

Weekly Economic Monitor

Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha confermato che gli acquisti netti PEPP continueranno a ritmi significativamente superiori rispetto a inizio anno. Probabilmente la riunione di luglio sarà interlocutoria, mentre a settembre sarà compiuto un riesame approfondito delle prospettive e il consiglio direttivo discuterà come gestire l'ultimo semestre del PEPP.

**FOMC: adelante Jerome, con juicio.** La riunione di giugno dovrebbe mantenere invariata la politica monetaria, ma anche segnalare che il momento di "parlare di parlare" di tapering potrebbe essere alle soglie. Sui tassi, nonostante un'altra probabile revisione verso l'alto delle proiezioni macro, il grafico a punti dovrebbe prevedere stabilità fino a fine 2023.

I market mover della settimana

Il calendario economico dell'**area euro** vedrà la lettura finale dell'inflazione di maggio, che ci aspettiamo confermi l'aumento segnato dalla stima preliminare. Uscirà anche il dato sulla produzione industriale di aprile per l'Eurozona: prevediamo una lieve crescita dell'*output* che potrebbe preludere ad un'accelerazione della ripresa del settore nei prossimi mesi.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sulla riunione del FOMC, che dovrebbe preparare la strada per la discussione sul tapering, da aprire probabilmente dopo l'estate. Le proiezioni macro dovrebbero essere riviste verso l'alto, ma la mediana nel grafico a punti dovrebbe mantenere lo scenario di tassi fermi fino a fine 2023. Le prime indagini del manifatturiero a maggio dovrebbero dare indicazioni espansive per il settore, con una possibile stabilizzazione delle pressioni verso l'alto sui prezzi. Fra i dati di maggio, la produzione industriale dovrebbe rimbalzare grazie al manifatturiero, le vendite al dettaglio al netto delle auto, i cantieri e le licenze residenziali dovrebbero essere in ripresa.

11 giugno 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

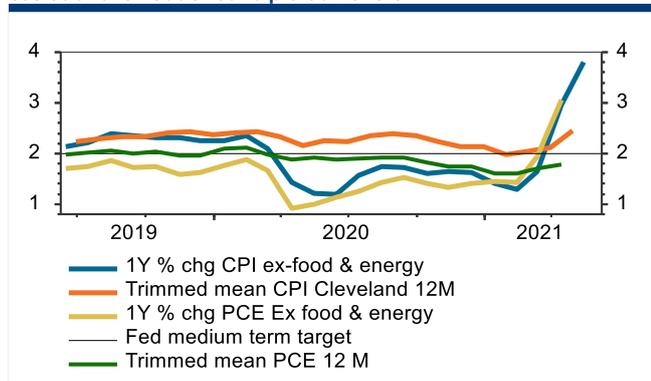
**Lorenzo Biagioli**  
Economista - Area euro

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

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

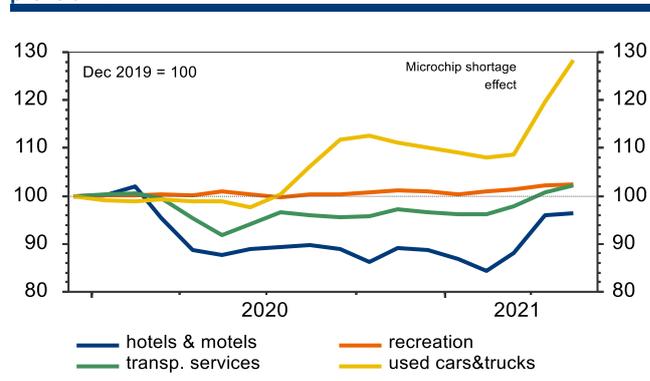
**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

Stati Uniti: il CPI core accelera ancora, ma le misure che escludono le "code" sono più contenute



Fonte: Refinitiv-Datastream

I livelli dei prezzi nei servizi ricettivi sono ancora inferiori ai livelli pre-COVID



Fonte: Refinitiv-Datastream

## Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha confermato che gli acquisti netti PEPP continueranno a ritmi significativamente superiori rispetto a inizio anno. Probabilmente la riunione di luglio sarà interlocutoria, mentre a settembre sarà compiuto un riesame approfondito delle prospettive e il consiglio direttivo discuterà come gestire l'ultimo semestre del PEPP.

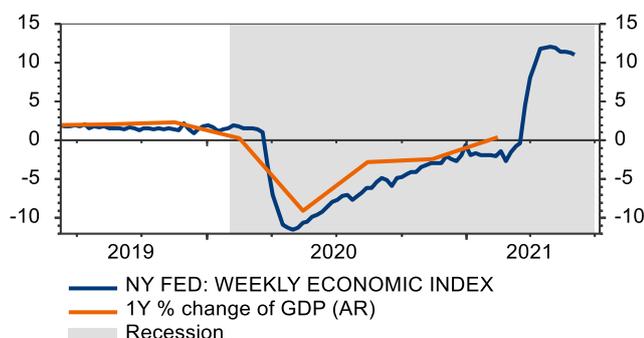
- Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di giocare sul sicuro. Si legge nel comunicato che "il Consiglio direttivo si attende che nel prossimo trimestre gli acquisti netti nell'ambito del PEPP continuino a essere condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi dell'anno". La questione della stagionalità è coperta implicitamente dalla natura flessibile del programma: "Il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti in maniera flessibile in base alle condizioni di mercato". La presidente Lagarde ha dichiarato che il testo è stato approvato all'unanimità, e che il consenso è stato ampio (quindi: non unanime) riguardo al passo degli acquisti netti PEPP. Differenze di opinione in merito erano chiaramente emerse nelle ultime settimane dai discorsi di governatori e membri del comitato esecutivo.
- **Netta revisione al rialzo delle previsioni, rischi bilanciati.** Lo staff della BCE ha rivisto drasticamente al rialzo le proiezioni di crescita per il 2021 (a 4,6%) e il 2022 (a 4,7%), lasciando invariate quelle per il 2023 (2,1%). Il cambiamento riflette gli sviluppi positivi sul fronte della pandemia (vaccinazioni, dati sui contagi), il processo di riapertura avviato in queste settimane e i risultati incoraggianti delle indagini congiunturali. La BCE si attende un vigoroso rimbalzo nel trimestre corrente e "forti progressi" nel secondo semestre. La revisione è ancora più ampia considerando che la media annua non include la revisione pubblicata nei giorni scorsi da Eurostat per il 1° trimestre 2021. Gli stessi fattori hanno indotto la presidente Lagarde a dichiarare che **i rischi sono ora da considerare bilanciati**.
- Le **proiezioni di inflazione** sono state riviste come da nostre attese, con un ampio rialzo nel 2021 (a 1,9%) e nel 2022, ma nessuno per le proiezioni a lungo termine, ferme a 1,4%. Il giudizio della BCE è che "le pressioni sui prezzi rimarranno probabilmente nel complesso contenute, in parte riflettendo le basse pressioni salariali, nel contesto di un rallentamento economico ancora significativo, e di un apprezzamento del tasso di cambio dell'euro". Il documento previsionale evidenzia che lo staff della Banca centrale si attende che nel prossimo biennio l'accelerazione dei salari sarà ampiamente compensata da un rimbalzo della produttività del lavoro. Il testo della conferenza stampa nota che "le misure basate sui sondaggi e gli indicatori basati sul mercato delle aspettative di inflazione a lungo termine rimangono a livelli contenuti".
- **Le prospettive.** Riteniamo che la riunione del 22 luglio sarà interlocutoria, e che in luglio e agosto gli acquisti netti caleranno per fattori stagionali. Il 9 settembre, il consiglio verificherà la portata dei miglioramenti in corso: se saranno in linea con le previsioni, e se la restrizione delle condizioni di finanziamento non sarà stata eccessiva, gli acquisti netti potrebbero anche non risalire dai minimi estivi, e il PEPP chiuderebbe il 2021 con un plafond residuo di 400 miliardi di euro. In caso contrario, gli acquisti netti tornerebbero a 18-19 miliardi settimanali in media.

**FOMC: adelante Jerome, con juicio.** La riunione di giugno dovrebbe mantenere invariate la politica monetaria e la guidance, ma anche segnalare che il momento di "parlare di parlare" di tapering potrebbe essere alle soglie. Sui tassi, nonostante un'altra probabile revisione verso l'alto delle proiezioni macro, il grafico a punti dovrebbe prevedere stabilità fino a fine 2023.

- Alla riunione di giugno, il FOMC dovrebbe **modificare il comunicato in direzione ottimistica**, sia sul fronte economico sia su quello sanitario. Il miglioramento della **valutazione congiunturale** dovrebbe riguardare tanto la crescita, quanto l'occupazione. Per l'inflazione, si dovrebbe reiterare che il rialzo recente "riflette in larga misura fattori transitori". Nel paragrafo relativo alla **pandemia**, il testo, pur affermando ancora che "restano rischi per lo scenario economico", dovrebbe in qualche modo riconoscere che l'ulteriore avanzamento della campagna vaccinale e la stabilizzazione della curva dei contagi sono tali da non interferire con la ripresa.

