

Weekly Economic Monitor

Il punto

La BCE ha confermato il percorso di riduzione dell'APP annunciato a marzo, senza nuove accelerazioni. Tuttavia, il comunicato segnala un peggioramento delle prospettive di inflazione, anche sul fronte aspettative: perciò la BCE valuta che i dati rendano più probabile la chiusura dell'APP nel 3° trimestre. Plausibilmente la sospensione avverrà a fine luglio, in modo da poter alzare i tassi da settembre.

Nella parte finale del comunicato afferma che "la **flessibilità** rimarrà un elemento della politica monetaria ove i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi", e dichiara di essere pronta ad adattare tutti gli strumenti a tal fine; allo stesso tempo, però, la Presidente ha escluso che saranno annunciati strumenti nuovi in assenza di esigenze concrete e immediate.

Stati Uniti. Inflazione core: una rondine non fa primavera. Il CPI core di marzo ha registrato un rallentamento delle variazioni mensili a 0,3% m/m, per la prima volta sotto 0,5% m/m da settembre. Il dato non deve illudere, poiché è spinto verso il basso da una sola voce: le auto usate. Il resto dell'indice core continua a registrare aumenti ampi e diffusi, a cui la Fed risponderà, a nostro avviso, con almeno due rialzi dei tassi di 50pb a maggio e giugno.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana saranno diffusi la lettura flash PMI, l'INSEE francese e la stima flash della fiducia dei consumatori per l'Eurozona, i quali dovrebbero mostrare un nuovo calo del morale appesantito dall'impatto del conflitto. La produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe risultare in aumento a febbraio ma vediamo una flessione già a partire da marzo sull'onda delle tensioni internazionali. Sempre nell'Eurozona, anche la produzione nelle costruzioni dovrebbe risultare in aumento a febbraio. Infine, la seconda lettura dell'inflazione di marzo vedrà la conferma della stima preliminare nell'area euro (7,5%).

I dati in uscita negli **Stati Uniti** questa settimana non sono molti. Le prime indagini del manifatturiero ad aprile dovrebbero confermare una persistente espansione, ma segnalare anche nuovi freni al settore derivanti dai lockdown in Cina e dagli effetti del conflitto russo-ucraino. Nel settore immobiliare residenziale, le informazioni di marzo dovrebbero puntare a un'inversione del trend positivo visto nel 2021, con correzioni delle vendite di case esistenti, dei cantieri e delle licenze residenziali.

15 aprile 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

La BCE ha confermato il percorso di riduzione dell'APP annunciato a marzo, senza nuove accelerazioni. Tuttavia, il comunicato segnala un peggioramento delle prospettive di inflazione, anche sul fronte aspettative: perciò la BCE valuta che i dati rendano più probabile la chiusura dell'APP nel 3° trimestre. Plausibilmente la sospensione avverrà a fine luglio, in modo da poter alzare i tassi da settembre.

Nella parte finale del comunicato afferma che “la **flessibilità** rimarrà un elemento della politica monetaria ove i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi”, e dichiara di essere pronta ad adattare tutti gli strumenti a tal fine; allo stesso tempo, però, la Presidente ha escluso che saranno annunciati strumenti nuovi in assenza di esigenze concrete e immediate.

■ La BCE ha confermato il percorso di riduzione dell'APP annunciato a marzo, senza nuove accelerazioni. Nello specifico, gli acquisti mensili saranno ridotti da 40 a 30 miliardi in maggio, e quindi a 20 miliardi in giugno. **La BCE ribadisce che gli acquisti saranno presumibilmente interrotti nel corso del 3° trimestre, e sostiene che i dati recenti hanno rafforzato tale aspettativa.**

■ La prospettiva che gli acquisti possano continuare a luglio non sembra coerente con l'aspettativa di un rialzo dei tassi ufficiali il 21 luglio, come il mercato scontava, in quanto il rialzo dei tassi deve avvenire un po' di tempo dopo la fine degli acquisti netti. I tassi impliciti nella curva OIS sono calati durante la conferenza stampa, pur restando coerenti con una probabilità di rialzo il 21 luglio del 50% circa, ma successivamente sono risaliti di nuovo. In effetti, il valore dell'indirizzo (forward guidance) è molto ridotto in questa fase, e la stessa BCE sottolinea che le prossime decisioni dipenderanno dai dati: non stupisce, quindi, che le aspettative possano essere incoerenti con la comunicazione ufficiale della Banca centrale.

Da parte loro, i dati mostrano un aumento dei rischi al ribasso per la crescita reale, un aumento dei rischi di inflazione, un rafforzamento del mercato del lavoro che dovrebbe preludere a maggiore crescita anche dei salari, e uno scivolamento verso l'alto delle aspettative di inflazione anche a lungo termine.

■ **Il comunicato pone particolare enfasi sulla possibilità che il Consiglio direttivo adegui “tutti gli strumenti [...] in modo flessibile” per contrastare le “disfunzioni nella trasmissione della politica monetaria”,** citando l'esempio della reazione alla pandemia. Su questo tema, nei giorni scorsi ci sono state speculazioni in merito alla possibilità che la BCE potesse annunciare uno strumento specifico di controllo degli spread.

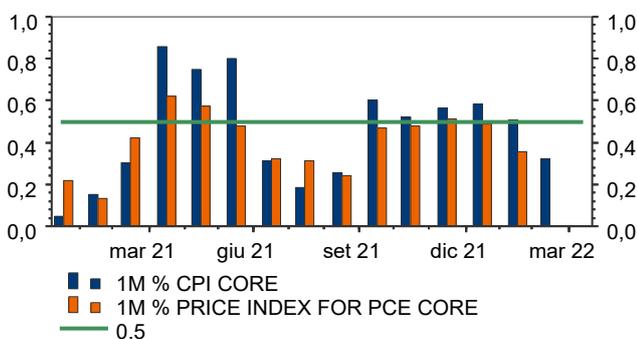
Lagarde ha negato per due volte che la BCE stia preparando un nuovo strumento, e ha anche avvisato che non necessariamente gli strumenti esistenti saranno adattati, perché dipenderà dalle esigenze concrete. Piuttosto, il riferimento contenuto nell'ultima parte del comunicato, e sottolineato dalla Presidente, sembra suggerire che la BCE intenda proporre nuove soluzioni *ad hoc* se e quando emergerà un problema di trasmissione, senza alcun automatismo ma rapidamente. Sarà il Consiglio direttivo a decidere di volta in volta se le condizioni richiederanno un intervento, ed è prevedibile che l'asticella sarà fissata molto in alto: la prima linea di intervento, infatti, è comunque costituita dai reinvestimenti PEPP.

■ Alla luce delle comunicazioni odierne e dei dati recenti, **prevediamo ora la sospensione dei programmi di acquisto a luglio e due rialzi dei tassi ufficiali entro fine anno – il primo dei quali a settembre.**

Stati Uniti. Inflazione core: una rondine non fa primavera. Il CPI core di marzo ha registrato un rallentamento delle variazioni mensili a 0,3% m/m, per la prima volta sotto 0,5% m/m da settembre. Il dato non deve illudere, poiché è spinto verso il basso da una sola voce: le auto usate. Il resto dell'indice core continua a registrare aumenti ampi e diffusi, a cui la Fed risponderà, a nostro avviso, con almeno due rialzi dei tassi di 50pb a maggio e giugno.

