

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il **FOMC comincia a "parlare di parlare" di tapering**. I prossimi trimestri saranno volatili sia per i dati sia per la comunicazione della Fed. Allacciate le cinture!

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il completamento della tornata di indici congiunturali di maggio (survey Commissione UE per l'Eurozona, IFO tedesco, INSEE francese ed indagini Istat in Italia) dovrebbe segnalare un'accelerazione della ripresa dell'attività economica in tutti i principali Paesi. Sempre a maggio, l'inflazione è vista in aumento in Francia. Sarà, inoltre, diffusa la seconda lettura dei dati sul PIL del 1° trimestre in Germania e in Francia. Infine, le vendite al dettaglio francesi potrebbero registrare un ulteriore calo ad aprile, prima di rimbalzare nei mesi successivi.

I dati macroeconomici in uscita negli **Stati Uniti** questa settimana non dovrebbero modificare lo scenario. La seconda stima del PIL del 1° trimestre dovrebbe essere poco variata, intorno a 6,5% t/t ann. Per quanto riguarda i dati mensili di aprile, gli ordini di beni durevoli e a spesa personale dovrebbero essere in ulteriore rialzo, il reddito personale dovrebbe correggere dopo l'aumento a due cifre di marzo dovuto allo stimolo fiscale e le vendite di case nuove dovrebbero ritracciare modestamente. Il deflatore e il deflatore core dei consumi di aprile dovrebbero segnare ampi rialzi, come emerso già con il CPI e il PPI, sulla scia di aggiustamenti probabilmente temporanei. La fiducia dei consumatori a maggio dovrebbe assestarsi su livelli inferiori a quelli di aprile, per via dei timori di ripresa dell'inflazione.

21 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

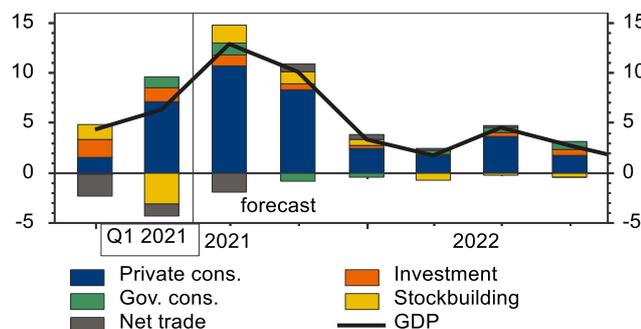
Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Andrea Volpi

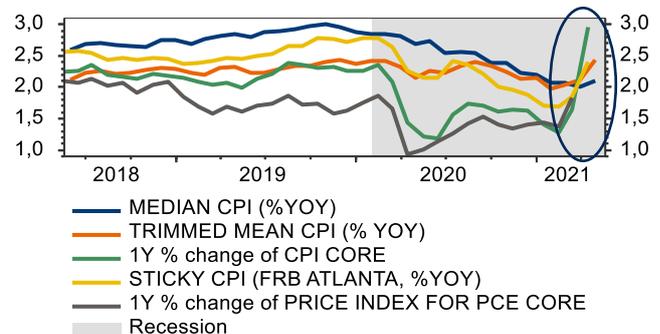
Economista - Area euro

Crescita USA in accelerazione, nonostante le strozzature all'offerta: previsione a 7,5% nel 2021 e 4,3% nel 2022



Fonte: Refinitiv-Datastream e proiezioni Intesa Sanpaolo

Rialzo dell'inflazione core USA dominato da fattori statistici e transitori, collegati ai settori colpiti direttamente dalla pandemia: il CPI mediano è molto più tranquillizzante del CPI core



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il punto

Il FOMC comincia a “parlare di parlare” di tapering. I prossimi trimestri saranno volatili sia per i dati sia per la comunicazione della Fed. Allacciate le cinture!

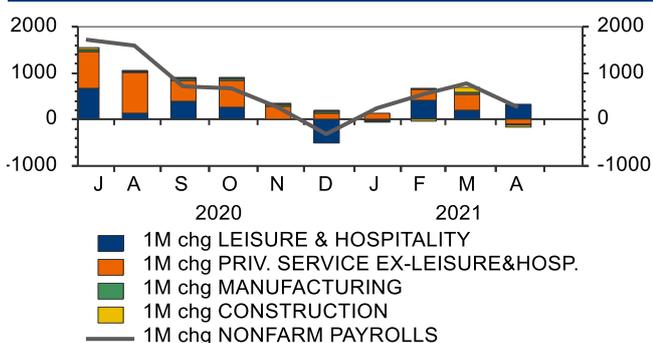
- I verbali della riunione del FOMC di fine aprile hanno segnalato esplicitamente che **si avvicina il momento di preparare la prima svolta della politica monetaria**. La vera novità del documento appare nella parte relativa allo scenario, dove si afferma che “un numero di partecipanti ha suggerito che se l'economia continuerà a fare rapidi progressi verso gli obiettivi del Comitato, potrebbe essere appropriato a un certo punto *nelle prossime riunioni* cominciare a discutere un piano per aggiustare il ritmo degli acquisti di titoli” (corsivo nostro). Nel testo si ripete che “ci vorrà probabilmente un certo tempo prima che l'economia consegua sostanziali ulteriori progressi verso gli obiettivi”, e che il Comitato intende comunicare chiaramente la propria valutazione del progresso ben in anticipo rispetto a quando sarà giudicato “abbastanza sostanziale da giustificare un cambiamento del ritmo degli acquisti”.
- **Quanti vogliono discutere di tapering e quando?** “Un numero” (*a number*) è una caratterizzazione compresa fra “alcuni” (*a few*) o “un paio” (*a couple*), che indicano qualche gruppo davvero minoritario, e “diversi” o “molti”, che indicano gruppi più numerosi più vicini a un consenso. Quindi, i verbali vogliono rendere noto che si sta costruendo gradualmente il consenso per aprire la discussione, anche se non c'è ancora. D'altronde, alcuni presidenti di Fed regionali hanno cominciato a “parlare di parlare” di tapering (v. sotto), ma la leadership non è ancora pronta a farlo. Sui tempi, “nelle prossime riunioni” (*in upcoming meetings*) è però una caratterizzazione abbastanza specifica e dovrebbe riferirsi a circa tre riunioni, quindi entro settembre (le prossime riunioni sono a giugno, luglio e settembre). Alcuni discorsi hanno dato ulteriore importanza al segnale di preparazione per la discussione sul tapering. **Bullard** (St Louis Fed) ha affermato che se si arrivasse a un punto in cui i rischi della pandemia fossero in gran parte alle spalle, e non ci fosse un ritorno a sorpresa di problemi sanitari, “allora credo che potremmo parlare di correggere la politica monetaria”. Secondo Bullard, non siamo ancora a quel punto, ma sembra che “ci stiamo avvicinando”. Anche **Bostic** (Atlanta Fed) ha dato un'indicazione coerente con l'avvicinamento a una svolta, affermando che la Fed dovrà essere “molto agile nel monitorare l'economia e le nostre risposte di policy”.
- Nella discussione sulle caratteristiche dello scenario, si rileva il **miglioramento del mercato del lavoro**, che rimane però non omogeneo fra settori di attività e gruppi demografici, con segnali di difficoltà a reperire manodopera a causa anche di un livello di partecipazione ancora basso e degli strascichi della pandemia. Sull'**inflazione**, i partecipanti prevedevano **rialzi transitori** collegati a strozzature all'offerta e alla normalizzazione del livello dei prezzi in molti comparti, ma “un numero” riteneva che le pressioni verso l'alto dovute a problemi della catena produttiva potrebbero essere più persistenti del previsto. Nonostante le evidenti pressioni verso l'alto, “molti” partecipanti ritenevano che le aspettative di più lungo termine rimanessero ben ancorate e in linea con gli obiettivi del Comitato.
- La riunione di aprile a cui si riferiscono i verbali si è svolta prima della pubblicazione dei dati di aprile, che hanno dato sorprese verso il basso sull'occupazione e verso l'alto sui prezzi. Tuttavia, la redazione dei verbali è successiva a tali sorprese e **il messaggio di avvicinamento della discussione del tapering è pertanto coerente con la valutazione attuale dello scenario di policy**. Questi tempi sono in linea con le nostre previsioni, secondo cui il momento per parlare di tapering sarà fra fine estate e inizio autunno, con una preparazione nei mesi precedenti gestita attraverso discorsi e verbali. Molto dipenderà ovviamente dal sentiero di crescita e prezzi del 2° e 3° trimestre.
- Qual è il **sentiero atteso** e quali sono i **rischi nei prossimi trimestri** per il mercato del lavoro e l'inflazione dopo le sorprese di aprile? Sul primo fronte, i prossimi mesi dovrebbero mostrare una **riaccelerazione della dinamica occupazionale** verso una creazione media di posti di lavoro compresa fra i dati di marzo e aprile, intorno a 500-600 mila al mese, alla luce delle indicazioni di crescita della domanda spinta da consumi e ricostituzione delle scorte. Un

elemento di rischio è l'interpretazione di possibili debolezze della crescita dell'occupazione che, con le informazioni disponibili, potrebbero riflettere più problemi di offerta scarsa che di rallentamento della domanda e trasferirsi in ulteriori pressioni verso l'alto sulle retribuzioni, già in rialzo (come evidenziato dall'Employment Cost Index, +0,9% t/t nel 1° trimestre). La **previsione per lo scenario di crescita su un orizzonte pluriennale rimane solida**, grazie allo stimolo fiscale e al controllo della pandemia. Alla luce dell'elevata probabilità di approvazione dell'American Jobs Plan, abbiamo rivisto verso l'alto la previsione **per il 2021 a 7,5% e per il 2022 a 4,3%**, sulla scia del trend della spesa pubblica e della domanda privata più positivo rispetto alla precedente previsione.

Sul fronte dell'**inflazione**, i settori colpiti dalla pandemia hanno ancora aggiustamenti di livello da attuare, con probabili spinte sulla dinamica mensile dei prezzi core nei prossimi trimestri. Inoltre, gli affitti e gli affitti figurativi saranno probabilmente in accelerazione sulla scia del fenomenale aumento dei prezzi delle case dell'ultimo anno, indicatore anticipatore affidabile della componente abitazione del CPI e del deflatore. A questi rialzi, concentrati nel settore dei servizi, si aggiungeranno pressioni da strozzature dell'offerta (semiconduttori e non solo) sui prezzi dei beni. La Fed ripeterà che ritiene gran parte dell'accelerazione dell'inflazione transitoria, ma il **focus sarà sulle aspettative**.

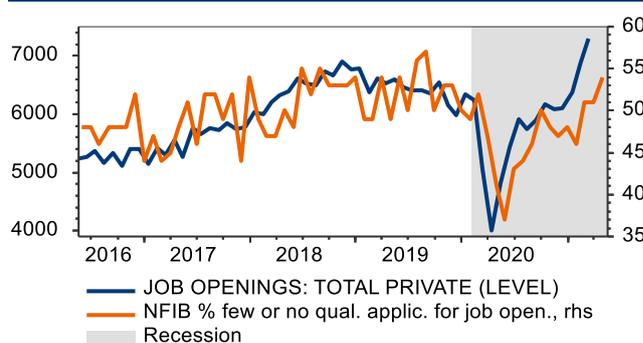
La comunicazione della Banca centrale nei prossimi mesi sarà un esercizio di equilibrio verbale, per mantenere ancorati sia i tassi sia le aspettative di inflazione. A nostro avviso, il **FOMC potrebbe adottare una retorica relativamente hawkish sull'inflazione**, ribadendo che il rialzo è transitorio ma che non verrà tollerato un disancoraggio delle aspettative. La credibilità del regime di inflazione moderata e controllata non deve essere messa in dubbio e a questo scopo potrebbero moltiplicarsi affermazioni simili a quelle di Clarida, secondo cui "occorre essere sintonizzati e attenti ai dati in arrivo" e, in caso di sorprese su inflazione e aspettative non coerenti con il mandato della Fed, "non esiteremmo ad agire". Il sentiero dell'inflazione nei prossimi trimestri sarà più elevato di quanto atteso, anche se il rialzo recente dovrebbe stemperarsi gradualmente nel 2022. Nel frattempo, **la volatilità dei dati e della comunicazione della Fed potrebbe aumentare ancora**.