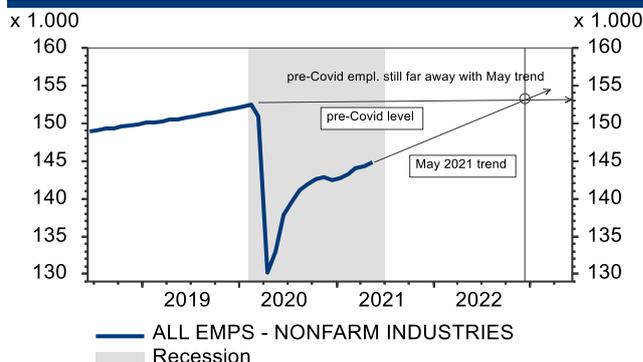
- L'aggiornamento delle **proiezioni economiche** dovrebbe registrare significative **revisioni verso l'alto** per la crescita (da 6,5% e 3,3%) e l'inflazione (da 2,4% e 2%) a fine 2021 e a fine 2022. Per il tasso di disoccupazione atteso a fine 2021 potrebbe esserci una modesta limatura di 1-2 decimi, ma non particolarmente rilevanti. Per raggiungere la previsione di disoccupazione a 4,5% a dicembre 2021, con l'attuale tasso di partecipazione, occorrerebbero 365 mila nuovi posti in media al mese nei prossimi 6 mesi, obiettivo ragionevole. Nonostante il miglioramento dello scenario atteso, prevediamo però che **nel grafico a punti la mediana continui a segnalare tassi fermi fino a fine 2023**, pur in presenza di uno spostamento verso l'alto di alcuni punti del grafico. Il consenso nel Comitato appare ancora inclinato a privilegiare l'ancoraggio delle aspettative sui tassi per gestire gradualmente la svolta. Inoltre, molti partecipanti, fra cui Powell, hanno sottolineato che le proiezioni dei tassi sono indicative e non sono previsioni "ferme" nel tempo.
- La **conferenza stampa** di Powell sarà il veicolo per la preparazione al *tapering*. I verbali di aprile e i discorsi della maggior parte dei partecipanti al FOMC hanno toccato il tema della discussione sugli acquisti e Powell dovrebbe segnalare esplicitamente che, con qualche ulteriore conferma dai dati soprattutto dal mercato del lavoro, il Comitato potrebbe "parlare di parlare" di *tapering* dopo l'estate. Powell dovrebbe anche comunicare cautela nella lettura dei dati e pazienza nella valutazione dello scenario, sottolineando che la Fed aspetterà ulteriori conferme prima di aprire la fase preparatoria alla rimozione dello stimolo. Manteniamo la previsione che il FOMC cominci effettivamente a parlare di *tapering* in autunno, per poi iniziare nel 2022 a ridurre gli acquisti "gradualmente e metodicamente".
- I **dati resteranno i protagonisti** in questa fase di pre-svolta. La velocissima ripresa della crescita dovrebbe portare il PIL al di sopra dei livelli pre-pandemici e azzerare l'output gap già nel 2° trimestre, ma sul mercato del lavoro mancano ancora 7,6 mln di occupati rispetto a febbraio 2020. Dietro al boom del 2021, oltre alla pura forza della domanda aggregata determinata dallo stimolo fiscale e dalla fine dell'emergenza pandemica, c'è una profonda ricomposizione in tutti i settori, con effetti sugli equilibri di breve termine per quantità e prezzi in tutti i mercati, sia per i beni e i servizi, sia per il lavoro. A nostro avviso, con lo spostamento della domanda verso i servizi, il controllo della pandemia e la fine dell'integrazione dei sussidi, **i vincoli all'offerta di beni e di lavoro dovrebbero ridursi**, agevolando la prosecuzione della ripresa e l'aggiustamento del mercato del lavoro. Per quanto riguarda l'**inflazione**, il rialzo attuale è secondo noi radicato negli aggiustamenti settoriali, per loro natura temporanei. Tuttavia, sottolineiamo **rischi verso l'alto** per la dinamica dei prezzi collegati alle aspettative e a possibili pressioni nei comparti rimasti finora fuori dal radar, **abitazione e sanità**.
- In conclusione, lo scenario economico è coerente con l'avvicinamento del FOMC alla svolta sul programma di acquisti**, che dovrebbe essere preparata in autunno, e con un atteggiamento ancora molto prudente per quanto riguarda il sentiero dei tassi. Alla luce delle previsioni solide per la crescita nel 2021-22, **anticipiamo il primo rialzo dei tassi, previsto ora a giugno 2023, e ne aggiungiamo un secondo a dicembre 2023**.

Il PIL dovrebbe superare il livello pre-COVID nel 2° trimestre...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...ma per il recupero dell'occupazione bisognerà attendere



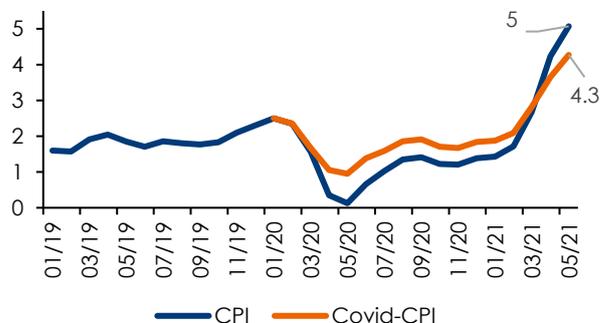
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Il mercato del lavoro è in una fase di eccesso di domanda, probabilmente temporanea**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Il rialzo dell'inflazione per ora è in gran parte dovuto a fattori transitori, e sovrastima l'aumento dell'indice aggiustato per gli spostamenti di spesa fra settori**



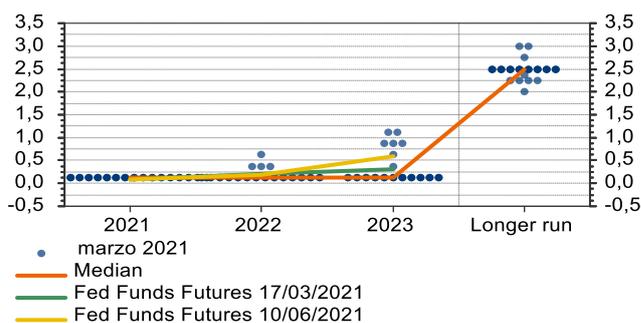
Fonte: A. Cavallo, Harvard Business School. COVID-CPI: indice costruito con un paniere aggiustato per le variazioni di spesa nei diversi comparti.

**Proiezioni macroeconomiche di marzo: a giugno, probabili revisioni verso l'alto per crescita e inflazione, ma ancora stabilità per i tassi**

Variable	2021	2022	2023	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>6.5</b>	<b>3.3</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>
Dec projection	4.2	3.2	2.4	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>
Dec projection	5.0	4.2	3.7	4.1
<b>PCE inflation</b>	<b>2.4</b>	<b>2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Dec projection	1.8	1.9	2.0	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>2.2</b>	<b>2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Dec projection	1.8	1.9	2.0	2.0
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>				
<b>Federal funds rate</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>2.5</b>
Dec projection	0.1	0.1	0.1	2.5

Fonte: Federal Reserve Board, marzo 2021

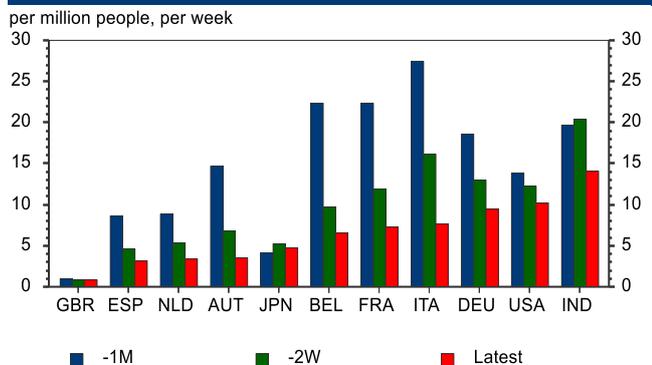
**La distanza fra le aspettative di mercato e le proiezioni del FOMC aumenterà ancora**



Fonte: Refinitiv-Datastream

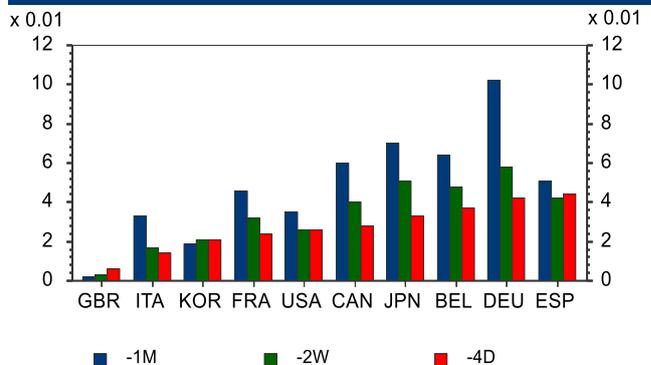
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



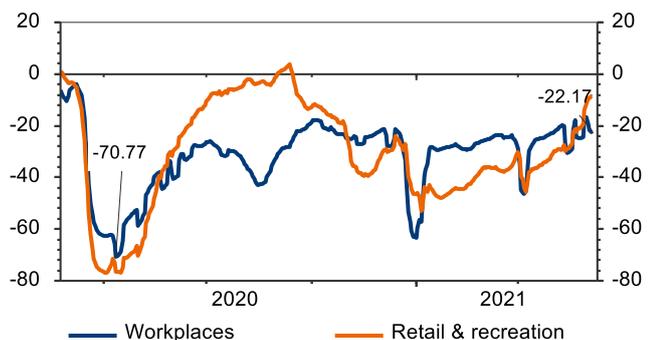
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



