

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La **riunione del FOMC** del 3-4 maggio dovrebbe imprimere una netta accelerazione alla politica monetaria, dopo la svolta tiepida di marzo. Il Comitato dovrebbe alzare i tassi di 50pb e annunciare un programma di rapida riduzione del bilancio, con l'obiettivo esplicito di portare "speditamente" i fed funds verso la neutralità. La Fed dovrebbe segnalare l'impegno a controllare l'inflazione frenando la domanda, a qualunque costo. L'esperienza del passato insegna che, con le condizioni attuali, un atterraggio morbido non è garantito.

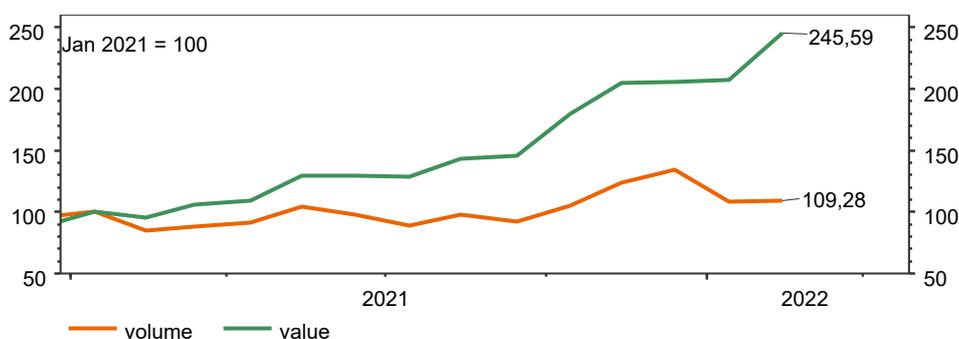
La **sospensione delle forniture russe di gas a Polonia e Bulgaria** mette a nudo le ambiguità della politica UE di contenimento della Russia mediante sanzioni. Al momento, pare che gli Stati membri stiano accettando il meccanismo di pagamento richiesto dalla Russia, con implicazioni negative per la credibilità del regime sanzionatorio, e dell'Unione Europea stessa. Ma non fare alcuno sforzo per ridurre le rendite monopolistiche della Russia è ancora peggio.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana sarà diffusa l'indagine di fiducia della Commissione Europea di aprile, che dovrebbe mostrare un calo del morale. Il dato sulla produzione industriale di marzo in Germania e Francia confermerà la debolezza del manifatturiero. Nello stesso mese, gli ordini tedeschi sono invece attesi mostrare un aumento, seppur lieve. Sempre a marzo, vediamo una flessione delle vendite al dettaglio nell'Eurozona, penalizzate dall'aumento dei prezzi. Sono in uscita anche i dati sulla disoccupazione ad aprile in Germania e a marzo in Italia e nell'Eurozona. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di aprile dovrebbe confermare un miglioramento del clima di fiducia dovuto però esclusivamente ai servizi.

La settimana sarà carica di informazioni importanti negli **Stati Uniti**, con l'uscita dei principali dati macro di aprile e la riunione del FOMC. La Fed dovrebbe accelerare nella rimozione dello stimolo monetario, con un rialzo dei tassi di 50pb, l'annuncio del programma di riduzione del bilancio e l'impegno a controllare l'inflazione a ogni costo. I dati di aprile dovrebbero restare positivi, con una crescita di occupati intorno a 420 mila unità e un calo del tasso di disoccupazione a 3,5%, mentre le indagini ISM dovrebbero mostrare accelerazione dell'attività in tutti i settori, ma specialmente nei servizi. A marzo, il deficit della bilancia commerciale dovrebbe essere in netto ampliamento e la spesa in costruzioni in rialzo solido.

#### Importazioni di combustibili dalla Russia nell'area dell'euro: valore e volume da gennaio 2021



Fonte: Eurostat

29 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**

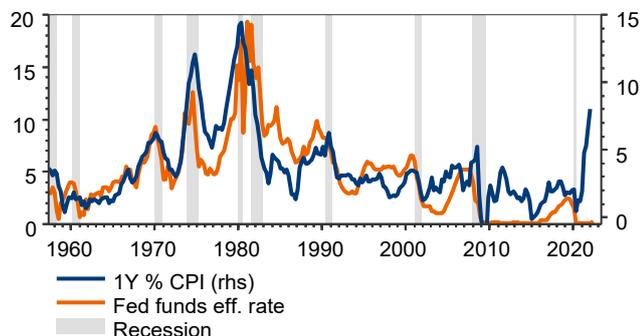
Economista - Area euro

## Il punto

La **riunione del FOMC** del 3-4 maggio dovrebbe imprimere una netta accelerazione alla politica monetaria, dopo la svolta tiepida di marzo. Il Comitato dovrebbe alzare i tassi di 50pb e annunciare un programma di rapida riduzione del bilancio, con l'obiettivo esplicito di portare "speditamente" i fed funds verso la neutralità. La Fed dovrebbe segnalare l'impegno a controllare l'inflazione frenando la domanda, a qualunque costo. L'esperienza del passato insegna che, con le condizioni attuali, un atterraggio morbido non è garantito.

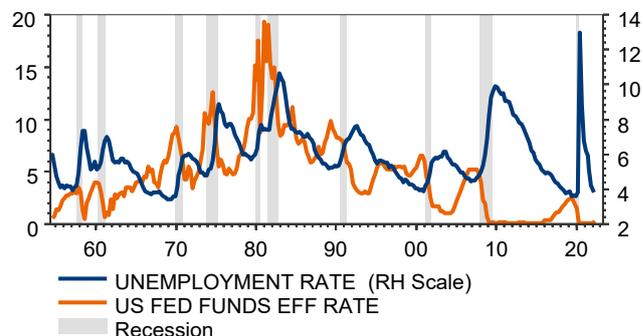
- La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un voto unanime a favore di un rialzo dei tassi di 50pb e di un programma di rapida riduzione del bilancio. La parola chiave nel comunicato e nella conferenza stampa sarà l'avverbio "**speditamente**", con cui la Fed qualificherà il ritorno previsto dei tassi verso la neutralità. Il sentiero dei tassi dovrebbe essere più rapido nella prima fase di rimozione dello stimolo e potrebbe diventare più moderato nella fase più propriamente restrittiva, dalla soglia di 2,5% in poi.
- Il comunicato dovrebbe mantenere una **valutazione positiva dell'economia**, caratterizzata da una crescita solida dell'attività e dell'occupazione, nonostante i freni persistenti dal lato dell'offerta. L'inflazione dovrebbe, come a marzo, essere definita "elevata" per via di squilibri fra domanda e offerta, "prezzi energetici in aumento e pressioni più diffuse sui prezzi".
- Il testo dovrebbe ribadire l'aspettativa di "aumenti continui" dell'intervallo **obiettivo dei fed funds** per riportare l'inflazione verso il 2%. Per quanto riguarda il **bilancio**, il comunicato dovrebbe specificare il sentiero dei limiti al riacquisto di titoli, in linea con le indicazioni emerse dai verbali di marzo. Alla riunione di marzo si era convenuto che a regime i limiti al riacquisto dovessero essere pari a **un totale di 95 mld di dollari** (60 mld di Treasury e 35 mld di MBS). L'inizio del programma dovrebbe avvenire con limiti inizialmente modesti, in rialzo relativamente rapido (circa tre mesi) verso il livello obiettivo. È possibile che già per le settimane successive alla riunione di maggio venga annunciata una sequenza di limiti, inizialmente pari a circa 20 mld per i Treasury e 10 mld per MBS a maggio, in aumento successivamente a 60 mld e 35 mld nei mesi successivi. La riduzione del bilancio nel 2022 dovrebbe essere pari a circa 650 mld di dollari, prevalentemente accompagnata, dal lato del passivo, da una correzione delle riserve.
- La parte principale della comunicazione sarà la conferenza stampa di Powell, che dovrebbe ribadire l'impegno a **riportare l'inflazione sotto controllo a ogni costo** e suggellare la svolta verso un modello di Fed "à-la-Volcker". Questa nuova versione della Fed implica una determinazione assoluta a perseguire il controllo dell'inflazione, a qualsiasi costo.
- Lo squilibrio sul mercato del lavoro e il ritorno di una curva di Phillips inclinata negativamente riportano il **tasso di disoccupazione al centro delle decisioni di policy**. Il tasso di disoccupazione rimane su un trend verso il basso e potrebbe essere intorno a 3,2% entro fine anno. Per riportare il mercato del lavoro verso una situazione di equilibrio, il tasso di disoccupazione (TD) dovrà risalire verso il 4%, attraverso aggiustamenti sia dal lato della domanda (verso il basso), sia dal lato dell'offerta (verso l'alto). Secondo il modello macroeconomico FRB/US della Fed, un rialzo dei fed funds di 100pb determina un aumento di 0,2pp del TD dopo 4 trimestri e un calo della crescita di 0,5pp dopo 6 trimestri. La nostra previsione è che i **tassi salgano fra il 2,5% e il 3% entro fine anno e verso il 3,5% nel 2023**, con rischi verso l'alto in entrambi gli anni.
- In conclusione, l'impegno della Fed a riportare l'inflazione al 2% richiede restrizione della domanda, che risponde con ritardo alla politica monetaria. La persistenza dell'**inflazione elevata** e il **surriscaldamento del mercato del lavoro**, che determineranno il sentiero della politica monetaria, reagiscono con ritardo al rallentamento della domanda, potrebbero generare una risposta di policy eccessiva. Quando si vedrà il rallentamento della crescita e il rialzo del tasso di disoccupazione, **la Fed potrebbe avere già impresso un freno eccessivo all'economia e generato una recessione**, come avvenuto in 7 su 10 cicli di rialzi dei tassi in passato. Ma, come ha detto Powell, Volcker ha insegnato che per domare l'inflazione "occorre tenere la rotta".

## Cicli economici e rialzi dei tassi: l'inflazione...



Fonte: BLS, Federal Reserve Board

## ...e il tasso di disoccupazione rispondono con ritardo, inducendo interventi di policy quasi sempre "eccessivi"



Fonte: BLS, Federal Reserve Board

La **sospensione delle forniture russe di gas a Polonia e Bulgaria** mette a nudo le ambiguità della politica UE di contenimento della Russia mediante sanzioni. Al momento, pare che gli Stati membri stiano accettando il meccanismo di pagamento richiesto dalla Russia, con implicazioni negative per la credibilità del regime sanzionatorio, e dell'Unione Europea stessa. Ma non fare alcuno sforzo per ridurre le rendite monopolistiche della Russia è ancora peggio.