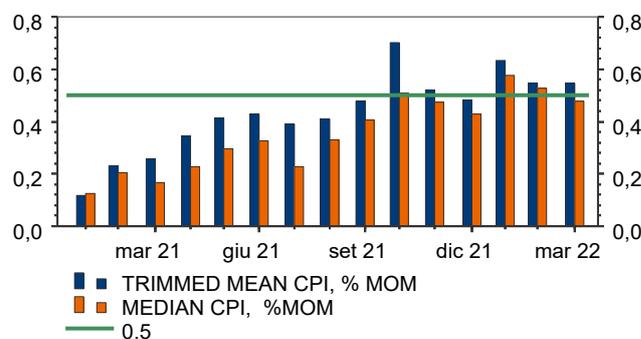
- Il **CPI** di marzo ha registrato una variazione di 1,2% m/m (8,5% a/a), dopo 0,8% m/m di febbraio, in linea con le aspettative di consenso, con una netta accelerazione di energia e alimentari. Tuttavia, i dati hanno fornito una sorpresa verso il basso per la variazione dell'indice core, in aumento di "solo" 0,3% m/m (6,5% a/a), contro attese di consenso per l'ennesima variazione di 0,5% m/m. Da aprile in poi, il confronto con il 2021 dovrebbe determinare un trend in calo per tutte le misure annuali di inflazione, ma il sentiero delle variazioni mensili sarà la bussola per la politica monetaria, per questo l'interpretazione del messaggio del CPI core di marzo è particolarmente rilevante.
- A nostro avviso **la riduzione della dinamica mensile dell'inflazione core** a marzo non rappresenta una svolta duratura. La frenata è stata dovuta a una **correzione dei prezzi delle auto usate** (-3,8% m/m, 35,3% a/a), che ha contribuito per -0,2pp alla variazione complessiva. In questo comparto (peso sul CPI pari a 4%), a febbraio gli indicatori del mercato all'ingrosso, e il deflatore dei consumi avevano registrato flessioni più ampie rispetto al -0,2% m/m visto nel CPI. L'indice Mannheim dei prezzi della auto usate ha segnato due contrazioni consecutive a febbraio e marzo, ma il sentiero dei prossimi mesi potrebbe tornare a invertirsi, alla luce dei nuovi colli di bottiglia collegati al lockdown in Cina e alla guerra in Ucraina.
- Escludendo le auto usate, tutte le voci hanno spinto verso l'alto l'inflazione core, in particolare, abitazione, sanità, tariffe aeree, arredamento. **L'inflazione mediana e quella misurata con la media troncata**, pubblicate dalla Cleveland Fed, sono in aumento di 0,5% m/m e confermano rialzi ampi e diffusi. Inoltre, le informazioni del PPI di marzo segnalano una nuova recrudescenza di pressioni verso l'alto da aprile in poi, sia per il CPI headline sia per quello core. Dal PPI emerge una nuova accelerazione per energia e alimentari, ma anche per i beni core e per diversi servizi, fra cui sanità e trasporti su gomma e per via aerea.
- In conclusione, i rialzi dei prezzi, sia headline sia core, restano a nostro avviso incompatibili con una stabilizzazione "autonoma" della dinamica mensile dell'inflazione nei prossimi trimestri. Una dose di **restrizione monetaria sarà probabilmente necessaria per contenere la domanda**. Inoltre, sulla scia degli effetti della guerra in Ucraina e del lockdown in Cina, la riduzione delle variazioni tendenziali sarà probabilmente molto più contenuta di quanto atteso fino a pochi mesi fa, con l'inflazione headline oltre il 4% a/a e l'inflazione core oltre il 3% a/a almeno fino alla primavera del 2023. Pertanto, manteniamo la previsione di **due rialzi consecutivi di 50pb alle riunioni del FOMC di inizio maggio e di metà giugno** e rischi di altri interventi di dimensione analoga nei mesi successivi.

CPI core: lo 0,3% m/m a marzo è dovuto al calo dei prezzi delle auto usate, non è il segnale di un nuovo trend



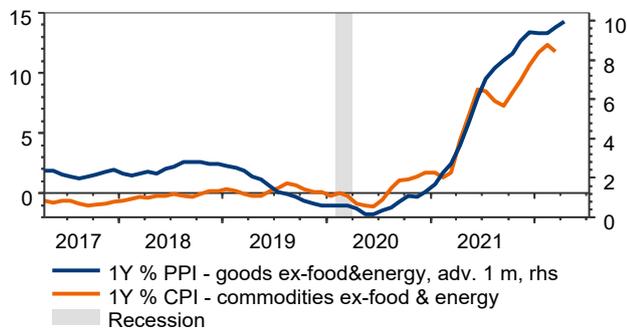
Fonte: BLS

Le variazioni mensili della media troncata e della mediana restano a 0,5%



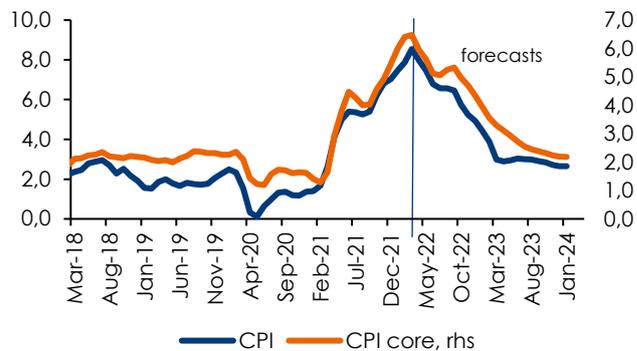
Fonte: Cleveland Fed

La riaccelerazione dei rialzi per i beni core del PPI segnala un probabile nuovo aumento di pressioni sul CPI



Fonte: BLS

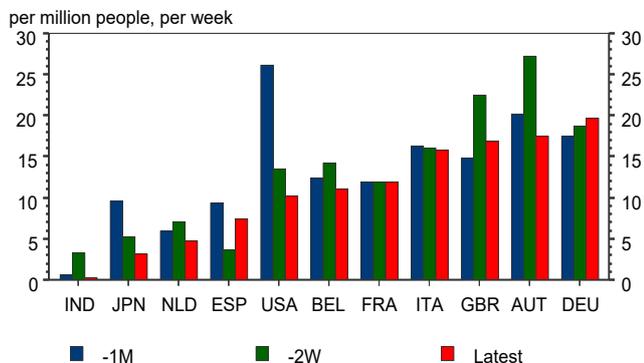
La riduzione attesa per il trend annuo di CPI e CPI core sarà contenuta



Fonte: BLS, previsioni ISP

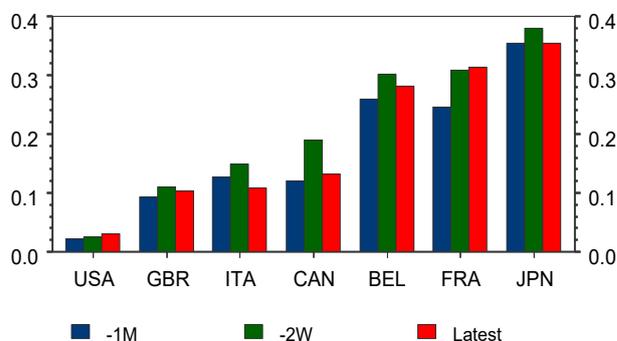
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da Covid-19



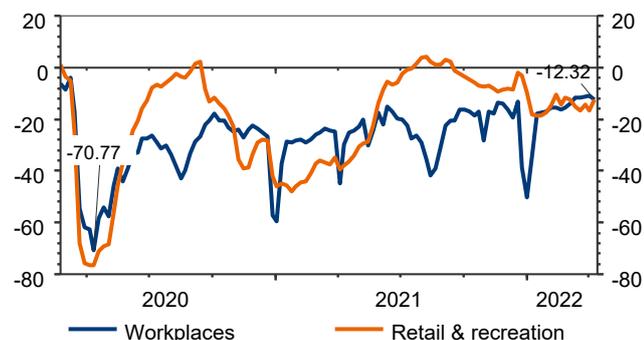
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



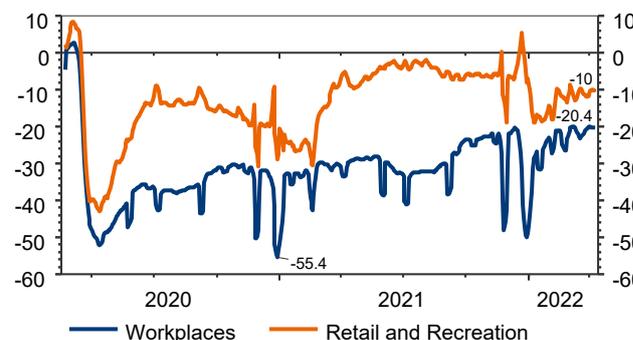
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



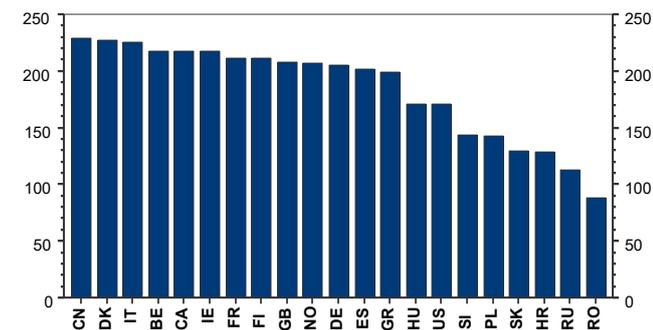
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

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**, in settimana saranno diffusi la lettura flash PMI, l'INSEE francese e la stima flash della fiducia dei consumatori per l'Eurozona, i quali dovrebbero mostrare un nuovo calo del morale, appesantito dall'impatto del conflitto russo-ucraino. La produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe risultare in aumento a febbraio, ma si prevede una flessione già a partire da marzo sull'onda delle tensioni internazionali. Anche la produzione nelle costruzioni dovrebbe risultare in aumento a febbraio. Infine, la seconda lettura dell'inflazione di marzo vedrà la conferma della stima preliminare (7,5%).