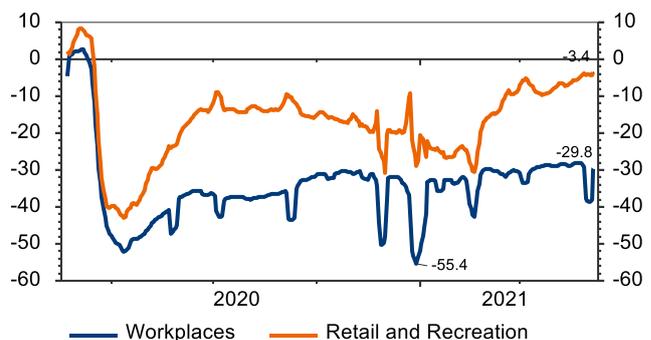
Fonte: OurWorldInData

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



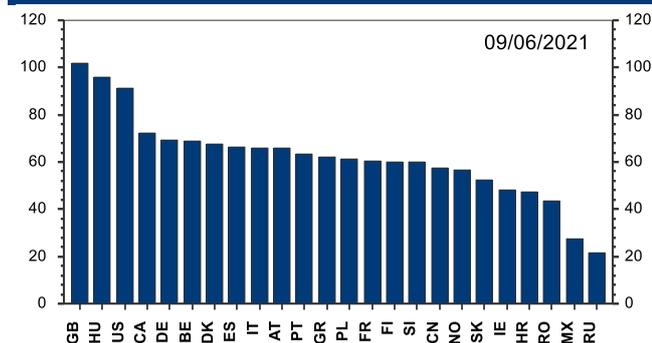
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



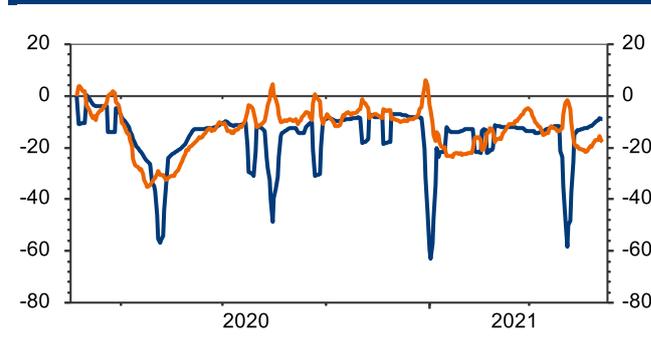
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

## I market mover della settimana

Il calendario economico dell'**area euro** vedrà la lettura finale dell'inflazione di maggio, che ci aspettiamo confermi l'aumento segnato dalla stima preliminare. Sarà anche diffuso il dato sulla produzione industriale di aprile per l'Eurozona: prevediamo una lieve crescita dell'*output*, che potrebbe preludere ad un'accelerazione della ripresa del settore nei prossimi mesi.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sulla riunione del FOMC, che dovrebbe preparare la strada per la discussione sul tapering, da aprire probabilmente dopo l'estate. Le proiezioni macro dovrebbero essere riviste verso l'alto, ma la mediana nel grafico a punti dovrebbe mantenere lo scenario di tassi fermi fino a fine 2023. Le prime indagini del manifatturiero a maggio dovrebbero dare indicazioni espansive per il settore, con una possibile stabilizzazione delle pressioni verso l'alto sui prezzi. Fra i dati di maggio, la produzione industriale dovrebbe rimbalzare grazie al manifatturiero, le vendite al dettaglio al netto delle auto, i cantieri e le licenze residenziali dovrebbero essere in ripresa.

### Lunedì 14 giugno

#### Area euro

■ **Area euro.** La **produzione industriale** ad aprile dovrebbe essere cresciuta di 0,3% m/m da 0,1% m/m precedente. I dati nazionali già pubblicati hanno evidenziato un calo dell'*output* in Germania e Francia a fronte di una crescita in Italia e Spagna. La tendenza annua dovrebbe invece toccare un picco a 37,2% da 10,9% per via del confronto favorevole con aprile 2020. Nonostante la presenza di colli di bottiglia in alcune filiere produttive riteniamo che, come emerge dalle indagini congiunturali, le solide condizioni di domanda possano sostenere, nei prossimi mesi, l'accelerazione della ripresa nel settore.

### Martedì 15 giugno

#### Area euro

- **Germania.** La stima finale dovrebbe confermare che in maggio i **prezzi al consumo** sono saliti di cinque decimi sull'indice domestico e tre sull'armonizzato. Di riflesso, l'inflazione annua è vista a 2,5% sull'indice nazionale e 2,4% sulla misura armonizzata. L'inflazione dovrebbe registrare un ulteriore gradino al rialzo a partire da luglio, per via dell'effetto base indotto dal taglio dell'IVA entrato in vigore il 1° luglio 2020. In media annua i prezzi cresceranno di circa il 2,6% (2,7% sull'indice armonizzato) nel 2021, ma sulla previsione insistono rischi al rialzo.
- **Francia.** La seconda lettura confermerà che a maggio **l'inflazione** è salita a 1,4% a/a sull'indice nazionale e a 1,8% a/a sull'armonizzato. Il rialzo deriverebbe principalmente dai rincari dei listini energetici (a 11,8% a/a da 8,8% di aprile). Sul mese i prezzi dovrebbero essere confermati in crescita di tre decimi sull'indice nazionale e di quattro decimi su quello armonizzato. In prospettiva, il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto ad ottobre; in media d'anno nel 2021, l'inflazione è vista a 1,4% sull'indice domestico e 1,7% sull'armonizzato.
- **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di maggio dovrebbe confermare la stima preliminare, con un'inflazione annua a 1,3% (massimo da due anni) sia sul NIC che sull'IPCA. Le pressioni al rialzo sulla tendenza annua continuano ad arrivare principalmente dall'energia. Sul mese, entrambe le misure dovrebbero aver registrato una variazione nulla. L'inflazione di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata stabile a 0,3% a/a. In prospettiva, l'inflazione è attesa accelerare nel trimestre estivo; l'inflazione italiana è attesa all'1,2% in media annua nel 2021, ma i rischi sulla previsione sono verso l'alto.

#### Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a maggio sono previste in calo di -0,3% m/m, dopo la stagnazione di aprile, sulla scia di un'ampia correzione nel comparto auto dovuta alla scarsità di offerta. Al

netto delle auto le vendite dovrebbero aumentare di 0,3% m/m, dopo -0,8% m/m, in parte spinte dai prezzi (inclusa la benzina) e in parte dall'attività legata alla fine delle misure di contenimento, con un incremento solido per bar e ristorazione e variazioni positive per le componenti abbigliamento e articoli sportivi. Il trend delle vendite dovrebbe essere modesto nel 2° trimestre, per via dello spostamento dei consumi dai beni ai servizi.

- L'indice **Empire della NY Fed** a giugno è previsto a 21 da 24,3 di maggio, con indicazioni sempre positive per l'espansione del settore. Ordini e consegne dovrebbero stabilizzarsi intorno ai livelli elevati di maggio, mentre i tempi di consegna e gli ordini inevasi dovrebbero confermare i segnali del mese scorso, che avevano mostrato una stabilizzazione dell'entità delle strozzature dal lato dell'offerta. Per occupati e settimana lavorativa il trend dovrebbe rimanere espansivo. Gli indici a sei mesi si dovrebbero mantenere nell'intervallo di oscillazione in vigore da metà 2020. Anche sul fronte dei prezzi pagati e ricevuti le indicazioni dovrebbero essere coerenti con aumenti ancora diffusi, ma su ritmi non più in accelerazione.
- Il **PPI** a maggio dovrebbe aumentare di 0,5% m/m, sia per l'indice *headline* sia per quello *core*.
- La **produzione industriale** a maggio è attesa in crescita di 0,8% m/m, con un incremento previsto per il manifatturiero di 1,1% m/m. L'*employment report* ha dato indicazioni positive per il manifatturiero, con una variazione di 0,7% mm per le ore lavorate e un incremento di 23 mila occupati a maggio. I produttori di auto avevano previsto una ripresa della produzione a maggio in alcuni stabilimenti che erano stati chiusi nei mesi precedenti e il mese scorso hanno aggiunto 24800 nuovi occupati. L'estrattivo e le utility dovrebbero invece essere in modesta contrazione.

## Mercoledì 16 giugno

### Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** a maggio sono attesi in aumento a 1,64 mln, dopo 1,569 di aprile. Gli occupati nelle costruzioni residenziali hanno registrato un incremento di 4400 il mese scorso, con indicazioni positive per l'attività, dopo la contrazione di aprile. Le **licenze** dovrebbero crescere a 1,75 mln da 1,73 mln, con indicazioni di moderato trend verso l'alto per il settore.
- Alla riunione di giugno, il **FOMC dovrebbe modificare il comunicato in direzione ottimistica**, sia sul fronte economico sia su quello sanitario. Il miglioramento della **valutazione congiunturale** dovrebbe riguardare tanto la crescita, quanto l'occupazione. Per l'inflazione, si dovrebbe reiterare che il rialzo recente "riflette in larga misura fattori transitori". L'aggiornamento delle **proiezioni economiche** dovrebbe registrare significative **revisioni verso l'alto** per la crescita (da 6,5% e 3,3%) e l'inflazione (da 2,4% e 2%) a fine 2021 e a fine 2022. Per il tasso di disoccupazione atteso a fine 2021 potrebbe esserci una modesta limatura di 1-2 decimi, ma non particolarmente rilevanti. Nella **conferenza stampa**, Powell dovrebbe sottoscrivere il messaggio dei verbali di aprile e dei discorsi recenti, secondo cui l'economia sta facendo progressi su molti fronti rispetto a dicembre 2020 e la fase di emergenza pandemica si sta risolvendo. Tuttavia, Powell dovrebbe anche comunicare cautela nella lettura dei dati e pazienza nella valutazione dello scenario, sottolineando che la Fed aspetterà ulteriori conferme prima di aprire la fase preparatoria alla rimozione dello stimolo. Manteniamo **la previsione che il FOMC cominci effettivamente a parlare di tapering in autunno**, per poi iniziare nel 2022 a ridurre gli acquisti "gradualmente e metodicamente".

## Giovedì 17 giugno

### Area euro

- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare la crescita dell'**inflazione** vista nella stima flash, da 1,6% a 2,0% a/a (massimo da ottobre 2018). L'indice *core* BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) dovrebbe rimanere su valori moderati (0,9% a/a, in linea con

la stima preliminare), segnale che il rialzo sarebbe dovuto a fattori temporanei. I listini dovrebbero essere confermati in aumento di tre decimi su base mensile. L'inflazione è vista accelerare a partire da agosto, per raggiungere un picco nel 4° trimestre: in media annua i prezzi cresceranno di circa l'1,9% nel 2021; l'inflazione è attesa in rallentamento a 1,5% l'anno prossimo.

### Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a giugno è previsto a 34 da 31,5 di maggio, in linea con il proseguimento dell'espansione del settore a ritmi elevati. Gli indici coincidenti e a 6 mesi dovrebbero recuperare parzialmente la correzione di maggio, e l'indagine dovrebbe dare segnali positivi per l'attività, gli ordini e l'occupazione. Sarà importante vedere se gli indici di prezzo si stabilizzano dopo aver segnato una serie di massimi dai primi anni '80 sia per i prezzi pagati (a 76,8) sia per quelli ricevuti (a 41). A maggio le imprese avevano riportato una previsione mediana di incremento del 5% dei prezzi di vendita e del 4% del costo del lavoro, a fronte di una previsione di inflazione al consumo nel prossimo anno del 4%.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (14 – 18 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 14/6	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		apr	prel 2.5	%	
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	apr	0.1	%	0.2
Mar 15/6	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	mag	prel 0.3	%	0.3
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		mag	prel 2.5	%	2.5
	08:00	GER	IPCA a/a finale		mag	prel 2.4	%	2.4
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	mag	prel 0.5	%	0.5
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		apr	4.8	%	4.7
	08:00	GB	Retribuzioni medie		apr	4.0	%	
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	mag	prel 0.4	%	0.4
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	mag	0.1	%	
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		mag	prel 1.8	%	1.8
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	mag	prel 0.0	%	0.0
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	mag	prel 0.0	%	0.0
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		mag	prel 1.3	%	1.3
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		mag	prel 1.3	%	1.3
	14:30	USA	PPI m/m		mag	0.6	%	0.5
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mag	0.7	%	0.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	mag	-0.8	%	0.1
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	mag	0.0	%	-0.4
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	giu	24.3		22.0
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		mag	74.6 (74.9)	%	75.1
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		mag	0.5 (0.7)	%	0.7
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		apr	0.3	%	-0.1	
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		giu	83.0			
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		apr	262.2	Mld \$		
Mer 16/6	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		apr	3.7	%	2.7
	01:50	GIA	Bilancia commerciale		mag	253.1 (255.3)	Mld ¥ JP	-91.2
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	mag	17.7	%	14.0
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	mag	19.9	%	16.8
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		mag	29.6	%	
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		mag	20.3	%	
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		mag	9.8	%	8.9
	08:00	GB	CPI m/m		mag	0.6	%	
	08:00	GB	CPI a/a	*	mag	1.5	%	1.8
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T1	3.0	%	
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		mag	0.7	%	0.7
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mag	1.569	Mln	1.630
14:30	USA	Licenze edilizie		mag	1.733	Mln	1.741	
Gio 17/6	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		apr	5.2	Mld €	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		apr	0.4	Mld €	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mag	prel 0.9	%	0.9
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mag	prel 2.0	%	2.0
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mag	prel 0.3	%	0.3
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	376	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.499	Mln	
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	giu	31.5		34.0
Ven 18/6	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		mag	1.6	%	1.3
	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mag	-0.4	%	
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mag	-0.1	%	0.1
	08:00	GER	PPI a/a		mag	5.2	%	6.2
	08:00	GER	PPI m/m		mag	0.8	%	0.6
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	9.2	%	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		mag	42.4	%	

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 (14 – 18 giugno)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Lun	14/6	15:00 EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		15:00 GB	* Discorso di Bailey (BoE)
Mar	15/6	10:00 EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		14:15 GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		15:50 EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		17:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
Mer	16/6	20:00 USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
		20:30 USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	17/6	09:00 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		18:30 EUR	Discorso di Visco (BCE)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
Ven	18/6	EUR	* Riunione Ecofin
		GIA	* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
		GB	* Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

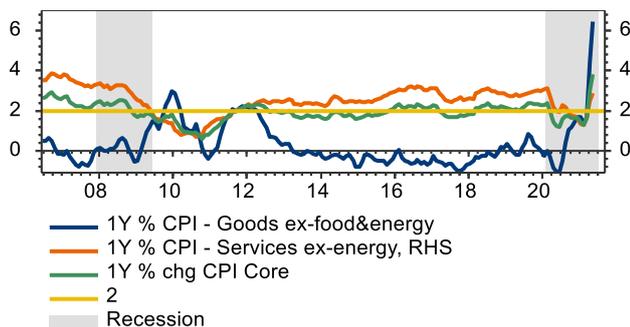
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	apr	-75.0 (-74.4)	Mld \$	-69.0	-68.9
Richieste di sussidio	settim	385	x1000	370	376
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.757 (3.771)	Mln	3.602	3.499
CPI m/m	mag	0.8	%	0.4	0.6
CPI a/a	mag	4.2	%	4.7	5.0
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	mag	3.0	%	3.4	3.8
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	mag	0.9	%	0.4	0.7
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	giu	82.9		84.0	

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

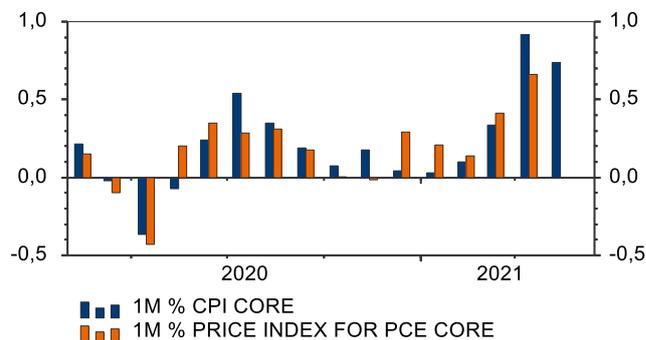
Il **CPI** a maggio aumenta di 0,6% m/m, dopo 0,8% m/m di aprile, portando l'inflazione al 5% a/a, sui massimi da agosto 2008. L'indice **core** è in rialzo di 0,7% m/m (3,8% a/a), dopo 0,9% m/m ad aprile, con una nuova sorpresa verso l'alto rispetto a previsioni di consenso per 0,5% m/m. L'indice **headline** risente degli effetti contrastanti di energia e alimentari. Il segmento energia è invariato, mentre gli alimentari sono in rialzo di 0,4% m/m. La variazione dell'indice **core** è spinta sia dai beni sia dai servizi ex-energia. I **beni core** sono in aumento di 1,8% m/m (dopo 2% m/m di aprile) e di 6,5% a/a, con alcuni comparti particolarmente solidi: auto usate +7,3% m/m (29,7% a/a), dopo 10% m/m di aprile, e abbigliamento +1,2% m/m (5,6% a/a). I **servizi ex-energia**, con un incremento di 0,4% m/m sono trainati dall'abitazione (+0,3% m/m), spinta dagli affitti (0,4% m/m) e dalle tariffe alberghiere (+8,8% m/m, 10% a/a), dai trasporti (+1,5% m/m), con le tariffe aeree in rialzo di 10,2% m/m (24,1% a/a) e le auto a noleggio in crescita di 12,1% m/m, e dai servizi ricreativi (+0,8% m/m, solo marginalmente sopra un anno fa, con 0,2% a/a). La sanità invece rimane ancora su un sentiero contenuto, con un calo di -0,1% m/m per i servizi (1,5% a/a). I dati danno un quadro non diverso da quello di aprile, con **i rialzi più significativi nei comparti direttamente colpiti da COVID per i servizi e in quelli che risentono delle principali strozzature all'offerta (auto e auto usate) per i beni**. La sanità è ancora su un sentiero contenuto e l'abitazione al netto della componente "lodging away from home" sta accelerando solo modestamente. Questi due comparti, che sono i più consistenti sull'indice **core**, rappresentano **rischi di ulteriore accelerazione** dell'inflazione nei prossimi trimestri, quando ci saranno la trasmissione dei rialzi dei prezzi delle case e la ripresa della domanda per servizi sanitari.

### La spinta maggiore viene dai beni, sulla scia del boom dei prezzi delle auto



Fonte: Refinitiv Datastream

### Le variazioni mensili sono amplificate dal cambiamento dei pesi relativi dei diversi settori



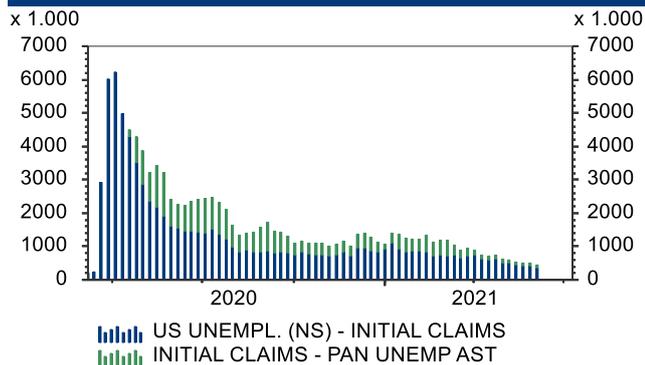
Fonte: Refinitiv Datastream

Nel complesso i dati confermano gli effetti rialzisti sui prezzi derivanti dalla riapertura dei servizi chiusi per COVID e dalle strozzature all'offerta sui beni, con rischi verso l'alto nei prossimi mesi amplificati dalla probabile accelerazione per case e sanità. Riteniamo che la Fed continui a considerare gran parte dell'attuale rialzo dell'inflazione un fenomeno transitorio dovuto alla

riallocazione delle risorse, ma la questione cruciale per il sentiero futuro dell'inflazione sarà l'ancoraggio delle aspettative di famiglie e imprese. **I rischi sono verso l'alto per il 2021-22.**

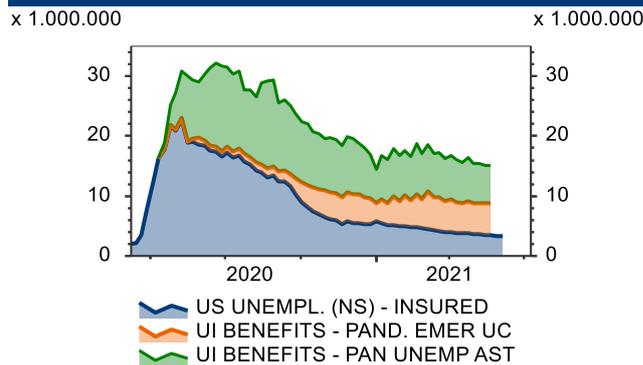
Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 5 giugno calano a 376 mila, da 385 mila della settimana precedente. I **sussidi statali esistenti** a fine maggio flettono di 258 mila, a 3,499 mln, minimo dal 21 marzo 2020. I sussidi totali in essere al 22 maggio calano di 95 mila, a 15,349 mln, circa dimezzati rispetto al livello di un anno fa (30 mln).