- Il 27 aprile, la Russia ha sospeso le forniture di gas a PGNiG (Polonia) e Bulgargaz (Bulgaria) per inadempimento del decreto presidenziale 172 del 31 marzo (v. [qui](#) per una traduzione in inglese), che aveva introdotto l'obbligo per le controparti di aprire conti bancari in rubli e in divisa presso Gazprombank e di effettuare il pagamento delle forniture attraverso tali conti. La misura è stata interpretata come un **segnale di avvertimento lanciato alle altre e più grandi imprese acquirenti**: secondo quanto riferito da Bloomberg, infatti, soltanto 10 controparti avevano già aperto i conti presso Gazprombank, e appena 4 (almeno 5 secondo Reuters) avevano già accettato il meccanismo di pagamento previsto dal decreto. Il motivo della cautela è che l'uso del meccanismo previsto dal decreto potrebbe configurarsi come una violazione dei regolamenti comunitari sulle sanzioni.
- Ma **che cosa prevede il nuovo meccanismo?** E quali vantaggi porta alla Russia? Il decreto impone agli acquirenti di effettuare il pagamento trasferendo fondi (euro o dollari) sul conto in divisa presso Gazprombank. Il pagamento, dunque, avviene ancora in divisa e non in rubli. Poi, però, Gazprombank vende la divisa mediante un meccanismo d'asta gestito da Moscow Exchange MICEX-RTS, trasferisce la contropartita in rubli sul conto dell'acquirente e quindi addebita il conto in rubli per saldare l'acquisto di gas al fornitore. Peraltro, il decreto consente al Comitato esecutivo della Banca centrale della Federazione Russa la possibilità di adottare anche meccanismi diversi per l'operazione di cambio. **La consegna del gas è autorizzata soltanto dopo l'addebito del conto in rubli.**
- Il meccanismo garantisce alla Russia la **possibilità di disporre di una provvista di liquidità in euro o dollari a un cambio determinato su un mercato domestico regolamentato e controllabile dalle Autorità monetarie locali**, invece che sul mercato internazionale. Inoltre, **il decreto mette anche al sicuro le entrate dal rischio di blocco** (la transazione è completata soltanto dopo il pagamento in rubli), **evita la necessità di transazioni in euro con entità sanzionate e rende disponibili fondi in rubli per le necessità interne**<sup>1</sup>: una motivazione più importante della precedente.

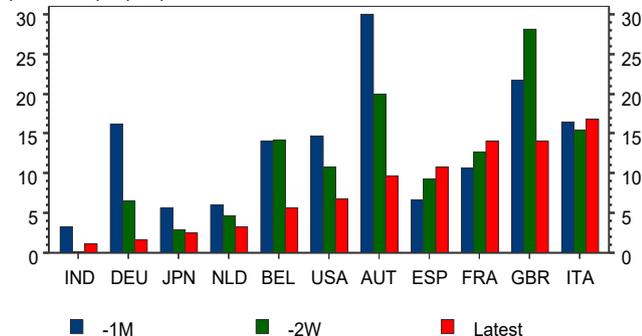
<sup>1</sup> Questa è anche la valutazione di M. Demertzis e F. Papadia in: [A sanctions counter measure: gas payments to Russia in rubles](#), Blog Post del 19 aprile 2022 per Bruegel. Invece, gli euro di Gazprombank risultano inaccessibili per le sanzioni.

- **Secondo la Commissione Europea** (v. le [FAQ](#)), **la procedura potrebbe consentire di aggirare le sanzioni imposte sull'operatività in euro o dollari della Banca centrale** e perfino trasformarsi in un aggiramento del divieto di estendere prestiti a soggetti sotto embargo, in quanto non è chiaro quanto tempo è richiesto per il cambio. La violazione delle sanzioni sarebbe evitabile soltanto dichiarando completato l'acquisto dopo il pagamento in euro o dollari e non autorizzando l'utilizzo del conto in rubli. Di contro, però, ciò potrebbe violare il decreto russo.
- **Con il colpo di avvertimento del 27 aprile, la Russia ha messo a nudo la debolezza e l'ambiguità del sistema sanzionatorio dell'Unione Europea.** L'UE aveva accuratamente evitato di coinvolgere il sistema di approvvigionamento del gas, per la paura delle implicazioni economiche derivanti da una riduzione troppo rapida dei flussi dalla Russia: così, ad esempio, Gazprombank è sempre rimasta fuori dal regime sanzionatorio, e soltanto da poco si è iniziato a parlare seriamente di embargo sulle esportazioni russe di petrolio, anche se progressivo.
- La Commissione Europea ha preannunciato una "risposta immediata, unita e coordinata". Ma le agenzie riferiscono che **diversi Stati membri (Austria, Ungheria, Germania) si stanno già conformando al decreto**, in ordine rigorosamente sparso, semplicemente concordando delle modifiche procedurali che riducono il rischio di violare la lettera delle sanzioni. A questo punto, **è probabile che altri seguano nelle prossime settimane, senza troppo clamore.** Tutto ciò sperando che alla Russia basti ottimizzare la sua rendita monopolistica e che questo successo non invogli a utilizzare l'arma del gas per ottenere altro; nel mentre ci si prepara a rendere l'Unione meno ricattabile. Un'altra macchia sul rigore del regime sanzionatorio e sulla serietà dei proclami che escono dalle riunioni del Consiglio in questi tempi di crisi internazionale.
- Ma ci sono problemi ben più gravi, anche come conseguenze materiali, dell'ipotetico aggiramento delle sanzioni causato dalla procedura di pagamento prevista dal decreto russo. In una dimostrazione di **miopia strategica**, diversi Stati membri hanno continuato a difendere una infrastruttura di mercato in cui **una pluralità di soggetti privati competono fra loro per l'acquisto di gas da un monopolista (Gazprom) che, regolando l'offerta, può determinare quanti extra-profitti realizzare.** Non è un problema di "speculazione" se i prezzi sono così alti e volatili, ma semmai di accorta manipolazione del mercato da parte di un'impresa a cui è stata concessa un'eccessiva quota di mercato. L'approccio gradualista alle sanzioni, con un punto di arrivo che però è già annunciato (netta riduzione della dipendenza dal gas russo, passando prima per un embargo sul petrolio), e la rinuncia masochistica a bilanciare il potere di mercato del fornitore monopolista hanno permesso alla Russia di riconquistare l'iniziativa e di sostenere la propria bilancia dei pagamenti. Certamente, la giornata potrebbe essere ancora salvata se si lavorerà per ribilanciare il sistema degli approvvigionamenti di gas e riprendere l'iniziativa con l'embargo sull'export russo di petrolio e prodotti petroliferi. Ma questa parte della storia è ancora tutta da costruire.

## Monitor dell'impatto COVID

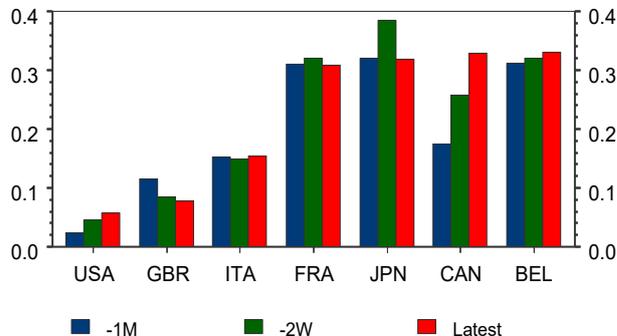
### Mortalità da COVID-19

per million people, per week



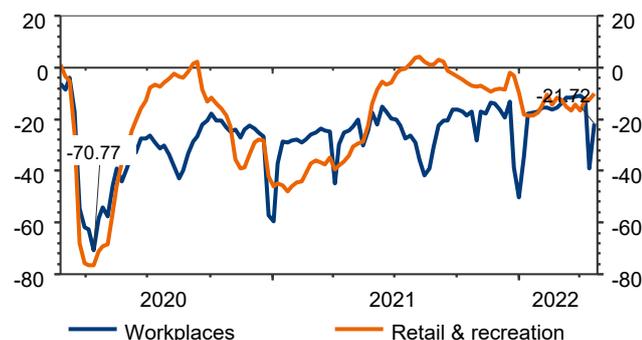
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



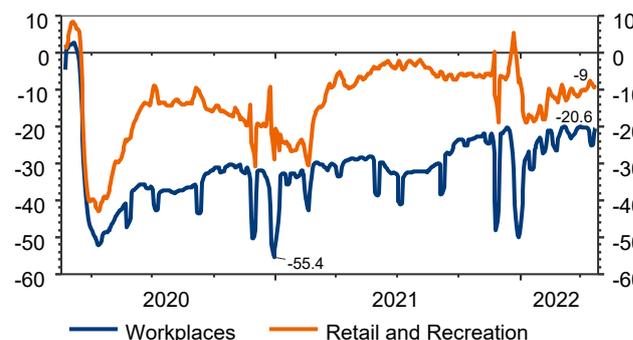
Fonte: OurWorldInData

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



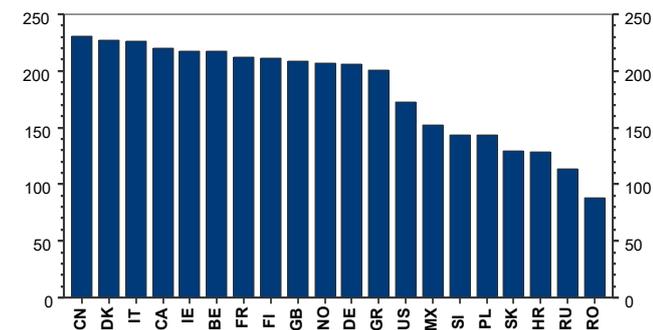
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana sarà diffusa l'indagine di fiducia della Commissione Europea di aprile, che dovrebbe mostrare un calo del morale. Il dato sulla produzione industriale di marzo in Germania e Francia confermerà la debolezza del manifatturiero. Nello stesso mese, gli ordini tedeschi sono invece attesi mostrare un aumento, seppur lieve. Sempre a marzo, vediamo una flessione delle vendite al dettaglio nell'Eurozona, penalizzate dall'aumento dei prezzi. Sono in uscita anche i dati sulla disoccupazione ad aprile in Germania e a marzo in Italia e nell'Eurozona. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di aprile dovrebbe confermare un miglioramento del clima di fiducia dovuto però esclusivamente ai servizi.

La settimana sarà carica di informazioni importanti negli **Stati Uniti**, con l'uscita dei principali dati macro di aprile e la riunione del FOMC. La Fed dovrebbe accelerare nella rimozione dello stimolo monetario, con un rialzo dei tassi di 50pb, l'annuncio del programma di riduzione del bilancio e l'impegno a controllare l'inflazione a ogni costo. I dati di aprile dovrebbero restare positivi, con una crescita di occupati intorno a 420 mila unità e un calo del tasso di disoccupazione a 3,5%, mentre le indagini ISM dovrebbero mostrare accelerazione dell'attività in tutti i settori, ma specialmente nei servizi. A marzo, il deficit della bilancia commerciale dovrebbe essere in netto ampliamento e la spesa in costruzioni in rialzo solido.

### Lunedì 2 maggio

#### Area euro

- **Area euro.** La pubblicazione delle **indagini di fiducia della Commissione Europea** è stata posticipata, per problemi tecnici, dal 28 aprile al 2 maggio. Le indagini nazionali e i PMI flash di marzo sono risultati complessivamente meno deboli rispetto alle attese, segnale di una certa tenuta, almeno per il momento, della ripresa. Stimiamo la fiducia nell'industria in calo a 9,5 da 10,4, e stabile a 14,4 nei servizi. L'ESI è previsto a 108,2 da un precedente 108,5.
- **Area euro.** In calendario le **stime finali dei PMI manifatturieri** di aprile: il calo registrato dalla lettura flash (55,3 da 56,5) ha lasciato l'indice in territorio espansivo ma lo spaccato dell'indagine è risultato meno incoraggiante, con indicazioni di stagnazione dell'output e di contrazione degli ordinativi esteri. Alla luce delle prospettive poco favorevoli per il settore non escludiamo revisioni al ribasso. In **Italia** il **PMI manifatturiero** dovrebbe calare a 55 da un precedente 55,8.

#### Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** di aprile è previsto in rialzo a 58,2 da 57,1 di marzo. Nel settore, il miglioramento del quadro dell'offerta visto a marzo, con aumento delle consegne di semiconduttori e la ripresa della produzione nel comparto auto, dovrebbe essere frenato ora dalle conseguenze del **lockdown** in Cina. L'indagine dovrebbe continuare a segnalare pressioni sui prezzi degli input.
- La **spesa in costruzioni** dovrebbe mostrare un'accelerazione della crescita a marzo, con una variazione attesa di 0,8% m/m, dopo 0,5% m/m di febbraio. Il comparto residenziale dovrebbe essere ancora sostenuto dall'aumento delle unità in costruzione e dei cantieri residenziali nei primi mesi dell'anno.

