimbalzo meno ampio (+1,8% a/a).

#### Produzione industriale ferma a marzo, ma il trend è in recupero...



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### ...e le indagini segnalano un'accelerazione dell'attività nei prossimi mesi



Fonte: Istat, Markit, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

A nostro avviso, **il dato più debole del previsto di marzo non cambia le prospettive**. La produzione industriale ha chiuso il 1° trimestre in rialzo di +0,9% t/t, dopo il -0,4% del 4° trimestre 2020, e le indagini segnalano una significativa accelerazione nei prossimi mesi. Inoltre, **il mese di marzo ha segnato il picco per il grado di restrizione anti-COVID**: da allora è iniziato un processo di graduale riapertura delle attività, che andrà a beneficio soprattutto dei servizi ma che dovrebbe anche rafforzare la ripresa già in corso nell'industria. In prospettiva, **si stanno creando le condizioni per vedere un ritorno in positivo del PIL** già dal trimestre in corso, e potrebbero esserci spazi per un'accelerazione potenzialmente ampia nel trimestre estivo, quando l'effetto-riaperture (nel confronto con i tre mesi precedenti) sarà massimo. In sintesi, **stanno emergendo rischi al rialzo (per ora di entità moderata) sulla nostra attuale previsione sul PIL 2021** (che per il momento si attesta al 3,7%). La svolta per l'economia potrebbe essere già in corso.

#### Gran Bretagna

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	mar	-5.140	(-10.728)	Mld £	-6.548
Bilancia commerciale (totale - GBP)	mar	-10.510	(-16.442)	Mld £	-11.710
Produzione industriale m/m	mar	1.0		%	1.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

#### Cina

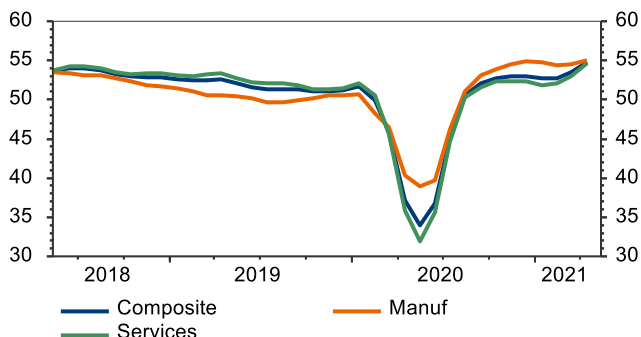
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	apr	-0.5		%	-0.3
CPI a/a	apr	0.4		%	0.9
PPI a/a	apr	4.4		%	6.8
M2 a/a	apr	9.4		%	8.1
Nuovi prestiti bancari (flusso)	apr	2730	Mld ¥ CN	1600	1470
Finanza sociale aggregata (flusso)	apr	3340	Mld ¥ CN	2250	1850

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

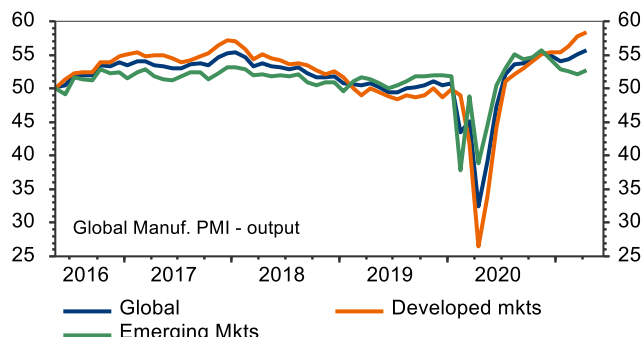
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



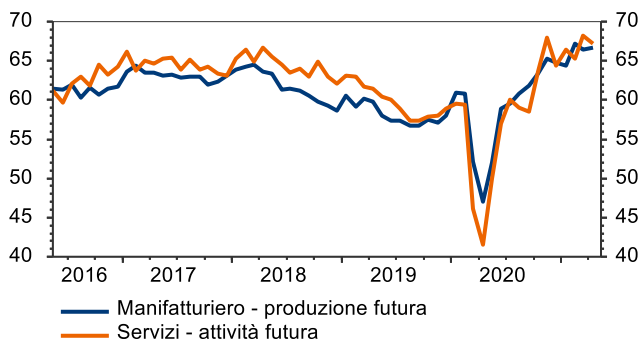
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