**I nuovi sussidi danno un quadro di chiaro miglioramento del mercato del lavoro...**



Fonte: Refinitiv Datastream

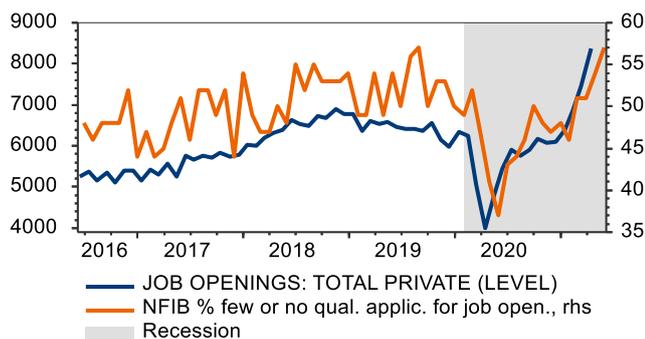
**...con un graduale trend verso il basso ora esteso anche ai sussidi erogati con i programmi federali**



Fonte: Refinitiv Datastream

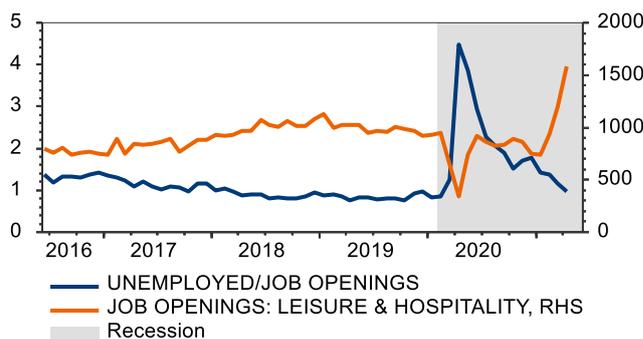
I dati sui flussi rilevati dalla **Job Openings and Labor Turnover** Survey a maggio mostrano un ulteriore aumento delle posizioni aperte, che toccano il massimo storico a 9,3 mln, dando ulteriori segnali di eccesso di domanda sul mercato del lavoro. Il rapporto disoccupati/posizioni aperte, a 1,2, è sul livello di marzo 2020, con indicazioni di restrizioni dal lato dell'offerta, in particolare nei servizi ricreativi e dell'ospitalità. Parallelamente, le dimissioni volontarie sono salite a livelli record, mentre i licenziamenti continuano a calare.

**Posizioni aperte sui massimi storici a maggio**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**Il rapporto disoccupati/posizioni aperte è sul livello di marzo 2020**



Fonte: Refinitiv-Datastream

La **bilancia commerciale** ad aprile registra un deficit di -68,9 mld di dollari, in chiusura di 6,1 mld da marzo, con le esportazioni in rialzo di 1,1% m/m e le importazioni in calo di -1,4% m/m, in linea con le indicazioni della bilancia preliminare dei beni. Le esportazioni di beni sono spinte principalmente dai beni capitali e dalle materie prime, a fronte di correzioni nel comparto auto (per vincoli all'offerta) e nei beni al consumo. Dal lato dell'import, rallentano le materie prime, le auto e i beni di consumo, mentre per i beni di investimento si registra un modesto incremento. La rotazione della domanda USA verso i servizi riduce le importazioni di beni, mentre per i partner commerciali, più indietro nella fase di ripresa e di controllo della pandemia, prevale ancora la

forte dinamica della domanda di beni. Il contributo delle esportazioni nette, ampiamente negativo nel 1° trimestre, dovrebbe essere modestamente positivo nel 2° trimestre.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T2	5			
Tankan, grandi imprese non manifat.	T2	-1			
PIL t/t prelim	T1	2.8	%	-1.2	-1.3
PIL t/t, ann. prelim	T1	11.7	%	-4.6	-5.1

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

La seconda stima del **PIL del 1° trimestre** registra una revisione verso l'alto, con una variazione di -1% t/t, da -1,3% t/t della prima stima. La domanda domestica è in contrazione di -0,8% t/t, anziché di -1,1%, nonostante un indebolimento di 0,1pp della dinamica dei consumi a -1,5% t/t, grazie a un andamento migliore degli investimenti privati e della spesa pubblica. Gli investimenti non residenziali sono in calo di -1,2% t/t (da -1,4% t/t) e quelli residenziali aumentano di 1,4% t/t (da 1,2% t/t), mentre la spesa pubblica corregge di -0,4% t/t dalla prima stima di -1,1% t/t. Il canale estero mantiene un contributo negativo di -0,2pp. Le previsioni per il 2° trimestre sono di stagnazione della crescita, sulla scia degli effetti dell'ondata di contagi che ha portato all'introduzione di un nuovo stato di emergenza e a misure di contenimento in atto almeno fino a metà giugno. Nell'ultimo mese la campagna di vaccinazioni è accelerata, ma per ora il Giappone rimane indietro rispetto agli altri Paesi industrializzati, con solo il 10,3% di popolazione che ha ricevuto almeno una dose di vaccino e il 3,4% pienamente immunizzato.

### Area euro

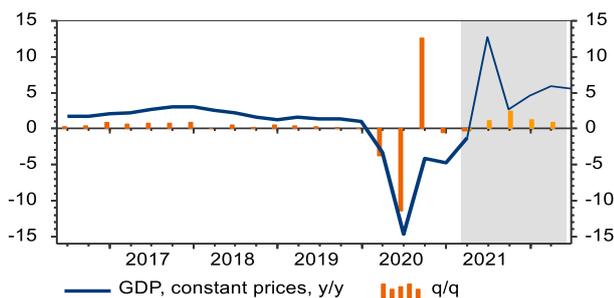
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a finale	T1	-1.8	%	-1.8	-1.3	
EUR	PIL t/t finale	T1	-0.6	%	-0.6	-0.3	
EUR	Occupazione t/t	T1	-0.3	%	-0.3	-0.3	
FRA	Produzione industriale m/m	apr	1.0	<del>(0.8)</del>	%	0.5	-0.1
GER	Ordini all'industria m/m	apr	3.9	<del>(3.0)</del>	%	1.0	-0.2
GER	Produzione industriale m/m	apr	2.2	<del>(2.5)</del>	%	0.5	-1.0
GER	ZEW (Sit. corrente)	giu	-40.1			-27.8	-9.1
GER	ZEW (Sentiment econ.)	giu	84.4			86.0	79.8
GER	Bilancia commerciale destag.	apr	14.0	<del>(14.3)</del>	Mld €	16.3	15.9
ITA	Vendite al dettaglio a/a	apr	23.5	<del>(22.90)</del>	%		30.4
ITA	Produzione industriale m/m	apr	0.3	<del>(0.1)</del>	%	0.3	1.8
SPA	Produzione industriale a/a	apr	12.9	<del>(12.4)</del>	%		48.2
SPA	IPCA a/a finale	mag	2.4		%	2.4	2.4

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

**Area euro. La stima finale del PIL relativa al 1° trimestre** è stata rivista verso l'alto, a -0,3% t/t dopo il -0,6% t/t della prima lettura. In termini tendenziali la contrazione si porta a -1,3% da -1,8% precedente. È stata la flessione dei consumi privati (-2,3% t/t) a pesare sulla crescita, a fronte di un contenuto incremento per gli investimenti (+0,2% t/t) e di una stagnazione per i consumi pubblici. Marginalmente positivo l'apporto del canale estero (+0,1 punti percentuali) grazie ad esportazioni in crescita ad un ritmo leggermente più elevato rispetto alle importazioni (+1,0% contro +0,9% t/t). Le scorte, infine, hanno contribuito positivamente alla crescita per sette decimi. La revisione al rialzo è imputabile all'ampio balzo registrato dal PIL irlandese (+7,8% t/t), un dato tipicamente assai volatile. Dopo due trimestri di contrazione, il PIL area euro è atteso mostrare un rimbalzo dell'ordine di almeno un punto percentuale nel trimestre in corso, e un'accelerazione dell'ordine di due punti nei mesi estivi. I livelli di attività pre-COVID potrebbero essere recuperati a inizio 2022.