### Martedì 3 maggio

#### Area euro

- **Area euro.** La maggiore incertezza non sembrerebbe aver interrotto la crescita delle assunzioni a marzo. Le indagini congiunturali e i dati INDEED ad alta frequenza sulle posizioni vacanti sono infatti coerenti con ulteriori progressi nel mercato del lavoro. Prevediamo un **tasso di disoccupazione** in calo di un decimo, al 6,7%.

- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso invariato al 5% in aprile. Segnali sulla stabilità del mercato del lavoro arrivano anche dall'indice anticipatore PMI per l'occupazione, che raccoglie le intenzioni di assunzione nei servizi e nell'industria. Ad ogni modo, le forti tensioni geopolitiche potrebbero portare a un aumento del tasso dei senza lavoro già dal prossimo mese.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe calare ancora a marzo, a 8,4% da un precedente 8,5%. Le indagini per ora non segnalano riflessi sul mercato del lavoro della crisi geopolitica internazionale, che però non si possono escludere per i prossimi mesi.

## Mercoledì 4 maggio

### Area euro

- **Area euro.** Le letture finali dei **PMI dei servizi** di aprile dovrebbero confermare che, nonostante l'incertezza prospettica e il rincaro dei prezzi, la ripresa nel settore sta proseguendo su ritmi soddisfacenti grazie al miglioramento del contesto sanitario. In **Italia** il **PMI dei servizi** è visto salire a 54 da 52,1 di marzo.
- **Area euro.** A marzo le **vendite al dettaglio** dovrebbero aver risentito del rincaro dei prezzi al consumo, della maggiore incertezza e dello spostamento di parte della domanda dai beni verso i servizi. Prevediamo un calo di -0,5% m/m dopo la crescita di 0,4% m/m registrata nel mese precedente; nel 1° trimestre dell'anno le vendite al dettaglio dovrebbero aver subito una contrazione di quasi -1% t/t.

### Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** di aprile è prevista dal consenso a 370 mila, dopo 455 mila di marzo.
- La **bilancia commerciale** a marzo dovrebbe avere registrato un deficit di -107,0 mld, in netto aumento da -89,2 mld di febbraio. La bilancia preliminare dei beni ha registrato un ampliamento del deficit a -125,3, con un rialzo dell'import di 1,5% m/m (principalmente materie prime, auto e beni di consumo), a fronte di una ripresa di 7,2% m/m delle esportazioni, spinta soprattutto dalle materie prime e dalle auto.
- L'**ISM non manifatturiero** ad aprile dovrebbe essere in ulteriore aumento a 59 da 58,3 di marzo, sulla scia della continua ripresa dell'attività nei servizi e nell'estrattivo. L'indagine dovrebbe confermare l'espansione degli ordini e dell'occupazione, a fronte di persistenti pressioni su prezzi e salari.
- L'evento della settimana è la **riunione del FOMC**, che dovrebbe imprimere alla politica monetaria una netta accelerazione, dopo la svolta tiepida di marzo. Il Comitato dovrebbe alzare i tassi di 50pb e annunciare un programma di rapida riduzione del bilancio, con l'obiettivo esplicito di portare "speditamente" i Fed Funds verso la neutralità. La Fed dovrebbe segnalare l'impegno a controllare l'inflazione frenando la domanda, a qualunque costo. Per quanto riguarda il bilancio, i verbali di marzo avevano indicato che a regime i limiti al riacquisto di titoli dovrebbero essere pari a un totale di 95 mld di dollari (60 mld di Treasury e 35 mld di MBS). L'inizio del programma dovrebbe avvenire con limiti inizialmente modesti, in rialzo relativamente rapido (circa tre mesi) verso il livello obiettivo. È possibile che già per le settimane successive alla riunione di maggio venga annunciata una sequenza di limiti, inizialmente pari a circa 20 mld per i Treasury e 10 mld per MBS a maggio, in aumento successivamente a 60 mld e 35 mld nei mesi successivi. La riduzione del bilancio nel 2022 dovrebbe essere pari a circa 650 mld di dollari, prevalentemente accompagnata, dal lato del passivo, da una correzione delle riserve. La conferenza stampa di Powell sarà dedicata a suggerire la svolta verso un modello di Fed "à-la-Volcker", che implica una determinazione assoluta a perseguire il controllo dell'inflazione a qualsiasi costo. Il sentiero dei tassi a nostro avviso porterà i Fed Funds in area neutrale, al 2,5%, in autunno, con la possibilità di entrata in territorio restrittivo già entro fine 2022 e un punto di arrivo intorno al 3,5% nel 2023. I rischi sono verso l'alto sia per il 2022, sia per il 2023.

## Giovedì 5 maggio

### Area euro

- **Francia.** A marzo, la **produzione industriale** è attesa in ulteriore calo (-0,3% m/m), dopo la contrazione già registrata a febbraio (-0,8%). Le indagini congiunturali anticipano una possibile flessione nell'industria nel suo complesso, a fronte di un moderato progresso nelle costruzioni. L'output industriale chiuderebbe il trimestre con un progresso di 0,8%, ma su livelli ancora ben inferiori a quelli pre-pandemici (-4,9%).
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi in lieve crescita a marzo, stimiamo di 0,3% m/m dopo il -2,2% m/m precedente. Le indicazioni dalle survey PMI sono di un netto peggioramento in aprile, sulla scia del difficile contesto geopolitico.

## Venerdì 6 maggio

### Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è attesa correggere in marzo dopo cinque mesi di continui aumenti. Stimiamo una flessione di -0,5% m/m dopo il +0,2% di febbraio. L'output chiuderebbe il trimestre con una crescita di 2,2% t/t. Tuttavia, il protrarsi del conflitto in Ucraina segnala significativi rischi al ribasso per i prossimi mesi.

### Stati Uniti

- Il rapporto sul mercato del lavoro di aprile dovrebbe mostrare un aumento di **occupati non agricoli** di 420 mila, dopo 431 mila di marzo. Le nuove richieste di sussidi di disoccupazione nella settimana di rilevazione del rapporto di aprile sono state circa in linea con quelle della rilevazione di marzo, e le indagini hanno segnalato accelerazione dell'occupazione, nonostante i vincoli dal lato dell'offerta. La crescita degli occupati dovrebbe essere diffusa a tutti i settori, ma essere particolarmente marcata nei servizi. Ipotizzando un aumento della forza lavoro circa in linea con quello di marzo, intorno a 400 mila, il **tasso di disoccupazione** dovrebbe calare a 3,5% da 3,6% del mese precedente. I **salari orari** dovrebbero proseguire sul trend di rialzi di 0,4% m/m.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (2 - 6 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 2/5	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 53.4		
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		apr	32.8		
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	0.3	% 0.3	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		mar	7.0	%	
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	apr	55.8		55.0
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 55.4		55.4
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 54.1	54.1	54.1
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	mar	8.5	%	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 55.3	55.3	55.3
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	apr	108.5	108.0	108.2
	11:00	EUR	Fiducia servizi		apr	14.4	14.2	14.4
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		apr	prel -16.9	-16.9	-16.9
	11:00	EUR	Fiducia industria		apr	10.4	9.5	9.5
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		apr	59.7		
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		mar	0.5	% 0.8	0.8
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	apr	57.1	58.0	58.2
Mar 3/5	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	apr	-18.0	x1000 -15.0	
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		apr	5.0	% 5.0	5.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	apr	55.3		
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	mar	6.8	% 6.8	6.7
	11:00	EUR	PPI a/a		mar	31.4	%	
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		mar	-0.5	% 1.2	
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mar	prel 0.8	%	
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	mar	prel 1.1	%		
Mer 4/5	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		mar	11.5	Mld € 10.0	
	09:45	ITA	PMI servizi	*	apr	52.1		54.0
	09:50	FRA	PMI servizi finale		apr	prel 58.8		58.8
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	apr	prel 57.9	57.9	57.9
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	apr	prel 55.8		55.8
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	apr	prel 57.7	57.7	57.7
	10:30	GB	Credito al consumo		mar	1.876	Mld £	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		mar	0.3	% 0.3	-0.5
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		apr	455	x1000 370	
	14:30	USA	Bilancia commerciale		mar	-89.2	Mld \$ -86.9	-107.0
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		apr	55.1		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		apr	54.7		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	apr	58.3	59.0	59.0
Gio 5/5	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	apr	42.0		
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	mar	-2.2	% -0.9	0.3
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	mar	-0.9	%	-0.3
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	apr	58.3		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	180	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.408	Mln	
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T1	0.9	%	
14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T1	6.6	% -2.3		
Ven 6/5	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	mar	0.2	% -0.8	-0.5
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T1	0.6	%	
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		mar	3.0	%	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mar	4.3	%	
	14:30	USA	Salari orari m/m		apr	0.4	% 0.4	0.4
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	apr	3.6	% 3.6	3.5
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	apr	431	x1000 400	420

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 (2 - 7 maggio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Mar	3/5	UE	* Videoconferenza informale dell'EcoFin
		UE	* Videoconferenza dell'Eurogruppo
Mer	4/5	20:00 USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso Fed Funds +50pb a 0,75% - 1,00%)
		20:30 USA	* Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	5/5	13:00 GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +25pb a 1,00%)
		18:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
			Riunione ministeriale OPEC non-OPEC in videoconferenza
Ven	6/5	09:30 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		11:15 GB	Discorso di Mann (BoE)
		13:15 GB	Discorso di Pill (BoE)
		15:15 USA	Discorso di Williams (Fed)
		17:00 GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
		21:00 USA	Discorso di Bostic (Fed)
Sab	7/5	01:15 USA	Discorso di Bullard (Fed)
		02:00 USA	Discorso di Daly (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mar	-1.7 (-2.1)	%	1.0	0.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mar	-0.5 (-0.6)	%	0.6	1.1
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	feb	18.9 (19.1)	%	19.0	20.2
Indice dei prezzi delle case m/m	feb	1.6	%		2.1
Vendite di nuove case (mln ann.)	mar	0.835 (0.772)	Mln	0.765	0.763
Fiducia consumatori (CB)	apr	107.6 (107.2)		108.0	107.3
Bilancia commerciale prelim	mar	-106.35	Mld \$		-125.32
Richieste di sussidio	settim	185 (184)	x1000	180	180
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.409 (1.417)	Mln	1.403	1.408
PIL t/t ann. advance	T1	6.9	%	1.1	-1.4
Costo del lavoro	T1	1.0	%	1.1	
Deflatore consumi (core) a/a	mar	5.4	%	5.3	
Deflatore consumi a/a	mar	6.4	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	mar	0.2	%	0.7	
Redditi delle famiglie m/m	mar	0.5	%	0.4	
Deflatore consumi (core) m/m	mar	0.4	%	0.3	
PMI (Chicago)	apr	62.9		62.0	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	apr	65.7		65.7	

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

La stima del **PIL del 1° trimestre** ha sorpreso ampiamente verso il basso, con una contrazione di -1,4% t/t ann., dopo 6,9% t/t ann. di fine 2021. Il dato di inizio anno è più positivo di quanto appaia dal numero complessivo. Infatti, la crescita è stata frenata da contributi negativi del canale estero (-3,2pp) e delle scorte (-0,8pp). Le importazioni in forte crescita sono state spinte dalla riduzione delle strozzature all'offerta di inizio anno. Per le scorte, il contributo negativo deriva da un minor accumulo dopo l'incremento molto elevato dell'autunno. In termini positivi, la domanda domestica finale è in aumento di 2,8% t/t ann., nonostante la correzione della spesa pubblica di -2,7% t/t ann., dovuta in gran parte alla componente federale. La domanda domestica privata finale è in rialzo di 3,7% t/t ann., grazie a variazioni di 2,7% t/t ann. dei consumi e di 9,2% t/t ann. degli investimenti fissi non residenziali. L'ampio rialzo delle importazioni sottrae crescita al 1° trimestre, ma può segnalare accelerazione della spesa nel 2° trimestre, grazie alla disponibilità di beni intermedi e finali. Le variazioni attese nei prossimi trimestri restano positive e in linea con il proseguimento dell'espansione, se pure a ritmi più moderati rispetto al 2021.

