

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro: ci attendiamo che il 10 giugno la **BCE** annunci una revisione al rialzo delle stime di crescita e inflazione per il 2021, con qualche possibile ricaduta anche sul medio termine. L'aumento degli swap spread sui titoli governativi potrebbe giustificare la conferma degli acquisti PEPP ai ritmi degli ultimi mesi.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, eccezion fatta per la riunione della BCE, la settimana è piuttosto povera di market mover. L'indice ZEW, prima indagine relativa al mese di giugno, dovrebbe segnalare l'accelerazione della ripresa dell'economia tedesca. La tornata di dati sulla produzione industriale di aprile nei principali Paesi dell'area dovrebbe confermare il trend di recupero. Infine, la lettura finale del PIL Eurozona del primo trimestre dovrebbe confermare il calo visto nella stima preliminare, con un contributo negativo della domanda estera e dei consumi, e positivo dagli investimenti.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**, e il flusso di discorsi dalla Fed sarà interrotto nel periodo pre-riunione del FOMC. Il CPI di maggio sarà comunque un catalizzatore potente, dopo la sorpresa verso l'alto di aprile. La previsione è per un altro incremento solido, con l'indice core atteso in aumento di 0,5% m/m e di 3,5% a/a, mentre l'inflazione *headline* dovrebbe salire a 4,6% a/a, probabilmente il picco per il 2021. La fiducia dei consumatori dovrebbe risalire a giugno dopo il calo di maggio, con una probabile stabilizzazione delle aspettative di inflazione. La bilancia commerciale di aprile dovrebbe registrare una chiusura del deficit, in parte determinata dalla flessione delle importazioni sulla scia delle strozzature all'offerta.

4 giugno 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

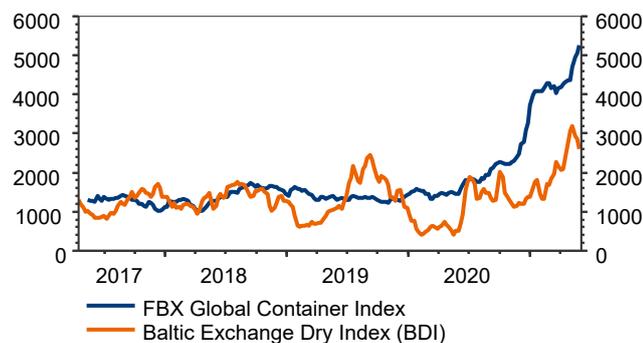
Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Andrea Volpi

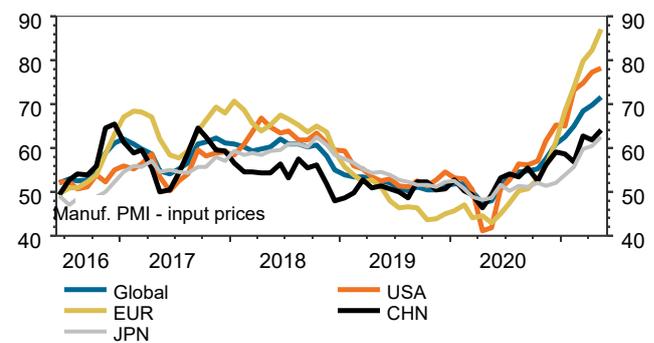
Economista - Area euro

Persistono le tensioni sui trasporti marittimi internazionali...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...così come quelle sui prezzi dei beni intermedi



Fonte: IHS Markit

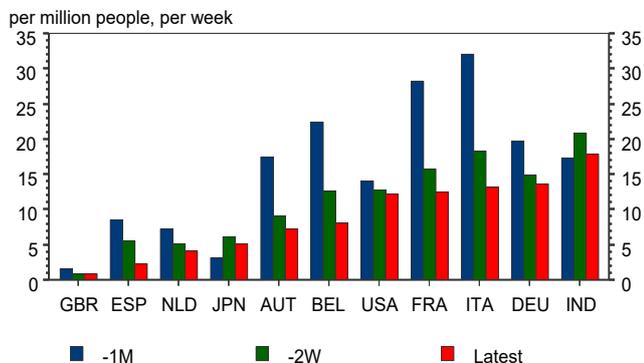
Il punto

Area euro: ci attendiamo che il 10 giugno la **BCE** annunci una revisione al rialzo delle stime di crescita e inflazione per il 2021, con qualche possibile ricaduta anche sul medio termine. L'aumento degli swap spread sui titoli governativi potrebbe giustificare la conferma degli acquisti PEPP ai ritmi degli ultimi mesi.

- La riunione di politica monetaria del 10 giugno sarà più interessante della precedente grazie alla pubblicazione delle nuove stime macroeconomiche dello staff e all'attesa creatasi intorno al PEPP.
- **Proiezioni dello staff.** Lo scenario centrale dello staff si sta rivelando un po' troppo pessimistico sul fronte della crescita. Il decollo della ripresa nel trimestre in corso dovrebbe portare a una crescita media annua maggiore del 4% previsto in marzo. Una revisione al rialzo della previsione per il 2021 (verso 4,2-4,3%) e forse anche per il 2022 ci sembra giustificata. Sull'inflazione lo staff della BCE è stato colto di sorpresa dalla violenza dei movimenti di inizio anno. Il consenso è ormai salito a 1,8%, tre decimi più della stima BCE di marzo, e la nostra proiezione è a 1,9%. Considerando anche il prezzo del petrolio più elevato, una revisione verso 1,7-2,0% sembra inevitabile, e potrebbe trascinare in parte anche sul 2022-23, dove ci aspettiamo un rialzo di 1-2 decimi delle stime. Tuttavia, la previsione di medio termine resterà lontana dall'obiettivo del 2% e continuerà a giustificare senza alcun dubbio il mantenimento di una politica monetaria molto espansiva.
- **Giudizio sui rischi.** In aprile, la presidente Lagarde aveva nuovamente descritto i rischi come prevalentemente verso il basso nel breve termine, ma più bilanciati nel medio termine. Quattro fattori (il netto miglioramento dei dati epidemiologici in maggio, il ritmo ora molto sostenuto delle vaccinazioni, il completamento del processo di ratifica del dispositivo legale che sblocca NGEU e gli scarsi segnali finora giunti riguardo a conseguenze negative persistenti della crisi pandemica) dovrebbero indurre a un ribilanciamento del giudizio sui rischi di breve termine.
- **PEPP.** La revisione al rialzo delle proiezioni di crescita e inflazione e un bilancio dei rischi più favorevole implicano che il rialzo dei tassi a medio e lungo termine avvenuto nelle ultime settimane sia in parte da accettare come un naturale adeguamento delle condizioni di finanziamento al miglioramento dello scenario economico. In effetti, esso è legato principalmente all'aumento dell'inflazione implicita nella curva, a fronte di tassi reali fermi o in calo. Su questo punto sono emerse divergenze di opinione nel consiglio. La posizione di consenso è probabilmente quella espressa da Isabel Schnabel in un'intervista a Reuters del 28 maggio. Primo, non ci sarà una riduzione 'meccanica' degli acquisti, perché il passo dipende da stagionalità e andamento delle condizioni di finanziamento. Secondo, riguardo a queste ultime, c'è differenza se l'aumento dei tassi avviene in risposta a un miglioramento dello scenario o per fattori esterni: nel primo caso potrebbe non essere opportuno contrastare gli sviluppi con il PEPP, soprattutto se i tassi reali restano stabili. Schnabel rileva che un fattore potrebbe giustificare il mantenimento di volumi di acquisto elevati: l'allargamento degli swap spread dei titoli governativi. D'altra parte, Schnabel ha anche rimarcato che la BCE non vuole fornire obiettivi quantitativi per il PEPP, perché gli acquisti variano in base alle condizioni di mercato.
- Che cosa accadrà, dunque, agli acquisti PEPP nei prossimi mesi? In aprile e maggio, gli acquisti netti sono saliti dai 14,5 miliardi settimanali medi del primo trimestre a 18,9 miliardi. Escluso, a nostro avviso, che possa essere segnalato un ulteriore aumento in un trimestre in cui sono presenti periodi di bassa attività, riteniamo che la BCE abbia due possibilità: segnalare semplicemente che gli acquisti netti resteranno invariati rispetto al ritmo del secondo trimestre, o preparare alla possibilità di una modesta riduzione dovuta a fattori stagionali, assicurando riguardo all'intenzione di reagire prontamente a indesiderate restrizioni delle condizioni di finanziamento. La prima opzione è più semplice da comunicare, meno rischiosa in termini di impatto di mercato e comunque non toglie flessibilità alla gestione operativa del programma.