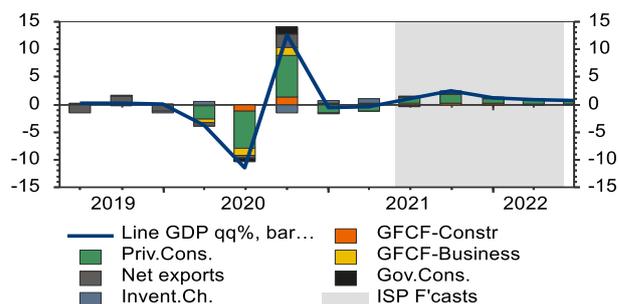
**Area euro. La stima finale dell'occupazione nel 1° trimestre** ha confermato la contrazione di -0,3% t/t mentre il calo tendenziale è stato ridimensionato a -1,8% da -2,1% precedente. Le ore lavorate hanno subito una flessione più accentuata (-0,8% t/t, -3,4% a/a). Dall'inizio della pandemia gli occupati in area euro sono calati di circa 3,4 milioni, in misura minore rispetto al previsto grazie al supporto fornito dai Governi che ha permesso alle imprese di proteggere, almeno in parte, i livelli occupazionali riducendo le ore lavorate. Nei prossimi mesi, sull'onda della ripresa economica, dovremmo assistere ad un rimbalzo delle ore lavorate e ad un graduale incremento degli occupati, come peraltro suggeriscono le più recenti indagini di fiducia.

#### Area euro: la stima finale ridimensiona il calo del PIL di inizio anno. La crescita dovrebbe tornare positiva dal 2° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

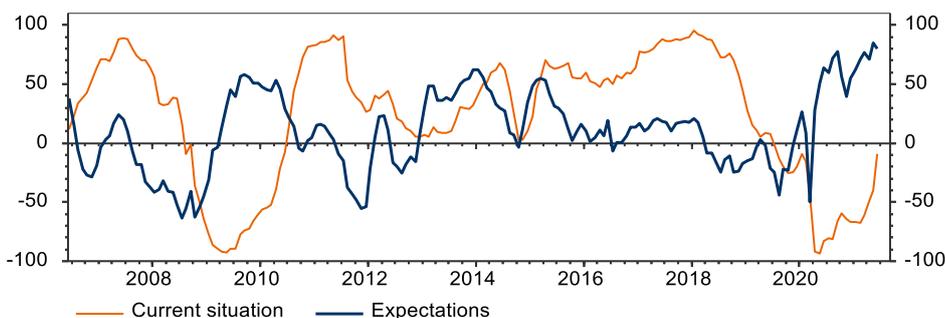
#### Nel 1° trimestre pesa il calo dei consumi, non bastano i contributi positivi di investimenti, scorte ed esportazioni nette



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Germania.** A dispetto delle attese, l'indice **ZEW** è calato nel mese di giugno, con l'indice delle aspettative che è passato a 79,8 da 84,4 di maggio (massimo da febbraio 2000). Di contro, la valutazione sulla situazione corrente ha mostrato un deciso miglioramento, a -9,1 da -40,1 precedente, grazie al marcato miglioramento della situazione sanitaria. L'indice è coerente con una crescita congiunturale del PIL su ritmi di almeno 2% t/t tra 2° e 3° trimestre.

#### ZEW: le aspettative correggono, ma restano su livelli vicini ai massimi storici



Fonte: ZEW

**Germania.** Il **WAI** della Bundesbank è salito ulteriormente, a 1,0; l'indice è coerente con una crescita del PIL del 2,2% nelle 13 settimane antecedenti il 6 giugno rispetto alle 13 settimane precedenti.

**Germania.** La **produzione industriale** è calata di **-1,0% m/m** ad aprile, dopo il +2,2% m/m precedente (rivisto al ribasso di tre decimi). Nel **manifatturiero** la flessione si attesta a **-0,7% m/m** ed è dovuta soprattutto ai beni di consumo (-3,3% m/m); i beni di investimento e i beni intermedi hanno registrato una quasi stagnazione (rispettivamente a -0,1% m/m e -0,2% m/m). La produzione di energia è balzata di +6% m/m, viceversa l'output nelle costruzioni ha corretto di ben -4,3% m/m. La variazione tendenziale è pari a +26,4% a/a (+4,8% in marzo), per via

dell'effetto statistico di confronto con il mese di aprile dello scorso anno (quando le misure restrittive raggiunsero la massima severità); rispetto a febbraio 2020 il valore risulta tuttora più basso di -5,6% (dato destagionalizzato e corretto per gli effetti del calendario).

**Germania.** Gli **ordini all'industria** ad aprile sono calati a sorpresa di **-0,2% m/m**; la flessione in parte è spiegata anche dalla revisione al rialzo di nove decimi del dato di marzo (a +3,9% m/m). La variazione tendenziale è salita a +78,9% a/a per l'effetto statistico di confronto con il mese di aprile dello scorso anno (quando gli ordinativi crollarono a causa dell'introduzione del primo lockdown). Gli ordinativi esteri sono aumentati (+2,7% m/m) principalmente per effetto di una crescita delle commesse dai Paesi non appartenenti all'area euro (+3,8% m/m), mentre quelli domestici sono scesi di -4,3% m/m. In base ai dati preliminari di aprile, il **fatturato** nel comparto manifatturiero è calato di **-2,6% m/m** dopo il +3,1% m/m di marzo.

**Francia.** La **produzione industriale**, in aprile, ha fatto segnare una contrazione di -0,1% m/m, contro un consenso di +0,5% m/m (+13,9% a/a, per via del confronto con il mese di aprile 2020). Più ampia la discesa dell'indice manifatturiero (-0,3% m/m, +15,3% a/a). Oltre alle misure restrittive, più severe che in altri Paesi, sui dati hanno pesato le persistenti difficoltà di approvvigionamento e prezzi crescenti delle materie prime. La stima flash di marzo (+0,8% m/m) è stata invece rivista al rialzo a +1,0% m/m. La produzione è in rotta per una contrazione nel 2° trimestre, un segnale che l'industria potrebbe dare un contributo negativo al PIL. Il miglioramento degli indicatori di fiducia e degli indici di mobilità segna comunque una ripresa dell'attività industriale nel mese di maggio ed una possibile accelerazione in giugno.

**Italia.** La **produzione industriale è cresciuta molto più del previsto ad aprile, di +1,8% m/m**. Inoltre, il dato di marzo è stato rivisto al rialzo a +0,3% m/m dal -0,1% della prima stima. **Nel mese, sono stati trainanti i beni strumentali** (+3,1% m/m), un segnale di vivacità per l'attività di investimento (che a nostro avviso potrebbe dare quest'anno il maggior contributo alla crescita del PIL italiano, con un rimbalzo a due cifre dopo il calo di -9,2% registrato dai dati sugli investimenti di contabilità nazionale lo scorso anno). In ogni caso, **l'incremento della produzione ad aprile è diffuso a tutti i raggruppamenti principali di industrie** (da notare il recupero per i beni durevoli: +1,7% m/m dopo due mesi di cali superiori a un punto percentuale). **La tendenza annua della produzione mostra una netta accelerazione** (a 79,5% sul dato corretto per i giorni lavorativi e gli effetti di calendario), **che però non è significativa** visto il confronto con il mese di aprile 2020 quando era stata disposta la sospensione di una notevole quota delle attività produttive (in tal senso, si tratta di un picco destinato a rientrare nei prossimi mesi). In ogni caso, **l'indice destagionalizzato della produzione industriale è tornato sopra i livelli pre-COVID** (+1,2% rispetto a febbraio 2020): era accaduto già lo scorso agosto (su livelli anzi più elevati, ma distorti da effetti stagionali), tuttavia pensiamo che questa volta l'output sia destinato anche nei prossimi mesi a permanere su livelli superiori a quelli pre-pandemici.

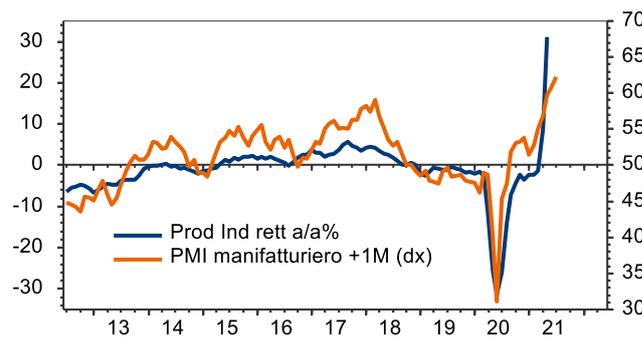
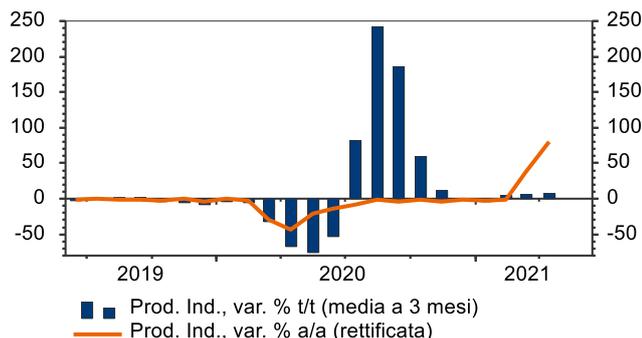
**Il dato congiunturale di aprile potrebbe essere stato amplificato da effetti di calendario** (in particolare, la Festa della Liberazione caduta di domenica). **Tuttavia, le indagini segnalano che la tendenza espansiva nell'industria è destinata a continuare nei prossimi mesi, e che al contributo positivo del manifatturiero si aggiungerà quello dei servizi**, che stanno tornando a crescere più rapidamente di quanto previsto qualche settimana fa vista l'accelerazione nel calendario delle riaperture e negli indici di mobilità (in base ai Rapporti sugli spostamenti della comunità diffusi da Google, gli spostamenti verso gli esercizi commerciali e i luoghi ricreativi sono già tornati ai livelli di inizio agosto 2020). **La produzione industriale è in rotta per un incremento del 2% t/t nel 2° trimestre** (in accelerazione dall'1% di inizio anno): al netto dell'"anomalia statistica" del 3° trimestre 2020, si tratterebbe di un massimo dal 2010. Ma quel che più conta, come detto, è che al rafforzarsi della ripresa nell'industria si aggiungerà nei prossimi mesi finalmente un apporto positivo anche dai servizi, che anzi potrebbero trainare la ripresa del PIL nella seconda metà dell'anno.