Gli **ordini di beni durevoli** di marzo hanno mostrato una variazione di 0,8% m/m (9,9% a/a). Nei trasporti, il forte rimbalzo del settore auto (5% m/m) è stato in gran parte controbilanciato da una correzione nell'aeronautica. Al netto dei trasporti gli ordini sono in rialzo di 1,1% m/m. Gli ordini di beni capitali core e le consegne sono in solido aumento, 1% m/m e 1,2% m/m, rispettivamente, con indicazioni positive per gli investimenti delle imprese.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad aprile ha registrato un calo a 107,3, da 107,6 (rivisto da 107,2) di marzo. Ad aprile, le condizioni correnti sono marginalmente peggiorate, a fronte di un ulteriore miglioramento delle aspettative.

L'**indagine sul mercato del lavoro** condotta dalla NY Fed presso i consumatori ha dato segnali positivi, con un aumento degli occupati e della permanenza nella forza lavoro, e indica ulteriori incrementi attesi dei salari.

L'indice dei **prezzi delle case** S&P/CS a febbraio è ancora in accelerazione, con una variazione di 2,1% m/m e 20,2% a/a (da 18,9% a/a di gennaio).

Le **vendite di case nuove** a marzo sono scese a 763 mila da 835 mila di febbraio (rivisto da 772 mila) e il prezzo mediano è aumentato del 21,4% a/a. Le scorte di case sono salite a 6,4 mesi di vendite, segnalando una probabile stabilizzazione dell'attività nel settore immobiliare residenziale.

La **bilancia commerciale dei beni** di marzo ha mostrato un aumento del deficit di 19 mld di dollari, sulla scia di un boom di importazioni che ha più che controbilanciato il forte aumento dell'export.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	mar	1.21		1.22	1.22
Tasso di disoccupazione	mar	2.7	%	2.7	2.6
Vendite al dettaglio a/a	mar	-0.9	(-0.8) %	0.4	0.9
Produzione industriale m/m prelim	mar	2.0	%	0.5	0.3

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

Il **tasso di disoccupazione** a marzo è calato a 2,6%, da 2,7%, toccando un minimo da 1 anno, con correzioni sia per gli occupati sia per i disoccupati. Il *jobs-to-applicant ratio* è salito di 1 decimo a 1,22, segnalando che la domanda di lavoro rimane sostenuta.

La **produzione industriale** a marzo (prel.) ha registrato un incremento di 0,3% m/m, frenato da una correzione del settore auto. Le previsioni rilevate dal METI per i prossimi mesi vedono una ripresa di 5,8% m/m ad aprile e un calo di -0,8% m/m a maggio.

Le **vendite al dettaglio** di marzo hanno sorpreso verso l'alto con una variazione di 0,9% a/a, contro aspettative per un rialzo di 0,4% a/a, le vendite sono aumentate di 2% m/m, grazie alla ripresa dell'attività dopo i *lockdown* dei primi mesi dell'anno.

## Area euro

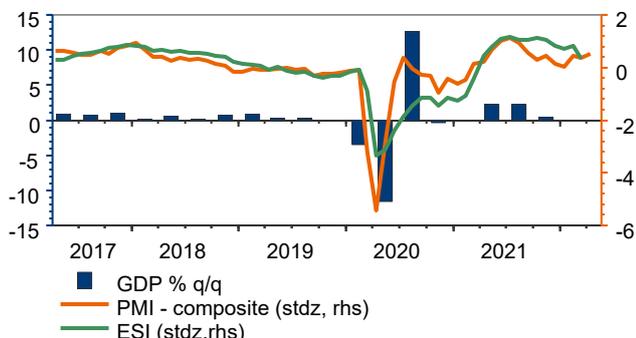
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	apr	0.4			2.4
BEL	PIL t/t prelim	T1	0.4	(0-5)	%	0.4
EUR	M3 dest. a/a	mar	6.3		%	6.2
EUR	PIL t/t 1a stima	T1	0.3		%	0.3
EUR	PIL a/a 1a stima	T1	4.7	(4-6)	%	5.0
EUR	CPI a/a stima flash	apr	7.4		%	7.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	apr	3.2		%	3.4
FRA	Fiducia consumatori	apr	90	(94)		92
FRA	PIL t/t prelim	T1	0.8	(0-7)	%	0.3
FRA	Spese per consumi m/m	mar	0.9	(0-8)	%	0.0
FRA	IPCA a/a prelim	apr	5.1		%	5.1
GER	IFO	apr	90.8			89.1
GER	IFO (sit. corrente)	apr	97.1	(97-0)		95.8
GER	IFO (attese)	apr	84.9	(85-1)		83.5
GER	Fiducia consumatori	mag	-15.7	(-15-5)		-16.0
GER	IPCA m/m prelim	apr	2.5		%	0.4
GER	IPCA a/a prelim	apr	7.6		%	7.6
GER	CPI (Lander) a/a prelim	apr	7.3		%	7.2
GER	CPI (Lander) m/m prelim	apr	2.5		%	0.6
GER	Prezzi import a/a	mar	26.3		%	28.6
GER	PIL s.a. t/t prelim	T1	-0.3		%	0.1
GER	PIL s.a. a/a prelim	T1	1.8		%	3.6
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	mar	-1.55		Mld €	-0.51
ITA	Fiducia consumatori	apr	100.8			100.4
ITA	Indice di fiducia delle imprese	apr	110.1	(110-3)		110.0
ITA	Fatturato industriale a/a	feb	16.9		%	20.9
ITA	Fatturato industriale m/m	feb	2.3		%	2.8
ITA	PIL a/a prelim	T1	6.2		%	5.8
ITA	PIL t/t prelim	T1	0.6		%	-0.2
ITA	IPCA m/m prelim	apr	2.4		%	1.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	apr	6.5		%	6.3
ITA	IPCA a/a prelim	apr	6.8		%	6.5
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	apr	1.0		%	0.2
ITA	PPI a/a	mar	32.8		%	36.9
ITA	PPI m/m	mar	0.4		%	4.0
SPA	IPCA a/a prelim	apr	9.8		%	9.0
SPA	PIL t/t prelim	T1	2.2		%	0.5

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

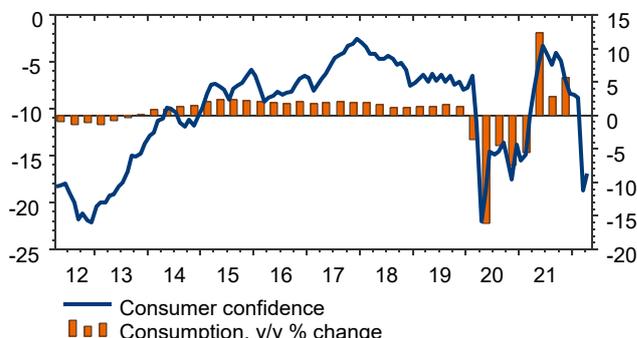
**Area euro.** Nel 1° trimestre del 2022 il **PIL** in area euro è cresciuto dello 0,2% t/t (5% a/a) dopo lo 0,3% t/t (4,7% a/a) registrato a fine 2021. I dati nazionali disponibili suggeriscono che dal lato della domanda i consumi privati potrebbero essersi contratti per il secondo trimestre consecutivo, penalizzati dal picco dell'ondata pandemica e da un'eredità statistica sfavorevole proveniente dal trimestre precedente. Dovrebbe essere invece rimasta complessivamente espansiva la dinamica degli investimenti. Il contributo del canale estero potrebbe essere infine risultato negativo per via di importazioni in crescita a ritmi superiori alle esportazioni. L'effetto del conflitto dovrebbe aver pesato solo in misura parziale sui dati del 1° trimestre, ed è atteso manifestarsi con più forza nei tre mesi in corso. Una mancata riaccelerazione della ripresa nel 2° trimestre si sta quindi facendo progressivamente più probabile: per il momento le indagini condotte presso le imprese sono coerenti con un ritmo di crescita ancora positivo a inizio trimestre, sostenuto dal recupero post-pandemico nei servizi, ma la fiducia dei consumatori è calata su livelli coerenti con una frenata della spesa delle famiglie. I rischi restano quindi verso il basso, in un contesto di alta inflazione e incertezza molto elevata. Uno scenario recessivo sarebbe possibile nel caso di un razionamento delle forniture di gas naturale (nelle nostre simulazioni l'impatto cumulato sul PIL al 2023 potrebbe essere superiore ai 3 punti percentuali), ma anche solo il protrarsi della fiammata inflazionistica potrebbe portare ad una marcata distruzione di domanda.

**Le indagini congiunturali sono coerenti con un ritmo di crescita ancora positivo all'inizio del 2° trimestre**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

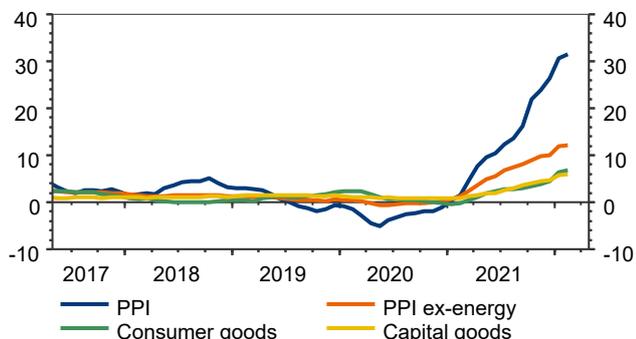
**Il crollo del morale delle famiglie segnala però rischi al ribasso, specie sui consumi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

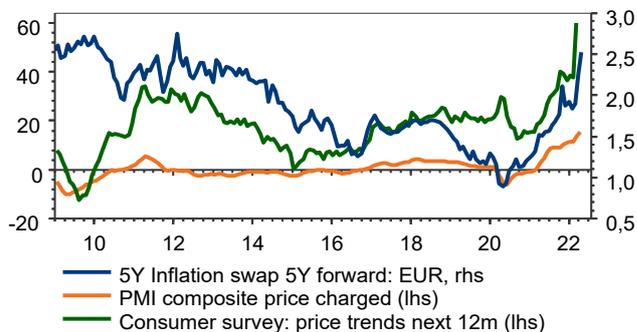
**Area euro. I prezzi al consumo** ad aprile hanno registrato un rialzo di 0,6% m/m, con la componente core in crescita di 1,2% m/m (quest'ultimo dato si colloca ben al di sopra della stima di consenso). **L'inflazione headline, a 7,5% a/a da 7,4% precedente, e quella core, a 3,9% a/a, sono sui massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono dati comparabili). I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dagli alimentari freschi (2,7% m/m) e dai beni manufatti (1,1% m/m), che risentono dell'impatto ritardato dei colli di bottiglia all'offerta. I servizi sono in rialzo di 1% m/m, mentre l'energia registra una battuta d'arresto per via degli interventi calmieranti dei Governi (-3,7% m/m).