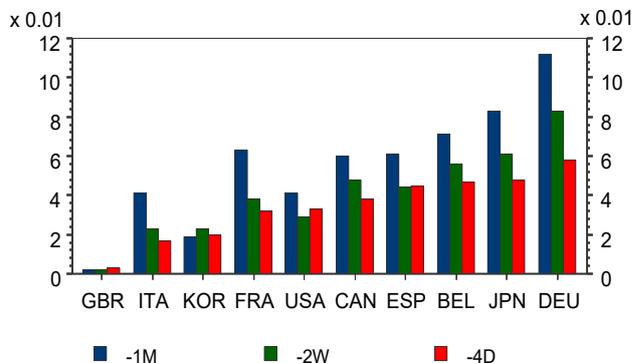
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



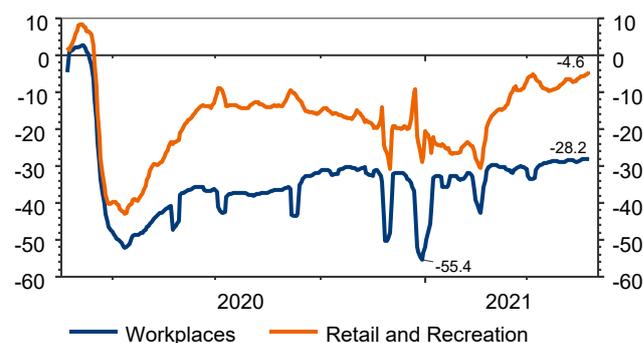
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



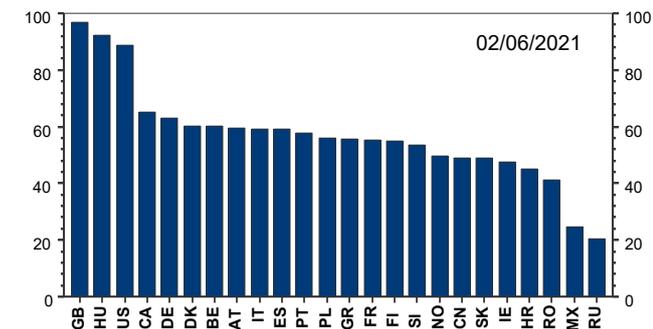
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



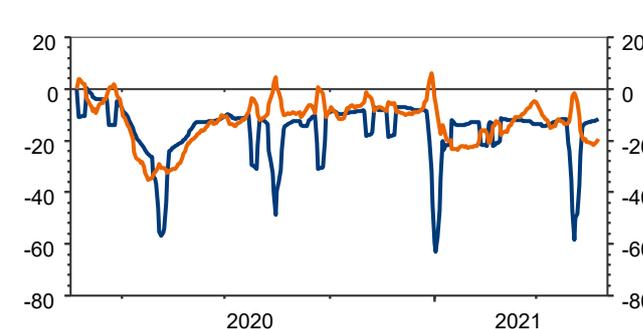
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, eccezion fatta per la riunione della BCE, la settimana è piuttosto povera di market mover. L'indice ZEW, prima indagine relativa al mese di giugno, dovrebbe segnalare l'accelerazione della ripresa dell'economia tedesca. La tornata di dati sulla produzione industriale di aprile nei principali Paesi dell'area dovrebbe confermare il trend di recupero. Infine, la lettura finale del PIL Eurozona del primo trimestre dovrebbe confermare il calo visto nella stima preliminare, con un contributo negativo della domanda estera e dei consumi, e positivo dagli investimenti.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**, e il flusso di discorsi dalla Fed sarà interrotto nel periodo pre-riunione del FOMC. Il CPI di maggio sarà comunque un catalizzatore potente, dopo la sorpresa verso l'alto di aprile. La previsione è per un altro incremento solido, con l'indice core atteso in aumento di 0,5% m/m e di 3,5% a/a, mentre l'inflazione *headline* dovrebbe salire a 4,6% a/a, probabilmente il picco per il 2021. La fiducia dei consumatori dovrebbe risalire a giugno dopo il calo di maggio, con una probabile stabilizzazione delle aspettative di inflazione. La bilancia commerciale di aprile dovrebbe registrare una chiusura del deficit, in parte determinata dalla flessione delle importazioni sulla scia delle strozzature all'offerta.

Lunedì 7 giugno

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti ancora in crescita ad aprile, stimiamo dell'1% m/m (dato stagionalizzato) dopo il 3% di marzo. Le indagini congiunturali suggeriscono una possibile correzione per gli ordini a maggio.

Martedì 8 giugno

Area euro

- **Area euro. La lettura finale del PIL del 1° trimestre** dovrebbe confermare la contrazione di -0,6% t/t (-1,8% a/a) registrata con le stime precedenti. Nei primi tre mesi dell'anno l'attività economica in Eurozona dovrebbe essere stata penalizzata dall'impatto delle misure restrittive: dal lato dell'offerta dovrebbero essere quindi stati i servizi a contribuire negativamente alla crescita del valore aggiunto a fronte di una crescita per l'industria. Dal lato della domanda invece il calo dovrebbe provenire dai consumi privati e dalle esportazioni nette, mentre gli investimenti dovrebbero aver contribuito positivamente. Il PIL dovrebbe tornare a crescere già nel trimestre in corso sull'onda dell'allentamento dei confinamenti e la ripresa dovrebbe accelerare durante l'estate.
- **Germania.** La **produzione industriale** dovrebbe mostrare una crescita marginale in aprile, stimiamo di 0,3% m/m dopo il 2,5% di marzo. La variazione tendenziale passerebbe al 28,6% a/a dal 4,9% a/a precedente, per via del confronto con i mesi del primo lockdown. Le indagini congiunturali e i dati sul traffico autostradale di merci indicano una possibile correzione per l'*output* a maggio.
- **Germania.** Lo **ZEW**, primo indicatore di fiducia relativo al mese di giugno, è atteso nuovamente in crescita. L'indice generale è visto a 86,0 da 84,4 punti; l'indice sulla situazione corrente dovrebbe proseguire nel trend di ripresa, sulla scia del prosieguo della campagna vaccinale, e mostrare un miglioramento a -26,8 da -40,1 punti.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** ad aprile dovrebbe registrare un deficit di -68 mld di dollari, dopo -74,4 mld di marzo. I dati preliminari della bilancia dei beni hanno evidenziato una chiusura del deficit a -85,2 mld da -92 mld di marzo, con un incremento di 1,2% m/m per le esportazioni e un calo di -2,2% m/m delle importazioni. Le esportazioni di beni sono aumentate nonostante un calo di -8% m/m nel segmento auto e sono state spinte dai beni capitali (1,7% m/m) e dalle materie prime industriali (0,9% m/m) a fronte di un calo dei beni di consumo (-0,8% m/m).

Dal lato dell'import, il comparto agricolo in rialzo di 3,4% m/m non è stato sufficiente a contrastare le flessioni nei comparti dei beni di consumo e delle auto. Le correzioni dei flussi commerciali in questa fase riflettono strozzature all'offerta, sulla scia di problemi produttivi e distributivi in tutte le aree.

Giovedì 10 giugno

Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa tornare a crescere ad aprile dopo il calo a sorpresa del mese precedente. Stimiamo un +0,3% m/m, da -0,1% a marzo. La tendenza annua è vista toccare un picco a 73,2% (da 37,7% precedente) per via del confronto con il mese di aprile 2020 durante il quale era sospesa la maggior parte delle attività produttive. Le indagini segnalano una accelerazione della tendenza espansiva nei prossimi mesi.
- **Francia.** La **produzione industriale** in aprile è attesa proseguire nel percorso di recupero intrapreso, dopo il pesante -4,8% m/m di febbraio, seppure ad un tasso moderato, considerando la debolezza sul fronte della domanda interna. Per la lettura corrente, ci attendiamo una crescita dell'attività produttiva di +0,6% m/m.
- **BCE.** Ci attendiamo che la Banca Centrale Europea annunci una revisione al rialzo delle stime di crescita e inflazione per il 2021, con qualche possibile ricaduta anche sul medio termine. L'aumento degli swap spread sui titoli governativi potrebbe giustificare la conferma degli acquisti PEPP ai ritmi degli ultimi mesi.

Stati Uniti

- Il **CPI** a maggio è previsto in rialzo di 0,4% m/m (4,7% a/a), dopo 0,8% m/m (4,2% a/a). L'indice core dovrebbe aumentare di 0,5% m/m (3,5% a/a), dopo 0,9% m/m (3% a/a) di aprile. I prezzi delle auto usate, una delle principali voci dietro il balzo del CPI core di aprile, dovrebbero registrare un altro ampio rialzo, anche se di dimensione inferiore al 10% m/m visto il mese scorso. Gli indici dei prezzi settimanali costruiti da Manheim rilevano variazioni intorno al 4% m/m a metà maggio, poco meno di metà rispetto al mese precedente. Anche i prezzi dei servizi ricreativi e collegati alla riapertura delle attività prima soggette a restrizioni (tariffe alberghiere, tariffe aeree, auto a noleggio, turismo e tempo libero) dovrebbero mantenersi su un trend solido e contribuire a spingere verso l'alto il CPI core, al 3,5% a/a. Il picco dell'inflazione su base tendenziale dovrebbe essere raggiunto a giugno per l'indice core e potrebbe essere già toccato a maggio per l'indice *headline* a 4,7% a/a.