**Abbiamo recentemente rivisto al rialzo il profilo di crescita per l'economia italiana, a 4,6% per il 2021:** tale previsione sconta un'espansione dell'ordine di un punto percentuale nel trimestre in corso, e di due punti percentuali nei mesi estivi; i rischi su tale sentiero ci appaiono oggi al rialzo.

Nelle nostre stime, l'economia italiana resterà quest'anno su livelli inferiori a quelli del 2019 di quasi cinque punti percentuali; tuttavia, **il recupero dei livelli pre-COVID dovrebbe avvenire prima di quanto assunto precedentemente** ovvero a fine 2022. Inoltre, **il PIL è destinato a nostro avviso a crescere più del potenziale per diversi anni** (nostre attuali proiezioni: 4% nel 2022, 2,5% nel 2023, 1,6% nel 2024, 1% nel 2025 e 0,8% nel 2026), **sulla scia sia del rimbalzo post-pandemico che degli effetti del PNRR** (il cui impatto sul tasso di crescita dell'economia sarà a nostro avviso massimo nel prossimo biennio: 0,7% nel 2022 e 0,5% nel 2023).

**Dopo la volatilità del 2020 indotta dalle chiusure degli impianti, si rafforza la ripresa della produzione industriale...**

**...in coerenza con quanto suggerito dalle indagini**



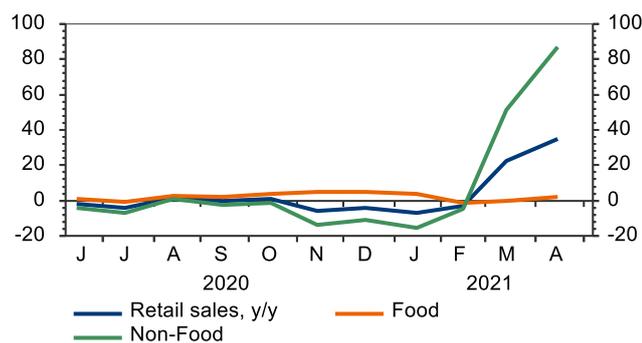
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

**Italia. Ad aprile le vendite al dettaglio** sono calate di -0,4% m/m in valore (-0,4% m/m in volume) dopo la sostanziale stagnazione registrata nel mese precedente. La crescita tendenziale ha invece mostrato un'accelerazione a 30,4% da 23,5% in valore (31,5% da 24,2% in volume) per via del confronto con aprile 2020, il mese di massima severità delle misure restrittive. Ad aprile, come già a marzo, sono stati gli acquisti di prodotti non-alimentari a trainare il calo (-1,5% m/m da -1,6% m/m in valore) a fronte di un andamento positivo per i beni alimentari (+1,0% m/m da +1,9% m/m). A partire da maggio, e in misura maggiore a giugno, il graduale allentamento delle restrizioni dovrebbe permettere un deciso rimbalzo delle vendite al dettaglio.

**In recupero su base annua le vendite al dettaglio, trainate dai non-alimentari**

**Anche la variazione degli ultimi tre mesi è attesa in deciso recupero, sulla scia del miglioramento della mobilità**



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Google, Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

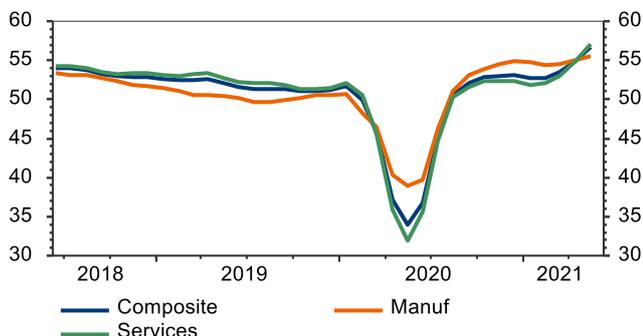
**Cina**

<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>		<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>
PMI composito - Caixin	giu	54.2			
PMI manifatturiero - NBS	giu	51.0			
PMI non manifatturiero - NBS	giu	55.2			
PMI manifatturiero - Caixin	giu	52.0			
PMI servizi - Caixin	mag	56.3			55.1
Riserve in valuta estera	mag	3.198	1000Mld \$	3.208	3.222
Esportazioni in USD a/a	mag	32.3	%	32.1	27.9
Importazioni in USD a/a	mag	43.1	%	51.5	51.1
Bilancia commerciale USD	mag	42.86	Mld \$	50.50	45.53
CPI m/m	mag	-0.3	%	-0.1	-0.2
CPI a/a	mag	0.9	%	1.6	1.3
PPI a/a	mag	6.8	%	8.5	9
M2 a/a	mag	8.1	%	8.1	8.3
Nuovi prestiti bancari (flusso)	mag	1470	Mld ¥ CN	1410	1500
Finanza sociale aggregata (flusso)	mag	1850.0	Mld ¥ CN	2002.3	1920.0

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

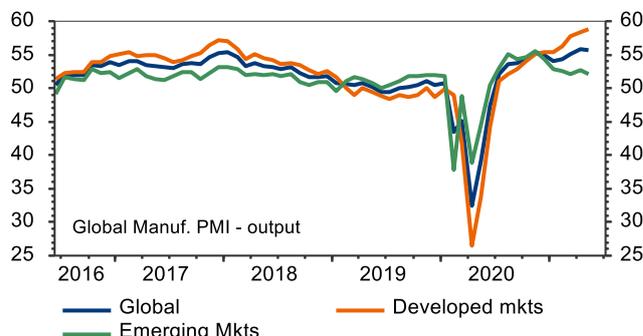
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



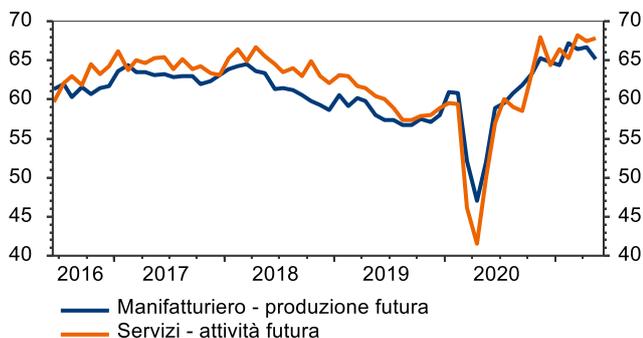
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



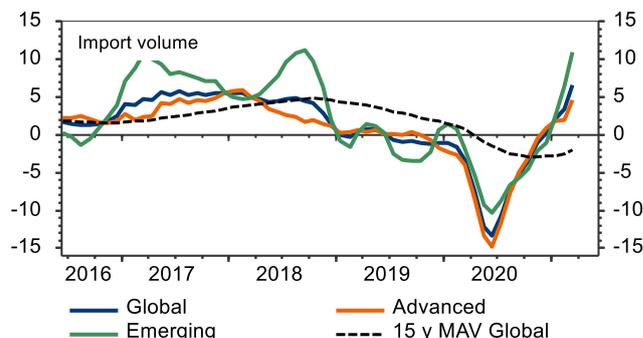
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



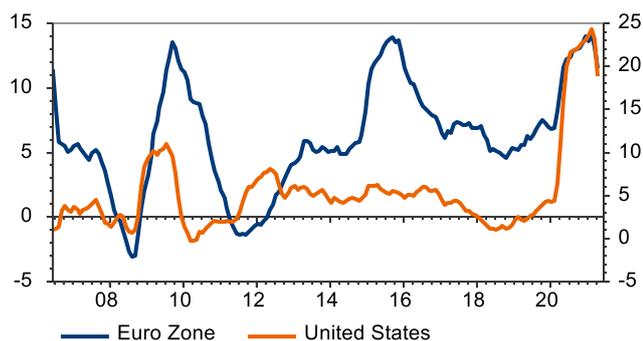
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



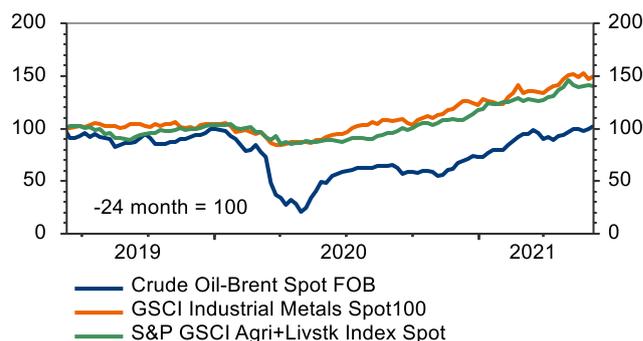
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

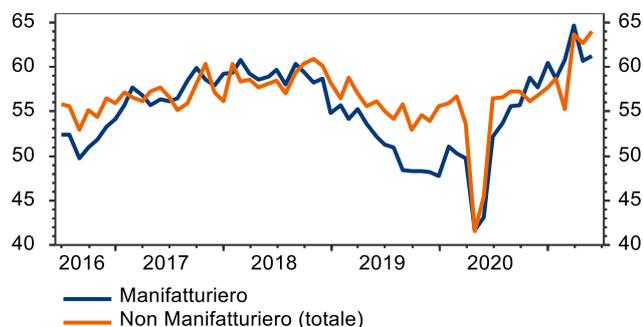
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