I dati in uscita negli **Stati Uniti** questa settimana non sono molti. Le prime indagini del manifatturiero ad aprile dovrebbero confermare una persistente espansione, ma segnalare anche nuovi freni al settore derivanti dai lockdown in Cina e dagli effetti del conflitto russo-ucraino. Nel settore immobiliare residenziale, le informazioni di marzo dovrebbero puntare a un'inversione del trend positivo visto nel 2021, con correzioni delle vendite di case esistenti, dei cantieri e delle licenze residenziali.

Martedì 19 aprile

Stati Uniti

■ I **cantieri residenziali** a marzo sono previsti in calo a 1,75 mln, da 1,769 di febbraio, alla luce delle indicazioni deboli sull'occupazione nell'edilizia residenziale e della correzione delle richieste di nuovi mutui per l'acquisto di un'abitazione. Le **licenze** dovrebbero flettere a 1,795 mln, da 1,865 mln segnalando che probabilmente il picco dell'attività nel settore è stato toccato a fine 2021.

Mercoledì 20 aprile

Area euro

■ **Area euro.** Le indagini congiunturali e i dati nazionali già rilasciati suggeriscono che la **produzione industriale** è tornata a crescere a febbraio. Stimiamo l'aumento in 0,7% m/m (1,5% a/a) dopo la stagnazione registrata a inizio anno (è però probabile che il dato relativo a gennaio venga rivisto verso il basso a -0,5%). A partire da marzo gli effetti delle tensioni internazionali dovrebbero frenare in maniera significativa un'attività manifatturiera che vediamo quindi contribuire negativamente alla crescita del primo trimestre.

Stati Uniti

■ Le **vendite di case esistenti** a marzo sono attese a 5,85 mln, da 6,02 mln del mese precedente. I nuovi contratti di compravendita il mese scorso hanno confermato il trend in calo in atto da novembre, scendendo sui minimi da giugno 2020 e indicando debolezza per il settore immobiliare residenziale, amplificata anche dal rapido rialzo dei tassi sui mutui.

■ La Fed pubblica il **Beige Book** in preparazione per la riunione di inizio maggio. Il rapporto dovrebbe confermare le indicazioni dei dati e delle indagini che segnalano domanda in solida espansione frenata da offerta insufficiente, con costanti pressioni verso l'alto su prezzi e salari.

Giovedì 21 aprile

Area euro

■ **Area euro.** A febbraio la **produzione nelle costruzioni** dovrebbe essere cresciuta modestamente dopo il robusto rimbalzo di gennaio: prevediamo di 0,4% m/m (5,8% a/a) da un precedente 3,9%, sostenuta da condizioni metereologiche ancora favorevoli. L'edilizia è relativamente meno esposta rispetto alla manifattura agli effetti del conflitto, ma nei prossimi mesi la maggiore incertezza e i rincari delle materie prime dovrebbero pesare sia sulla domanda, sia sull'offerta.

- **Area euro.** La stima flash dell'indagine della Commissione Europea dovrebbe segnalare che ad aprile la **fiducia dei consumatori** è calata ancora, dopo che a marzo era tornata al di sotto della media di lungo periodo. Prevediamo una flessione a -21,2 da -18,7 precedente.
- **Area euro.** La **stima finale** di marzo dovrebbe confermare un'**inflazione** in forte crescita, a 7,5% a/a (2,5% m/m); si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (ovvero almeno dal 1998). L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe anch'esso confermare la stima preliminare a 3,2% a/a (dal 2,9% precedente). In prospettiva, da aprile l'inflazione potrebbe spostarsi su un trend moderatamente discendente, sulla scia delle misure varate dai Governi per calmierare i listini energetici, e degli effetti base negativi. In media annua l'inflazione dovrebbe chiudere il 2022 al 6,3%; l'incertezza rimane elevata e i rischi al momento sono ancora verso l'alto.
- **Francia.** INSEE comunica il dato relativo alla **fiducia delle imprese** per il mese di aprile. La lettura dovrebbe incorporare maggiormente gli effetti del conflitto in Ucraina su prezzi e difficoltà di approvvigionamento, rispetto a marzo, quando pure si era registrato un calo di 6 punti sia per l'indice composito che manifatturiero. Proprio quest'ultimo dovrebbe riportare la contrazione più ampia, a 101 (-5 punti), prossimo alla media di lungo periodo, a fronte di un calo appena più contenuto del primo, atteso a 102 (-4 punti). Da evidenziare i livelli raggiunti dall'indicatore di incertezza economica di Banque de France (tra fine marzo e inizio aprile) per l'industria e l'edilizia, ora su livelli paragonabili a quelli raggiunti durante il secondo confinamento COVID (il dato relativo ai servizi, invece, sta crescendo molto meno).

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** ad aprile dovrebbe correggere a 19,5, da 27,4 di marzo. Il mese scorso il Philly Fed aveva registrato un incremento significativo, in controtendenza rispetto alle altre indagini, in moderata flessione. Ad aprile l'attività nel manifatturiero dovrebbe rimanere in espansione, ma subire gli effetti dell'aumento dei colli di bottiglia causati dal lockdown in Cina e dal conflitto russo-ucraino. Gli indici di prezzo dovrebbero mantenersi sui livelli record registrati dalla seconda metà del 2021.

Venerdì 22 aprile

Area euro

- **Area euro.** Le letture flash degli indici **PMI** di aprile dovrebbero evidenziare una nuova correzione del morale delle imprese, mentre tra le principali economie dovrebbe essere la Germania la più penalizzata. Le indagini di marzo non avevano infatti risentito pienamente degli effetti della crisi in Ucraina con gli indici relativi alle aspettative e le prime indagini relative ad aprile che suggeriscono che l'impatto non dovrebbe esaurirsi nel breve termine. Il settore più colpito dovrebbe essere quello industriale, frenato dalle difficoltà di approvvigionamento e dai rincari delle materie prime, non solo energetiche: il PMI manifatturiero dovrebbe quindi calare a 54,5 da un precedente 56,5. I servizi dovrebbero continuare ad essere supportati dal minor rischio sanitario, ma non sono comunque immuni alle tensioni internazionali non solo per quanto riguarda la maggiore incertezza ma anche per gli effetti del rincaro dei costi per alcuni comparti come trasporti e logistica: vediamo una correzione del PMI dei servizi a 55 da 55,6. Il PMI composito dovrebbe quindi portarsi a 54,1 da 54,9 di marzo.

Stati Uniti

- L'indice **PMI Markit del settore manifatturiero** (prel.) è previsto a 57 da 58,8 di marzo. Il settore manifatturiero dovrebbe essere frenato dalle nuove strozzature all'offerta generate dalle misure restrittive anti-COVID adottate in Cina e dagli effetti della guerra in Ucraina. Invece, l'indice dei **servizi flash** è atteso in miglioramento a 58,6 da 58 del mese precedente sulla scia della normalizzazione dell'attività nei settori della ricreazione e dell'ospitalità. Gli indici di prezzo dovrebbero essere in ulteriore accelerazione in tutti i comparti.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (18 - 22 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 18/4	04:00	CN	PIL a/a	*	T1	4.0	%	4.4
	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T1	1.6	%	0.6
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T1	8.1	%	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	mar	12.2	%	8.5
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		mar	6.7	%	
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		mar	7.5	%	
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		mar	7.5	%	4.5
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	mar	6.7	%	-1.6
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		apr	79.0		77.0	
Mar 19/4	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		feb	prel 0.1	%	
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mar	1.769	Mln	1.750
	14:30	USA	Licenze edilizie		mar	1.865	Mln	1.830
Mer 20/4	01:50	GIA	Bilancia commerciale		mar	-669,7 (-668,3)	Mld ¥ JP	-100,8
	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	apr	4.6	%	
	03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	apr	3.7	%	
	08:00	GER	PPI a/a		mar	25.9	%	27.9
	08:00	GER	PPI m/m		mar	1.4	%	2.3
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		feb	-5.1	Mld €	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		feb	-0.9	Mld €	
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	feb	0.0	%	0.8
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		mar	6.02	Mln	5.80
Gio 21/4	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	apr	106.0		104.0
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mar	prel 3.2	%	3.2
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mar	prel 7.5	%	7.5
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mar	prel 2.5	%	2.5
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	185	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.475	Mln	
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	apr	27.4		20.0
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		mar	0.3	%	0.3
16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	apr	-18.7		-20.0	
Ven 22/4	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mar	0.9	%	
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mar	0.6	%	0.8
	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		apr	54.1		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	-0.3	%	-0.3
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		mar	7.0	%	2.8
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	apr	57.4		56.5
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	apr	54.7		53.0
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	apr	56.1		55.5
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	apr	56.9		54.4
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	apr	55.6		55.0
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	apr	56.5		54.5
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	apr	54.9		54.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	apr	55.2		54.0
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	apr	62.6		60.3
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	apr	58.8		58.2
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		apr	57.7		
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	apr	58.0		58.0	