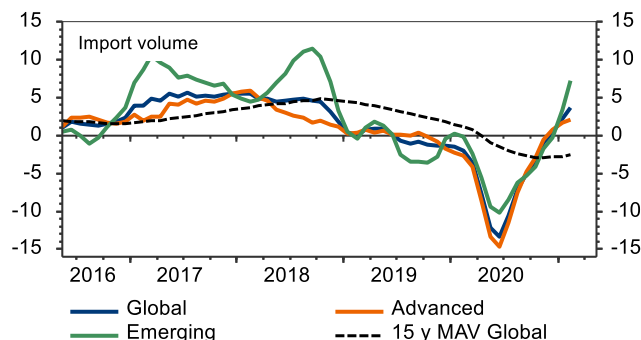
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



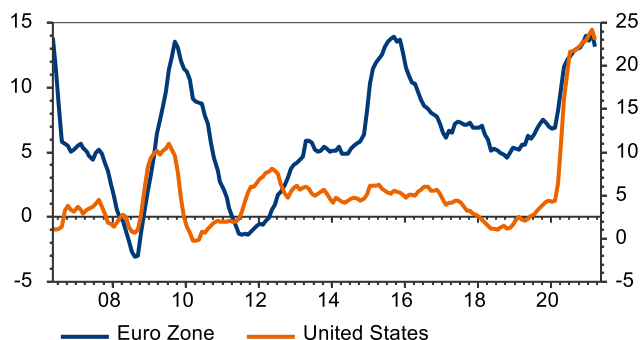
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



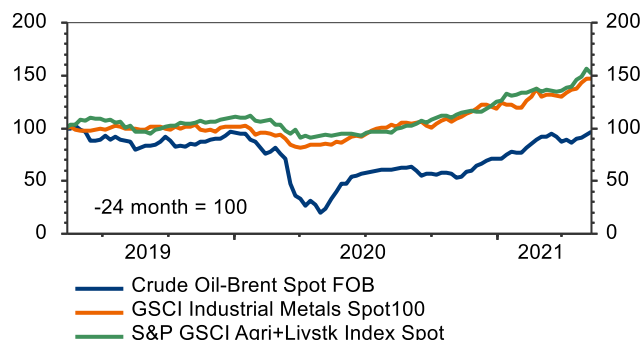
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

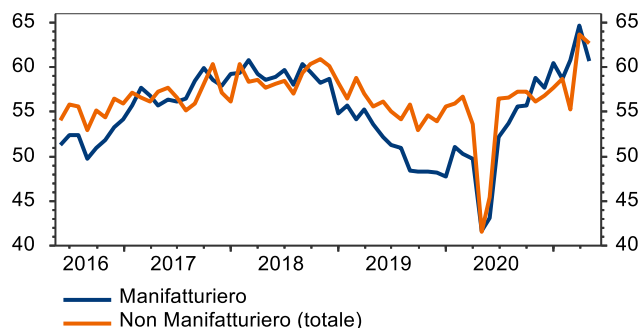
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

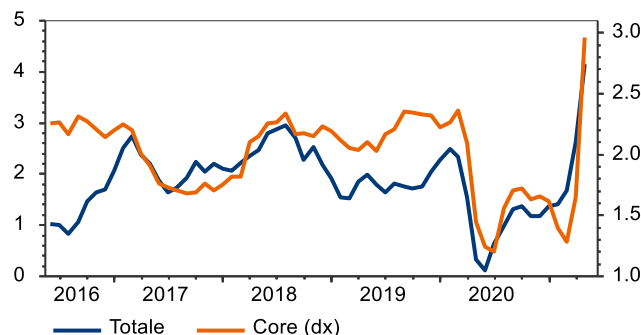
## Stati Uniti

## Indagini ISM



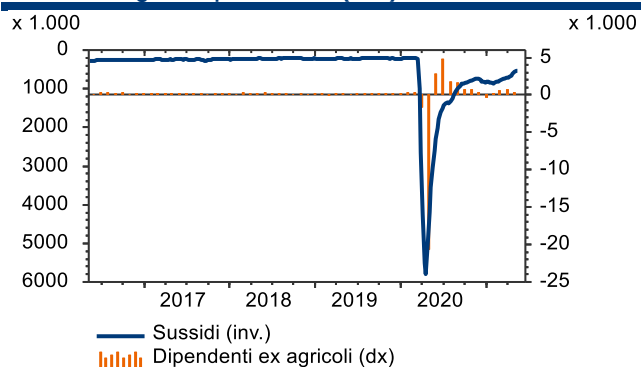
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