Venerdì 11 giugno

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a giugno dovrebbe risalire a 86 da 82,9 di maggio, grazie a un ulteriore miglioramento del mercato del lavoro e alla riapertura delle attività in seguito alla diffusione dei vaccini e all'eliminazione delle restrizioni. Ancora una volta, il focus sarà sulle aspettative di inflazione, che a giugno potrebbero stabilizzarsi sui livelli elevati di maggio.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (7-11 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 7/6	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	apr	3.0	%	1.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		apr	12.4	%	
Mar 8/6	00:00	CN	Riserve in valuta estera		mag	3.198	1000Mld \$	3.208
	00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	mag	43.1	%	51.5
	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	mag	42.9	Mld \$	50.5
	00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	mag	32.3	%	32.1
	01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T1	prel -5.2	%	-4.8
	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T1	prel -1.3	%	-1.2
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	apr	2.5	%	0.7
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		apr	22.9	%	
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T1	prel -0.6	%	-0.6
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T1	prel -1.8	%	-1.8
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T1	-0.3	%	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	giu	84.4		85.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		giu	-40.1		-28.3
	14:30	USA	Bilancia commerciale		apr	-74.4	Mld \$	-72.9
Mer 9/6	03:30	CN	CPI a/a	*	mag	0.9	%	
	03:30	CN	CPI m/m		mag	-0.3	%	
	03:30	CN	PPI a/a	*	mag	6.8	%	
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		apr	14.3	Mld €	
Gio 10/6	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	apr	0.8	%	0.5
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	apr	-0.1	%	0.2
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	385	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.771	Mln	
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mag	3.0	%	3.5
	14:30	USA	CPI a/a		mag	4.2	%	4.7
	14:30	USA	CPI m/m	*	mag	0.8	%	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mag	0.9	%	0.5
Ven 11/6	00:00	CN	M2 a/a	*	mag	8.1	%	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	mag	1470	Mld ¥ CN	
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	mag	1850	Mld ¥ CN	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		apr	-11.7	Mld £	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		apr	-6.5	Mld £	
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	apr	1.8	%	1.6
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		mag	prel 2.4	%	
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		giu	82.9		86.0

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 (7-13 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar 8/6	12:00	GIA	Discorso di Amamiya (BoJ)
Gio 10/6	13:45	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.50%)
	14:30	EUR	* Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven 11/6	--	--	* Vertice internazionale dei G7
Sab 12/6	--	--	* Vertice internazionale dei G7
Dom 13/6	--	--	* Vertice internazionale dei G7

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

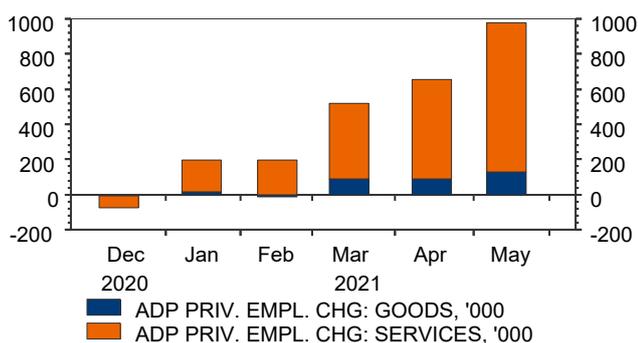
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	mag	61.5		62.1
Spesa in costruzioni	apr	1.0 (0-2)	%	0.5
Indice ISM manifatturiero	mag	60.7		60.9
Nuovi occupati: stima ADP	mag	654 (742)	x1000	650
Richieste di sussidio	settim	405 (406)	x1000	390
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.602	Mln	3.615
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T1	-0.3	%	-0.4
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T1	5.4	%	5.5
Markit PMI Composito finale	mag	68.1		68.7
Markit PMI Servizi finale	mag	70.1		70.4
Indice ISM non manifatturiero composito	mag	62.7		63.0
Tasso di disoccupazione	mag	6.1	%	5.9
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mag	266	x1000	650
Salari orari m/m	mag	0.7	%	0.2
Ordinativi industriali m/m	apr	1.1	%	-0.2
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	apr	-1.3	%	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	apr	1.0	%	

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

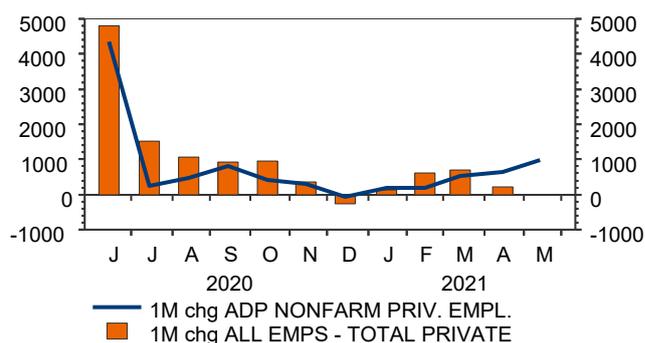
La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** a maggio registra una variazione di 978 mila, dopo 654 mila ad aprile e 519 mila a marzo, con un'indicazione di costante progresso rispetto a incrementi medi di 185 mila a gennaio e febbraio. La crescita degli occupati è diffusa a tutte le dimensioni di impresa e a tutti i settori. L'industria crea 128 mila posti, di cui 52 mila nel manifatturiero, 65 mila nelle costruzioni e 11 mila nell'estraattivo. Nei servizi, i nuovi occupati sono 850 mila, con 440 mila nel tempo libero/ospitalità, 140 mila per istruzione e sanità, 118 mila nei trasporti e nel commercio, 68 mila nei servizi alle imprese e 20 mila nei servizi finanziari. I dati danno indicazioni positive per l'*employment report* di maggio e sono coerenti con la prevista accelerazione della crescita, nonostante le indicazioni di eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

La stima ADP registra un continuo progresso della dinamica occupazionale...



Fonte: Refinitiv-Datastream

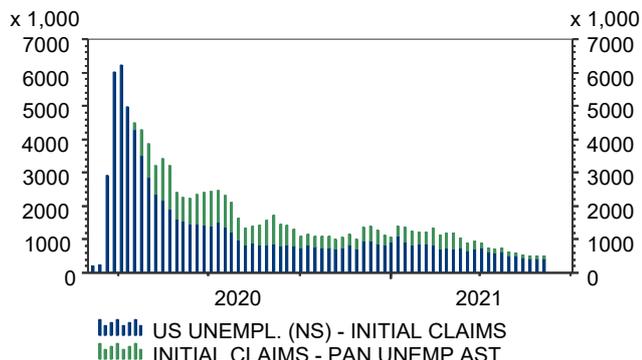
...e punta a un ulteriore miglioramento del mercato del lavoro



Fonte: Refinitiv-Datastream

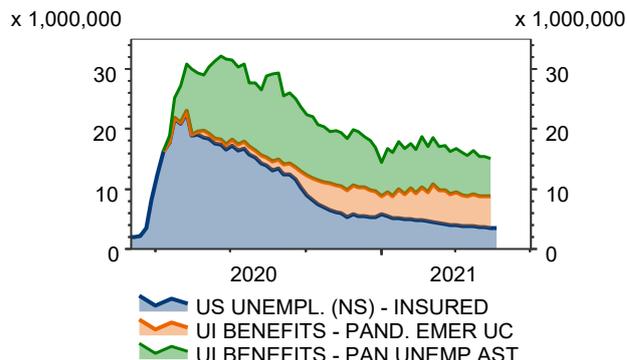
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** proseguono sul trend in calo, e toccano un nuovo minimo post-pandemico a 385 mila nella settimana conclusa il 29 maggio, da 405 mila della settimana precedente, mentre i nuovi sussidi federali calano a 76 mila. I **sussidi statali esistenti** al 22 maggio invece aumentano a 3,771 mln (+169 mila). I sussidi totali in essere a metà maggio scendono a 15,435 mln (-366 mila).

Nuove richieste di sussidi di disoccupazione sempre in calo



Fonte: Refinitiv-Datastream

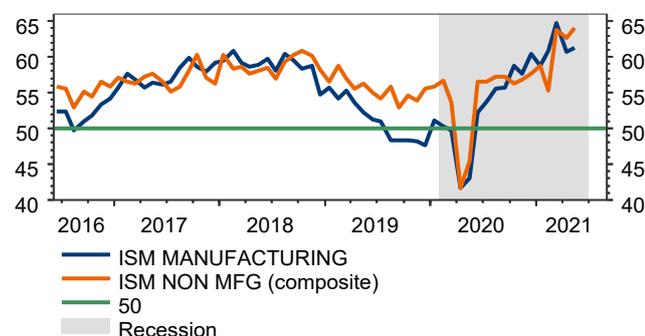
Sussidi esistenti a 15 mln a metà maggio



Fonte: Refinitiv-Datastream

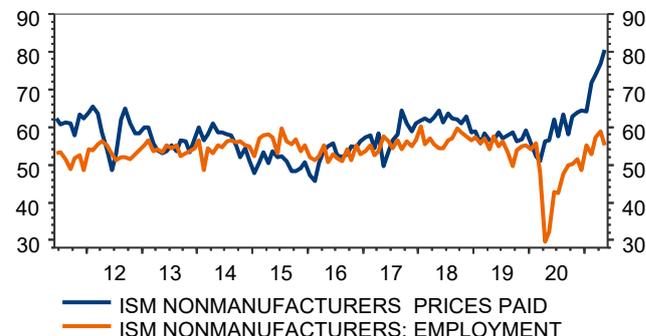
L'ISM dei servizi a maggio aumenta a 64 da 62,7 di aprile, toccando un nuovo massimo storico. L'indagine registra una persistente situazione di eccesso di domanda, con i tempi di consegna in continuo allungamento (a 70,4 da 66,1), i prezzi in costante accelerazione (a 80,6 da 76,8 di aprile, su un massimo dal 2008) e l'occupazione in crescita più contenuta (a 55,3 da 58,8) rispetto al mese precedente. Tutti i settori sono in espansione, su ritmi molto forti grazie alla riapertura delle attività e all'aumento della capacità produttiva. Tuttavia, le imprese riportano vincoli di capacità, scarsità di input e difficoltà nella logistica e nel reperimento di manodopera, confermando la difficoltà a soddisfare la domanda.