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 (18 - 24 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	18/4	22:00 USA	Discorso di Bullard (Fed)
Mar	19/4	18:05 USA	Discorso di Evans (Fed)
Mer	20/4	13:15 FIN	Discorso di Rehn (ECB)
		16:30 USA	Discorso di Daly (Fed)
		17:30 USA	Discorso di Evans (Fed)
		20:00 USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	21/4	18:30 GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		19:00 USA	** Discorso di Powell (Fed) e Lagarde (BCE)
Ven	22/4	15:00 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		ITA	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		GRE	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Grecia
		GB	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito
		OLA	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dei Paesi Bassi
Dom	24/4	FRA	* Elezioni presidenziali - secondo turno

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	mar	0.8	%	1.2	1.2	
CPI a/a	mar	7.9	%	8.4	8.5	
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	mar	6.4	%	6.6	6.5	
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	mar	0.5	%	0.5	0.3	
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mar	+0.4	{0.2}	%	0.5	+1.0
PPI m/m	mar	+0.9	{0.8}	%	1.1	+1.4
Richieste di sussidio	settim	167	{166}	x1000	171	185
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.523		Mln	1.500	1.475
Prezzi all'import m/m	mar	1.6	{1.4}	%	2.3	2.6
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mar	0.6	{0.2}	%	1.0	1.1
Vendite al dettaglio m/m	mar	0.8	{0.3}	%	0.6	0.5
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	apr	59.4			59.0	65.7
Scorte delle imprese m/m	feb	1.3	{1.1}	%	1.3	1.5
Indice Empire Manufacturing	apr	-11.80			0.50	
Produzione industriale m/m	mar	0.5		%	0.4	
Impiego capacità produttiva	mar	77.6		%	77.8	
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	feb	58.8		Mld \$		

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

Il **CPI** di marzo ha mostrato una variazione di 1,2% m/m (8,5% a/a), dopo lo 0,8% m/m di febbraio. Abitazione, benzina e alimentari hanno dato i principali contributi alla crescita dell'indice headline. L'indice core è aumentato di 0,3% m/m (6,5% a/a): il rallentamento della dinamica mensile è stato dovuto alle auto usate (-3,8% m/m), che hanno contribuito per -0,2pp alla variazione complessiva. Tutte le altre voci hanno invece spinto verso l'alto l'inflazione core, in particolare, abitazione, sanità, tariffe aeree e arredamento. La frenata dei prezzi delle auto usate non modifica il quadro generale dell'inflazione spinta da aumenti diffusi sia ai beni sia ai servizi core. Infatti, **l'inflazione mediana e quella misurata con la media troncata**, pubblicate dalla Cleveland Fed, sono entrambe in aumento di 0,5% m/m. Pertanto, manteniamo la previsione di rialzo dei tassi di 50pb alla riunione del FOMC di inizio maggio.

Il **PPI** ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 1,4% m/m (11,2% a/a) per l'indice headline e di 1% m/m per quello core. I prezzi di beni core sono aumentati di 1,2% m/m, con indicazioni di nuove pressioni verso l'alto per i prezzi dei beni core del CPI nei prossimi mesi. Nei servizi, si sono registrati ampi aumenti nelle tariffe dei trasporti, inclusi sia quelli via gomma sia quelli aerei, con rischi verso l'alto per il deflatore. Sulla base dei dati del PPI, la previsione per il PCE core di marzo è un aumento di 0,3% m/m (5,3% a/a). Tuttavia, alla luce delle informazioni sulle nuove strozzature all'offerta generate dal lockdown in Cina e delle pressioni su alimentari ed energia, in questo momento sembra probabile che le variazioni mensili dei prezzi nei prossimi mesi restino elevate, limitando la prevista svolta verso il basso dell'inflazione associata al confronto statistico con il 2021.

La **Survey of Consumer Expectations** della NY Fed riporta aspettative di inflazione a 1 anno in ulteriore aumento, a 6,6% da 6% previsto a febbraio. Invece, le aspettative a 3 anni correggono a 3,7%, da 3,8% del mese precedente.

Le **vendite al dettaglio** di marzo hanno registrato un aumento di 0,5% m/m, con un ampio contributo del comparto della benzina in rialzo di 8,9% m/m. Le vendite di auto hanno segnato un'ampia flessione (-1,9% m/m), come atteso. **Al netto delle auto**, le vendite sono aumentate di 1,1% m/m, con contributi positivi da elettronica, abbigliamento, articoli sportivi e servizi di ristorazione, ma un freno significativo dalle vendite online recentemente soggette a grande volatilità. I dati suggeriscono che i consumi di beni stanno rallentando (complice anche la scarsità di offerta di auto), ma le informazioni sulle transazioni con carte di credito e debito indicano che è in atto uno spostamento di domanda dai beni ai consumi.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** a inizio aprile sono state pari a 185 mila, in aumento maggiore delle attese, da 167 mila della settimana precedente. I nuovi sussidi restano su livelli storicamente molto bassi e coerenti con un mercato del lavoro sotto pressione.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	feb	-2.0	%	-1.5 -9.8

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

Gli **ordini di macchinari** di febbraio hanno sorpreso verso il basso, con una correzione di -9,8% m/m, spinta da una flessione di -14,4% m/m nel settore non manifatturiero, mentre per il manifatturiero il calo è più contenuto (-1,8% m/m). Con il rientro dell'ultima ondata pandemica, i servizi sono previsti in miglioramento, ma gli effetti del rallentamento cinese e della guerra in Ucraina probabilmente si trasmetteranno negativamente sul manifatturiero nei prossimi mesi.

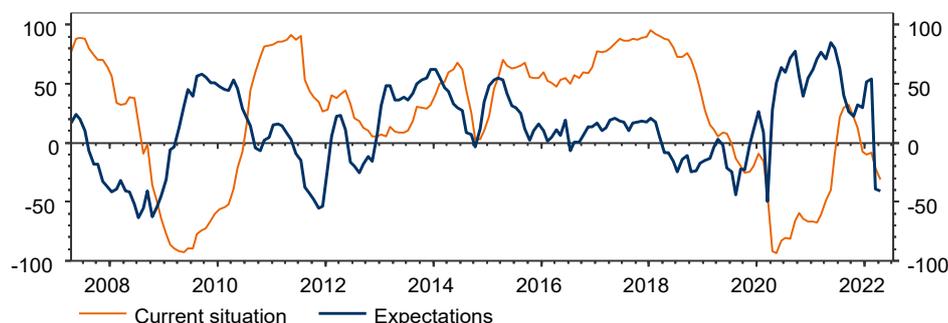
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
FRA	IPCA m/m finale	mar	1.6	%	1.6
FRA	IPCA a/a finale	mar	5.1	%	5.1
FRA	CPI m/m Ex Tob	mar	0.8	%	1.4
GER	CPI m/m finale	mar	2.5	%	2.5
GER	CPI a/a finale	mar	7.3	%	7.3
GER	IPCA m/m finale	mar	2.5	%	2.5
GER	IPCA a/a finale	mar	7.6	%	7.6
GER	ZEW (Sit. corrente)	apr	-21.4		-35.0 -30.8
GER	ZEW (Sentiment econ.)	apr	-39.3		-48.0 -41.0
ITA	Produzione industriale m/m	feb	-3.4	%	1.4
ITA	IPCA a/a finale	mar	7.0	%	7.0
ITA	IPCA m/m finale	mar	2.6	%	2.6
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mar	1.2	%	1.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mar	6.7	%	6.7
SPA	IPCA a/a finale	mar	9.8	%	9.8

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

Germania. L'indice **ZEW** di aprile ha registrato una ulteriore flessione a -41 dopo il crollo a -39,3 a marzo; anche l'indicatore sulla situazione corrente ha visto un nuovo calo, a -30,8 da -21,4 precedente. Il dato continua a risentire della crisi geopolitica internazionale ed è vicino ai minimi dallo scoppio del COVID-19 (marzo 2020). Le aspettative di inflazione scendono di 43,4 punti rispetto al mese precedente in Germania (a 26,8) e di 43,6 punti nell'Eurozona (meno del 50% degli operatori vede una ulteriore crescita dell'inflazione area euro nei prossimi sei mesi). Intanto, i cinque Istituti tedeschi (Rwi, Diw, Ifo, IfW e Iwh) hanno tagliato le stime di crescita per la Germania nel 2022, a 2,7% da 4,8%.