Mercato del lavoro: attesa una riaccelerazione della dinamica occupazionale...



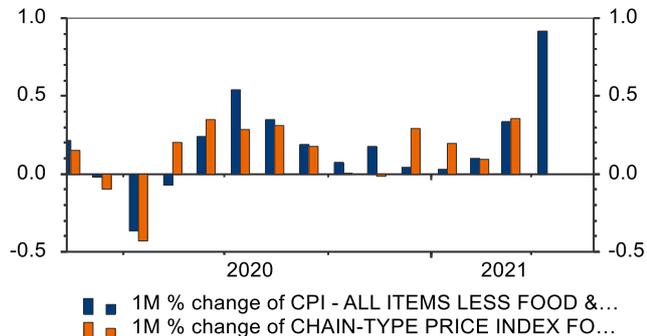
Fonte: Refinitiv-Datastream

...con un forte aumento della domanda, ma segnali di scarsità di offerta, nonostante la disoccupazione ancora elevata



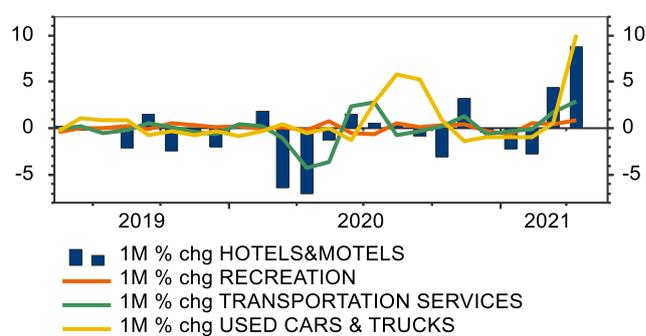
Fonte: Refinitiv-Datastream

Inflazione core molto volatile da marzo 2020...



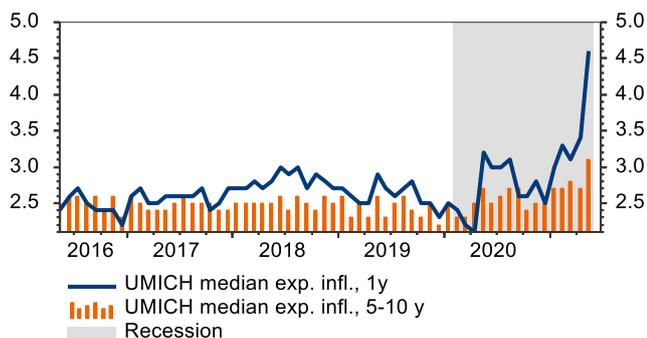
Fonte: Refinitiv-Datastream

...in gran parte sulla scia di fattori transitori collegati agli effetti diretti della pandemia



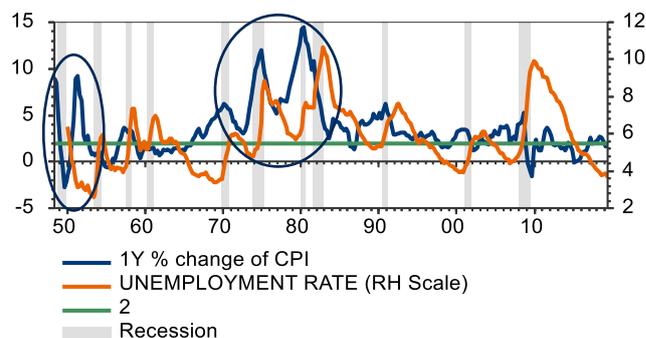
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il sentiero futuro dell'inflazione dipende in misura cruciale dalle aspettative e dalla credibilità del regime di politica monetaria



Fonte: Refinitiv-Datastream

La transitorietà di rialzi "straordinari" dei prezzi dipende dal regime monetario: balzo dell'inflazione temporaneo dopo la 2° guerra mondiale e la guerra di Corea, persistente dopo la guerra del Vietnam

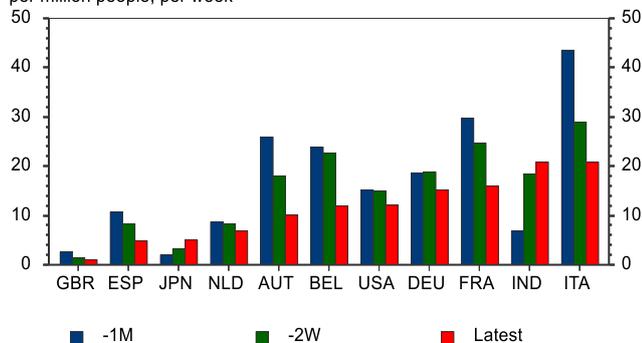


Fonte: Refinitiv-Datastream

Monitor dell'impatto COVID

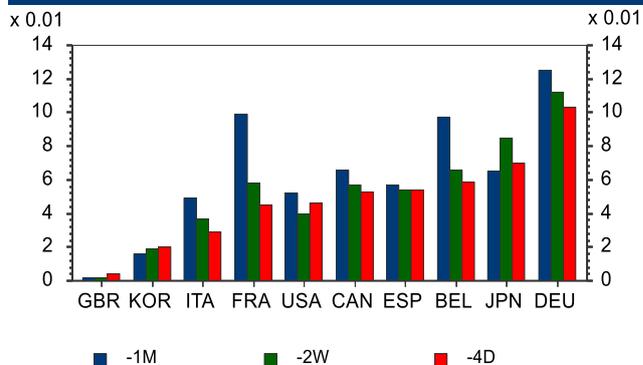
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



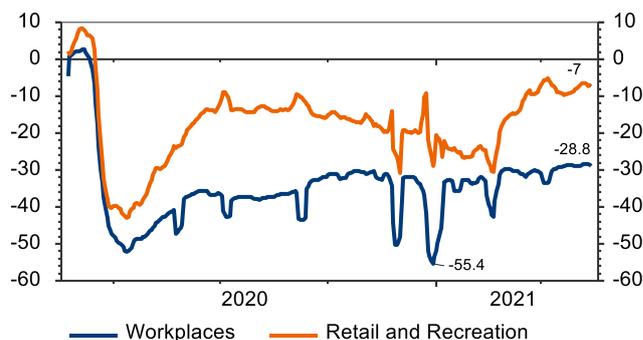
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



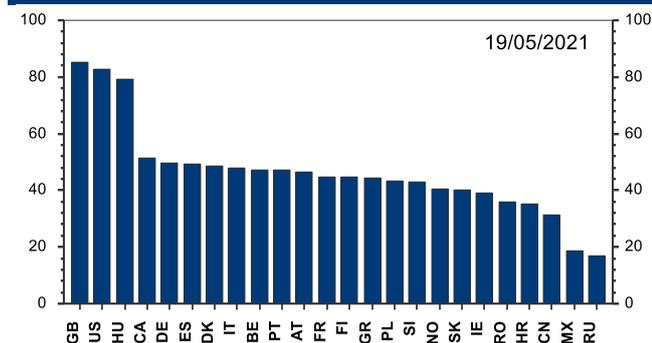
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



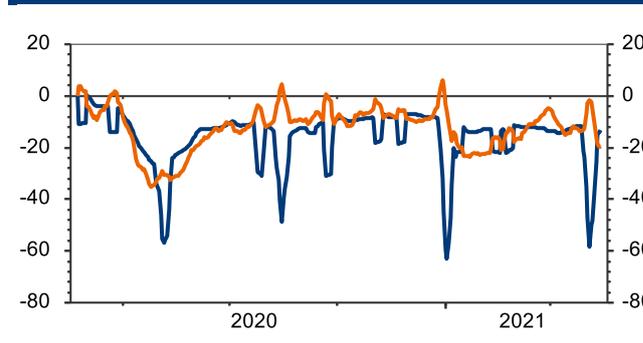
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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 completamento della tornata di indici congiunturali di maggio (survey Commissione UE per l'Eurozona, IFO tedesco, INSEE francese ed indagini Istat in Italia) dovrebbe segnalare un'accelerazione della ripresa dell'attività economica in tutti i principali Paesi. Sempre a maggio, l'inflazione è vista in aumento in Francia. Sarà, inoltre, diffusa la seconda lettura dei dati sul PIL del 1° trimestre in Germania e in Francia. Infine, le vendite al dettaglio francesi potrebbero registrare un ulteriore calo ad aprile, prima di rimbalzare nei mesi successivi.

I dati macroeconomici in uscita negli **Stati Uniti** questa settimana non dovrebbero modificare lo scenario. La seconda stima del PIL del 1° trimestre dovrebbe essere poco variata, intorno a 6,5% t/t ann. Per quanto riguarda i dati mensili di aprile, gli ordini di beni durevoli e a spesa personale dovrebbero essere in ulteriore rialzo, il reddito personale dovrebbe correggere dopo l'aumento a due cifre di marzo dovuto allo stimolo fiscale e le vendite di case nuove dovrebbero ritracciare modestamente. Il deflatore e il deflatore core dei consumi di aprile dovrebbero segnare ampi rialzi, come emerso già con il CPI e il PPI, sulla scia di aggiustamenti probabilmente temporanei. La fiducia dei consumatori a maggio dovrebbe assestarsi su livelli inferiori a quelli di aprile, per via dei timori di ripresa dell'inflazione.

Martedì 25 maggio

Area euro

- **Germania.** La **stima finale** dovrebbe confermare la contrazione del **PIL** di -1,7% t/t (-3,0% a/a) nel trimestre invernale, dopo il +0,5% t/t (-3,3% a/a) di fine 2020. I dettagli dovrebbero mostrare un nuovo aumento degli investimenti, mentre i consumi sono attesi in decisa flessione; il contributo del canale estero dovrebbe essere circa zero. Dal lato dell'offerta la flessione dovrebbe essere trainata da commercio e parte dei servizi; anche le costruzioni dovrebbero registrare un calo transitorio, ma la loro incidenza sulla variazione del PIL sarà limitata. L'attività economica è attesa tornare a crescere nel trimestre in corso (+2,5% t/t), sulla scia dell'allentamento delle misure anti-COVID; la ripresa è attesa poi consolidarsi nei prossimi trimestri, sostenuta anche dalla politica fiscale e dalle condizioni finanziarie accomodanti. Ci attendiamo una crescita media annua del 3,6% nel 2021.
- **Germania.** Prevediamo un netto miglioramento dell'**IFO** a maggio, a 100,4 da 96,8 precedente, sulla scia dell'accelerazione della campagna vaccinale e della discesa della curva epidemica. L'indice sulle attese è visto in aumento a 101,4 da 99,5 come anche l'indicatore sulla situazione corrente (a 99,5 da 94,1 precedente).