ISM dei servizi in ulteriore crescita, grazie alla riapertura delle attività



Fonte: Refinitiv-Datastream

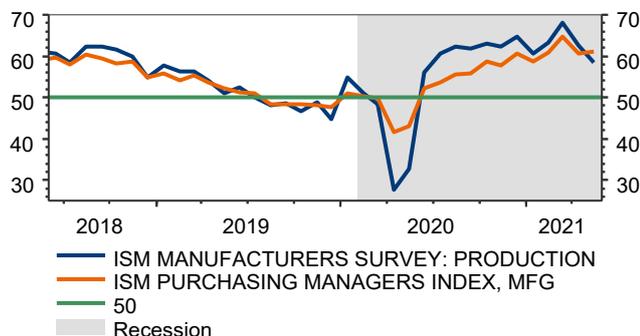
Prezzi ancora in accelerazione e occupazione frenata, su livelli elevati, da scarsità di manodopera



Fonte: Refinitiv-Datastream

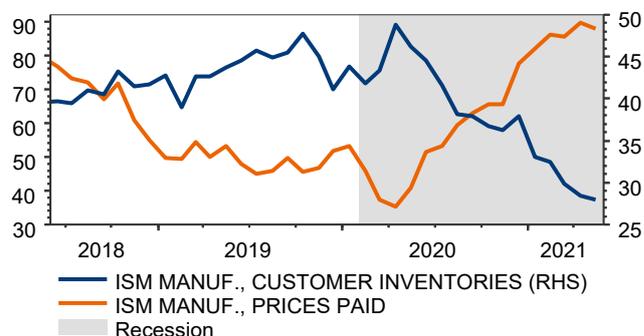
L'ISM manifatturiero a maggio aumenta a 61,2, da 60,7 di aprile, con indicazioni positive per l'attività nel settore. Le componenti ordini, ordini inevasi e tempi di consegna sono in ulteriore rialzo a 67 (da 64,3), 70,6 (da 68,2) e 78,8 (da 75), con segnali di rafforzamento della domanda. Invece, occupazione e produzione correggono a 50,9 (da 55,1) e a 58,5 (da 62,5), rispettivamente, indicando difficoltà dal lato dell'offerta a produrre ai livelli desiderati. L'indice dei prezzi punta a una possibile stabilizzazione dell'inflazione da costi, con una flessione di 1,6 punti a 88, livello comunque sui massimi storici. Le imprese riportano difficoltà a soddisfare la domanda crescente e registrano scarsità di input, incluso il lavoro, per via di assenteismo e di mancanza di personale disponibile. L'indagine conferma quindi **l'eccesso di domanda** nel settore, pur mantenendo indicazioni di solida espansione, con rischi di freno alla dinamica occupazionale per scarsità di offerta.

ISM manifatturiero in modesto rialzo ad aprile, con ordini in aumento, ma produzione e occupazione in rallentamento



Fonte: Refinitiv-Datastream

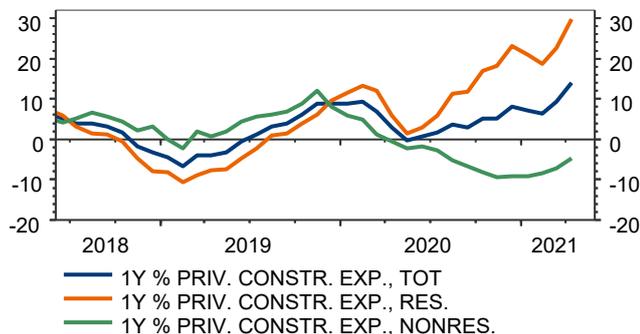
Manifatturiero: scorte sui minimi e prezzi sui massimi storici



Fonte: Refinitiv-Datastream

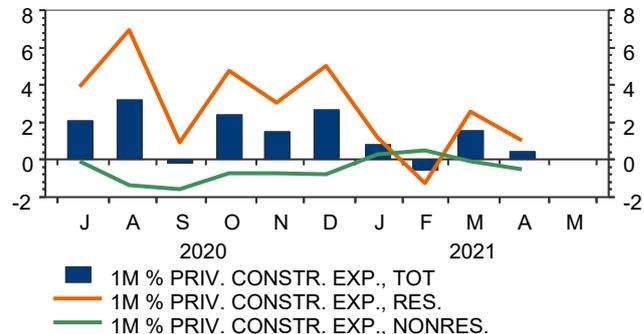
La **spesa in costruzioni** ad aprile aumenta di 0,2% m/m (9,8% a/a), spinta ancora dal segmento residenziale (+1% m/m, 29,5% a/a), mentre nel settore non residenziale si registra una contrazione di -0,5% m/m (-3,9% a/a). La spesa privata è in aumento di 0,4% m/m, grazie al settore residenziale, mentre il comparto non residenziale privato è frenato da istruzione, trasporti, comunicazione e ricreazione. I dati confermano che la forte domanda di case continua a trainare l'attività di costruzione, pur dopo un anno di boom immobiliare nel 2020.

Spesa in costruzioni spinta verso l'alto dal settore residenziale...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...quasi ininterrottamente da fine 2019



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	apr	5.2	%	15.3
Produzione industriale m/m prelim	apr	1.7	%	4.1
Fiducia delle famiglie	mag	34.7		34.1
PMI manifatturiero finale	mag	52.5		53.0
Consumi delle famiglie a/a	apr	6.2	%	9.3

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

Le **vendite al dettaglio** ad aprile aumentano di 4,5% m/m (12% a/a) dopo 1,2% m/m di marzo, segnando un'accelerazione in parte collegata al breve periodo di rallentamento dei contagi e riapertura delle attività in seguito alle restrizioni attuate nei primi mesi dell'anno. La nuova ondata pandemica scoppiata nella seconda metà di aprile dovrebbe tornare a frenare i consumi, soprattutto nel comparto dei servizi, determinando una stagnazione della crescita nel 2° trimestre, dopo la contrazione registrata a inizio anno.

Area euro

Paese	Data	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T1	0.6	%	1.0
EUR	PMI manifatturiero finale	mag	62.8		63.1
EUR	CPI a/a stima flash	mag	1.6	%	2.0
EUR	Tasso di disoccupazione	apr	8.1	%	8.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mag	0.8	%	0.9
EUR	PPI a/a	apr	4.3	%	7.6
EUR	PMI servizi finale	mag	55.1		55.2
EUR	PMI composito finale	mag	56.9		57.1
EUR	Vendite al dettaglio m/m	apr	3.3	(2-7) %	-3.1
FRA	PMI manifatturiero finale	mag	59.2		59.4
FRA	PMI servizi finale	mag	56.6		56.6
GER	IPCA m/m prelim	mag	0.5	%	0.3
GER	IPCA a/a prelim	mag	2.1	%	2.4
GER	CPI (Lander) a/a prelim	mag	2.0	%	2.5
GER	CPI (Lander) m/m prelim	mag	0.7	%	0.5
GER	Tasso di disoccupazione	mag	6.0	%	6.0
GER	Variazione n° disoccupati	mag	8	(9) x1000	-15
GER	PMI manifatturiero finale	mag	64.0		64.4
GER	Vendite al dettaglio a/a	apr	11.0	%	4.4
GER	Vendite al dettaglio m/m	apr	7.7	%	-5.5
GER	PMI servizi finale	mag	52.8		52.8
ITA	IPCA m/m prelim	mag	0.9	%	0.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	mag	1.1	%	1.3
ITA	IPCA a/a prelim	mag	1.0	%	1.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	mag	0.4	%	0.0
ITA	PMI manifatturiero	mag	60.7		62.3
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	apr	10.4	(10-1) %	10.7
ITA	PIL a/a finale	T1	-1.4	%	-0.8
ITA	PIL t/t finale	T1	-0.4	%	0.1
ITA	PMI servizi	mag	47.3		53.1
SPA	IPCA a/a prelim	mag	2.0	%	2.4

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

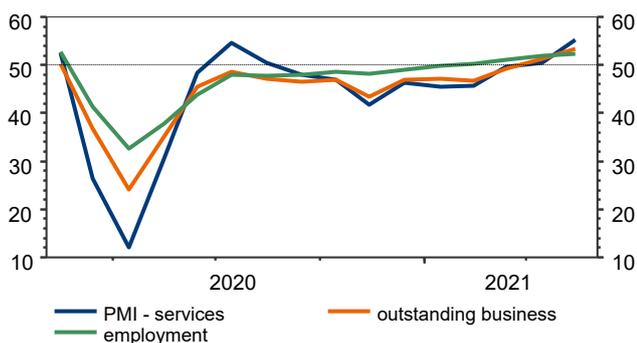
Area euro. Ad aprile le vendite al dettaglio sono calate, in volume, di -3,1% m/m dopo la crescita di +3,3% m/m di marzo (rivisto verso l'alto da +2,7% m/m). Ad eccezione della sostanziale stagnazione registrata dagli acquisti di carburante (+0,4% m/m) la flessione risulta generalizzata a prodotti alimentari (-2,0% m/m) e non alimentari (-5,1% m/m). In termini tendenziali la crescita accelera a +23,9% da +13,1% precedente, sostenuta dal confronto favorevole con aprile 2020, il mese di massima severità delle misure restrittive. Nonostante la contrazione delle vendite al dettaglio ad aprile prevediamo un ritorno in positivo per i consumi privati nel trimestre in corso. A partire da maggio infatti le riaperture e i progressi sul fronte sanitario dovrebbero permettere una ripartenza delle spese, che dovrebbero poi accelerare durante l'estate.