L'indice ZEW registra un nuovo calo ad aprile



Fonte: ZEW

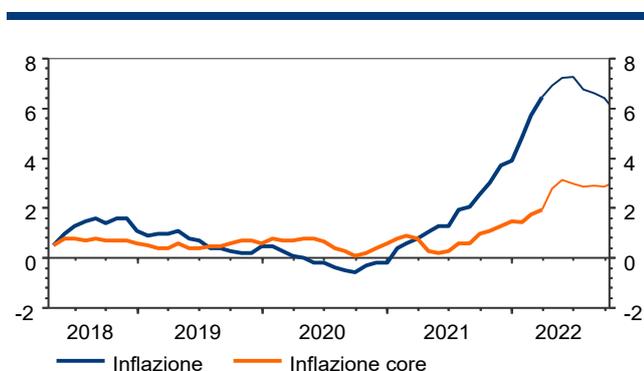
Germania. La stima finale ha confermato che a marzo l'**inflazione** ha raggiunto il 7,3% a/a (da 5,1%) sull'indice nazionale e il 7,6% (da 5,6%) sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 2,5% m/m su entrambe le misure. Il rialzo tendenziale è spiegato

dai prezzi dei beni (a 12,3% a/a da 7,9% precedente), ancora spinti al rialzo dalla crescita dei listini energetici (a 39,5% da 22,5% precedente), mentre i servizi rimangono stabili a 2,8%. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi intorno al 7%, in un contesto di ampia incertezza visto il protrarsi del conflitto in Ucraina.

Francia. L'**inflazione** di marzo è stata confermata in salita al 4,5% da 3,6% precedente sull'indice nazionale e al 5,1% dal 4,2% sull'armonizzato (su livelli più moderati rispetto alla media dell'Eurozona, anche grazie agli interventi calmieranti del Governo, più incisivi che altrove). Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 1,4% sull'indice nazionale e 1,6% su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 29,2% a/a da 21,1%), per via del rincaro dei prodotti petroliferi; crescono anche gli alimentari (a 2,9% a/a da 2,1% precedente), e, in minor misura, i servizi (2,3% a/a da 2,2% precedente). In media annua, l'inflazione dovrebbe toccare il 4,4% (4,8% sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli decisamente inferiori alla media Eurozona.

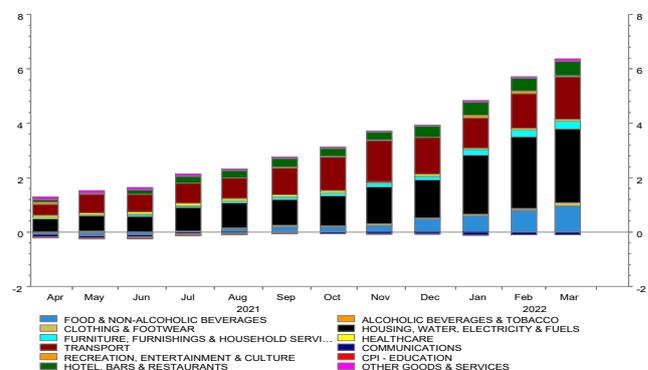
Italia. La **stima finale** relativa al mese di marzo ha rivisto al ribasso l'**inflazione** al 6,5% a/a (1% m/m) da 6,7% della stima preliminare; l'indice nazionale era cresciuto del 5,7% a/a a febbraio. Anche l'inflazione armonizzata è stata rivista al ribasso di due decimi rispetto alla stima preliminare, al 6,8% a/a (2,4% m/m) dopo il 6,2% registrato in febbraio. **A spingere i rincari mensili sono stati ancora energia e alimentari:** i listini energetici sono cresciuti di 5,5% m/m, trainati soprattutto dalla componente non regolamentata (7,1% m/m, con la benzina a 8,1% m/m e 26,4% a/a e il gasolio sia per mezzi di trasporto che per riscaldamento in crescita ancora maggiore); gli alimentari sono rincarati di 0,9% m/m. Ad ogni modo, **è ancora l'energia (50,9% a/a da 45,9% di febbraio) a spiegare oltre il 60% dell'inflazione corrente.** Le misure calmieranti del Governo potrebbero però frenare, almeno in parte, la dinamica dell'energia nei prossimi mesi: **le tariffe per luce e gas sono attese in calo di circa il 10% da aprile;** inoltre, il taglio delle accise entrato in vigore dal 22 marzo ha fatto scendere i listini dei carburanti. L'inflazione di fondo è stata rivista di un decimo rispetto alla stima preliminare, all'1,9% a/a da 1,7% di febbraio; ci aspettiamo però ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La crescita di marzo è dovuta ai prezzi dei beni (9,8% da 8,6%) a fronte di una dinamica più contenuta per i servizi (stabile all'1,8%): il differenziale tra l'inflazione di servizi e quella di beni resta ancora negativo e in ampliamento rispetto a febbraio (-8% da -6,8%). **Riteniamo che l'inflazione possa salire ancora nei prossimi mesi, verosimilmente rimanendo al di sopra dei livelli di marzo almeno per tutti i mesi primaverili.** La media d'anno potrebbe attestarsi ad almeno 6,3% nel 2022 e 2,3% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto. Le nostre previsioni si basano sull'ipotesi di un ridimensionamento delle tensioni sui prezzi del greggio (intorno ai 90 dollari al barile in media nel 2023) e del gas naturale (a 80 euro al Megawattora), pertanto **nel caso in cui i prezzi delle materie prime energetiche dovessero restare sui livelli correnti ancora a lungo, l'inflazione potrebbe superare il 3% nel 2023.**

L'inflazione è salita più del previsto a marzo...



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

...sono ancora alimentari ed energia a trainare i rincari ma anche le altre componenti iniziano a evidenziare maggiori pressioni

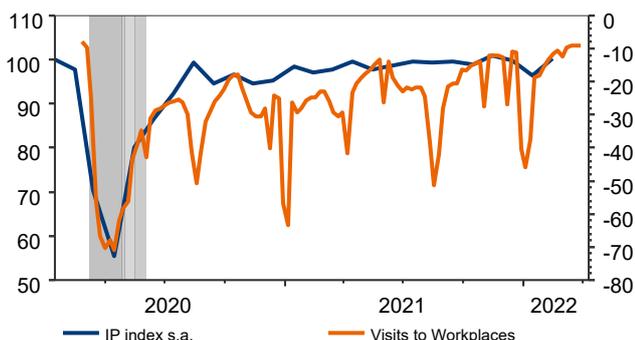


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Italia. A febbraio, la **produzione industriale** è cresciuta del 4% m/m, dopo il crollo di -3,4% m/m registrato a gennaio. Il rimbalzo è stato più forte sia delle attese di consenso (1% m/m) che della nostra stima, più ottimistica (1,7%). Pur non avendo recuperato pienamente la caduta vista tra dicembre e gennaio, l'output nell'industria è tornato al di sopra dei livelli di febbraio 2020 (+2,5%, contro un +0,7% registrato in Spagna e cali di oltre -4,5% in Germania e Francia). La crescita tendenziale è salita al 3,3% dal -2,7% precedente (in termini corretti per gli effetti di calendario), anche se il confronto annuo è viziato dal fatto che nei primi mesi del 2021 erano in vigore ancora significative restrizioni alle attività economiche e alla mobilità.