**Prezzi alla produzione (% a/a)**



Fonte: Eurostat

**Aspettative di inflazione in forte rialzo**

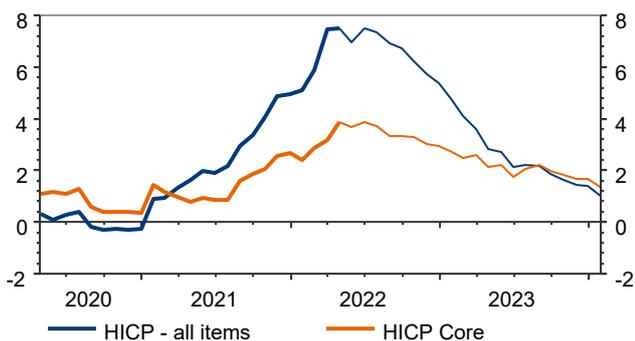


Nota: per il PMI, si riporta la differenza rispetto a 50.  
Fonte: Commissione Europea, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

Sulla variazione tendenziale, l'energia (38% a/a) spiega direttamente la metà dell'inflazione osservata, ma i rialzi riguardano quasi tutte le componenti. Riteniamo che il rallentamento ciclico non frenerà la dinamica sottostante dei prezzi al consumo; tuttavia, **per il momento la dinamica salariale non desta particolari preoccupazioni**. L'inflazione core, salita al 3,9% dal 3,2% precedente, è ancora una volta spinta sia dai beni che dai servizi: 1) i beni manufatti ex-energia sono passati al 3,8% dal 3,4% di marzo, e segnalano pressioni alimentate da una domanda sempre elevata e da un'offerta frenata da colli di bottiglia, il cui contributo sull'inflazione di questo mese è stimato intorno a +0,6%; 2) per i servizi la variazione è stata di 3,3% da 2,7% precedente; ad ogni modo, il settore è il meno impattato dai rincari energetici. Le aspettative di una moderazione dei prezzi delle materie prime sono state deluse negli ultimi mesi, e le stime di inflazione sistematicamente riviste al rialzo. Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe intraprendere uno stabile trend discendente solo da fine estate. La dinamica dei prezzi alla produzione suggerisce rischi al rialzo per la dinamica dei prezzi dei beni al netto dell'energia nei prossimi mesi.

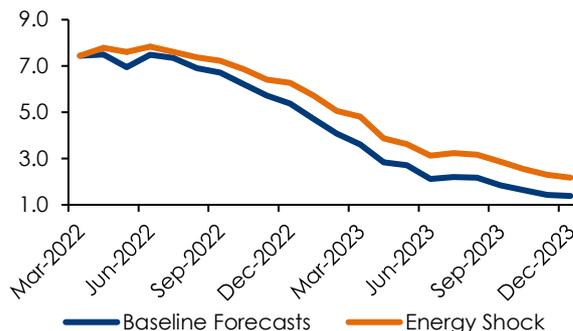
In conclusione, ci aspettiamo un'inflazione media annua nel 2022 intorno al 6,5%. Le nostre stime per il 2023 vedono un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo, che però rimarrà anche il prossimo anno significativamente al di sopra (2,5%) della soglia tollerata dalla BCE. Il nostro scenario centrale sconta un parziale rientro delle tensioni sul greggio, verso i 90 dollari al barile in media il prossimo anno, e sul gas naturale, a 80 €/MWh. Se, invece, il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo, l'inflazione rischierebbe di superare il 3% nel 2023. Permangono ancora rischi verso l'alto da fattori esogeni.

**Dinamica dei prezzi**



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

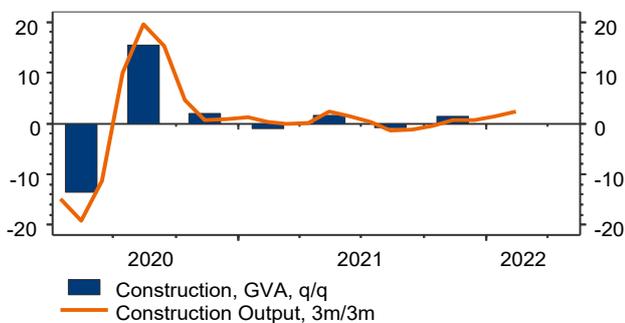
**Se il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo, l'inflazione rischierebbe di superare il 3% nel 2023**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

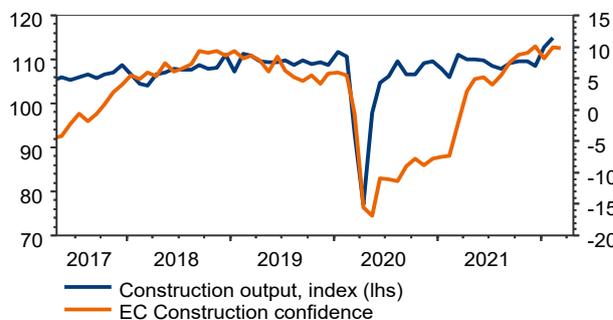
**Area euro.** A febbraio la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di 1,9% m/m da un precedente 3,9% m/m. I progressi risultano diffusi sia all'edilizia (2% m/m da 4,3%) che all'ingegneria civile (1,4% m/m da 1,7%), entrambe al secondo incremento mensile consecutivo. In termini tendenziali l'output nel settore è in aumento del 9,4% dal 4,4% di gennaio. Il solido dato di febbraio lascia le costruzioni in rotta per una accelerazione nel 1° trimestre dell'anno (intorno al 4,5% t/t) dopo il fiacco 0,7% t/t registrato a fine 2021. L'edilizia è risultata tra i settori più vivaci nel corso del 2021, anche se non è stata esclusa dai rincari e dalle difficoltà nel reperire materiali. Le condizioni di domanda, almeno per il momento, sembrano rimanere positive, e le imprese continuano a disporre di un ampio stock di produzione assicurata, ma nei prossimi trimestri un rallentamento è probabile: il rimbalzo post-pandemico è ormai alle spalle (rispetto ai livelli pre-Covid l'output è superiore di oltre il 6%) e gli effetti del conflitto potrebbero contribuire a frenare la domanda ed esacerbare i vincoli all'offerta, in un contesto in cui le imprese lamentano anche difficoltà nel reperire manodopera.

**Area euro: costruzioni in rotta per un'accelerazione nel 1° trimestre**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Le indagini sono coerenti con una dinamica ancora espansiva, anche se un rallentamento nei prossimi mesi è probabile**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

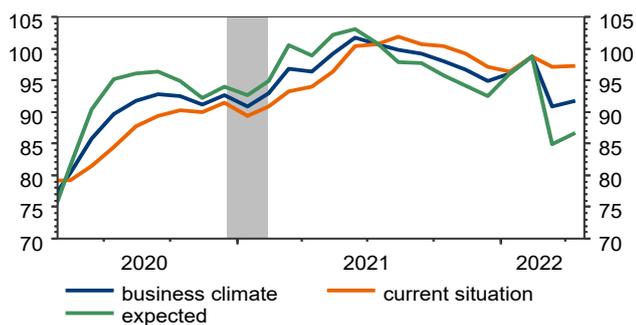
**Germania.** In base alla stima preliminare, **nel 1° trimestre 2022 il PIL** è cresciuto di 0,2% t/t, dopo il -0,3% t/t precedente. La variazione tendenziale è stimata in 3,7% a/a (dato corretto per gli effetti di calendario); il PIL risulta di -0,9% più basso rispetto ai livelli pre-COVID. Secondo le prime indicazioni sulle componenti della domanda, gli investimenti hanno compensato il contributo negativo delle esportazioni nette. Ci aspettiamo una crescita intorno al 2% per il 2022 ma i rischi sono verso il basso, visto il protrarsi del conflitto russo-ucraino e il persistere di forti tensioni sui mercati delle materie prime energetiche.

**Germania.** Ad aprile, **l'inflazione** è salita a dispetto delle previsioni di consenso, da 7,3% a 7,4% a/a sull'indice nazionale e da 7,6% a 7,8% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 0,8% m/m sulla misura nazionale e 0,7% m/m sull'armonizzato. A guidare il rialzo sono i prezzi dei servizi (2,9% da 2,8% precedente), mentre calano lievemente i prezzi dei beni (a 12% a/a da 12,3% precedente) per via della decelerazione della componente energia (35,3%). In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi sopra il 7% sull'indice armonizzato, in un contesto di ampia incertezza visto il protrarsi del conflitto in Ucraina.

**Germania.** I **prezzi all'import** di marzo hanno visto un'accelerazione, a 31,2% a/a da 26,3% di febbraio, portandosi su un massimo da settembre 1974.

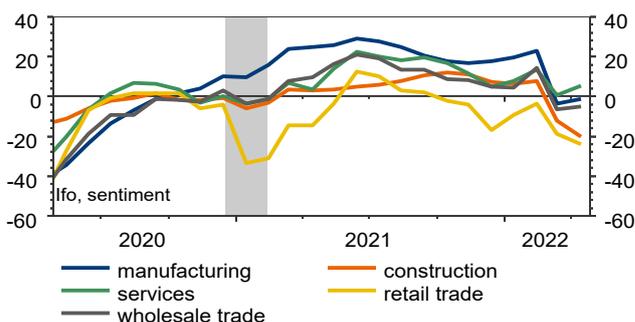
**Germania.** In aprile l'indice **Ifo** è salito a 91,8 da 90,8 di marzo. L'indicatore sulle aspettative è cresciuto di 1,8 punti, a 86,7, mentre è rimasto circa stabile l'indice sulla situazione corrente, a 97,2. Lo spaccato per settore segnala una ripresa nei servizi, che registrano una salita del morale corrente e un maggiore ottimismo per i prossimi mesi. Sorprendentemente, l'indice cresce anche nell'industria (dopo il calo del mese precedente), dove il miglioramento delle prospettive future si oppone a un peggioramento della situazione corrente; all'interno del manifatturiero, il settore chimico rimane uno dei più colpiti dalla crisi. Di contro, l'indice è calato nel commercio e in misura maggiore nelle costruzioni (ai minimi dal 2010), che risentono dei colli di bottiglia all'offerta. In conclusione, se da un lato l'indagine di aprile mostra una maggiore resilienza dell'economia tedesca agli shock, dall'altro conferma la persistenza di strozzature all'offerta e pressioni al rialzo sui prezzi finali. Una contrazione del PIL nel trimestre corrente resta probabile.

