

Weekly Economic Monitor

Il punto

**Riunione FOMC: il ritmo di rimozione dello stimolo monetario accelera, ma la Fed spera ancora in un atterraggio "quasi morbido".** La Fed ha alzato i tassi di 50pb e annunciato il programma di riduzione del bilancio da avviare a inizio giugno. Il Comitato prevede aumenti di 50pb anche al prossimo paio di riunioni, ma non sta considerando rialzi di entità maggiore. Il FOMC si impegna a riportare sotto controllo l'inflazione riducendo la domanda, ma ha uno scenario base molto benigno, con l'aspettativa di un aggiustamento non traumatico. A nostro avviso, il rientro delle pressioni su prezzi e salari potrebbe richiedere un rialzo dei tassi verso il 4%, o comunque in territorio restrittivo, tale da causare un significativo rallentamento della crescita nel 2023-24.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. L'indice ZEW tedesco, prima indagine relativa al mese di maggio, dovrebbe confermare i rischi al ribasso sulla crescita legati al difficile contesto internazionale. La produzione industriale in Italia e nell'Eurozona potrebbe aver visto una contrazione nel mese di marzo, sull'onda del rincaro dei prezzi energetici. Infine, la seconda lettura dell'inflazione di aprile in Germania e Francia confermerà l'accelerazione registrata nella stima flash.

Il focus negli **Stati Uniti** questa settimana sarà sui dati dell'inflazione di aprile. Il CPI dovrebbe essere in aumento di 0,2% m/m, grazie a una correzione della componente energia, mentre l'indice core dovrebbe aumentare di 0,4% m/m. Le variazioni annue inizieranno a calare per il confronto con il 2021, ma l'attenzione sarà concentrata sulla dinamica mensile degli indici core. Il PPI è atteso in rialzo di 0,5% m/m e i prezzi all'import dovrebbero essere in aumento di 0,6% m/m. La fiducia dei consumatori nella lettura preliminare di maggio è prevista in calo, dopo il recupero visto ad aprile.

6 maggio 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

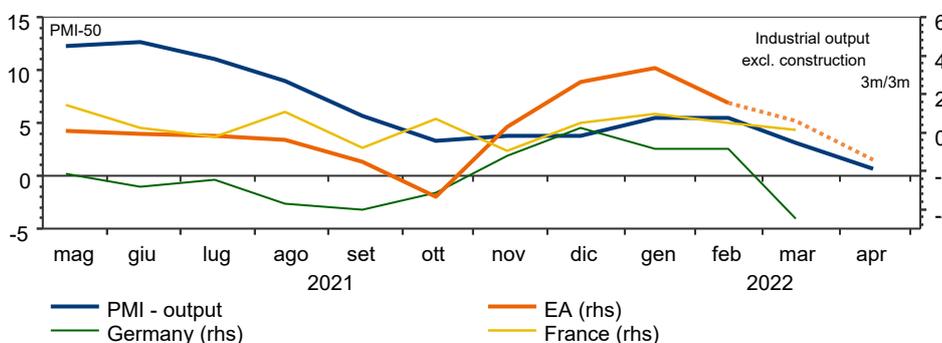
**Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

**Andrea Volpi**

Economista - Area euro

Area euro – Da marzo, la produzione industriale ha iniziato ad accusare il colpo



Nota: La linea tratteggiata indica la nostra attuale proiezione. Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Insee, DeStatis e IHS Markit