Area euro. La stima finale dell'indice PMI manifatturiero di maggio è stata rivista verso l'alto a 63,1 da 62,8 preliminare, in crescita da 62,9 di aprile. Si tratta di un nuovo massimo storico. La lettura finale beneficia di revisioni al rialzo per le indagini tedesca (64,4 da 64,0) e francese (59,4 da 59,2). In miglioramento rispetto al mese precedente anche gli indici spagnolo (59,4 da 57,7 di aprile) e italiano. **In Italia l'indice PMI manifatturiero è salito più del previsto** a 62,3 (consenso 62,0) da 60,7 di aprile, rinnovando i massimi storici già raggiunti nel mese precedente. Nel complesso le indagini confermano come al momento sia ancora la manifattura a trainare la ripresa, con solide indicazioni anche per l'occupazione. Rispetto al mese precedente si registra però un leggero rallentamento del ritmo di crescita di produzione e ordinativi, frenati dai colli di bottiglia presenti nelle catene globali del valore e dalle difficoltà di approvvigionamento delle materie prime, soprattutto in alcuni comparti. Le strozzature all'offerta si riflettono dunque in un significativo rallentamento dei tempi di consegna, in un calo delle scorte e in un aumento delle

commesse inevase. Di conseguenza accelerano anche i prezzi, pagati e ricevuti, confermando i rischi al rialzo per l'inflazione dei beni nei prossimi mesi.

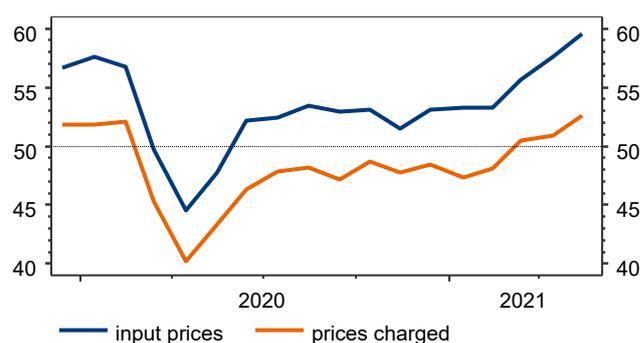
Area euro. La stima finale dell'indice PMI dei servizi di maggio è stata rivista verso l'alto a 55,2 da 55,1 preliminare, in crescita da 50,5 di aprile e in territorio espansivo per il secondo mese di fila. Confermate le stime flash per Germania (52,8 da 49,9 di aprile) e Francia (56,6 da 50,3 di aprile), mentre le prime letture evidenziano rialzi per Italia (53,1 da 47,3) e Spagna (59,4 da 54,6). Le indagini riportano un miglioramento dell'attività sull'onda dell'allentamento delle restrizioni e un maggiore ottimismo prospettico in vista delle riaperture già programmate. Le imprese riportano anche indicazioni positive sull'occupazione e un aumento dei prezzi, pagati e ricevuti, seppur in misura decisamente più contenuta rispetto alla manifattura. Le revisioni al rialzo per gli indici manifatturiero e dei servizi portano il **PMI composito** per il complesso dell'Eurozona a 57,1 da 56,9 preliminare, in accelerazione dal 53,8 registrato in aprile, in territorio espansivo per il terzo mese consecutivo e ai massimi da febbraio 2018. Nella fase attuale, gli indici PMI potrebbero sovrastimare il ritmo di crescita ma nel complesso le indagini offrono concordemente segnali incoraggianti circa lo stato della ripresa in area euro. Dopo la contrazione registrata nei primi tre mesi del 2021, il PIL è atteso tornare in positivo già nel trimestre in corso prima di accelerare durante l'estate; a partire dal 2° trimestre, dovrebbero essere proprio i servizi a guidare la ripresa.

Eurozona – PMI dei servizi: attività e occupazione



Fonte: IHS Markit

Eurozona – PMI dei servizi: indici dei prezzi



Fonte: IHS Markit

Area euro. Il tasso di disoccupazione ad aprile è calato per il secondo mese consecutivo

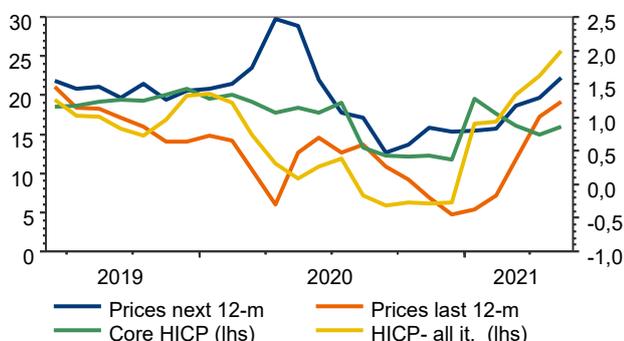
portandosi a 8,0% da 8,1% precedente. Tra le principali economie si registra una flessione in Germania (4,4% da 4,5%) e in Francia (7,3% da 7,9%) a fronte di incrementi per Italia (10,7% da 10,4%) e Spagna (15,4% da 15,3%). Durante la pandemia il tasso dei senza lavoro è salito meno del previsto grazie alle misure di sostegno varate dai Governi e si trova solo 0,7pp al di sopra dei livelli pre-COVID. I prossimi mesi potrebbero essere di transizione per il mercato del lavoro: le indagini di fiducia offrono segnali incoraggianti circa la ripresa delle assunzioni ma con il progressivo rientro degli inattivi tra la forza lavoro e la rimodulazione degli schemi pubblici di sostegno non escludiamo un modesto incremento del tasso di disoccupazione. Potrebbe essere quindi necessario attendere il 2022 per assistere a un più significativo processo di riassorbimento delle risorse inutilizzate.

Area euro. La stima flash dell'inflazione nel mese di maggio mostra una forte crescita, da 1,6% a **2,0% a/a (+0,3% m/m)**, toccando il massimo da ottobre 2018. Di contro, l'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia vede un'accelerazione solamente marginale, a 0,9% a/a da 0,8% precedente, segnale che il rialzo è legato alla componente più volatile. Sulla variazione tendenziale, infatti, **l'aumento dei prezzi dell'energia (a 13,1% a/a da 10,4% precedente), per via anche di effetti base favorevoli, spiega gran parte dell'inflazione osservata**. I dati per i beni industriali al netto dell'energia registrano un incremento tendenziale di 0,7% a/a. Nei prossimi

mesi, qualche sorpresa al rialzo sui beni manufatti non è da escludere, come evidenzia l'indagine della Commissione Europea; in prospettiva, pressioni al rialzo potranno arrivare anche dai servizi, che hanno fatto registrare un'accelerazione già a maggio (a 1,1% a/a da 0,9% di aprile).

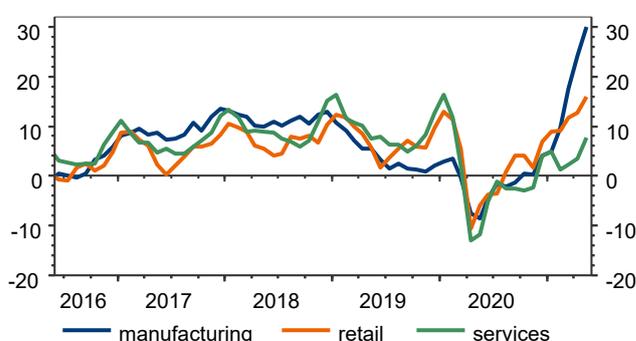
Lo **spaccato per Paese** mostra un'accelerazione dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area, particolarmente marcata in Spagna e in Germania dove l'indice ha raggiunto il 2,4% a/a. Secondo le nostre previsioni, **l'inflazione è attesa accelerare ulteriormente nel 2° semestre; in media annua il CPI è atteso a 1,9% nel 2021**. Tuttavia, la tendenza rialzista nell'Eurozona sarà meno marcata e persistente che negli Stati Uniti. Rispetto agli USA, l'inflazione dell'area euro sconta effetti base meno favorevoli (nel 2020 i prezzi dell'Eurozona hanno visto un calo meno pesante), minori frizioni attese nel mercato del lavoro e, infine, uno stimolo fiscale inferiore. Di conseguenza, l'inflazione è destinata a rallentare già nel prossimo anno.