#### Sale l'IFO ad aprile, sulla scia del rialzo delle aspettative



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

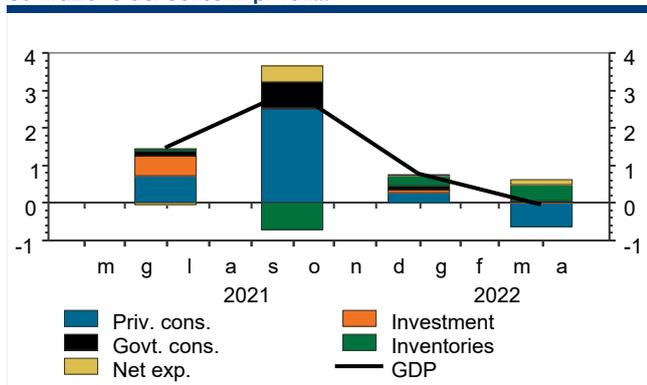
#### Le costruzioni risentono delle strozzature all'offerta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

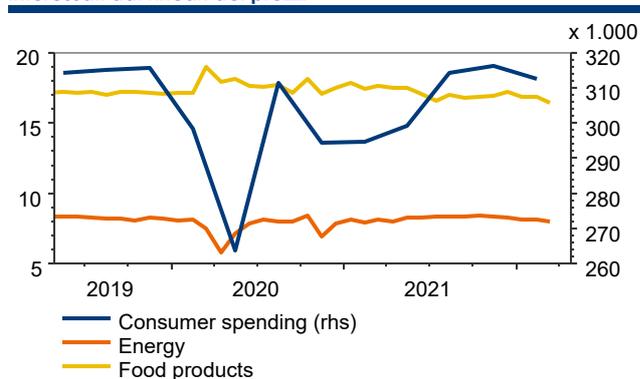
**Francia.** Il **PIL** è risultato stagnante nel primo trimestre. La domanda interna ha contribuito negativamente (-0,6% al netto delle scorte), per via della netta contrazione dei consumi (-1,3% dopo +0,6%) a fronte di una moderazione nel tasso di crescita degli investimenti (0,2% da 0,3%); un contributo positivo è giunto sia dal canale estero (+0,1%, grazie a un export in crescita di 1,5%, contro un 1,1% dell'import) sia dalle scorte di magazzino (+0,4%). La revisione verso l'alto del dato del 4° trimestre (a 0,8%) non altera l'eredità statistica per il 2022, pari a 2,4%. La minore esposizione dell'economia transalpina agli effetti del conflitto in Ucraina potrebbe consentire alla Francia di riportare una crescita superiore alla media europea anche nel 2022.

### Nel 1° trimestre, la crescita è stata frenata soprattutto dalla contrazione dei consumi privati...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

### ... in particolare di quelli per energia ed alimentari, maggiormente interessati dai rincari dei prezzi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Francia.** A marzo, la **spesa per consumi** delle famiglie ha fatto registrare una brusca frenata (-1,3% m/m dopo +0,9%), sulla scia di prezzi crescenti che hanno compresso la spesa per beni alimentari (-2,5%, terzo calo mensile consecutivo) ed energia (-1,6%, quarto calo mensile consecutivo). Seppure in misura più moderata, è calata anche la spesa per beni manufatti (-0,1% da +2,2%), in particolare per i durevoli, in calo di -1,2% da +1,6% precedente. La spesa per consumi si è contratta dai -1,7% t/t nel trimestre invernale, e le indicazioni sono negative anche per i mesi primaverili.

**Francia.** L'indagine INSEE sulla **fiducia dei consumatori** per il mese di aprile mostra un calo di due punti a 88, ben al di sotto della media di lungo periodo (100) e su livelli prossimi a quelli registrati durante il *lockdown*. Sul dato ha influito il peggioramento delle intenzioni di acquisto per i prossimi 12 mesi e la salita dell'inflazione corrente, a fronte di un ridimensionamento dell'inflazione attesa. Ad aprile, seppure moderatamente, sono aumentati ancora i timori di disoccupazione (ancora però su livelli storicamente molto bassi). L'evoluzione del quadro geopolitico e le attuali dinamiche inflattive suggeriscono come nei prossimi mesi il morale delle famiglie potrebbe far registrare nuovi minimi.

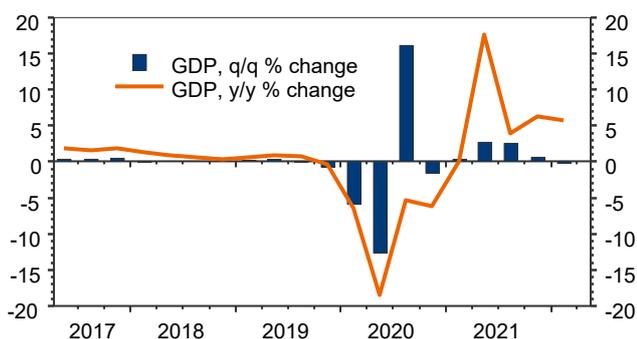
**Francia.** La **stima flash** indica che ad aprile l'**inflazione** è salita al 4,8% dal 4,5% precedente sull'indice nazionale e al 5,4% dal 5,1% sull'armonizzato (su livelli più moderati rispetto alla media dell'Eurozona, anche grazie agli interventi calmieranti del Governo, più incisivi che altrove). Il dato ha sorpreso al rialzo. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 0,4% sull'indice nazionale e di mezzo punto sull'armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato dai rincari dei servizi (a 2,9% da 2,3% precedente), dei beni manufatti (a 2,7% a/a da 2,1% precedente) e degli alimentari (a 3,8% a/a da 2,9% precedente); cala, invece, la componente energia (a 26,6% da 29,2%). In media annua, l'inflazione dovrebbe sfiorare il 5% (sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli decisamente inferiori alla media Eurozona.

**Spagna.** INE ha diffuso il dato preliminare relativo al **PIL** del 1° trimestre. Tra le 4 principali economie europee, quella iberica - in crescita di 0,3% (da 2,2% precedente) - è quella che ha mostrato maggior resilienza in questa fase, nonostante i prezzi dei beni siano posizionati su livelli ben più alti della media europea. Proprio quest'ultimo aspetto ha fatto sì che l'ampio contributo offerto alla domanda interna dagli investimenti (2,4%) sia stato compensato dalla contrazione dei consumi (-2,3%), in particolare di quelli privati, in calo di -3,7%, a fronte di una crescita di quelli pubblici (+1,3%). Il contributo maggiormente positivo è invece giunto dalle esportazioni, cresciute di 3,4%, a fronte di un calo dell'import di -0,5%. Lo spaccato segnala dunque rischi verso il basso per la crescita nel secondo trimestre.

**Italia. Nel 1° trimestre 2022, il PIL è calato di -0,2% t/t**, dopo che il dato relativo a fine 2021 è stato rivisto al rialzo a 0,7% da un precedente 0,6%. Il dato è in linea con le aspettative di consenso, ma **migliore delle nostre attese (e di quelle, fra gli altri, di Governo e Banca d'Italia)**. La variazione annua è rallentata a 5,8% dal 6,2% del 4° trimestre 2021. **Il dato lascia il PIL appena -0,4% al di sotto dei livelli pre-pandemici** (di fine 2019). **La crescita "acquisita" per il 2022 (in caso di stagnazione in ciascuno dei restanti trimestri dell'anno) è pari al 2,2% (in precedenza era stimata al 2,3%)**. Il dettaglio per componenti verrà diffuso dall'Istat in occasione della seconda stima il prossimo 31 maggio. Tuttavia, l'agenzia statistica ha anticipato che il calo del PIL è dovuto ai servizi, mentre il valore aggiunto è rimasto stagnante nell'industria: **pensiamo che l'industria in senso stretto abbia contribuito negativamente, mentre le costruzioni dovrebbero aver mantenuto un trend espansivo**. Dal lato della domanda, c'è stato un apporto positivo della componente interna (al lordo delle scorte) mentre il commercio estero ha contribuito negativamente – il che non sorprende, dato che in questa fase le importazioni sono più vivaci delle esportazioni, non soltanto in termini nominali ma anche al netto dell'effetto-prezzo. In ogni caso, **pensiamo che la domanda interna sia stata spinta dagli investimenti e dalle scorte, mentre i consumi potrebbero essersi contratti per il secondo trimestre consecutivo**, trascinati al ribasso soprattutto dalla spesa per servizi.

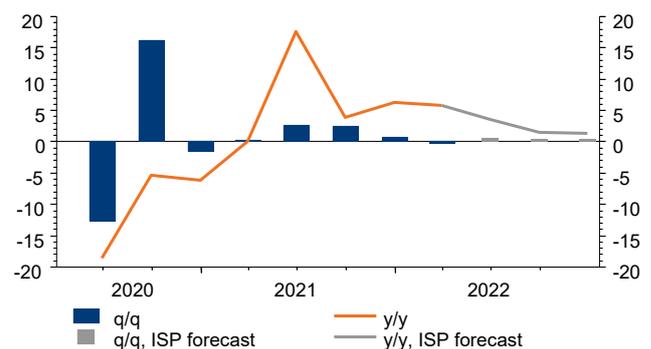
In sintesi, **il dato sul PIL a inizio anno è stato meno debole di quanto ci aspettassimo**. Peraltro, l'evoluzione nel corso del trimestre è stata irregolare, con una contrazione dell'attività economica a gennaio, sulla scia del picco dell'ondata pandemica, un rimbalzo a febbraio e poi verosimilmente un nuovo rallentamento a marzo sulla scia dei primi effetti della guerra in Ucraina. **La debole conclusione del trimestre segnala rischi al ribasso anche per il trimestre corrente. A nostro avviso, il PIL a inizio anno è calato soprattutto per via del picco dell'ondata pandemica** (come visibile dal contributo negativo del settore dei servizi), mentre non sembra aver risentito ancora appieno degli effetti della crisi geopolitica internazionale (nemmeno considerando il solo canale di trasmissione dei prezzi). **Al momento il nostro scenario di base prevede un rimbalzo del PIL nel trimestre corrente** (sia pure più debole di quanto ci aspettassimo prima della guerra in Ucraina). **Tuttavia, non si possono escludere scenari più severi**, soprattutto nel caso in cui nelle prossime settimane venga deciso un embargo al gas russo, che avrebbe effetti soprattutto sul settore industriale.

#### PIL in calo nel 1° trimestre 2022, per la prima volta dal 2020



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Il nostro scenario di base prevede un lieve rimbalzo del PIL nel trimestre corrente

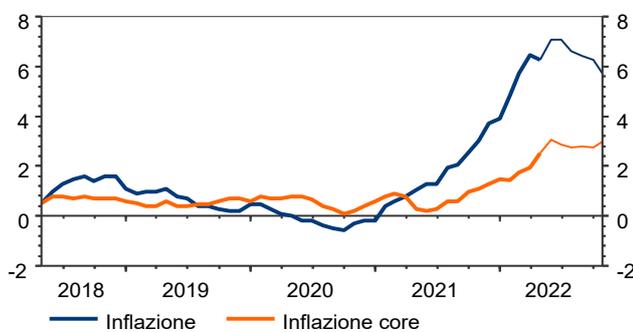


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

**Italia.** Ad aprile l'**inflazione** calcolata sull'indice nazionale è scesa al 6,2% a/a da 6,5% a marzo. L'inflazione armonizzata è calata al 6,6% a/a da un precedente 6,8%. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,2% m/m sul NIC e di 0,6% m/m sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 50,9% di marzo a 42,4%; -3,9% m/m), spinta al ribasso dalla flessione dei prezzi del gasolio (da 34,5% a 23,1% a/a; -7,7% m/m) e della benzina (da 26,4% a 13% a/a; -9,5% sul mese), dovuta alla riduzione delle accise sui

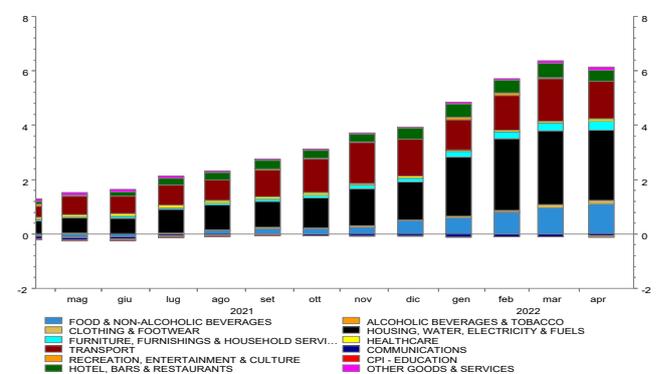
carburanti per autotrazione (in vigore fino al 2 maggio); gli alimentari accelerano a 6,3% a/a (1,4% m/m). L'inflazione di fondo è viceversa salita, al 2,5% a/a da un precedente 1,9%; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La salita tendenziale dell'inflazione di fondo è dovuta esclusivamente ai prezzi dei servizi (2,1% da 1,8%) a fronte di un rallentamento per i beni (a 9,2% da 9,8% precedente): il differenziale tra l'inflazione di servizi e quella di beni resta ancora negativo ma in calo rispetto a marzo (-7,1% da -8%). **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente stabile solamente a partire dal 3° trimestre.** La media d'anno potrebbe attestarsi ad almeno 6% nel 2022 e ben oltre il 2% 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 calata ad aprile ma è attesa riaccelerare già in maggio



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### La componente servizi inizia ad evidenziare maggiori pressioni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia. Ad aprile, il morale delle famiglie è sceso a 100 da 100,8 precedente:** è il quarto calo mensile di fila, che porta l'indice ai minimi da novembre 2020. **Il calo è stato guidato dal clima corrente, mentre le aspettative per il futuro sono rimbalzate.** La situazione economica attuale del Paese è peggiorata a -86,7 da -60,9 precedente (un minimo da giugno dello scorso anno). Inoltre, le opportunità di acquisto di beni durevoli sono scese ai minimi dalla metà del 2020. **L'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è rientrata dai massimi,** a 73 dopo il record stoico di 103,6 a marzo; **viceversa, l'inflazione corrente è salita ulteriormente** a 97,6 da 72,4 di marzo (anche in questo caso si tratta di un record).