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** ad aprile sono attese a 0,980 mln da 1,021 mln di marzo. L'indagine di fiducia dei costruttori di case è su un trend di moderato calo da fine 2020, con indicazioni di stabilizzazione delle vendite correnti e attese su livelli elevati, ma inferiori a quelli visti nella seconda metà del 2020. Il mercato immobiliare residenziale resterà probabilmente vincolato dalla scarsità di scorte e dai prezzi elevati, spinti anche dall'inarrestabile rialzo dei prezzi del legname e dalla difficoltà a reperire manodopera.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a maggio dovrebbe correggere a 117 da 121,7 di aprile, in linea con le indicazioni delle altre indagini di fiducia che hanno registrato un ritracciamento il mese scorso, attribuito ai timori di ripresa dell'inflazione e alla fine degli effetti dello stimolo fiscale sulle condizioni correnti. Sarà importante vedere la valutazione del mercato del lavoro, dopo il rallentamento della dinamica occupazionale di aprile: fino al mese scorso, i consumatori segnalavano continui, ampi miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro in linea con ulteriore riduzione del tasso di disoccupazione. Le aspettative di inflazione a 1 anno ad aprile si erano stabilizzate sui massimi dal 2011, ma alla luce dei risultati delle altre indagini potrebbe esserci una ripresa del trend verso l'alto in atto da fine 2020.

Mercoledì 26 maggio

Area euro

- **Francia.** La **fiducia dei consumatori** per il mese di maggio è attesa in crescita, dopo la lettura di aprile risultata stabile a 94 (massimo da inizio 2021). Nel corso del mese si è assistito a un progressivo allentamento delle misure restrittive sulla mobilità e le attività economiche. Il Governo ha annunciato che da giugno l'obbligo di coprifuoco potrebbe essere dapprima spostato alle 23 e quindi, dal 30 giugno, eliminato del tutto, aprendo altresì alla possibilità di cenare all'interno dei locali di ristorazione. Permarranno invece le normali misure di prevenzione, quali l'utilizzo obbligatorio delle mascherine, il distanziamento sociale e la capacità ridotta di musei, ristoranti e negozi. Per il mese di maggio ci aspettiamo un recupero dell'indice fino a 96, sulla scia di maggiori intenzioni di acquisto per i prossimi 12 mesi e di un miglioramento delle prospettive occupazionali.
- **Francia.** L'**indice di fiducia delle imprese manifatturiere**, per il mese di maggio, è atteso consolidare i progressi già registrati ad aprile (104 dopo il 99 del mese di marzo). Ci attendiamo un ulteriore progresso a 106.

Giovedì 27 maggio

Area euro

- **Italia.** La **fiducia di consumatori e imprese** è attesa in ulteriore recupero a maggio, grazie al graduale intensificarsi del processo di allentamento delle restrizioni anti-COVID. Il morale delle famiglie è visto a 103 da 102,3 precedente: si tratterebbe di un nuovo massimo dallo scorso mese di settembre. L'indice composito di fiducia delle aziende è atteso a 98,5 da 97,3 di aprile: nel mese, il miglioramento sarebbe trainato soprattutto dai servizi, mentre il manifatturiero è visto consolidare i recenti progressi a 105,7 da 105,4 precedente. Le ulteriori riaperture programmate tra giugno e luglio dovrebbero favorire il prosieguo di un trend di ripresa, specie nei servizi.

Stati Uniti

- La seconda stima del **PIL del 1° trimestre** è prevista in modesto aumento rispetto alla stima *advance*, con una variazione di 6,5% t/t ann, da 6,4% t/t ann.
- Gli **ordini di beni durevoli** ad aprile (prel.) dovrebbero essere in ulteriore rialzo, con un aumento di 0,8% m/m dopo 1% m/m di marzo. Anche al netto dei trasporti la variazione dovrebbe essere solida, 0,7% m/m, dopo 2,3% m/m. Le indicazioni delle indagini di settore segnalano costante espansione di ordini e consegne, in linea con previsioni di ulteriore crescita solida degli investimenti fissi non residenziali nel 2° trimestre.

Venerdì 28 maggio

Area euro

- **Area euro.** L'**indice ESI** di fiducia economica della Commissione Europea **di maggio** è visto in ulteriore aumento a 110,7 dopo l'ampio balzo a 110,3 già registrato in aprile (quando aveva raggiunto un massimo dal 2018). I progressi dovrebbero risultare guidati soprattutto dai servizi (3,2 da 2,1) grazie all'effetto sull'attività economica dell'allentamento delle misure restrittive, mentre il morale nel manifatturiero potrebbe portarsi a 11,1 da 10,7 precedente. L'indice di fiducia dei consumatori è atteso a -7,5 da -8,1 di aprile.
- **Francia.** La **lettura finale del PIL** relativa al primo trimestre 2021 dovrebbe confermare la precedente rilevazione (+0,4% t/t). I consumi delle famiglie dovrebbero risultare poco variati come nella prima stima (+0,3% dopo il netto calo del -5,7% nel trimestre precedente). Diversamente, gli investimenti sono visti in accelerazione a +2,2% t/t nel primo trimestre 2021 dopo il +1,3% t/t nel quarto trimestre 2020, trainati soprattutto dalle costruzioni (+5,1% t/t dopo il -2,7% precedente). Per il secondo e terzo trimestre, dovrebbe continuare il trend espansivo

per gli investimenti, e si dovrebbe vedere un recupero significativo per i consumi, grazie anche all'extra-risparmio accumulato nell'ultimo anno.

- **Francia.** La **spesa per consumi** è attesa in ulteriore calo ad aprile (-1,4% m/m), dopo la flessione già registrata a marzo (-1,1% a marzo). Il Governo ha disposto la chiusura degli esercizi commerciali non essenziali in tutto il Paese da fine marzo al 19 maggio. È atteso un rimbalzo già nel mese in corso, e una significativa accelerazione a giugno.
- **Francia.** La stima flash dell'**inflazione** di maggio è attesa nuovamente in accelerazione sia sull'indice nazionale, all'1,5% dall'1,2% di aprile, che sull'armonizzato, all'1,7% dall'1,6% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di quattro decimi sulla misura nazionale e di tre sull'indice armonizzato Ue. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe raggiungere un picco a cavallo tra terzo e quarto trimestre. In media annua, il 2021 potrebbe chiudersi con una crescita dei prezzi di 1,6% sull'armonizzato (1,4% sull'indice domestico).

Stati Uniti

- La **spesa personale** ad aprile dovrebbe aumentare di 0,6% m/m, dopo 4,2% m/m di marzo, con la componente beni circa stabile, in linea con le indicazioni delle vendite al dettaglio, e i servizi in crescita grazie alla diffusa riapertura delle attività aggregative seguita al calo dei contagi. Il **reddito personale** è previsto in calo di -15% m/m, dopo +21,1% m/m di marzo, con la fine dell'effetto dello stimolo dell'American Rescue Plan. Il **deflatore dei consumi** è atteso in rialzo di 0,5% m/m (3,4% a/a), con una variazione prevista per l'indice **core** di 0,6% m/m (2,9% a/a), marginalmente meno sostenuta rispetto al CPI per via del minor peso della componente abitazione. L'andamento dei prezzi **core** rimarrà volatile per diversi mesi, con l'adeguamento dei livelli dei prezzi nei settori colpiti direttamente dalla pandemia in seguito alla riapertura dell'attività. A questo fenomeno temporaneo, caratteristico del settore dei servizi, si aggiungono le pressioni verso l'alto per i beni soggetti a spinte collegate a eccesso di domanda (principalmente, ma non solo, nel segmento auto). La Fed ha ripetuto in tutte le occasioni disponibili che non risponderà a variazioni transitorie dell'inflazione.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a maggio (finale) dovrebbe registrare una risalita a 85, dopo il sorprendente calo a 82,8 della lettura preliminare. Il focus sarà sulle **aspettative di inflazione**, dopo il balzo a 3,1% sull'orizzonte a 5 anni e a 4,6% su quello a 1 anno.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (24 – 28 maggio 2021)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo			
Mar	25/5	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T1	-3.0	%	-3.0	-3.0		
			PIL s.a. t/t dettagliato	*	T1	-1.7	%	-1.7	-1.7		
		10:00	GER	IFO	**	mag	96.8		98.0	100.4	
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mag	94.1		95.5	99.5	
		10:00	GER	IFO (attese)		mag	99.5		101.0	101.4	
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		mar	11.9	%			
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mar	0.9	%			
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mag	4.4				
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	apr	1.021	Mln	0.998	0.980	
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	mag	121.7		120.0	117.0	
Mer	26/5	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	mag	104			106		
		FRA	Fiducia consumatori		mag	94			96		
Gio	27/5	GER	Fiducia consumatori		giu	-8.8		-5.5			
		ITA	Fiducia consumatori		mag	102.3			103.0		
		ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	mag	105.4			105.7		
		ITA	Bilancia commerciale (non EU)		apr	4.8	Mld €				
		USA	Richieste di sussidio	*	settim	444	x1000				
		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.751	Mln				
		USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T1	prel 2.3	%				
		USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T1	prel 4.1	%				
		USA	PIL t/t ann. prelim		T1	6.4	%	6.5	6.5		
		USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	apr	1.0 (0.8)	%	0.8	0.8		
		USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	apr	2.3 (1.9)	%	0.7	0.7		
		Ven	28/5	GIA	Tasso di disoccupazione		apr	2.6	%	2.7	
				GIA	Job to applicant ratio		apr	1.1		1.1	
FRA	PIL t/t finale			*	T1	prel 0.4	%		0.4		
FRA	Spese per consumi m/m			**	apr	-1.1	%		-1.4		
FRA	IPCA a/a prelim			*	mag	1.6	%	1.7	1.7		
ITA	PPI a/a				apr	2.7	%				
ITA	PPI m/m				apr	0.9	%				
EUR	Fiducia industria				mag	10.7		11.0	11.1		
EUR	Indice di fiducia economica			**	mag	110.3		112.1	110.7		
EUR	Fiducia servizi				mag	2.1			3.2		
EUR	Fiducia consumatori finale				mag	-8.1			-7.5		
USA	Bilancia commerciale dei beni prelim				apr	-90.6	Mld \$				
USA	Deflatore consumi (core) m/m			*	apr	0.4	%	0.5	0.6		
USA	Spesa per consumi (nominale) m/m			*	apr	4.2	%	0.6	0.6		
USA	Deflatore consumi (core) a/a			*	apr	1.8	%	2.4	2.9		
USA	Deflatore consumi a/a			*	apr	2.3	%		3.4		
USA	Redditi delle famiglie m/m				apr	21.1	%	-14.5	-15.0		
USA	PMI (Chicago)			*	mag	72.1		66.0			
USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale				mag	prel 82.8		83.0	85.0		

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

Calendario degli eventi (24 – 28 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 24/5	13:05	GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
	15:00	USA	Discorso di Brainard (Fed)
	17:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
	18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	23:30	USA	Discorso di George (Fed)
	--	UE	* Riunione straordinaria del Consiglio Europeo
Mar 25/5	15:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	16:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)
	18:00	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
	--	UE	* Riunione straordinaria del Consiglio Europeo
Mer 26/5	03:30	GIA	Discorso di Suzuki (BoJ)
	11:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	16:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)
	21:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)
Gio 27/5	13:00	GB	Discorso di Vlieghe (BoE)
Ven 28/5	09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	mag	26.3	23.9	24.3
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mag	83	83	83
Acquisti netti att. finanziarie (I/term.)	mar	4.3 (4.2)	Mld \$	262.2
Licenze edilizie	apr	1.755 (1.759)	Mln	1.770
Nuovi cantieri residenziali	apr	1.733 (1.739)	Mln	1.710
Richieste di sussidio	settim	478 (473)	x1000	450
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.640 (3.655)	Mln	3.640
Indice Philadelphia Fed	mag	50.2	43.0	31.5
Indice anticipatore m/m	apr	1.3	%	1.4
Markit PMI Composito prelim.	mag	63.5		
Markit PMI Manif. prelim.	mag	60.5	60.2	
Markit PMI Servizi prelim.	mag	64.7	64.5	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	apr	6.01	Mln	6.09

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

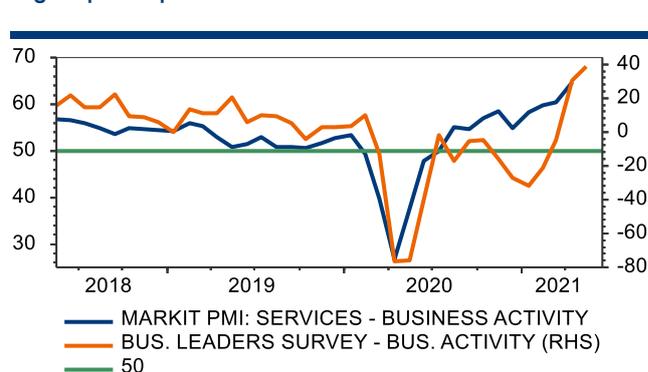
La **Business Leaders Survey** condotta dalla NY Fed presso le imprese nel settore dei servizi a maggio registra un aumento dell'indice generale a 38,8 (+9 punti, dopo un incremento di 25 punti a marzo), massimo storico per la serie. L'indice di clima resta in territorio negativo, a -8,5, ma migliora di 17 punti rispetto ad aprile, con indicazioni di un clima marginalmente inferiore al normale, ma in netto recupero. Occupazione, salari, prezzi pagati e ricevuti sono in territorio espansivo e in modesto rialzo rispetto ad aprile. Gli indici a 6 mesi danno segnali ottimistici, con l'indice generale su un massimo storico a 67,8, con un incremento della componente occupazione al livello record di 51,8.