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



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

Aspettative dei prezzi fra le imprese



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

Area euro. Ad aprile i **prezzi alla produzione nell'industria** sono saliti di +1,0% m/m da +1,1% m/m precedente. La crescita tendenziale ha invece accelerato a +7,6% da +4,3%, ai massimi dal settembre del 2008. Sul mese non è più l'energia, che registra comunque un solido +1,0% m/m, a guidare i prezzi: la crescita del PPI risulta invece sostenuta dal +1,8% m/m registrato dai beni intermedi. Al netto dell'energia la crescita dei prezzi è infatti del +0,9% m/m e del +3,5% a/a. Il rincaro dei beni intermedi, al quarto mese di crescita mensile superiore all'1%, è indicativo delle difficoltà di approvvigionamento degli input da parte delle imprese, soprattutto in alcuni comparti. In sintesi, si confermano le pressioni al rialzo a monte della catena produttiva che potrebbero trasferirsi, come peraltro inizia ad emergere dalle più recenti indagini congiunturali, anche al consumatore finale, con rischi al rialzo per il profilo d'inflazione nei prossimi mesi. Tali pressioni dovrebbero però risultare temporanee in quanto frutto soprattutto dei colli di bottiglia presenti nelle filiere produttive, destinati probabilmente a calmierarsi a partire dai prossimi mesi.

Area euro. Ad aprile la crescita di **M3** è rallentata più del previsto a 9,2% a/a (consenso 9,6% a/a) da 10,0% a/a (rivisto da 10,1% precedente), frenata dal confronto statistico sfavorevole con lo scorso anno. Le contropartite mostrano come sia ancora il credito al settore pubblico, sostenuto dagli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema, a fornire il principale contributo (seppur in diminuzione a 6,8% da 7,9%). In calo anche l'apporto del credito al settore privato (4,1% da 4,8%). La crescita dei prestiti alle imprese ha decelerato al 3,2% a/a dal 5,3% a/a, mentre quella verso le famiglie ha accelerato dal 3,3% a/a al 3,8% a/a.

Germania. Le **vendite al dettaglio** sono calate di **-5,5% m/m** in aprile; il crollo sarebbe spiegato dalle restrizioni all'attività commerciale e dal forte aumento dei consumi di marzo (+7,7% m/m) per le spese pasquali. Rispetto all'anno precedente le vendite sono aumentate di +4,4%, per via

del confronto con i mesi del primo lockdown. Maggio dovrebbe mostrare un parziale recupero su base congiunturale per le vendite, seguito da una decisa accelerazione nel mese corrente.

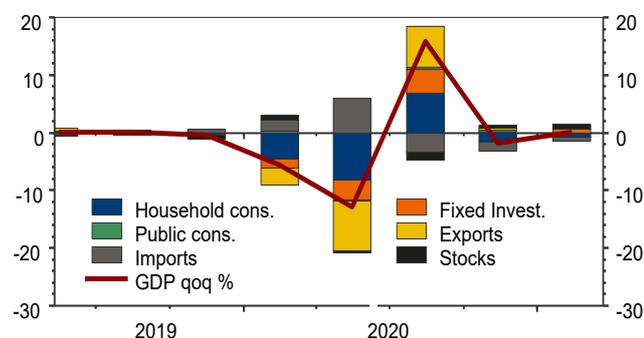
Germania. In maggio il **tasso di disoccupazione** pubblicato dalla Bundesbank rimane stabile al 6%, in linea con le nostre attese. Nonostante i segnali di ripresa, i posti di lavoro persi con la crisi pandemica dovrebbero essere recuperati soltanto nella parte iniziale del 2022. A causa della graduale risalita della partecipazione, il tasso di disoccupazione potrebbe calare sotto i livelli pre-crisi più avanti, tra fine 2022 e inizio 2023.

Germania. La stima preliminare mostra una nuova accelerazione dell'**inflazione** a maggio, da 2% a 2,5% a/a sull'indice nazionale e da 2,1% a 2,4% a/a su quello armonizzato. Il rialzo è spiegato in gran parte dall'aumento dei prezzi dell'energia, cresciuti a 10,0% a/a da 7,9% di aprile; rallentano i listini alimentari (1,5% a/a da 1,9%). Nel complesso, i prezzi dei beni salgono del 3,1% a/a (dal 2,6% di aprile); accelerano anche i servizi, a 2,2% a/a da 1,6% precedente. I dati flash dai Länder indicano che a maggio i **prezzi al consumo** sono saliti di cinque decimi sull'indice domestico e tre 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 intorno al 2,7% (2,8% sull'indice armonizzato) ma sulla previsione insistono rischi al rialzo.

Italia. La stima finale del PIL nel 1° trimestre è stata rivista verso l'alto a +0,1% t/t da -0,4% t/t precedente. In termini tendenziali la flessione passa dunque a -0,8% a/a da -1,4% a/a preliminare. La crescita congiunturale è imputabile all'ampio apporto positivo delle scorte (+0,8 punti percentuali) a fronte di contributi negativi sia da parte del canale estero (-0,6pp) che della domanda nazionale netta (-0,1pp). In particolare, l'apporto negativo della domanda domestica finale è la sintesi di una contrazione dei consumi che compensa l'ampio incremento registrato dagli investimenti. L'ampia flessione della spesa delle famiglie (-1,2% t/t dopo il -2,7% precedente) è dovuta ancora una volta ai servizi (-4,2% t/t da -6%); solo i consumi di beni non durevoli risultano in recupero (+1,9% da -2,1% precedente). Accelerano decisamente gli investimenti (+3,7% t/t) con un'espansione diffusa a tutte le principali componenti ma trainata soprattutto da un rimbalzo nelle costruzioni. Il contributo negativo del commercio internazionale è dovuto a un marginale calo dell'export (-0,1% t/t) a fronte di un solido incremento per l'import (+2,3% t/t). Dal lato dell'offerta sono invece industria e agricoltura a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto, in presenza di un apporto ancora negativo da parte dei servizi: da notare il -2,3% t/t di commercio, trasporto, alloggio e ristorazione e il -1,7% delle attività artistiche e di intrattenimento (in controtendenza invece le attività professionali, di ricerca e i servizi di supporto, che crescono del 4,3% t/t).

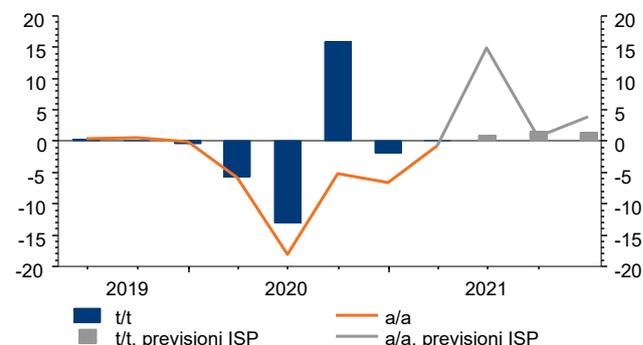
L'Italia risulta quindi l'unico Paese, tra le quattro principali economie dell'area euro, ad evitare una contrazione del PIL nel 1° trimestre dell'anno. La variazione acquisita per il 2021 (cioè nel caso di una stagnazione nei restanti tre trimestri) è del 2,6% (da 1,9% stimato in precedenza). Ciò aggiunge **rischi al rialzo sulla nostra previsione sul PIL 2021**, che, in base alle informazioni oggi disponibili, potrebbe attestarsi sopra il 4%.

Italia: revisione al rialzo per il PIL nel 1° trimestre, grazie all'apporto di scorte e investimenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

La ripresa dovrebbe rafforzarsi nei prossimi trimestri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Italia. In aprile il tasso di **disoccupazione** è salito a 10,7% da 10,4% precedente (rivisto da 10,1% della prima stima), al di sopra delle attese di consenso che puntavano a una sostanziale stabilità; si tratta di un massimo dal giugno del 2018. Il dato è imputabile a un contenuto aumento degli occupati (+20 mila unità rispetto al mese precedente) a fronte di un più ampio calo degli inattivi (-138 mila unità). Nel mese l'aumento degli occupati è dovuto interamente ai dipendenti temporanei (+96 mila unità), mentre si registra una contrazione significativa sia per i dipendenti permanenti che per i lavoratori autonomi (-47 e -30 mila, rispettivamente); il saldo dall'inizio della pandemia risulta comunque negativo per tutte le categorie. Il bilancio dallo scoppio del COVID è di una perdita di quasi 815 mila posti di lavoro a fronte di un aumento degli inattivi di 415 mila unità: quest'ultimo, congiuntamente agli interventi governativi che hanno limitato i licenziamenti, ha contribuito a mitigare la salita del tasso di disoccupazione (che risulta più alto solo di un punto rispetto ai valori pre-pandemia).

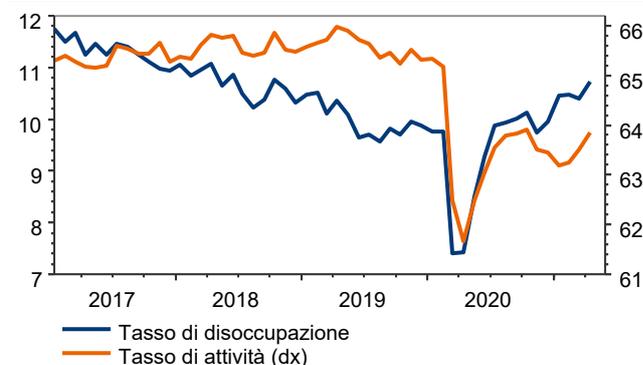
Riteniamo che il tasso di disoccupazione possa salire ancora nei prossimi trimestri, per raggiungere un picco, in media annua, nel 2022 (poco sopra l'11%). La previsione di incremento è imputabile prevalentemente a due ragioni: la progressiva rimozione degli strumenti straordinari di protezione del mercato del lavoro e il rientro degli inattivi nella forza lavoro. Nonostante le prime indicazioni incoraggianti sull'occupazione che iniziano ad emergere dalle indagini congiunturali è probabile che, almeno nelle prime battute della ripresa, la ripartenza delle assunzioni non riesca a tenere il passo della ripresa del tasso di partecipazione. Anche la scadenza del blocco dei licenziamenti e condizioni meno favorevoli per la CIG potrebbero contribuire all'aumento delle persone in cerca di occupazione, in un contesto in cui alcuni settori continuano a presentare condizioni operative decisamente inferiori ai livelli pre-COVID.