**In questa fase, la fiducia delle imprese è più resiliente di quella delle famiglie: l'indice composito Istat è salito lievemente** a 105,5 da 105,3 precedente. Il dettaglio settoriale è variegato: il morale è risultato circa stabile nel manifatturiero, è sceso nei servizi (in maniera sorprendente, visto l'allentamento delle misure anti-COVID) ed **è migliorato nel commercio al dettaglio e nelle costruzioni (dove ha raggiunto un nuovo massimo storico a 160,6 da 160,1 precedente).**

**Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è scesa per il quinto mese di fila,** ma solo marginalmente, a 110 da 110,1 di marzo. Gli ordini sono diminuiti (più nelle valutazioni correnti che nelle attese), ma **sia la produzione attuale che quella prevista sono migliorate.** Le aspettative sull'economia si sono deteriorate ancora moderatamente dopo essere crollate il mese precedente, ma le intenzioni di assunzione sono rimbalzate dopo la caduta di marzo. **Le attese sui prezzi di vendita sono aumentate ulteriormente a 54,6 da 51: è un nuovo record assoluto.**

In sintesi, come in altri Paesi europei, le indagini di aprile sono state migliori del previsto. Il peggioramento ha riguardato più le indicazioni correnti che quelle prospettive, il che segnala come **famiglie e imprese considerino lo shock attuale come transitorio.** Inoltre, **il canale di**

**trasmissione pare quasi esclusivamente quello dei prezzi**, che incide maggiormente sul morale dei consumatori (che peraltro di solito non è un indicatore anticipatore affidabile).

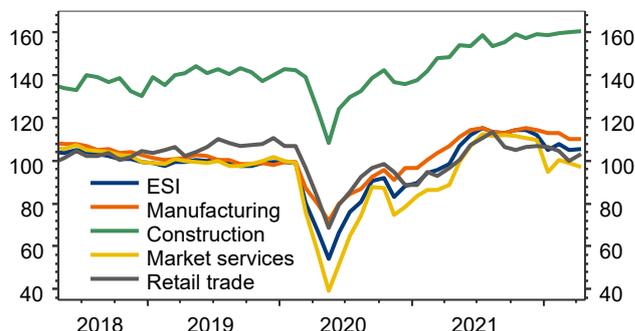
Tuttavia, **i maggiori rischi per le prossime settimane potrebbero venire dagli effetti di un possibile embargo alle importazioni di petrolio e gas russo**, che potrebbe causare un razionamento dell'energia, e un'ulteriore fiammata sui prezzi, che ad oggi non sembrano prezzati nelle survey di aprile. Pertanto le indagini, e l'attività economica in generale, in caso di interruzione delle forniture energetiche dalla Russia, sembrano avere ancora ampi spazi di deterioramento. In sintesi, **i rischi sul nostro scenario di base di crescita del PIL quest'anno (3%) rimangono a nostro avviso chiaramente orientati al ribasso**.

**Il maggiore impatto della crisi sinora è sul morale delle famiglie**



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Tra le imprese, il morale registra un nuovo massimo storico nelle costruzioni, e un inatteso calo nei servizi**



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia.** A febbraio il **fatturato nell'industria** è cresciuto del 2,8% m/m (20,9% a/a) dal 2,3% m/m di gennaio. I progressi sono diffusi sia sul mercato interno (2,5% m/m) che a quello estero (3,6% m/m), nonché a tutti i principali raggruppamenti di industrie. Al netto dell'energia il fatturato è salito del 2,7% m/m (19,5% a/a). Su base settoriale i maggiori progressi tendenziali sono stati registrati da raffinazione, legno e carta, metallurgia e chimica, mentre solo il comparto dei mezzi di trasporto registra una variazione negativa rispetto a febbraio 2021. A differenza dei mesi precedenti l'aumento del fatturato non è dovuto solo alla crescita dei prezzi: l'indice relativo al volume del fatturato è infatti salito di un solido 2,6% m/m (7,3% a/a): si tratta di un segnale che, almeno per il momento, la domanda di beni industriali resta positiva sia pure a fronte di vincoli all'offerta e rincari delle materie prime.

**Italia.** A marzo i dati sul **commercio estero con i paesi extra-UE** hanno registrato una crescita delle importazioni di poco superiore a quella delle esportazioni. L'import è salito per il decimo mese, di 2,3% m/m da 9,8% m/m di febbraio, mentre la crescita dell'export è rimasta stabile al 2% m/m (terzo incremento consecutivo). L'aumento delle esportazioni è diffuso a tutte le componenti ad eccezione dell'energia, al netto della quale il rialzo è pari al 2,2% m/m, mentre tra le importazioni calano gli acquisti di beni di consumo durevoli e strumentali. Al netto dei prodotti energetici le importazioni sono quindi in salita di un più contenuto 1,5% m/m. Almeno per quanto riguarda il commercio extra-UE, il 1° trimestre dell'anno si conclude con una crescita dell'import ancora superiore a quella dell'export: 15,5% contro 7,5% t/t; i dati sui flussi nominali sono gonfiati dal forte aumento dei prezzi, soprattutto energetici, ma la prima stima di contabilità nazionale ha confermato come nel 1° trimestre le esportazioni nette abbiano contribuito negativamente alla crescita del PIL. In termini tendenziali le importazioni sono in crescita del 60,9% mentre le esportazioni segnano un più modesto progresso del 22,1%. I dati iniziano a mostrare i primi effetti delle sanzioni nei confronti della Russia: rispetto allo scorso anno infatti le esportazioni verso Mosca si sono più che dimezzate mentre le importazioni sono in crescita di oltre 150%, spinte dal rincaro dei prezzi delle materie prime energetiche acquistate.

**Belgio.** Nel 1° trimestre del 2022 il **PIL** è cresciuto di 0,3% t/t (4,6% a/a) dopo che il dato relativo a fine 2021 è stato rivisto al ribasso di un decimo allo 0,4% t/t (5,7% a/a). Dal lato dell'offerta è stata registrata una contrazione del valore aggiunto nell'industria (-0,8% t/t) a fronte di un incremento per servizi (0,5% t/t) e costruzioni (0,8% t/t). Prevediamo una crescita in media annua al 2,4% nel 2022; i rischi sulla stima sono verso il basso.

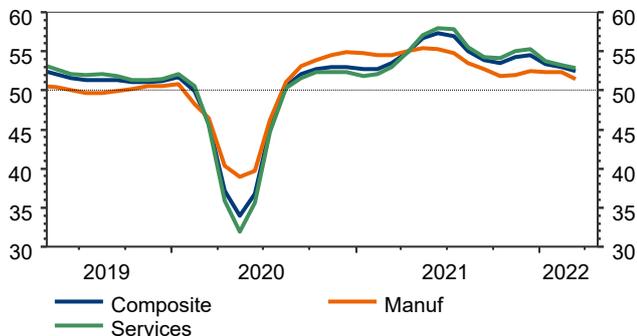
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	apr	48.8		
PMI manifatturiero - NBS	apr	49.5	48.0	
PMI non manifatturiero - NBS	apr	48.4		
PMI manifatturiero - Caixin	apr	48.1	47.0	

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

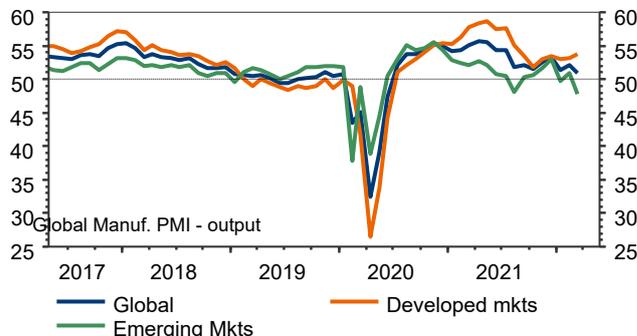
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



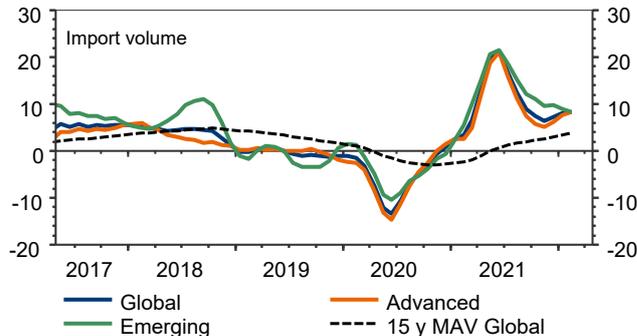
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



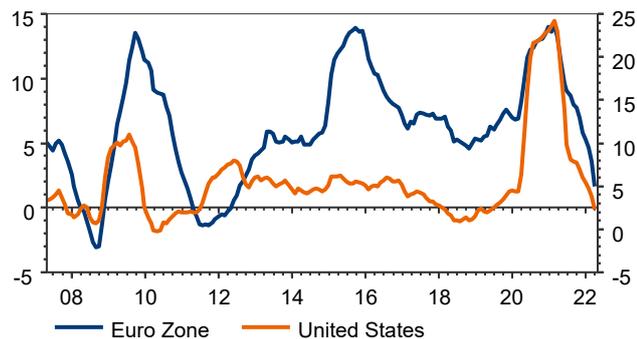
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



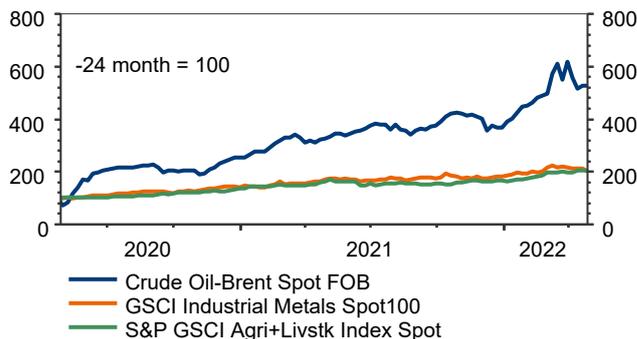
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