Business Leaders Survey della NY Fed: le imprese nel settore dei servizi sono sempre più ottimiste



Fonte: Refinitiv-Datastream

Segnali positivi per il PMI dei servizi



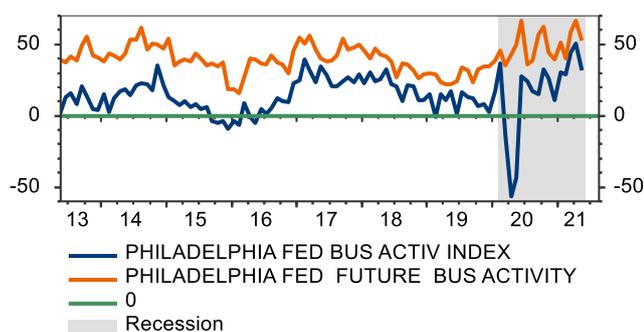
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **Empire della NY Fed** è poco variato a maggio, a 24,3 da 26,3 di aprile. Il quadro che emerge dall'indagine è generalmente molto positivo, con un'accelerazione di ordini e consegne (a 28,9 e 29,7, rispettivamente), stabilità su livelli elevati per gli ordini inevasi e i tempi di consegna e indicazioni di attività in crescita solida con difficoltà a soddisfare la domanda. Gli occupati sono in aumento moderato, in linea con aprile (13,6 da 13,9), mentre la settimana lavorativa aumenta (18,7 da 12,7). Gli indici di prezzo proseguono sul trend verso l'alto: prezzi pagati a 83,5 da 74,7 e prezzi ricevuti a 37,1 da 34,9. Gli indicatori a 6 mesi restano vicini ai livelli di aprile, con segnali ampiamente espansivi: condizioni generali a 36,6, ordini a 35,3, occupati a 37,3. È importante rilevare una potenziale svolta degli indici di prezzo, con i prezzi pagati a 67,1 da 71,2 e quelli ricevuti a 43,6 da 45,2, che danno supporto allo scenario di pressioni inflazionistiche transitorie. Il quadro che emerge dall'indagine conferma l'aspettativa di proseguimento di espansione solida nel manifatturiero nei prossimi trimestri.

L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio corregge a 31,5, dal livello record di aprile (50,2), ma mantiene indicazioni ampiamente espansive per il settore, con il 43% delle imprese che riporta

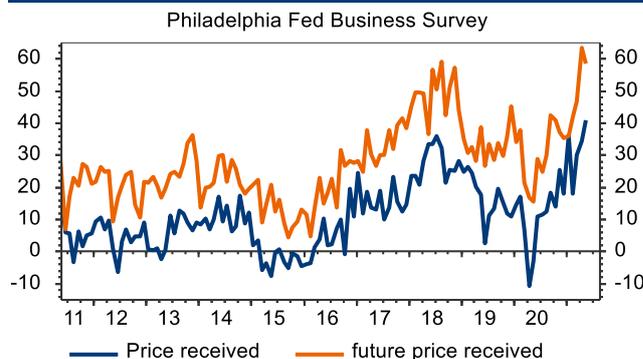
un aumento dell'attività e il 12% che segnala una flessione. Ordini e consegne calano di 4 punti ciascuno scendendo a 32,5 e 21, rispettivamente. Per il mercato del lavoro, l'indice occupazione è a 19,3 (-12 punti), mentre le ore lavorate aumentano a 35,5 (+6 punti). Gli **indici di prezzo** sono in ulteriore rialzo, a 76,8 per i prezzi pagati (+8 punti) e a 41 (+7 punti) per quelli ricevuti. Le imprese restano ottimiste riguardo allo **scenario a 6 mesi**, anche se l'indice generale cala a 52,7(-14 punti), dal massimo degli ultimi 20 anni toccato ad aprile. Ordini, consegne e occupazione rimangono molto elevati, a 50,3, 57,4 e 52,1 rispettivamente. Per i prezzi le imprese vedono una prima flessione dopo mesi di rialzi, con i prezzi pagati a 66,7 da 71,5 e quelli ricevuti a 58,4 da 63,6. Le domande speciali del mese riguardano le previsioni delle imprese per i prezzi di vendita e per l'inflazione al consumo nei prossimi 4 trimestri. La previsione mediana è di aumento dei prezzi di vendita del 5%, dal 3% previsto nell'indagine di febbraio, contro un incremento mediano effettivo dei prezzi nell'ultimo anno pari a 2,3%. Le imprese prevedono che le retribuzioni dei loro dipendenti siano in rialzo del 4%, dal 3% del trimestre precedente. Riguardo all'inflazione al consumo, l'aspettativa mediana è per prezzi in aumento del 4%, dal 3% del trimestre precedente, mentre l'aspettativa per l'inflazione su un orizzonte a 10 anni è stabile al 3%. L'indagine conferma l'espansione corrente e attesa del manifatturiero, con pressioni verso l'alto sui prezzi su un orizzonte a 1 anno, in possibile rallentamento su un periodo più prolungato.

Philadelphia Fed: l'espansione del manifatturiero prosegue



Fonte: Refinitiv-Datastream

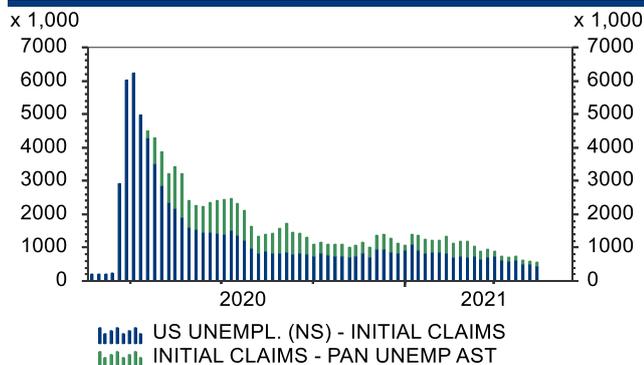
Indici di prezzi di vendita ancora su un trend verso l'alto



Fonte: Refinitiv-Datastream

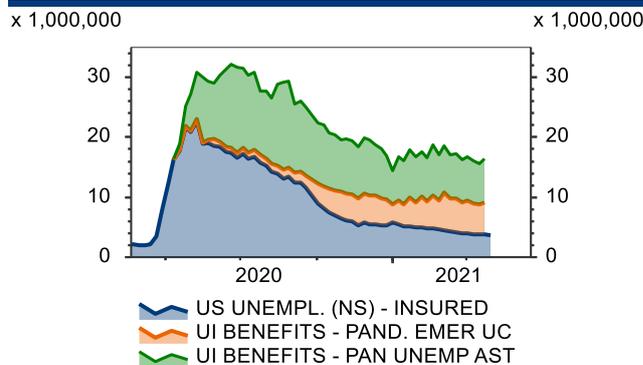
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa l'8 maggio correggono a 473 mila, da 507 mila della settimana precedente, e toccano il minimo dal 14 marzo 2020. I nuovi sussidi totali (statali e federali) sono pari a 597 mila. I sussidi statali esistenti nella settimana del 1° maggio calano a 3,655 mln da 3,7 mln della settimana precedente. I sussidi totali in essere al 24 aprile sono ancora in aumento, a 16,855 mln (+696 mila). I dati indicano che il miglioramento del mercato del lavoro prosegue a maggio e danno segnali positivi per l'*employment report* di questo mese.

Le richieste di nuovi sussidi proseguono sul trend verso il basso nella prima settimana di maggio



Fonte: Refinitiv-Datastream

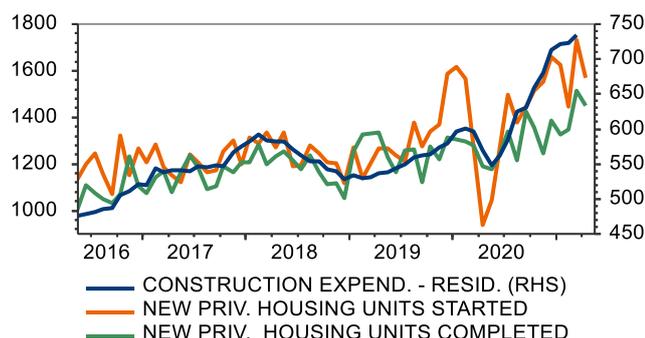
I sussidi statali esistenti continuano a scendere gradualmente, mentre i sussidi federali sono circa stabili a fine aprile



Fonte: Refinitiv-Datastream

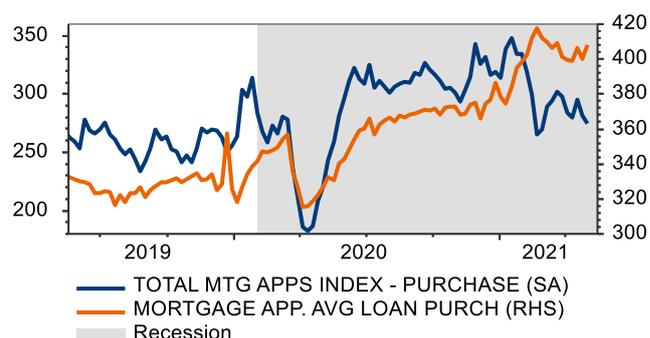
I nuovi **cantieri residenziali** ad aprile calano a 1,449 mln, in flessione di 4,4% m/m da 1,733 mln di marzo, ma in rialzo di 67,3% a/a. La correzione di aprile segue due mesi di ampia volatilità, con debolezza collegata al clima a febbraio seguita da un solido incremento a marzo: il livello di aprile mantiene i cantieri su un modesto trend verso l'alto. I cantieri per le unità monofamiliari correggono di 13,4% m/m, a 1,087 mln. Le **licenze** aumentano a 1,760 mln, in rialzo di 0,3% m/m da 1,755 mln di marzo e di 60,9% a/a, con indicazioni positive per l'attività nei prossimi mesi. Il settore immobiliare residenziale è frenato da prezzi delle case spinti verso l'alto dai costi degli input e dalla scarsità di scorte.