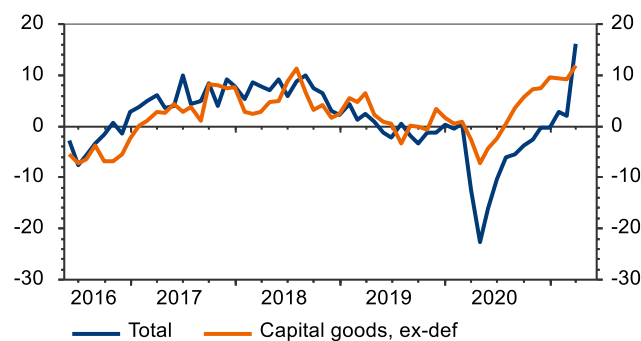
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

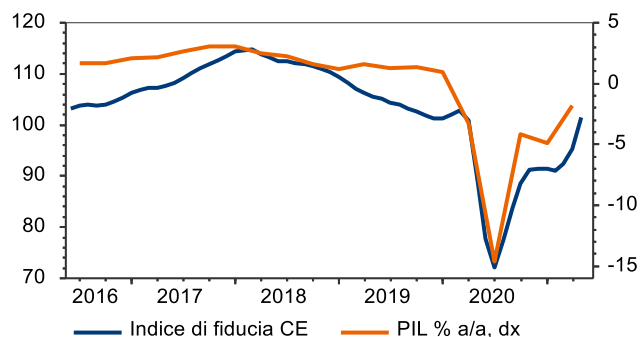
## Previsioni

	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	-3.6	-3.2												
Deficit Pubblico (% PIL)	-16.0	-11.5	-5.5												
Debito pubblico (% PIL)	160.7	156.3	151.8												
CPI (a/a)	1.2	3.3	2.1	2.1	0.4	1.2	1.2	1.9	4.3	3.6	3.3				
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.

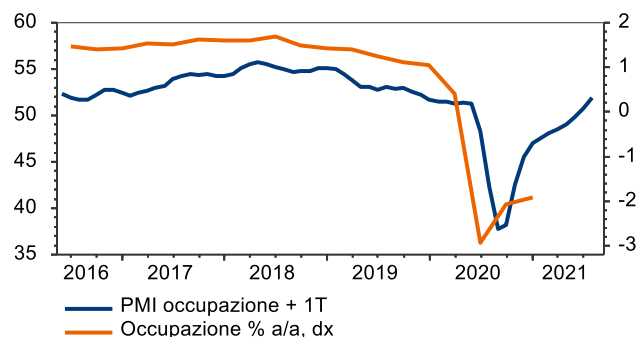
## Area euro

## PIL



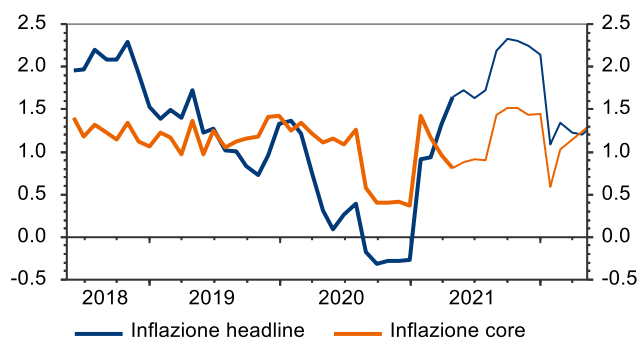
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	1.6	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