Italia: ad aprile il tasso di disoccupazione sale al 10,7%, ai massimi dal 2018



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

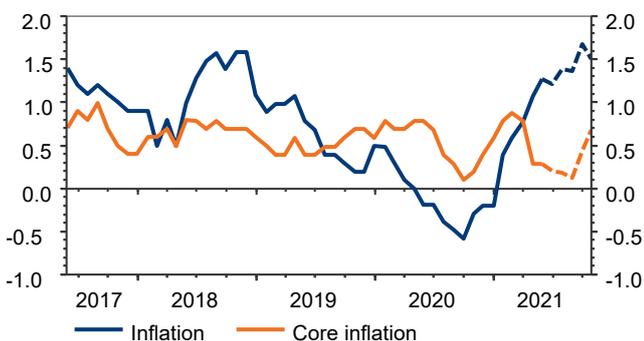
L'incremento risente del rientro degli inattivi nella forza lavoro (trend destinato a nostro avviso a proseguire nei prossimi mesi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

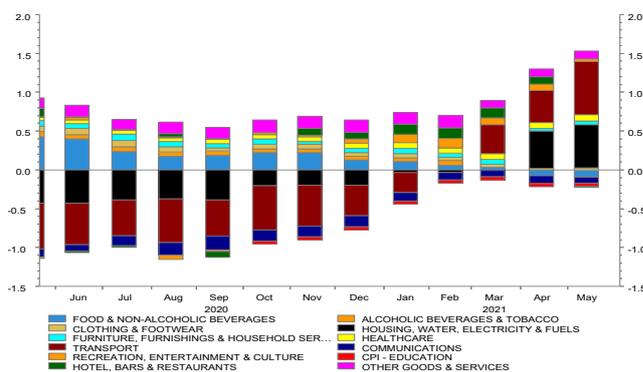
Italia. I dati flash mostrano un'ulteriore accelerazione dell'inflazione in maggio. **Su entrambi gli indici, l'inflazione annua è salita a 1,3% (massimo da novembre 2018)**, dopo l'1,1% sul NIC e l'1% sull'IPCA del mese precedente; entrambe le misure registrano una variazione nulla su base mensile. **Le pressioni al rialzo sul valore tendenziale dell'indice domestico sono venute principalmente dalla crescita dei beni energetici** (a 13,8% a/a da 9,8% precedente), legata anche ad effetti base favorevoli, che compensa la flessione dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 0,7% a -0,1%). I prodotti alimentari ampliano sia pur di poco il loro calo (da -0,5% a -0,6%), mentre accelerano i trasporti (4,8% a/a da 2,9% precedente). **L'inflazione di fondo rimane stabile a 0,3%.**

L'inflazione headline salirà ulteriormente nei prossimi mesi



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Le principali pressioni inflazionistiche vengono ancora dai beni energetici



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In prospettiva, **l'inflazione è attesa accelerare ulteriormente nel trimestre estivo**; il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto a settembre, attorno all'1,7%. In sintesi, **l'inflazione italiana è attesa all'1,2% in media annua nel 2021** (da -0,1% l'anno scorso) ma i rischi sulla previsione sono verso l'alto. In ogni caso, l'inflazione italiana dovrebbe rimanere più contenuta rispetto alla media della zona euro.

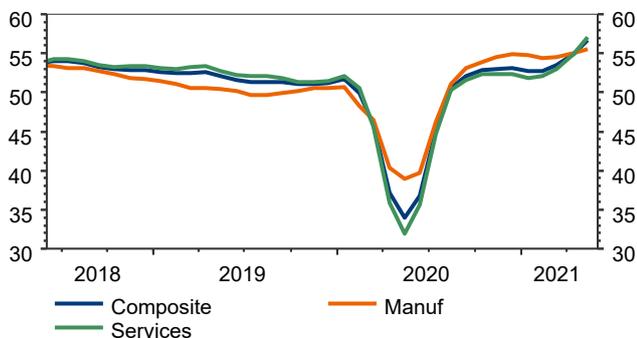
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mag	53.8		54.2
PMI manifatturiero - NBS	mag	51.1	51.1	51.0
PMI non manifatturiero - NBS	mag	54.9		55.2
PMI manifatturiero - Caixin	mag	51.9	51.9	52.0
PMI servizi - Caixin	mag	56.3		55.1

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

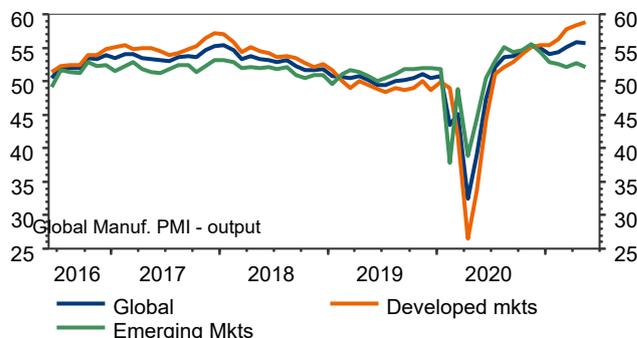
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



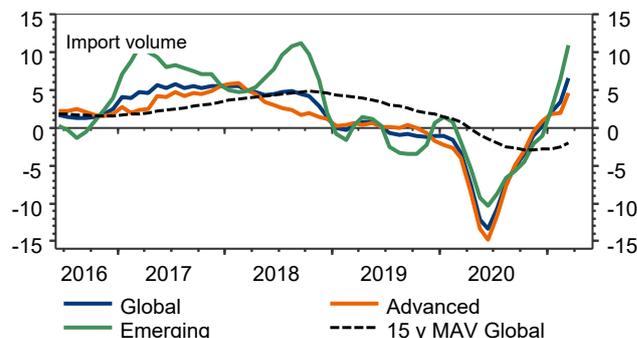
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



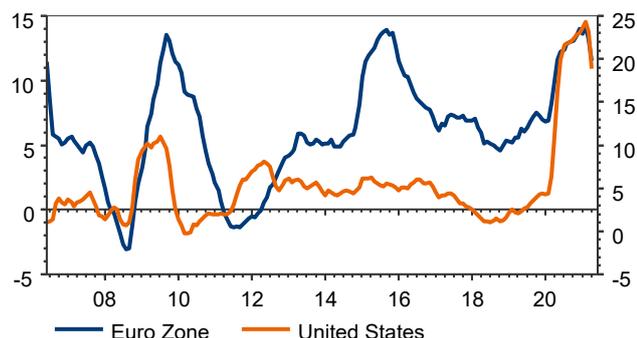
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



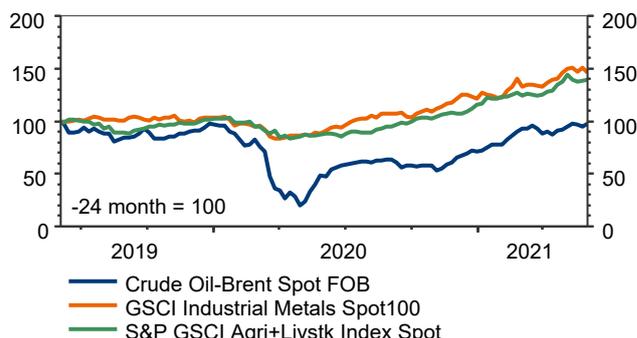
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

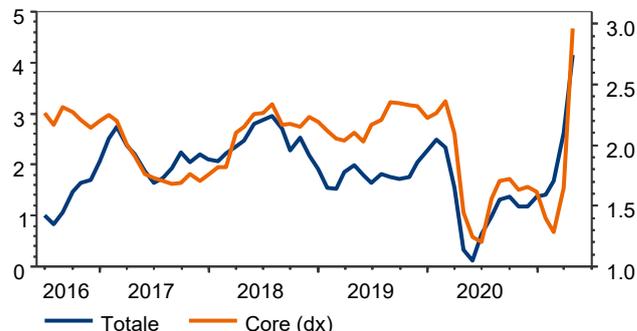
Stati Uniti

Indagini ISM



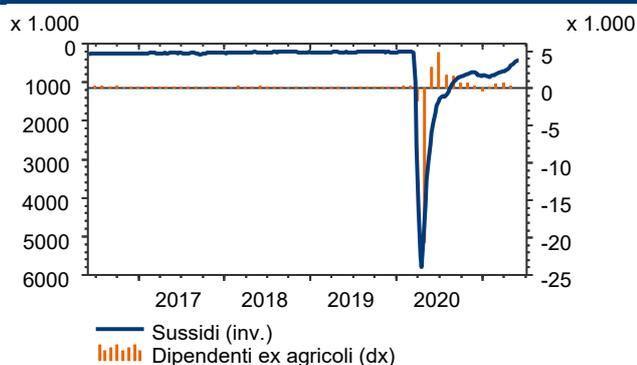
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