Nuovi cantieri residenziali e costruzioni completate su un trend di modesto rialzo



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le domande di nuovi mutui si sono stabilizzate, dopo i picchi del 2020, con mutui di dimensione crescente per via del rialzo dei prezzi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
PIL t/t prelim	T1	2.8	%	-1.2	-1.3
PIL t/t, ann. prelim	T1	11.6 (11.7)	%	-4.6	-5.1
Produzione industriale m/m finale	mar	2.2	%		1.7
Ordinativi di macchinari m/m	mar	-8.5	%	6.4	3.7
Bilancia commerciale	apr	662.2	Mld ¥ JP	140.0	255.3
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	apr	-0.1	%	-0.2	-0.1
CPI (naz.) a/a	apr	-0.2	%		-0.4
PMI manifatturiero prelim	mag	53.6			52.5

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

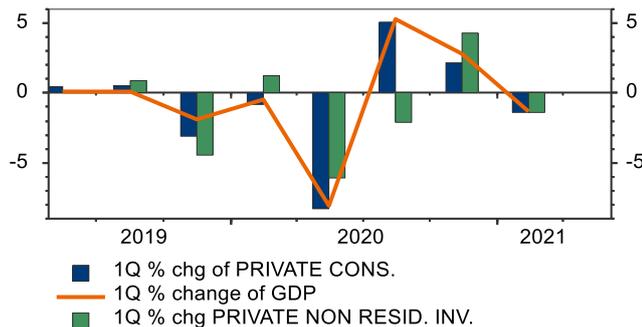
Fonte: Refinitiv-Datastream

La prima stima del **PIL del 1° trimestre** registra una variazione di -1,3% t/t (-5,1% t/t ann.), contro aspettative per -1,2% t/t, sulla scia degli effetti restrittivi dell'ondata pandemica di inizio anno. La domanda domestica corregge di -1,1% t/t, spinta verso il basso sia dalla componente privata (-0,9% t/t), sia da quella pubblica (-1,6% t/t). I consumi privati calano di -1,4% t/t, dopo due trimestri di crescita positiva (5,1% t/t e 2,2% t/t nel 3° e nel 4° trimestre, rispettivamente). Anche gli investimenti fissi non residenziali sono in calo (-1,4% t/t, dopo 4,3 % t/t dell'autunno). Il canale estero dà un contributo negativo pari a -0,2pp, in presenza di un netto rallentamento dell'export (2,3% t/t dopo 11,7% t/t nel 4° trimestre) e di una crescita delle importazioni ancora solida (4% t/t, dopo 4,8% t/t).

La debolezza della crescita nel 1° trimestre espone la fragilità del quadro economico giapponese, soggetto ai rischi di rinnovate ondate di contagi. Al contrario di quanto sta avvenendo negli altri paesi industrializzati, in fase di ripresa grazie alla diffusione dei vaccini, in Giappone la lentezza e i **ritardi della campagna vaccinale** hanno lasciato spazio a un nuovo aumento di contagi, che ha portato alla terza dichiarazione di stato di emergenza nazionale. Le restrizioni sono ora state prolungate fino a fine maggio ed estese a sette prefetture, con misure di contenimento meno drastiche imposte anche in altre aree. Al 16 maggio, solo il 3,5% della

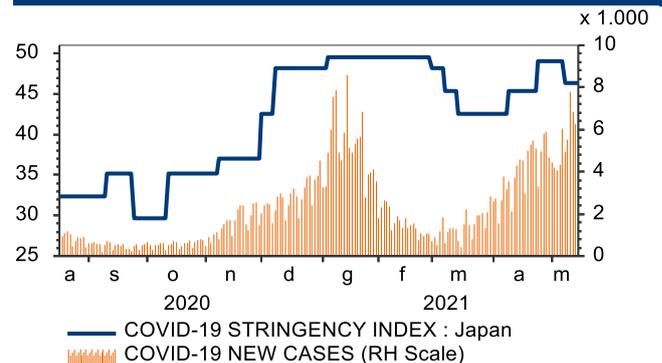
popolazione ha ricevuto almeno una dose di vaccino e il ritmo di somministrazioni rimane molto lento, inferiore a 200 mila/giorno. **La previsione per il 3° trimestre è di crescita nella migliore delle ipotesi stagnante**, sostenuta dal canale estero a fronte di ulteriore debolezza dei consumi. Le indagini di settore hanno registrato una ripresa del manifatturiero e una risalita dell'attività nei servizi ad aprile, che però dovrebbe essere di nuovo frenata a maggio in seguito alle misure restrittive.

Giappone: PIL di nuovo in contrazione a inizio 2021



Fonte: Refinitiv-Datastream

La lentezza della campagna vaccinale espone il Giappone a nuove ondate pandemiche



Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordinativi privati di macchinari** (al netto delle componenti volatili) a marzo aumentano di 3,7% m/m, con una variazione di -5,3% t/t rispetto a fine 2020. Le previsioni per il periodo aprile-giugno sono di rialzo di 2,5% t/t per questo aggregato e di 7% t/t nel manifatturiero. L'economia giapponese dovrebbe essere circa stagnante nel 2° trimestre, a causa della ripresa dei contagi e dello stato di emergenza esteso fino almeno a fine maggio, ma dovrebbe riaccelerare in estate, restando comunque soggetto ai rischi di nuove ondate pandemiche vista la lentezza della campagna vaccinale.

Il **CPI** ad aprile è in calo di -0,4% a/a (consenso: -0,1% a/a), e **l'indice al netto degli alimentari freschi** corregge di -0,1% a/a (consenso: -0,2% a/a), come a marzo. L'indice al netto degli alimentari freschi è in calo di -0,5% m/m, spinto verso il basso da riduzioni delle tariffe della telefonia mobile, che spingeranno verso il basso l'inflazione anche nei prossimi mesi, a fronte di rialzi dei prezzi dell'energia e di alcuni servizi (tariffe alberghiere, assicurazione auto, istruzione universitaria). Escludendo anche l'energia, i prezzi sono in calo di -0,2% a/a (da +0,1% a/a di marzo) e di -0,7% m/m. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe risalire in territorio positivo sulla scia del trend in rialzo dell'energia e della protratta sospensione dei programmi di sostegno al turismo (che avevano spinto verso il basso le tariffe alberghiere e dei servizi ricreativi in generale) per via dello stato di emergenza e dell'ondata pandemica in atto.

Il **PMI manifatturiero flash** a maggio corregge a 52,5, minimo da febbraio, da 53,6 di aprile, confermando la continua espansione del manifatturiero pur in una fase di misure di contenimento sui servizi dovuta allo stato di emergenza in atto da fine aprile. Le componenti produzione e ordini e ordini dall'estero rallentano, mentre occupazione e prezzi sono ancora in accelerazione. Le imprese restano comunque ottimiste sulle prospettive. Al momento, in seguito alle misure restrittive in atto da un mese, l'ondata pandemica di aprile sembra avere toccato un picco, con la media settimanale dei contagi in calo nell'ultima settimana.

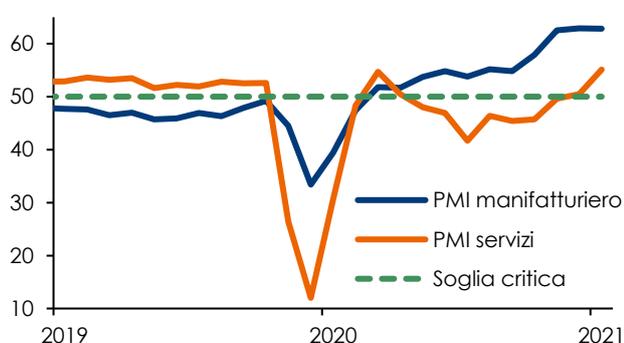
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PIL a/a 2a stima	T1	-1.8	%	-1.8
EUR	PIL t/t 2a stima	T1	-0.6	%	-0.6
EUR	CPI a/a finale	apr	1.6	%	1.6
EUR	CPI m/m finale	apr	0.9	%	0.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	apr	0.8	%	0.8
EUR	PMI servizi prelim	mag	50.5		55.1
EUR	PMI manifatturiero prelim	mag	62.9		62.8
EUR	PMI composito prelim	mag	53.8		56.9
EUR	Fiducia consumatori flash	mag	-8.1		-6.8
FRA	PMI servizi prelim	mag	50.3		56.6
FRA	PMI manifatturiero prelim	mag	58.9		59.2
GER	PPI m/m	apr	0.9	%	0.8
GER	PPI a/a	apr	3.7	%	5.1
GER	PMI manifatturiero prelim	mag	66.2		64.0
ITA	IPCA a/a finale	apr	1.0	%	1.0
ITA	IPCA m/m finale	apr	0.9	%	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	apr	0.4	%	0.4
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	apr	1.1	%	1.1
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mar	4.750	(4.754) Mld €	5.190
ITA	Bilancia commerciale (EU)	mar	0.601	(0.605) Mld €	0.384
ITA	Fatturato industriale a/a	mar	0.8	(0.9) %	38.1
ITA	Fatturato industriale m/m	mar	0.2	%	1.6

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

Area euro. Le indagini PMI di maggio risultano complessivamente migliori delle attese sull'onda dell'allentamento delle misure restrittive con l'indice manifatturiero che si stabilizza a 62,8 da 62,9 (consenso 62,5) mentre quello relativo ai servizi balza a 55,1 da 50,5 (consenso 52,3), trainando l'indice composito a 56,9 da 53,8 precedente (consenso 55,1), ai massimi dal 2018. La **manifattura** si conferma quindi il settore trainante della ripresa, con l'indice in territorio espansivo per l'undicesimo mese consecutivo. Lo spaccato delle componenti rivela però un rallentamento del ritmo di crescita di produzione ed ordinativi, probabilmente frenati dalle strozzature presenti sul lato dell'offerta, come emerge dagli indici relativi alle commesse inevase e ai tempi di consegna (su nuovi record storici). I **servizi** invece sono il comparto più beneficiato dalle riaperture con le imprese che segnalano un netto incremento dell'attività e un ulteriore miglioramento delle aspettative in vista del graduale "ritorno alla normalità". Anche sul fronte **occupazionale** gli indici sono coerenti con una crescita delle assunzioni per il quarto mese consecutivo. Infine, per quanto riguarda i **prezzi** il quadro di eccesso di domanda e di conseguente difficoltà nel reperire le materie prime si riflette in una accelerazione dei prezzi, pagati e ricevuti, soprattutto nella manifattura, ma anche i servizi offrono segnali di rincaro, anche se più contenuto, per i listini.

Area euro: i servizi beneficiano delle riaperture, in stabilizzazione il PMI manifatturiero con indicazioni di strozzature all'offerta...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

... che si riflettono in un incremento dei tempi e in un aumento delle commesse inevase

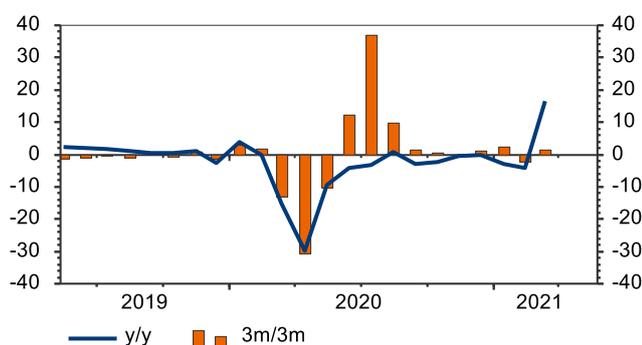


Nota: un aumento dei tempi di consegna si traduce in un calo dell'indice.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

A livello di singoli Paesi, in **Germania** si evidenzia una correzione per l'indice manifatturiero superiore alle attese (64,0 da 66,2, consenso 65,9), penalizzato da "severi colli di bottiglia nelle filiere produttive", e una salita di quello relativo ai servizi (52,8 da 49,9, consenso 52,0) che torna quindi al di sopra della soglia d'invarianza mentre l'indice composito si attesta a 56,2 da 55,8 (consenso 57,1). In **Francia** invece si registra un significativo miglioramento diffuso a manifattura (59,2 da 58,9, consenso 58,5), che presenta segnali di stress sul lato dell'offerta meno intensi rispetto quelli tedeschi, e servizi (56,6 da 50,3, consenso 53,0). Il PMI composito francese si porta dunque a 57,0 da 51,6, ai massimi dal luglio dello scorso anno. **Nel complesso i PMI di maggio offrono segnali incoraggianti per la ripresa nei servizi** grazie alle riaperture a fronte di **un contesto di eccesso di domanda per la manifattura**, situazione che nei prossimi mesi potrebbe limitare l'attività nel settore e generare temporanee pressioni al rialzo per i prezzi.