	2020	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	9.4	5.3	-3.8	-18.7	16.7	4.0	0.4	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	-0.1	0.2	0.5	0.0	-1.5	0.7	0.1	-0.3	0.4	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.6	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.8	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	98.1	101.8	100.2								
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)	-8.6	7.9	3.0	-6.0	-20.1	-6.8	-1.6	3.1	22.1	6.2	2.5
Disoccupazione (%)	8.0	8.3	7.9	7.3	7.6	8.6	8.3	8.2	8.2	8.4	8.3
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

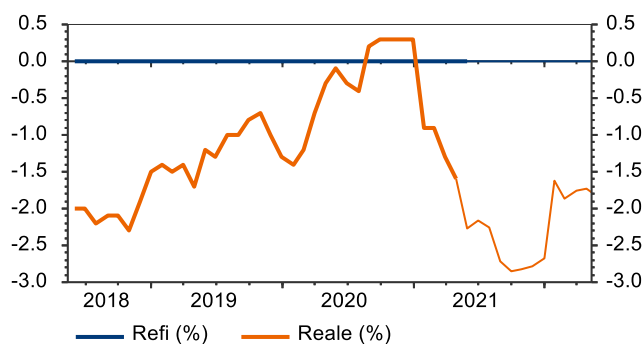
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	set	dic	mar	13/5	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>-0.55</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

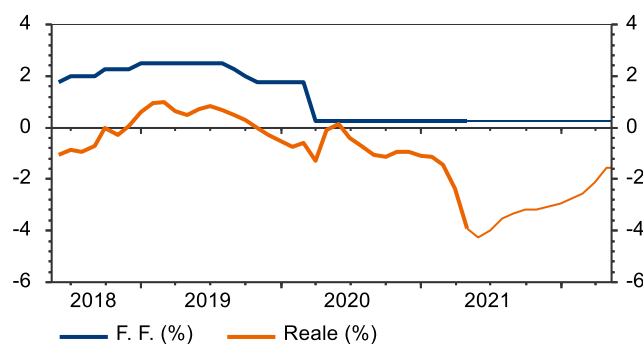


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	13/5	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>0.15</b>	0.19	0.20	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

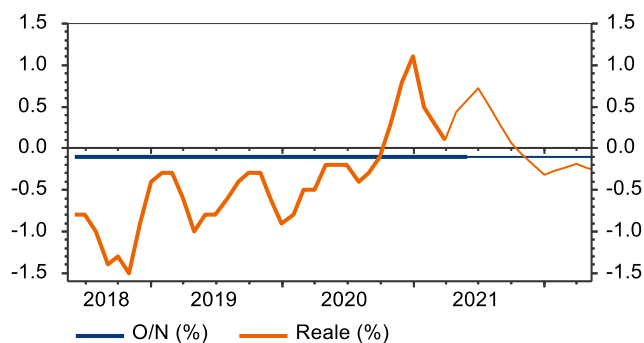


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	13/5	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>-0.09</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

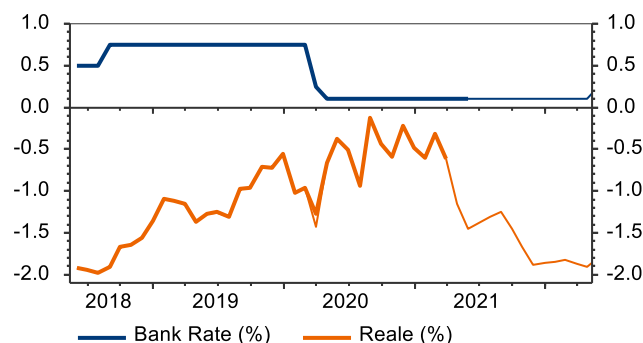


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	13/5	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>0.08</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	14/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.08	1.18	1.21	1.20	<b>1.2125</b>	1.19	1.17	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	110	107	105	105	109	<b>109.27</b>	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.29	1.22	1.32	1.38	1.38	<b>1.4061</b>	1.41	1.39	1.37	1.43	1.46
EUR/CHF	1.13	1.05	1.08	1.08	1.10	<b>1.0940</b>	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	123	115	124	127	130	<b>132.49</b>	129	129	130	133	138
EUR/GBP	0.87	0.88	0.90	0.88	0.87	<b>0.8621</b>	0.85	0.84	0.84	0.82	0.82

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