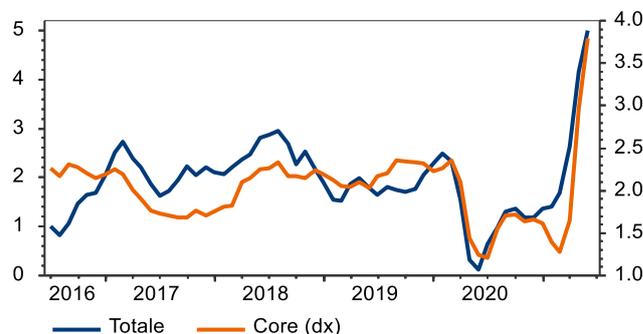
## Stati Uniti

## Indagini ISM



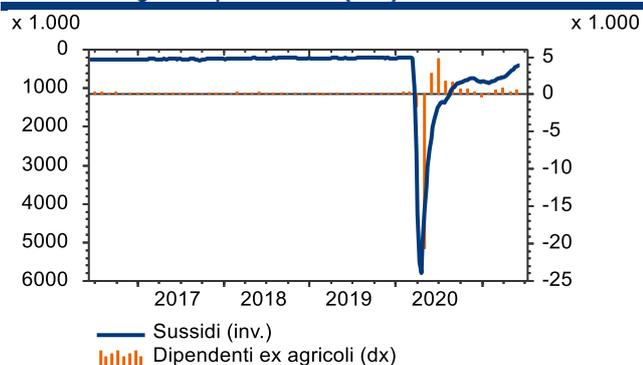
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



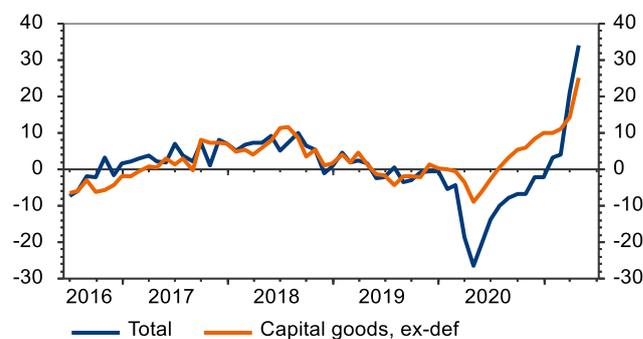
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

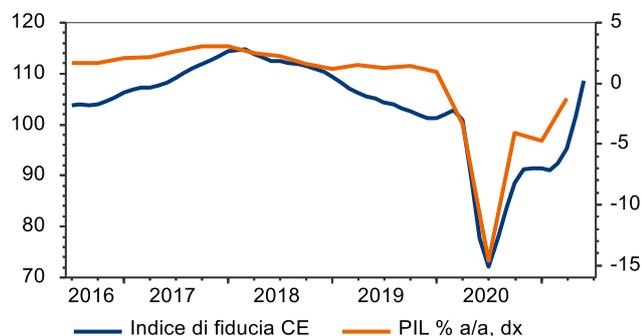
## Previsioni

	2020	2021	2022	2020				2021			
				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	-3.5	-3.0								
Deficit Pubblico (% PIL)	-16.0	-11.3	-5.3								
Debito pubblico (% PIL)	160.7	155.0	150.2								
CPI (a/a)	1.2	3.7	2.2	2.1	0.4	1.2	1.2	1.9	4.7	4.2	3.9
Produzione Industriale	-6.7	4.9	3.8	-1.7	-13.0	9.4	2.3	0.3	1.1	1.6	1.2
Disoccupazione (%)	8.1	5.2	4.0	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	4.6	4.4

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

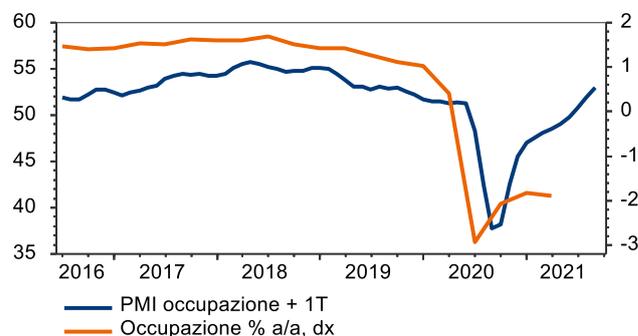
## Area euro

## PIL



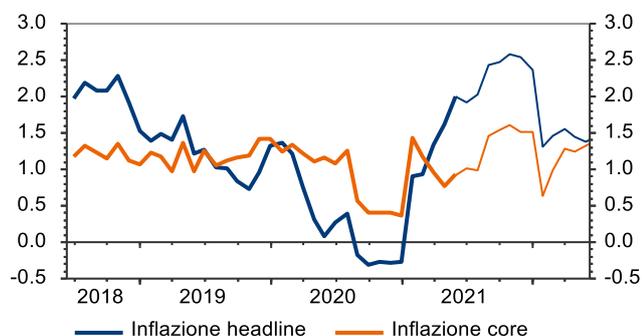
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	4.5	4.6	-3.3	-14.6	-4.1	-4.7	-1.3	12.9	2.8	4.7
- t/t				-3.8	-11.5	12.6	-0.6	-0.3	1.3	2.5	1.3
Consumi privati	-8.0	2.1	5.9	-4.4	-12.7	14.2	-2.9	-2.3	2.1	3.0	1.8
Investimenti fissi	-8.4	6.8	4.7	-5.8	-16.1	13.7	2.5	0.2	1.7	2.2	1.3
Consumi pubblici	1.4	2.5	1.1	0.0	-2.6	5.3	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4
Esportazioni	-9.6	9.9	5.6	-3.9	-18.6	16.8	3.8	1.0	2.2	2.5	1.7
Importazioni	-9.1	8.1	5.1	-2.6	-18.5	11.9	4.5	0.9	2.7	1.9	1.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.3	-0.2	0.5	-0.1	-1.5	0.5	0.7	-0.1	0.0	-0.1
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

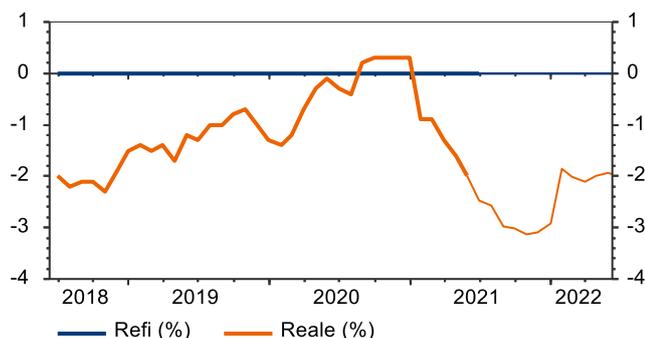
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	set	dic	mar	10/6	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.53	-0.55	-0.56	<b>-0.55</b>	-0.56	-0.55	-0.56	-0.56
Euribor 3m	-0.50	-0.55	-0.54	<b>-0.55</b>	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

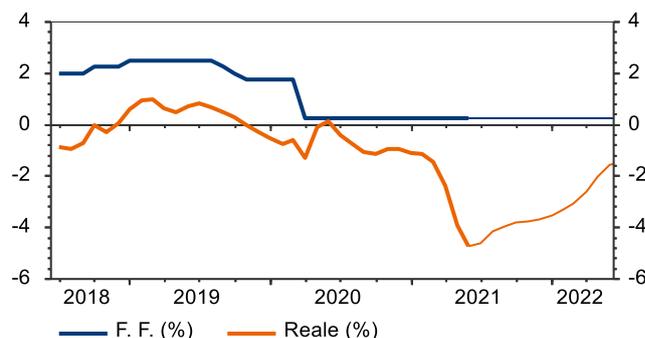


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	10/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.23	0.24	0.19	<b>0.12</b>	0.13	0.13	0.13	0.14

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

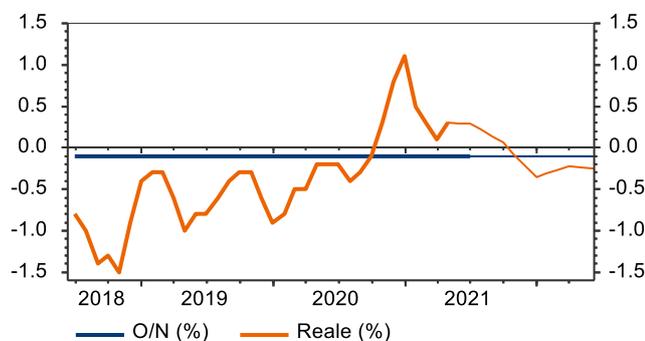


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	10/6	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.10	-0.08	-0.07	<b>-0.10</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

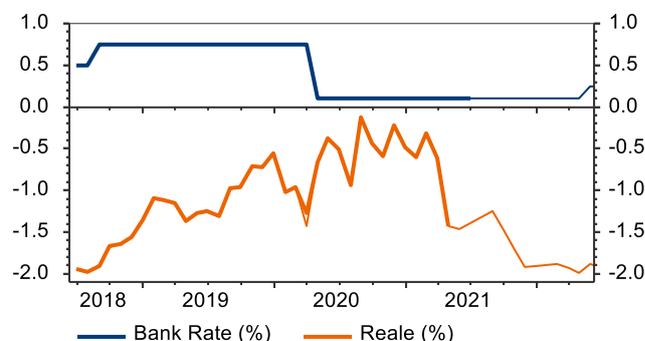


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	10/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.06	0.03	0.09	<b>0.08</b>	0.09	0.10	0.10	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	11/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.13	1.21	1.20	1.22	<b>1.2181</b>	1.20	1.17	1.16	1.21	1.23
USD/JPY	109	107	104	108	108	<b>109.43</b>	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.27	1.26	1.32	1.40	1.41	<b>1.4167</b>	1.41	1.39	1.37	1.43	1.47
EUR/CHF	1.12	1.07	1.08	1.11	1.10	<b>1.0892</b>	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
EUR/JPY	123	122	126	130	132	<b>133.29</b>	130	129	130	137	141
EUR/GBP	0.89	0.90	0.92	0.86	0.86	<b>0.8597</b>	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