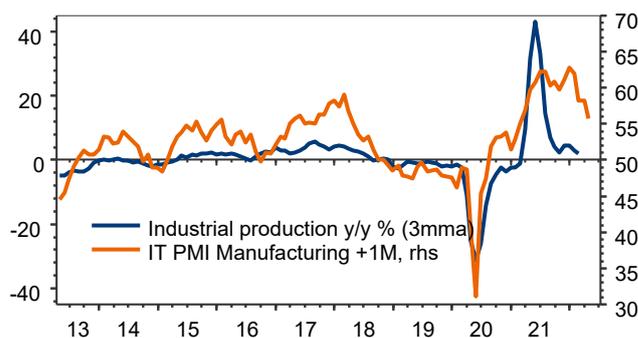
Il rimbalzo di febbraio è diffuso a tutte le principali componenti (come d'altra parte era stato il calo di gennaio). I beni durevoli sono stati trainanti sia sul mese (7,8% m/m, dopo il -1,1% di gennaio e il -4,8% di dicembre) che su base annua (6,9%). I settori più vivaci sono stati nel mese le apparecchiature elettriche (7,2% m/m) e sull'anno il comparto della raffinazione (16,8% a/a). Tra le industrie più vivaci troviamo anche quella tessile (9,6% m/m, 11,7% a/a). Gli unici settori in calo nel mese sono il farmaceutico (-5,7% m/m) e le attività minerarie ed estrattive (-9,3% m/m), cui si aggiunge, sull'anno, la fabbricazione di articoli in gomma, materie plastiche e altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (-5,7% a/a).

Il rimbalzo della produzione industriale a febbraio è spiegato dal recupero della mobilità dovuto al rientro del picco pandemico



Fonte: Istat, Google, Intesa Sanpaolo

Tuttavia, gli effetti della guerra in Ucraina stanno iniziando a pesare sulla fiducia delle imprese



Fonte: Istat, IHS Markit, Intesa Sanpaolo

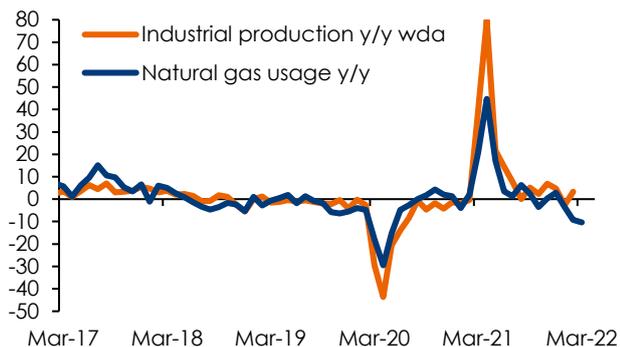
In sintesi, **il rimbalzo di febbraio, così come il calo di gennaio, appare pressoché interamente dovuto all'evoluzione dell'ondata pandemica**, che aveva raggiunto un picco nelle prime settimane dell'anno e poi si è ridotta significativamente. Sfortunatamente, il recupero dell'attività produttiva dovrebbe rivelarsi effimero, in quanto a partire da marzo cominceranno a pesare gli effetti della guerra in Ucraina, in particolare attraverso il canale dell'impennata dei prezzi delle materie prime. Le indagini a marzo hanno mostrato un crollo delle aspettative delle imprese sull'economia, e ulteriori rincari dei costi degli input. Inoltre, la guerra potrebbe esacerbare i già preesistenti problemi nelle catene di trasporto e approvvigionamento, e, negli scenari più severi, causare un razionamento dell'energia: tutto ciò non potrà non frenare l'attività nel settore industriale nei prossimi mesi; viceversa, i servizi appaiono più resilienti, e sembrano poter beneficiare di ulteriori margini di recupero post-pandemico.

Nonostante l'ampio rimbalzo di febbraio, la produzione industriale è in rotta per una contrazione nel 1° trimestre (-1% t/t), il che suggerisce che il contributo del settore al valore aggiunto sia stato negativo nei mesi iniziali dell'anno. **Poiché ci attendiamo che l'output torni a calare, in misura anche considerevole, a marzo, la flessione della produzione industriale nel 1° trimestre potrebbe essere di entità superiore al punto percentuale, accentuando il freno al PIL.** Soprattutto, ciò inciderebbe anche sulle prospettive per il trimestre in corso, mettendo a rischio il recupero atteso dopo un inizio d'anno negativo.

Gli sviluppi recenti segnalano quindi rischi al ribasso sulla nostra stima di una contrazione solo

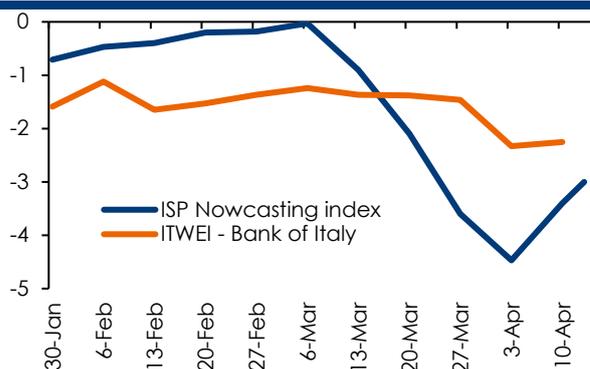
lieve del PIL nel 1° trimestre (-0,1% t/t), seguita da una ripresa nel trimestre in corso (dell'ordine di mezzo punto percentuale). Sia il nostro modello di *nowcasting* che l'indice settimanale di attività economica della Banca d'Italia segnalano che la flessione dell'attività economica a inizio anno potrebbe essere stata più accentuata. I primi dati ad alta frequenza disponibili per aprile sono coerenti con una ripresa del PIL nel 2° trimestre, ma i rischi sono ancora al ribasso.

Gli indicatori ad alta frequenza, come il consumo di gas a uso industriale, segnalano che da marzo l'attività produttiva potrebbe essere tornata a flettere



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Terna

Sia il nostro modello di *nowcasting* che l'indice settimanale della Banca d'Italia segnalano una contrazione del PIL a inizio anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Banca d'Italia

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	mar	0,6	%	-0,1
CPI a/a	mar	0,9	%	1,5
PPI a/a	mar	8,8	%	7,9
M2 a/a	mar	9,2	%	9,2
Nuovi prestiti bancari (flusso)	mar	1230,0	Mld ¥ CN	2675,0
Finanza sociale aggregata (flusso)	mar	1190,00	Mld ¥ CN	3700,00
Esportazioni in USD a/a	mar	16,3	%	13,0
Importazioni in USD a/a	mar	15,5	%	8,0
Bilancia commerciale USD	mar	115,95	Mld \$	22,40

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

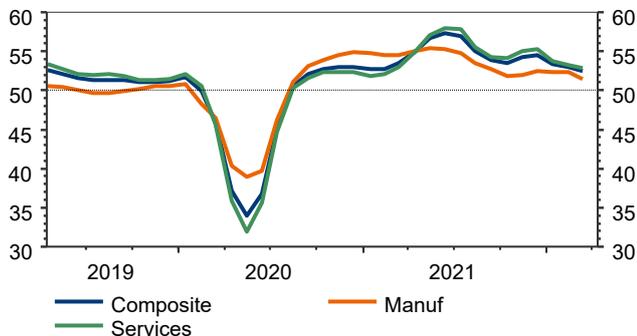
L'**inflazione dei prezzi al consumo**, dopo due mesi a 0,9% a/a è risalita a 1,5% a/a in marzo (consenso 1,4% a/a), ritornando sui livelli di dicembre, solo a causa di un effetto base sfavorevole. L'indice è rimasto, infatti, invariato rispetto a febbraio grazie a un calo dell'1,2% m/m dei prezzi nel comparto alimentari e dello 0,3% m/m nel comparto cultura, istruzione e intrattenimento che hanno compensato gli aumenti concentrati in particolare nei Trasporti (+1,6% m/m). In termini tendenziali i prezzi degli alimentari hanno continuato a scendere (-1,5% a/a in marzo da -3,9% a/a in febbraio) e l'aumento dell'inflazione è stato trainato dal comparto dei trasporti (+5,8% a/a da 5,5% a/a in febbraio), seguito dal comparto cultura, istruzione e intrattenimento (1,3% a/a in marzo), dalle spese per l'abitazione e dal comparto dei beni e servizi vari che, in deflazione per gran parte del 2021, è ritornato a registrare un aumento dei prezzi da febbraio. L'**inflazione core** è rimasta invariata a 1,1% registrando un calo dello 0,1% m/m. L'**inflazione dei prezzi alla produzione** è invece scesa da 8,8% a/a in febbraio a 8,3% a/a in marzo, meno delle attese (consenso 8,1% a/a), grazie a un effetto confronto favorevole che ha più che compensato un aumento dell'1,1% m/m, il più elevato da ottobre 2021. L'effetto base continuerà ad essere favorevole per gran parte dell'anno spingendo al ribasso l'inflazione dei prezzi alla produzione nonostante i prezzi delle materie prime siano attesi rimanere elevati a causa del conflitto tra Russia e Ucraina. L'assenza di pressioni da domanda e la forte concorrenza rendono però difficile

trasferire gli aumenti ai consumatori finali, prefigurando ancora una dinamica contenuta dell'inflazione dei prezzi al consumo.