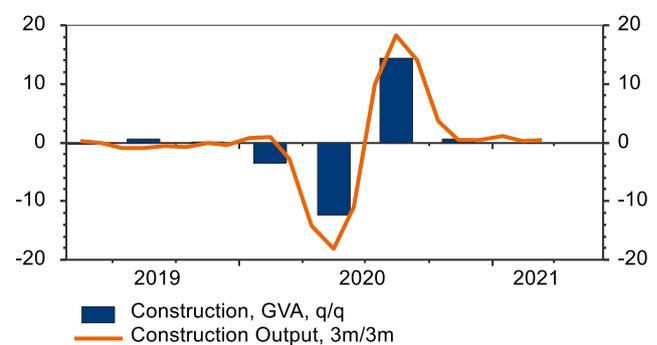
Area euro. A marzo la produzione nelle costruzioni è cresciuta di +2,7% m/m dopo la contrazione di -2,0% m/m registrata a febbraio, con progressi diffusi ai lavori edili e di ingegneria civile. Le costruzioni concludono quindi il 1° trimestre in espansione di +0,3% t/t, fornendo un contributo marginalmente positivo alla crescita del valore aggiunto. In termini tendenziali la variazione si attesta a +18,3% da -5,4% precedente, sostenuta dal confronto favorevole con marzo 2020 quando l'attività venne penalizzata dall'introduzione delle misure restrittive. L'edilizia risulta tra i settori più colpiti dal rincaro e dalla carenza delle materie prime; fattori che potrebbero limitare la ripresa nei prossimi mesi nonostante i segnali positivi relativi alle condizioni di domanda provenienti dalle più recenti indagini di fiducia.

Area euro: torna a crescere la produzione nelle costruzioni a marzo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

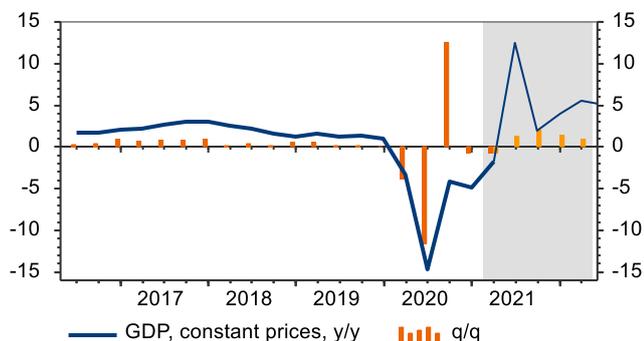
Il settore fornisce un modesto contributo positivo alla crescita del PIL nel 1° trimestre



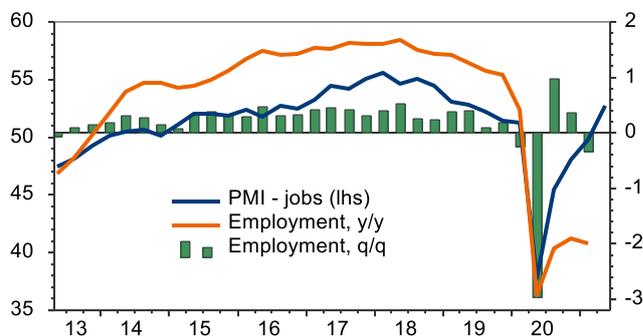
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tra le principali economie le **costruzioni** dovrebbero aver fornito un apporto positivo al PIL nel 1° trimestre in Italia e in Francia e negativo in Germania e Spagna. In Germania l'ampio rimbalzo di marzo (+10,8% m/m da -1,4% m/m) non è infatti risultato sufficiente a compensare le flessioni registrate a inizio anno, probabilmente imputabili anche alla scadenza del taglio temporaneo dell'imposta sul valore aggiunto che aveva spinto gli agenti economici ad anticipare l'attività, ove possibile, a fine 2020. In Italia invece l'output, che è ormai ritornato sui livelli pre-COVID, è cresciuto per il terzo mese consecutivo (+3,6% m/m da +1,3% m/m). In calo infine la produzione in Francia (-7,3% m/m da -4,9% m/m) e in Spagna (-0,9% m/m da -4,1% m/m).

Area euro. La seconda stima del PIL relativa al 1° trimestre ha confermato la contrazione di -0,6% t/t e di -1,8% a/a preliminare. Nello stesso periodo l'**occupazione** è calata di -0,3% t/t dopo la crescita di +0,4% t/t registrata in media nei tre mesi finali del 2020. In termini tendenziali l'occupazione risulta in flessione di -2,1% da -1,9% precedente. Dopo due trimestri consecutivi di contrazione l'economia dovrebbe tornare a crescere nel trimestre in corso sull'onda dell'allentamento delle misure restrittive che potrebbe permettere anche un graduale recupero dell'occupazione, al momento ancora al di sotto dei livelli pre-COVID, nei prossimi mesi.

Area euro: confermata la contrazione del PIL nel 1° trimestre, l'economia dovrebbe tornare a crescere in primavera


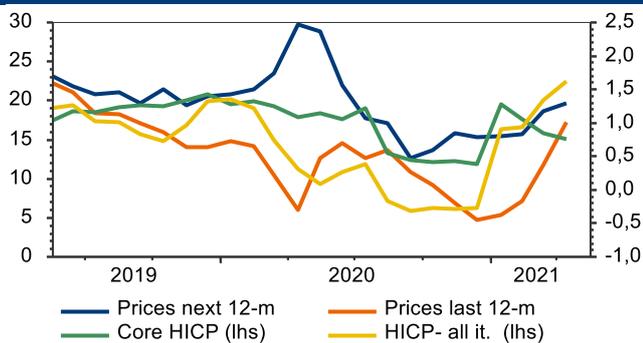
Fonte: Refinitiv Datastream

Area euro: torna a calare l'occupazione nel 1° trimestre del 2021, possibile recupero in vista


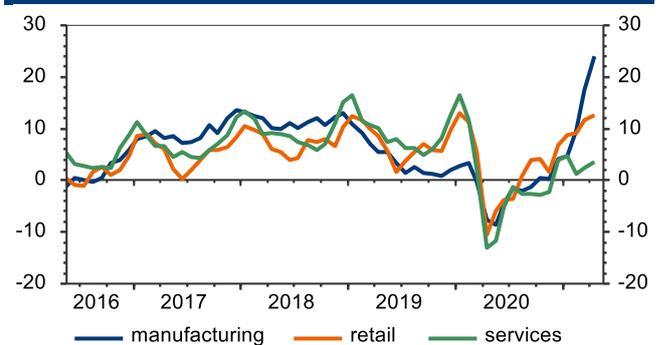
Fonte: Refinitiv Datastream

Area euro. I dati di **marzo** sul **commercio estero** in beni hanno evidenziato un calo delle esportazioni di -0,3% m/m (dato destagionalizzato) da +0,5% m/m precedente e una crescita delle importazioni di +5,6% m/m da +3,6% m/m di febbraio. Il 1° trimestre si chiude quindi con un aumento dell'import (+4,0% t/t) superiore a quello dell'export (+1,3% t/t) che implica un contributo negativo del canale estero alla crescita del PIL. In termini tendenziali si registra invece un netto rimbalzo di esportazioni (+8,9% a/a) e importazioni (+19,2% a/a) grazie al confronto favorevole con marzo 2020 quando i flussi vennero penalizzati dalle misure restrittive varate per frenare i contagi. Nel 1° trimestre del 2021 gli **scambi commerciali con il Regno Unito** restano ben al di sotto dei livelli registrati sia nel trimestre precedente che rispetto ad un anno prima, effetto dell'uscita dall'UE. L'impatto è maggiore per le importazioni dal Regno Unito (-35,4% a/a, pari a ben 16,3 miliardi) che per le esportazioni UE (-14,3%, -10,9 miliardi), tanto che il saldo commerciale UE-UK è migliorato di 5,4 miliardi a 34,8 miliardi di euro.

Area euro. Il **dato finale dell'inflazione** nel mese di aprile mostra una crescita da 1,3% a **1,6% a/a**, in linea con la stima preliminare. 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 (+1,4% m/m). Sulla variazione tendenziale, **l'aumento della componente energetica (a +10,4% a/a da +4,3% a/a precedente) spiega gran parte dell'inflazione osservata (contributo: +0,96pp)**. La forte crescita dell'energia è legata anche ad effetti base favorevoli. I dati per i beni industriali al netto dell'energia registrano una variazione tendenziale di 0,4% a/a (contributo: +0,12pp), 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 il picco nel quarto trimestre. L'indice generale seguirà la stessa dinamica ma con picchi più elevati per via del contributo positivo dell'energia; se per adesso, quindi, l'aumento dei prezzi è guidato principalmente da problemi dal lato dell'offerta, **a partire dai mesi estivi l'accelerazione sarà trainata dal consolidamento della domanda**. 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 Paesi** 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 +2,0% 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%), per poi raggiungere l'1,4% nel 2023.

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

Italia. I dati sul **commercio internazionale** hanno evidenziato, a marzo, il terzo incremento mensile consecutivo di esportazioni (+3,2% m/m da +0,4% m/m) ed importazioni (+6,0% m/m da +1,6% m/m) con entrambi i flussi che tornano per la prima volta sui livelli pre-COVID. Al netto dell'energia (che registra aumenti a doppia cifra) i progressi, seppur più contenuti (+2,4% m/m per le esportazioni, +4,3% m/m per le importazioni), risultano diffusi a tutte le componenti principali. Sul mese, i flussi commerciali sono in crescita sia verso i paesi UE (+3,7% m/m per le esportazioni, +5,4% m/m per le importazioni) che extra-UE (+2,6% m/m l'export, +6,8% m/m l'import). In termini tendenziali le esportazioni balzano invece a +28,1% da -4,4% precedente mentre le importazioni salgono a +35,1% da -1,5%, sostenute da un effetto base favorevole nel confronto con marzo 2020 quando il commercio estero venne penalizzato dalle misure restrittive. Se si esclude la farmaceutica (-9,3%), il comparto che lo scorso anno era stato meno colpito dall'emergenza sanitaria, tutti i settori tornano quindi a contribuire positivamente alla crescita tendenziale dell'export, trainato da macchinari (+32,3%), metalli (+35,4%) ed autoveicoli (+80,1%). Il dettaglio geografico evidenzia invece che su base annua le esportazioni risultano in crescita verso tutti i principali partner commerciali, in particolare sono le vendite verso Germania (+30,6%), Francia (+39,0%), Svizzera (+35,7%) e Paesi Bassi (+51,6%) a contribuire maggiormente all'incremento delle esportazioni. A marzo il saldo commerciale è risultato pari a +5.190 milioni di euro (+5.701 milioni in marzo 2020) e a +7.984 milioni (+7.707 milioni un anno prima) al netto dell'energia.