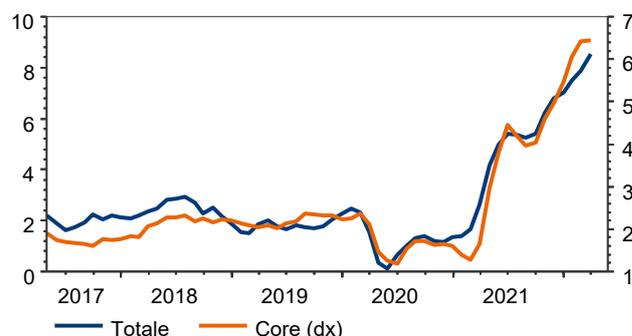
## Stati Uniti

### Indagini ISM



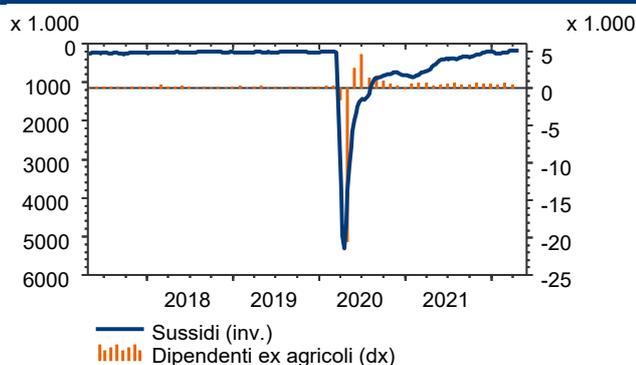
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

### CPI – Var. % a/a



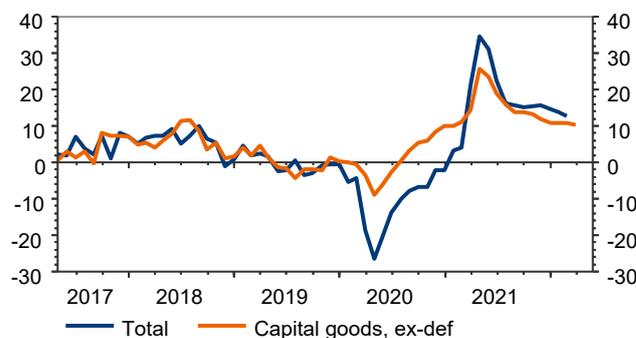
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

### Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

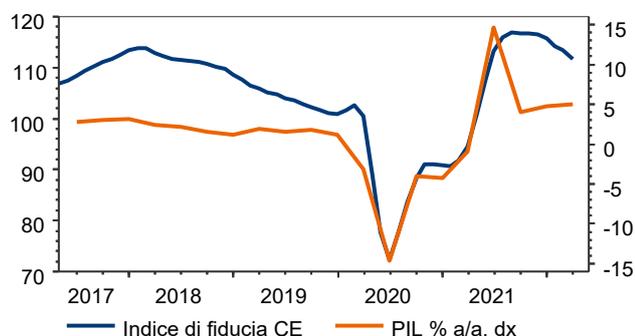
### Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023						
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	2.8	2.0	0.5	12.2	4.9	5.5	3.6	2.8	3.0	1.9				
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	-1.4	3.5	3.3	2.4				
Consumi privati	7.9	3.1	2.2	11.4	12.0	2.0	2.5	2.7	2.8	2.6	2.5				
IFL - privati non residenziali	7.4	6.3	3.9	12.9	9.2	1.7	2.9	9.2	8.5	6.4	4.5				
IFL - privati residenziali	9.2	-0.5	1.0	13.3	-11.7	-7.7	2.2	2.1	1.0	1.1	1.3				
Consumi e inv. pubblici	0.5	-0.2	2.6	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.7	2.9	2.5	2.3				
Esportazioni	4.5	3.9	3.2	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-5.9	5.8	4.5	3.6				
Importazioni	14.0	10.3	4.8	9.3	7.1	4.7	17.9	17.7	4.2	4.9	5.1				
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	1.3	0.2	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-0.7	1.2	0.8	0.3				
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-4.1	-3.7												
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.8	-5.4	-5.6												
Debito pubblico (% PIL)	150.6	143.7	143.6												
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	5.5	5.0	1.7	1.0	1.6	0.8	0.9	2.0	1.3	0.7	0.4				
Disoccupazione (%)	5.4	3.5	3.4	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.3	3.3				

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

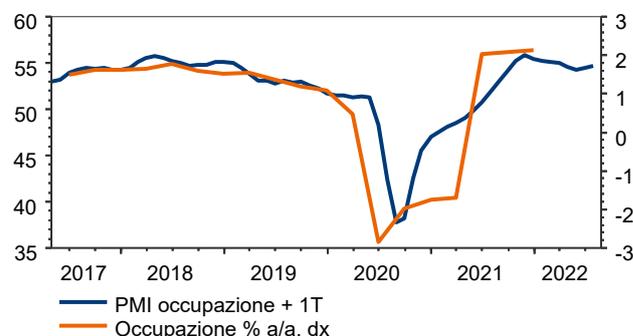
## Area euro

## PIL



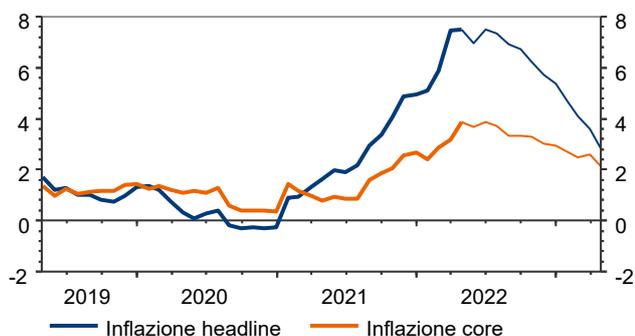
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	4.7
febbraio	0.9	5.9	4.1
marzo	1.3	7.4	3.6
aprile	1.6	7.5	2.8
maggio	2.0	6.9	2.7
giugno	1.9	7.5	2.1
luglio	2.2	7.4	2.2
agosto	3.0	6.9	2.2
settembre	3.4	6.7	1.8
ottobre	4.1	6.2	1.6
novembre	4.9	5.7	1.4
dicembre	5.0	5.4	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.4	2.9	2.4	-0.9	14.6	4.1	4.7	5.0	3.1	1.6	1.8
- i/t				-0.1	2.2	2.2	0.3	0.2	0.4	0.7	0.5
Consumi privati	3.5	3.3	1.6	-2.3	3.9	4.4	-0.3	-0.2	0.3	0.7	0.4
Investimenti fissi	4.2	4.3	3.4	0.0	1.5	-1.1	3.4	0.6	0.8	0.8	0.9
Consumi pubblici	3.9	2.7	1.9	-0.4	2.1	0.3	0.5	0.6	0.9	0.5	0.5
Esportazioni	11.0	5.5	3.4	1.3	2.8	1.8	2.8	0.8	0.4	1.0	0.8
Importazioni	8.7	7.2	3.4	1.2	3.2	1.5	4.6	1.0	0.7	0.9	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.2	0.3	1.1	-0.5	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.4	1.4	1.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-4.7	-3.2								
Debito pubblico (% PIL)	95.6	96.7	95.6								
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	6.6	2.5	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	7.3	7.0	5.8
Produzione industriale (a/a)	7.8	0.0	2.5	4.7	23.2	6.0	0.2	0.0	-1.4	0.0	1.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	6.6	8.2	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.37	0.60	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.46	-0.37	-0.14

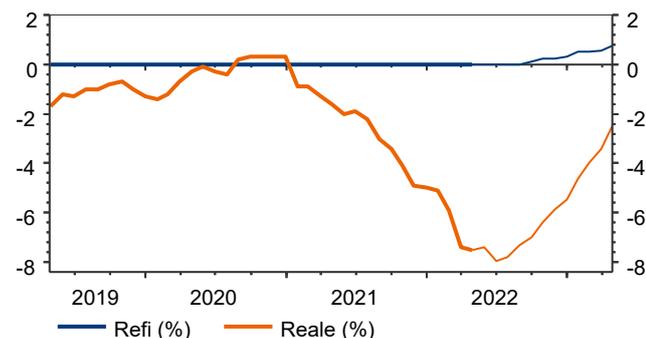
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	28/4	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.25	0.50	0.75
Euribor 1m	-0.56	-0.58	-0.53	<b>-0.54</b>	-0.54	-0.36	-0.16	0.11
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	<b>-0.43</b>	-0.46	-0.26	-0.08	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

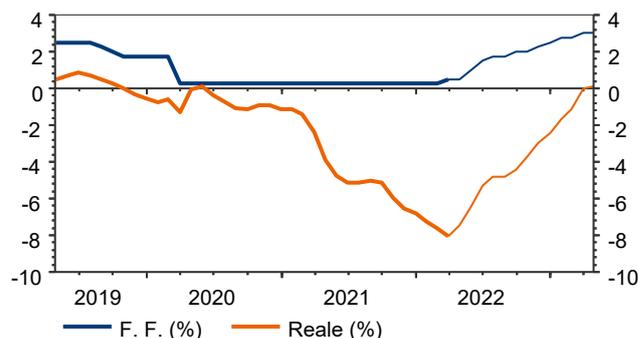


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	28/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.50	<b>0.50</b>	1.50	2.00	2.50	3.00
OIS 3m	0.08	0.12	0.72	<b>1.14</b>	1.32	1.88	2.49	3.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

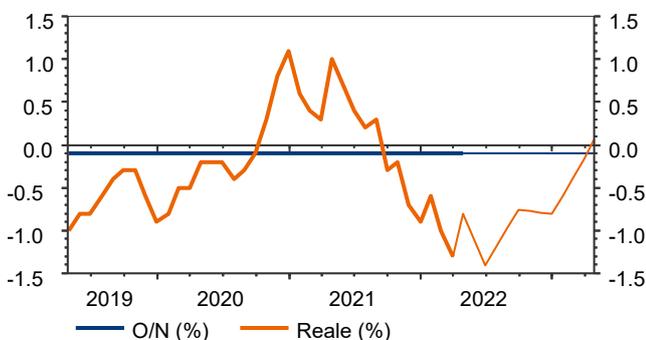


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	28/4	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	-0.08	-0.08	0.00	<b>-0.02</b>	-0.04	-0.06	-0.06	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

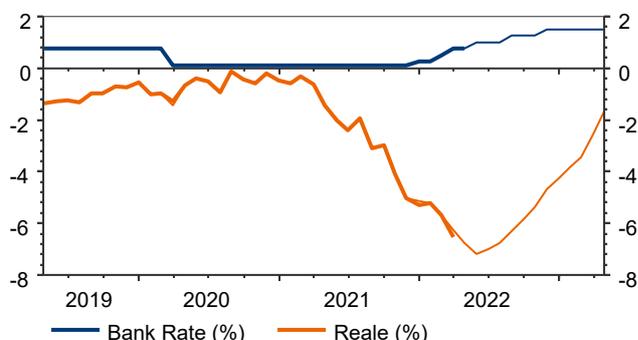


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	28/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.25	0.75	<b>0.75</b>	1.00	1.25	1.50	1.50
Libor GBP 3m	0.08	0.26	1.04	<b>1.21</b>	1.25	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	29/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.21	1.16	1.11	1.11	<b>1.0570</b>	1.03	1.07	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	107	109	114	115	123	<b>130.28</b>	132	131	130	128	126
GBP/USD	1.24	1.39	1.37	1.34	1.31	<b>1.2557</b>	1.24	1.30	1.36	1.40	1.44
EUR/CHF	1.06	1.10	1.06	1.04	1.04	<b>1.0240</b>	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	116	132	133	129	137	<b>137.73</b>	135	140	144	145	149
EUR/GBP	0.87	0.87	0.84	0.83	0.84	<b>0.8419</b>	0.83	0.82	0.81	0.81	0.82

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

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