Le **esportazioni** hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto e superiore alle aspettative in marzo, a 14,7% a/a in accelerazione da 6,2% in febbraio (consenso 12,8%); le **importazioni** hanno invece deluso le attese calando di -0,1% a/a dopo un aumento del 10,4% a/a registrato in febbraio (consenso 8,4%). La scomposizione per Paese non è ancora stata resa disponibile mentre alcuni dei dati pubblicati in volume, nonostante un miglioramento tra febbraio e marzo, evidenziano cali tendenziali di metalli, materie prime energetiche e circuiti elettronici nel 1° trimestre. Le misure di contenimento dell'attuale ondata di contagi hanno, infatti, rallentato o parzialmente interrotto le operazioni portuali e frenato l'attività in molte aree del Paese. Anche se il porto di Shanghai non è stato chiuso (nonostante la città sia ancora in lockdown), la carenza di trasportatori e di lavoratori a causa delle quarantene ne ha sensibilmente rallentato l'attività, aumentando il numero di navi che attendono di attraccare e costringendone molte a cercare approdo nel vicino scalo di Ningbo Zhoushan, causando un aumento della congestione in altri porti del Paese. Di conseguenza si sono creati colli di bottiglia e rallentamenti nelle catene produttive, in particolare nel settore dell'automotive e dei semiconduttori. La strategia di tolleranza zero del COVID-19 e le ripercussioni della guerra tra Russia e Ucraina sulla domanda mondiale continueranno ad avere un impatto negativo sul commercio estero nei prossimi mesi.

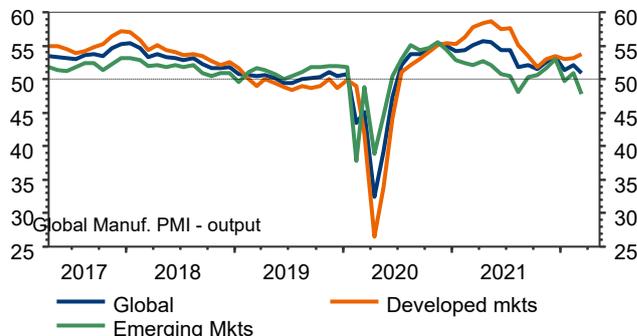
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



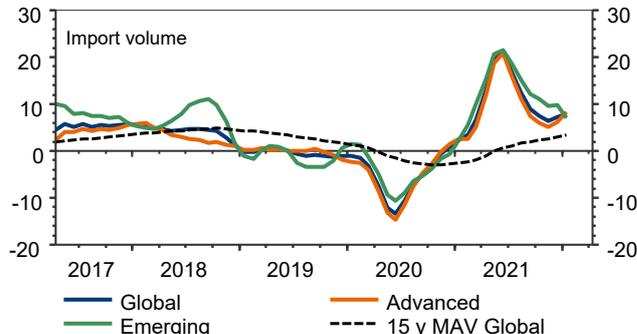
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



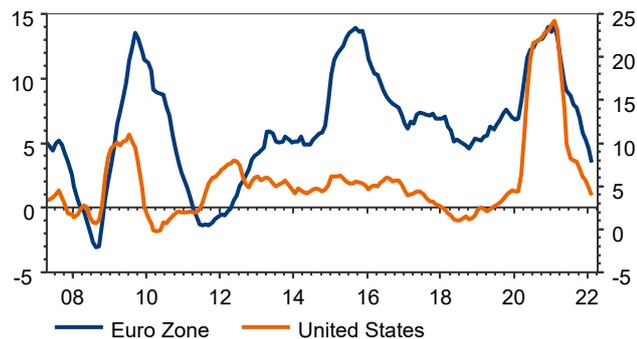
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



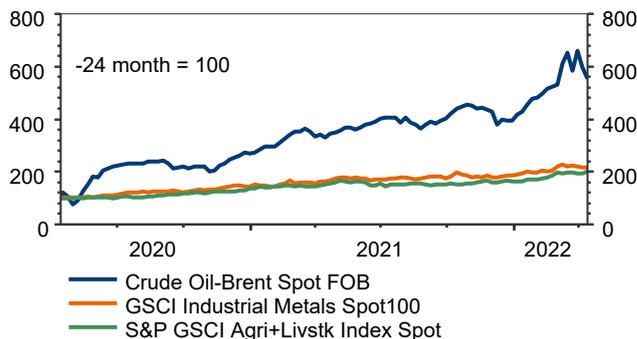
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

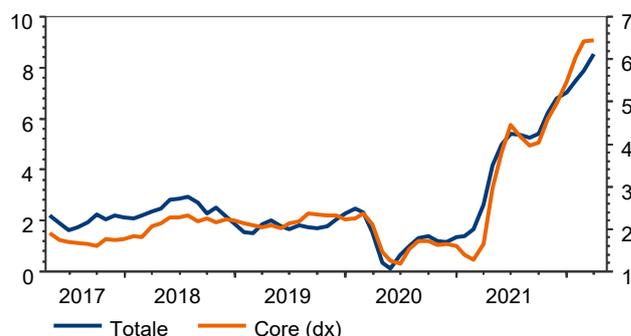
Stati Uniti

Indagini ISM



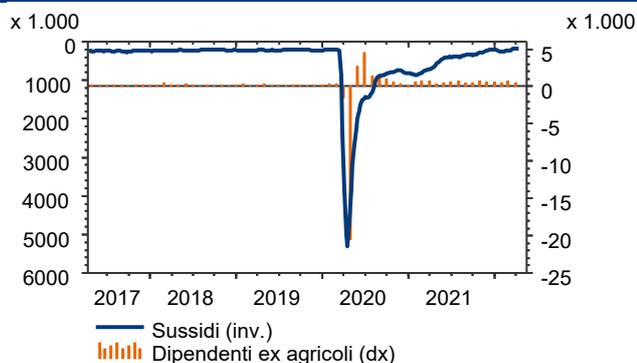
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



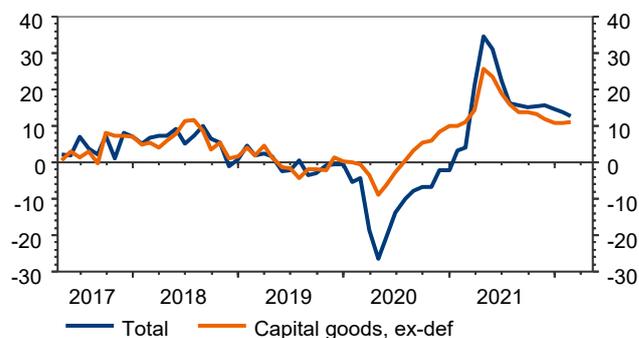
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

Nuovi Ordinalivi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

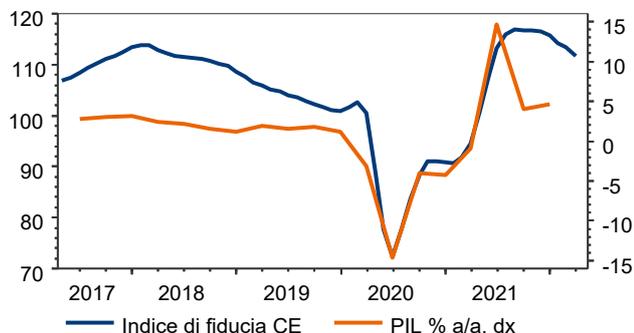
Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	3.3	2.2	0.5	12.2	4.9	5.5	4.3	3.4	3.5	2.2
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	1.6	2.8	2.7	1.9
Consumi privati	7.9	3.0	2.1	11.4	12.0	2.0	2.5	3.3	2.2	2.0	2.0
IFL - privati non residenziali	7.4	5.3	3.3	12.9	9.2	1.7	2.9	8.1	5.5	6.3	2.2
IFL - privati residenziali	9.2	0.4	1.0	13.3	-11.7	-7.7	2.2	5.8	1.0	1.1	1.3
Consumi e inv. pubblici	0.5	1.1	2.6	4.2	-2.0	0.9	-2.6	2.7	2.9	2.5	2.3
Esportazioni	4.5	6.0	5.2	-2.9	7.6	-5.3	22.4	1.5	5.8	5.1	4.4
Importazioni	14.0	7.2	4.9	9.3	7.1	4.7	17.9	4.1	5.1	4.9	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	1.0	0.3	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-1.5	0.7	0.5	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-3.9	-3.6								
Deficit Pubblico (% PIL)	-12.1	-5.8	-5.7								
Debito pubblico (% PIL)	150.7	144.6	144.4								
CPI (a/a)	4.7	6.8	3.1	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	7.4	6.5	5.3
Produzione Industriale	5.4	4.5	1.5	1.0	1.6	0.8	0.9	1.7	1.1	0.7	0.3
Disoccupazione (%)	5.4	3.5	3.5	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.5	3.4