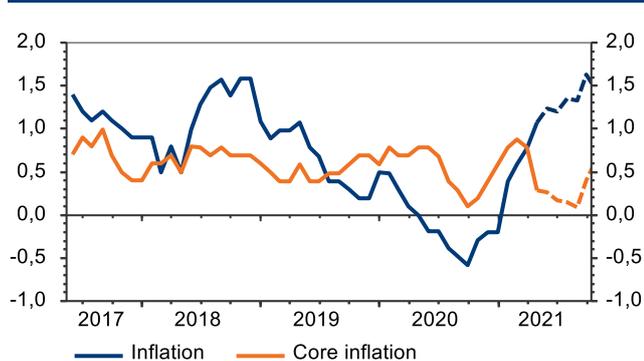
Italia. A marzo, la produzione nelle costruzioni è cresciuta per il terzo mese consecutivo, di ben +3,6% m/m (circa in linea con la media del bimestre precedente). Su base annua (corretta per gli effetti di calendario) l'output è balzato a +74,5%, per via del confronto con i livelli eccezionalmente bassi di marzo 2020, quando furono adottate le prime misure di chiusura che riguardarono anche i cantieri edili. Dopo la flessione di -2,7% t/t vista nel 4° trimestre 2020, la produzione è rimbalzata di +5,4% t/t nel 1° trimestre, e, anche sulla base dei segnali prospettici giunti dall'indagine di fiducia dei costruttori, è in rotta per un incremento anche nel trimestre in corso. Pertanto, dopo aver sottratto due decimi al PIL alla fine dell'anno scorso, **il settore è già tornato a dare un contributo significativamente positivo al PIL a inizio 2021, e tale trend è atteso continuare nel resto dell'anno.**

Italia. A marzo il fatturato industriale è salito per il quarto mese consecutivo, di +1,6% m/m (da +0,2% di febbraio). La crescita è spinta dal fatturato interno (+2% m/m). Trainante il rimbalzo dei beni strumentali (+3% m/m da -1,7% precedente) ma si registrano incrementi anche per i beni intermedi (+2,3% da +0,4% m/m) e per l'energia (+2,3% da +6,3% m/m), in calo invece i beni di consumo (-0,8% m/m da +0,7%). Su base tendenziale e corretta per gli effetti di calendario, la variazione è balzata a +38,1% da +0,8% di febbraio, sostenuta dal confronto favorevole con marzo 2020, quando l'attività industriale venne frenata dalle prime misure restrittive. Lo spaccato

settoriale evidenzia ampi progressi tendenziali diffusi a gran parte dei comparti, in particolare a mezzi di trasporto (+128,4%), metallurgia (+58,0%) e apparecchiature elettriche (+55,0%). Si registra invece un incremento solo modesto per l'alimentare (+1,3%) e una flessione per la farmaceutica (-6,9%), i due settori meno colpiti dalle chiusure lo scorso anno. Il fatturato ha chiuso il 1° trimestre in crescita di +3,5% t/t: a inizio anno, l'industria è tornata a contribuire positivamente al PIL e tale trend è atteso continuare e anzi rafforzarsi nel resto dell'anno.

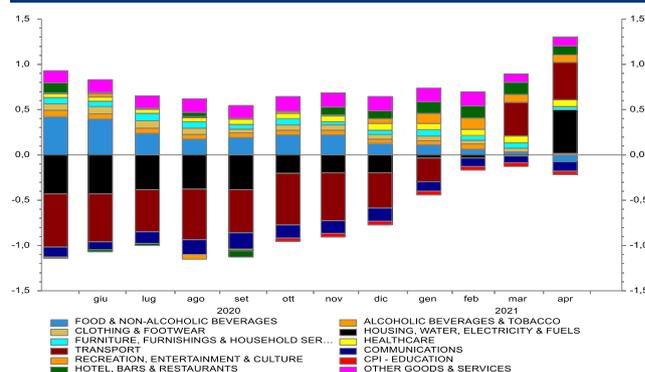
Italia. La seconda lettura mostra un'accelerazione dell'inflazione in aprile, in linea con la stima preliminare. **Sul NIC, l'inflazione annua è salita da 0,8% a 1,1% (massimo da due anni)**, con listini in aumento di 0,4% m/m. **Le pressioni al rialzo sul valore tendenziale sono venute principalmente dalla crescita dei beni energetici** (a 9,8% a/a da 0,4% precedente), che spiazza il calo degli alimentari freschi (-0,3% a/a da 1%) 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% 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

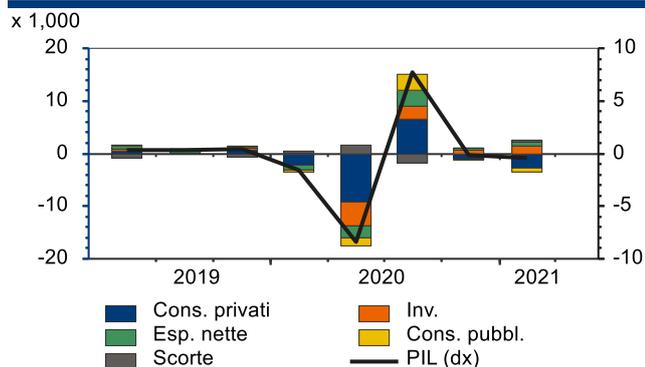


Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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.

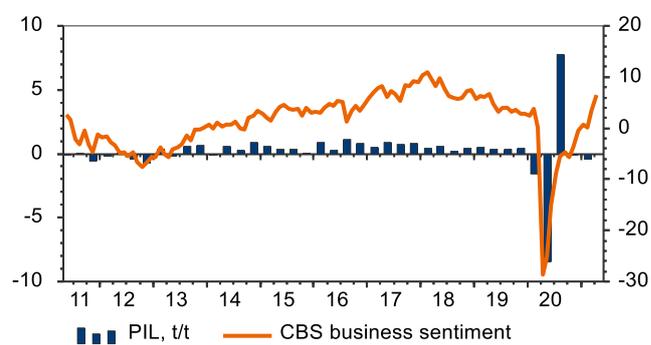
Paesi Bassi. La prima stima indica che nel primo trimestre il **PIL** è calato di -0,5% t/t (-1,9% a/a) da -0,1% t/t (-3,0% a/a) del trimestre autunnale. Lo spaccato indica un contributo negativo della domanda interna di -1,1 punti da -0,4; i consumi privati sono diminuiti del -3,5% t/t, mentre gli investimenti fissi sono aumentati del +3,7% t/t. Il commercio estero ha contribuito positivamente alla crescita per +0,4 punti da +0,2 precedente, con le esportazioni a +1,6% t/t da +1,0% t/t e le importazioni a +1,3% t/t da +0,9% t/t. Il 2021 dovrebbe chiudersi con una crescita del PIL di +2,5% rispetto al 2020, meglio delle attese di inizio anno.

Paesi Bassi - Contributi alla formazione del PIL



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

Paesi Bassi - Fiducia economica e andamento del PIL



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

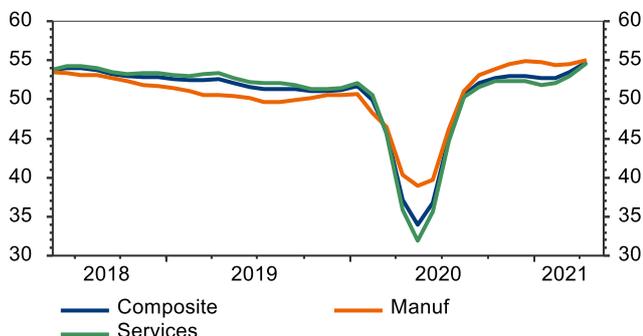
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	apr	24.5	%	20.3
Vendite al dettaglio cumulate a/a	apr	33.90	%	29.61
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	apr	25.6	%	19.0
Produzione industriale a/a	apr	14.1	%	9.8
Vendite al dettaglio a/a	apr	34.2	%	24.9
Tasso prime rate a 1 anno	mag	3.85	%	3.85
Tasso prime rate a 5 anni	mag	4.65	%	4.65

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

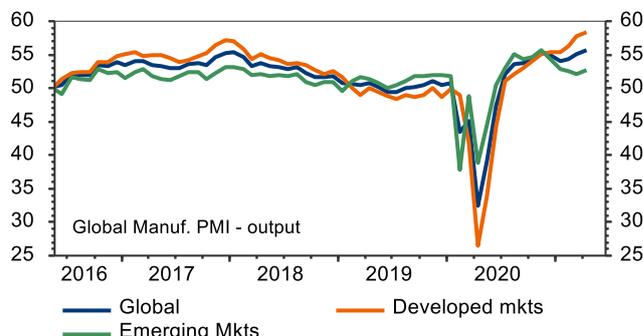
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



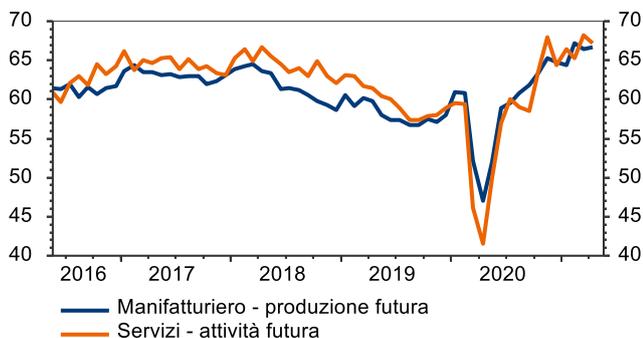
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



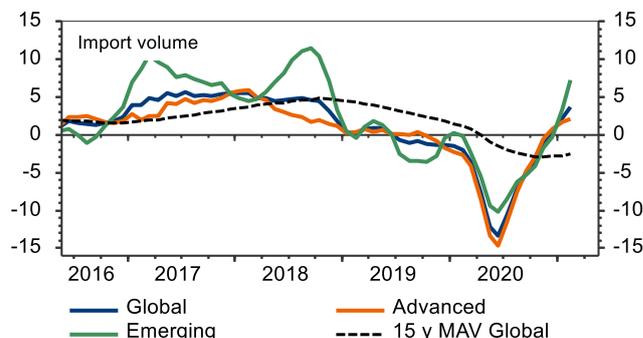
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



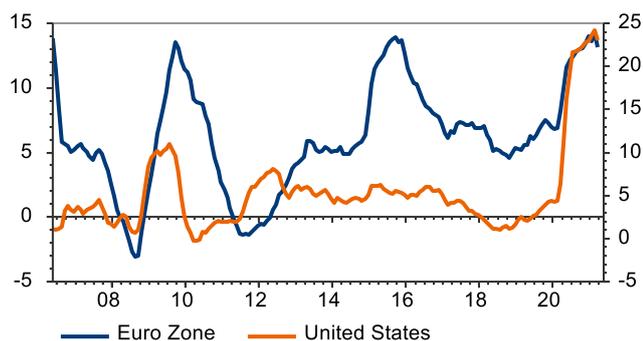
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



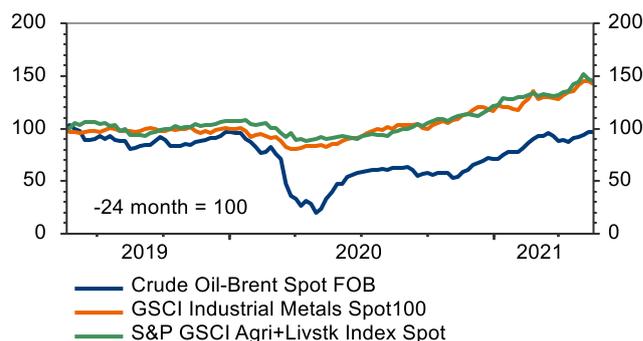
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