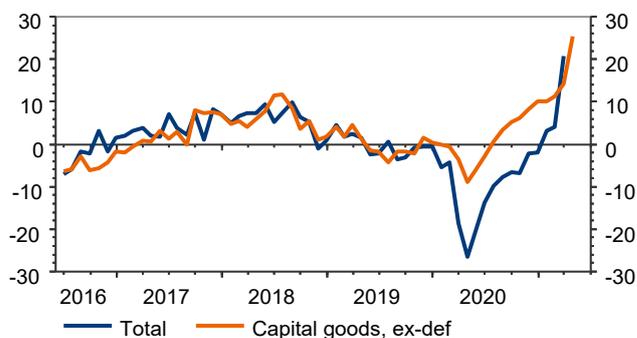
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

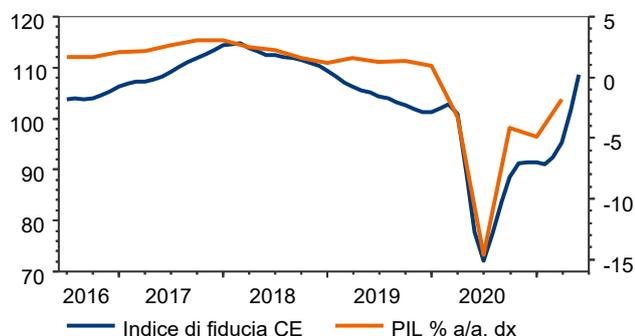
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022						
				T1	T2	T3	T4	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	12.8	10.2	3.4				
Consumi privati	-3.9	9.8	5.1	-6.9	-33.2	41.0	2.3	11.3	16.2	12.4	3.6				
IFL - privati non residenziali	-4.0	7.8	2.8	-6.7	-27.2	22.9	13.1	10.8	8.1	4.0	2.2				
IFL - privati residenziali	6.1	12.9	-0.1	19.0	-35.6	63.0	36.6	12.7	0.3	0.7	0.5				
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.2	1.3	1.3	2.5	-4.8	-0.8	5.8	6.6	-4.8	-2.4				
Esportazioni	-12.9	7.0	9.6	-9.5	-64.4	59.6	22.3	-2.9	8.4	21.5	13.1				
Importazioni	-9.3	14.8	5.5	-15.0	-54.1	93.1	29.8	6.7	16.6	8.9	5.5				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.5	0.0	-1.7	-4.3	6.5	1.4	-3.3	1.8	1.2	0.5				
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	6.2	4.1	-1.7	-13.0	9.4	2.3	0.6	2.3	1.6	1.2				
Disoccupazione (%)	8.1	5.2	4.0	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.4	4.6	4.4				

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

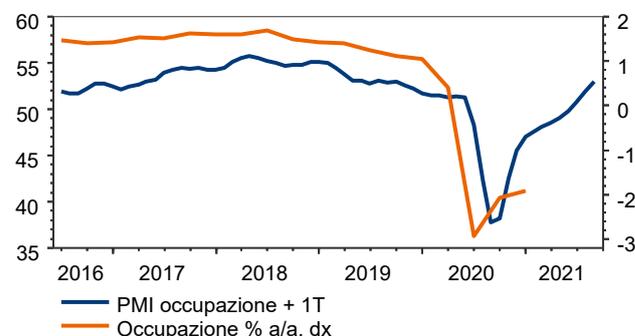
Area euro

PIL



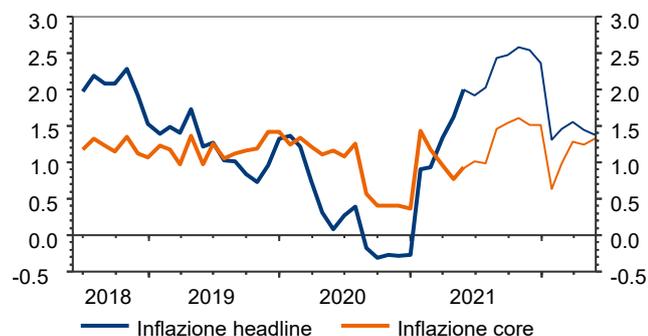
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	1.3
febbraio	1.2	0.9	1.5
marzo	0.7	1.3	1.5
aprile	0.3	1.6	1.4
maggio	0.1	2.0	1.4
giugno	0.3	1.9	1.5
luglio	0.4	2.0	1.6
agosto	-0.2	2.4	1.6
settembre	-0.3	2.5	1.7
ottobre	-0.3	2.6	1.6
novembre	-0.3	2.5	1.6
dicembre	-0.3	2.4	1.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.7	4.1	4.4	-3.3	-14.6	-4.2	-4.9	-1.8	12.5	2.2	4.2
- t/t				-3.8	-11.6	12.5	-0.7	-0.6	1.3	2.2	1.3
Consumi privati	-8.0	0.8	4.6	-4.4	-12.6	14.2	-3.3	-2.3	1.6	1.9	1.4
Investimenti fissi	-8.4	7.5	4.9	-5.9	-16.1	13.8	1.9	0.7	2.1	2.3	1.7
Consumi pubblici	1.2	2.2	1.1	-0.2	-2.2	4.7	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.4
Esportazioni	-9.6	10.2	5.5	-3.8	-18.7	16.7	4.0	1.1	2.6	2.4	1.7
Importazioni	-9.2	9.4	4.9	-2.9	-18.1	11.8	4.5	2.2	2.3	2.1	1.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.8	0.2	0.5	0.0	-1.5	0.7	0.9	-0.2	0.5	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	1.9	1.5	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.3	2.5
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	7.6	7.3	7.6	8.6	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.55	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55

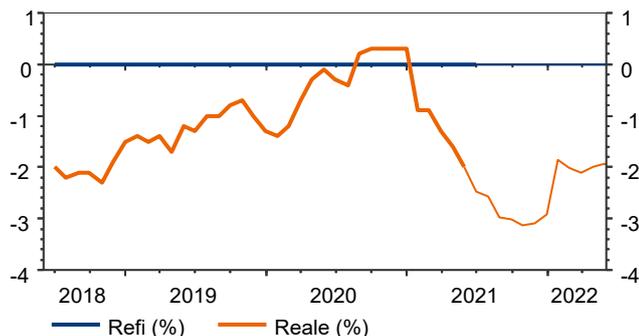
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	3/6	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	-0.56	-0.55	-0.56	-0.56
Euribor 3m	-0.50	-0.55	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

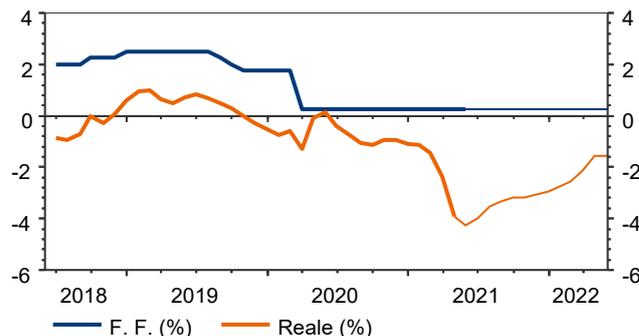


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	3/6	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	0.13	0.19	0.20	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

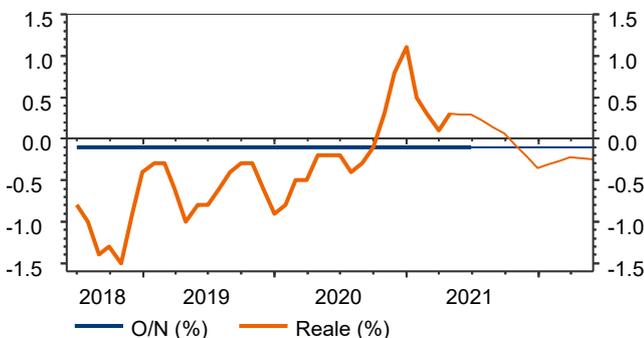


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	3/6	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	-0.10	-0.08	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

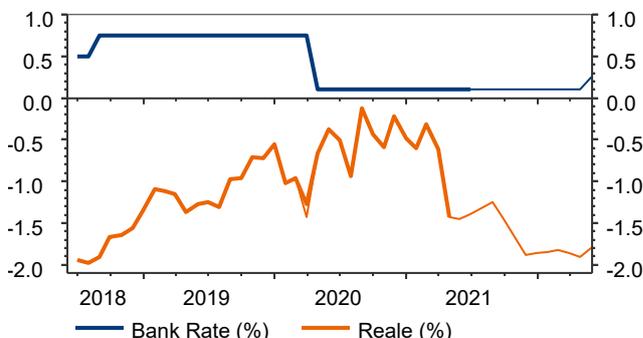


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	3/6	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	4/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.13	1.22	1.20	1.20	1.2111	1.20	1.17	1.16	1.21	1.23
USD/JPY	108	109	104	108	109	110.17	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.27	1.26	1.35	1.40	1.39	1.4115	1.41	1.39	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.12	1.08	1.08	1.11	1.10	1.0963	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	122	122	126	129	131	133.45	130	129	130	137	141
EUR/GBP	0.89	0.90	0.90	0.86	0.87	0.8578	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.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