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

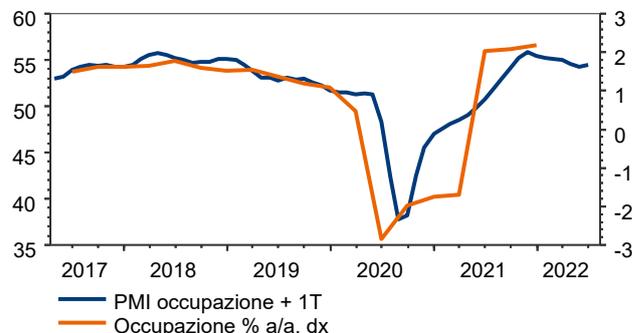
Area euro

PIL



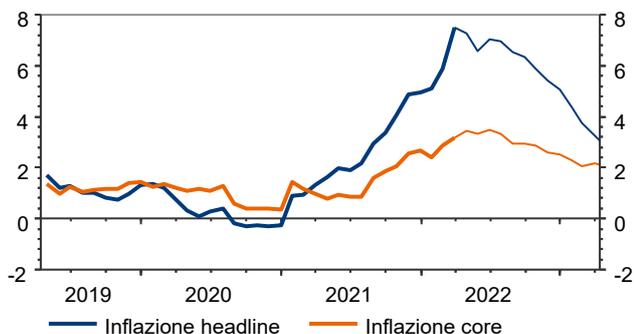
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	4.4
febbraio	0.9	5.9	3.8
marzo	1.3	7.5	3.3
aprile	1.6	7.3	2.9
maggio	2.0	6.6	2.8
giugno	1.9	7.0	2.2
luglio	2.2	6.9	2.3
agosto	3.0	6.5	2.3
settembre	3.4	6.4	1.9
ottobre	4.1	5.9	1.7
novembre	4.9	5.4	1.5
dicembre	5.0	5.1	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023						
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.0	2.4	-0.9	14.6	4.0	4.6	4.9	3.3	1.7	2.0				
- t/t				-0.1	2.2	2.3	0.3	0.1	0.6	0.7	0.5				
Consumi privati	3.5	3.7	1.7	-2.3	3.9	4.5	-0.6	0.1	0.5	0.7	0.4				
Investimenti fissi	4.3	4.5	3.8	0.1	1.3	-0.9	3.5	0.5	0.9	1.0	1.0				
Consumi pubblici	3.8	2.7	1.9	-0.5	2.3	0.3	0.5	0.6	0.9	0.5	0.5				
Esportazioni	10.9	5.5	3.3	1.3	2.8	1.7	2.9	0.8	0.6	0.7	0.8				
Importazioni	8.6	7.3	3.5	1.2	3.1	1.4	4.6	0.9	0.9	0.9	0.9				
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.1	0.3	1.1	-0.5	-0.1	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.0				
Partite correnti (% PIL)	2.6	1.4	1.6												
Deficit pubblico (% PIL)	-5.7	-4.7	-3.2												
Debito pubblico (% PIL)	97.3	96.7	95.6												
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	6.3	2.5	1.1	1.8	2.8	4.6	6.2	7.0	6.6	5.4				
Produzione industriale (a/a)	7.9	0.1	2.3	4.7	23.2	6.0	0.2	-0.1	-1.2	0.2	1.5				
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.5	8.2	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	6.8	6.7				
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.37	0.63	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.46	-0.37	-0.10				

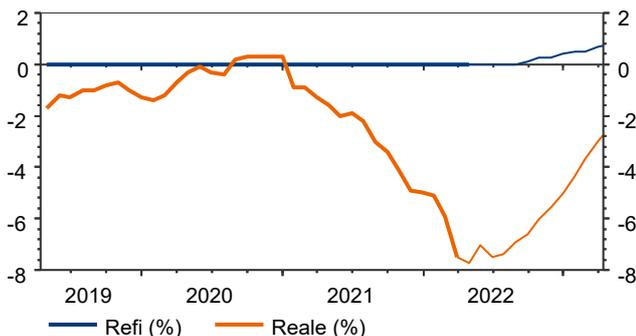
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	14/4	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.75
Euribor 1m	-0.56	-0.58	-0.53	-0.55	-0.54	-0.38	-0.08	0.21
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	-0.45	-0.47	-0.27	0.01	0.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

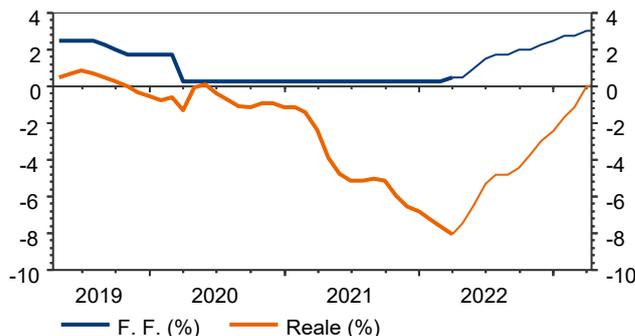


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	14/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.50	0.50	1.50	2.00	2.50	3.00
OIS 3m	0.08	0.12	0.72	0.90	1.31	1.87	2.49	2.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

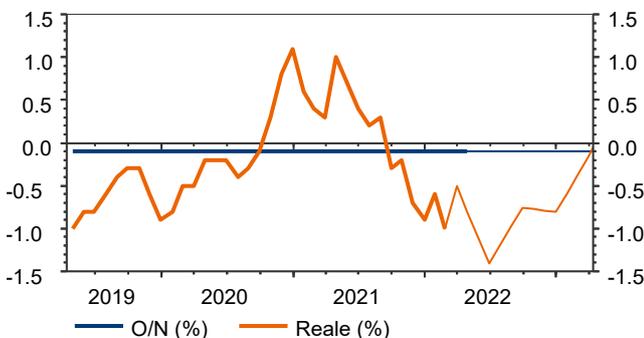


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	14/4	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	-0.08	-0.08	0.00	-0.01	-0.04	-0.06	-0.06	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

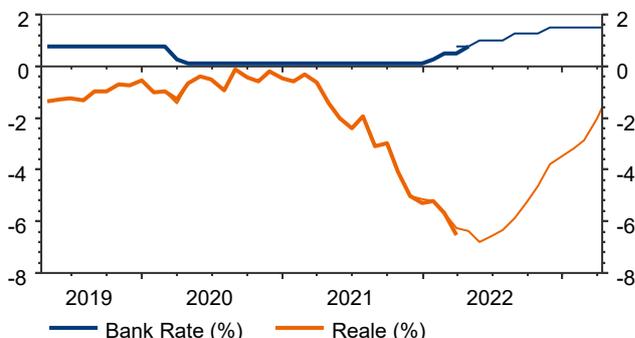


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	14/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.25	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50
Libor GBP 3m	0.08	0.26	1.04	1.11	1.20	1.45	1.50	1.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	15/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.20	1.16	1.14	1.10	1.0812	1.06	1.09	1.12	1.15	1.20
USD/JPY	107	109	114	114	118	126.44	127	128	128	127	126
GBP/USD	1.25	1.38	1.38	1.37	1.31	1.3069	1.28	1.34	1.36	1.40	1.44
EUR/CHF	1.05	1.10	1.07	1.04	1.03	1.0188	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	117	130	133	130	130	136.72	135	140	143	146	151
EUR/GBP	0.87	0.87	0.84	0.84	0.84	0.8271	0.83	0.81	0.82	0.82	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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------