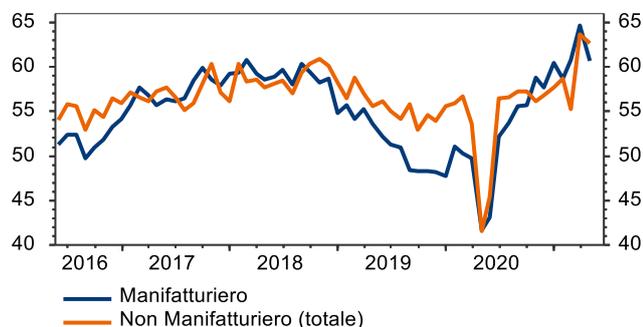
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

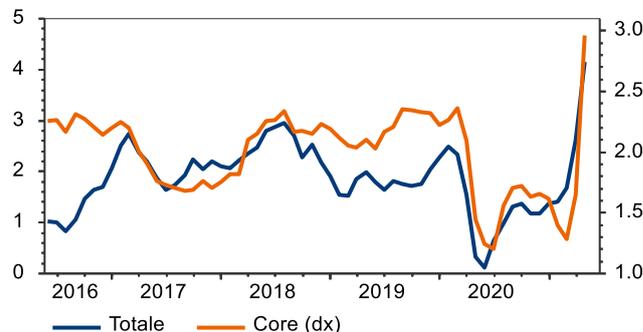
Stati Uniti

Indagini ISM



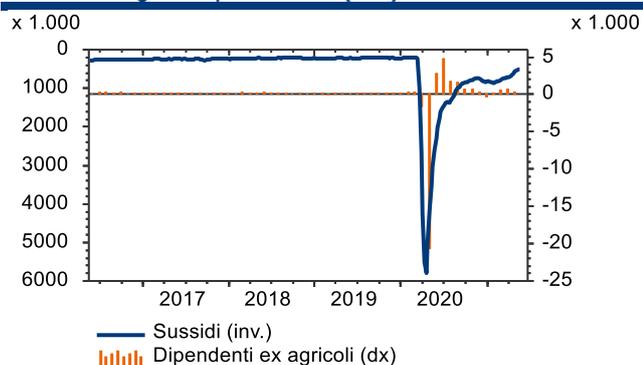
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



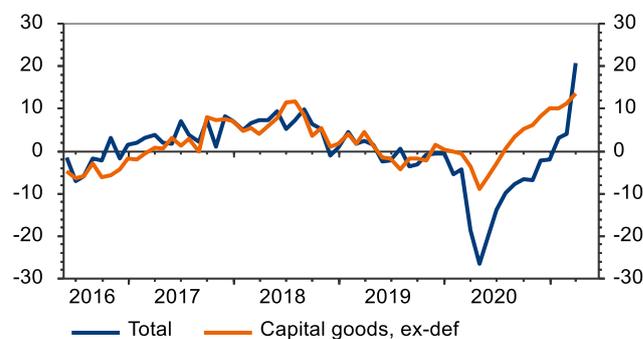
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

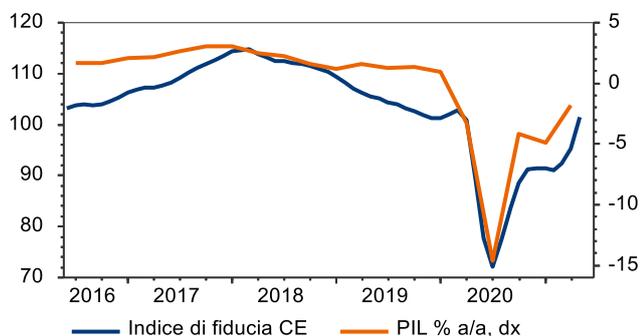
Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021										
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIL (prezzi costanti,a/a)	-3.5	7.5	4.3	0.3	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	13.7	8.4	8.1				
- trim./trim. annualizzato				-5.0	-31.4	33.4	4.3	6.4	12.9	10.2	3.4				
Consumi privati	-3.9	9.6	5.1	-6.9	-33.2	41.0	2.3	10.7	16.2	12.4	3.6				
IFL - privati non residenziali	-4.0	7.6	2.8	-6.7	-27.2	22.9	13.1	9.9	8.1	4.0	2.2				
IFL - privati residenziali	6.1	12.4	-0.1	19.0	-35.6	63.0	36.6	10.8	0.3	0.7	0.5				
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.3	1.3	1.3	2.5	-4.8	-0.8	6.3	6.6	-4.8	-2.4				
Esportazioni	-12.9	7.5	9.6	-9.5	-64.4	59.6	22.3	-1.1	8.4	21.5	13.1				
Importazioni	-9.3	14.5	5.5	-15.0	-54.1	93.1	29.8	5.7	16.6	8.9	5.5				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.5	0.0	-1.7	-4.3	6.5	1.4	-3.1	1.8	1.2	0.5				
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	3.3	2.1	2.1	0.4	1.2	1.2	1.9	4.3	3.6	3.3				
Produzione Industriale	-6.7	6.2	4.1	-1.7	-13.0	9.4	2.3	0.6	2.3	1.6	1.2				
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.

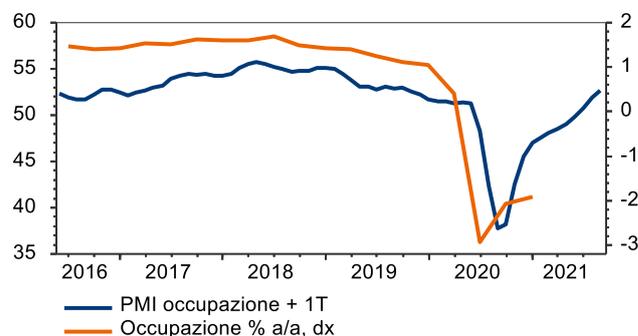
Area euro

PIL



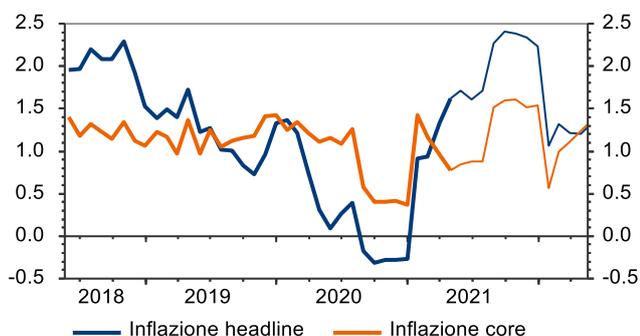
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	2.3	1.3
settembre	-0.3	2.4	1.3
ottobre	-0.3	2.4	1.3
novembre	-0.3	2.3	1.4
dicembre	-0.3	2.2	1.3

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	4.0	4.4	-3.3	-14.6	-4.2	-4.9	-1.8	12.4	2.0	4.1
- t/t				-3.8	-11.6	12.5	-0.7	-0.6	1.3	2.1	1.3
Consumi privati	-8.0	1.7	4.5	-4.4	-12.6	14.2	-3.3	-1.3	1.5	1.7	1.4
Investimenti fissi	-8.4	6.2	4.6	-5.9	-16.1	13.8	1.9	0.4	1.1	2.3	1.7
Consumi pubblici	1.2	2.5	1.1	-0.2	-2.2	4.7	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4
Esportazioni	-9.6	9.5	5.3	-3.8	-18.7	16.7	4.0	0.5	2.5	2.3	1.7
Importazioni	-9.2	7.4	4.6	-2.9	-18.1	11.8	4.5	0.8	1.8	2.0	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.1	0.2	0.5	0.0	-1.5	0.7	0.0	-0.2	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	1.6	2.1	2.3
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	8.2	7.7	7.3	7.6	8.6	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.53	-0.53	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.51	-0.53

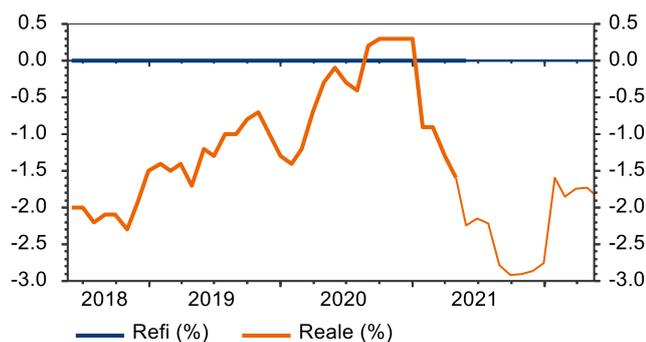
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	20/5	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.53	-0.55	-0.56	-0.56	-0.55	-0.53	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.50	-0.55	-0.54	-0.54	-0.54	-0.52	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

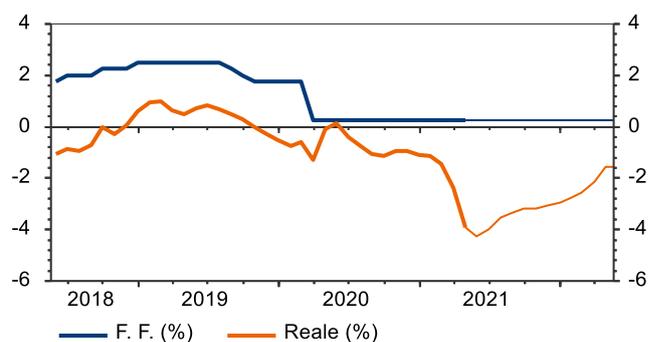


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	20/5	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.23	0.24	0.19	0.15	0.19	0.20	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

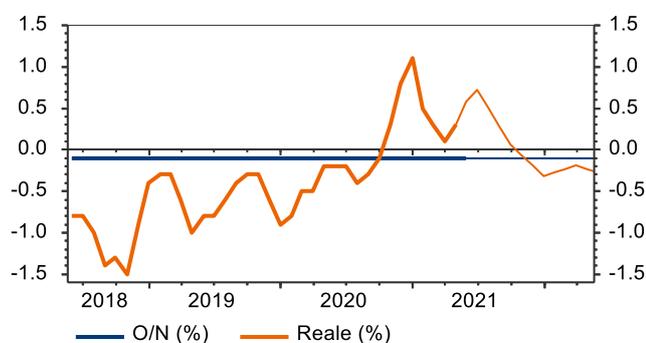


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	20/5	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.10	-0.08	-0.07	-0.09	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

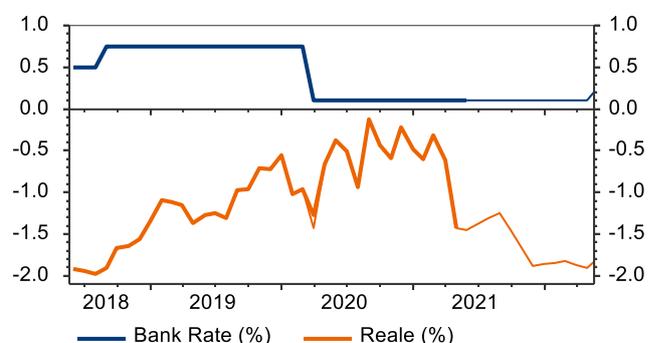


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	20/5	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.06	0.03	0.09	0.08	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	21/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.10	1.19	1.21	1.20	1.2228	1.20	1.17	1.16	1.21	1.23
USD/JPY	111	108	104	106	108	108.62	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.28	1.22	1.33	1.40	1.39	1.4213	1.41	1.39	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.13	1.06	1.08	1.09	1.10	1.0966	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	123	118	123	128	130	132.83	130	129	130	137	141
EUR/GBP	0.88	0.90	0.89	0.87	0.86	0.8603	0.85	0.84	0.84	0.84	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