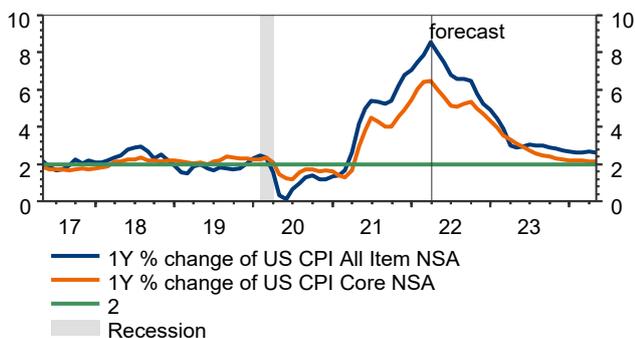
## Il punto

**Riunione FOMC: il ritmo di rimozione dello stimolo monetario accelera, ma la Fed spera ancora in un atterraggio “quasi morbido”.** La Fed ha alzato i tassi di 50pb e annunciato il programma di riduzione del bilancio da avviare a inizio giugno. Il Comitato prevede aumenti di 50pb anche al prossimo paio di riunioni, ma non sta considerando rialzi di entità maggiore. Il FOMC si impegna a riportare sotto controllo l'inflazione riducendo la domanda, ma ha uno scenario base molto benigno, con l'aspettativa di un aggiustamento non traumatico. A nostro avviso, il rientro delle pressioni su prezzi e salari potrebbe richiedere un rialzo dei tassi verso il 4%, o comunque in territorio restrittivo, tale da causare un significativo rallentamento della crescita nel 2023-24.

- La **riunione del FOMC** di maggio ha dato l'attesa accelerazione alla svolta della politica monetaria, sia con le nuove misure annunciate, sia con una guidance mirata a suggellare l'impegno a riportare l'inflazione sotto controllo. Il Comitato ha votato all'unanimità un rialzo dei tassi di 50pb, annunciato un programma di riduzione rapida del bilancio e segnalato che proseguirà con ulteriori aumenti dei Fed Funds per garantire il ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2%. Contrariamente alle aspettative, però, la **conferenza stampa è stata relativamente dovish**, escludendo non solo rialzi da 75pb alle prossime riunioni, ma anche l'esistenza di una spirale salari-prezzi.
- Il **comunicato stampa** è poco variato rispetto alla versione relativamente stringata di marzo, con una **valutazione sempre positiva dello scenario economico**, nonostante la contrazione dell'attività nel 1° trimestre. Il testo sottolinea che la crescita di consumi e investimenti è rimasta “forte”, con espansione “solida” dell'occupazione e un calo “sostanziale” della disoccupazione. L'inflazione continua a essere definita “elevata” sulla scia di “squilibri fra domanda e offerta dovuti alla pandemia, a prezzi energetici più alti e a pressioni dei prezzi più diffuse”. Inoltre, si sottolinea che l'invasione dell'Ucraina e gli eventi collegati aggiungono pressioni verso l'alto sull'inflazione e probabilmente peseranno sulla crescita. I *lockdown* in Cina, inoltre, potranno peggiorare i problemi dell'offerta. Nel comunicato di maggio si dichiara che il Comitato “è molto attento ai rischi inflazionistici”.
- Nei paragrafi dedicati alla **politica monetaria**, si indica che, dopo il **rialzo di 50pb** di maggio, il Comitato prevede che saranno appropriati “rialzi continui” ed è “preparato ad aggiustare la stance della politica monetaria (...) di fronte a rischi che impediscano il raggiungimento degli obiettivi”. Per quanto riguarda il **bilancio**, il Comitato ha delineato in un documento ad hoc la sequenza di limiti al reinvestimento dei titoli in scadenza, in linea con quanto emerso dai verbali di marzo. La riduzione del bilancio inizierà il 1° giugno, con limiti fissati a 30 mld per i Treasury e 17,5 mld per i titoli delle agenzie. Dopo tre mesi, tali limiti raggiungeranno 95 mld al mese, suddivisi in 60 mld e 35 mld per Treasury e MBS, rispettivamente.
- Come atteso, il *clou* della comunicazione è stata la **conferenza stampa** di Powell, che ha ribadito la volontà del Comitato di riportare l'inflazione al 2%, ma ha anche dato informazioni lette dal mercato in direzione *dovish*. Powell ha ribadito l'impegno della Fed a ridurre l'inflazione “davvero troppo elevata”, e a muoversi “speditamente” con i propri strumenti, certamente adeguati allo scopo. Il primo elemento *dovish* della comunicazione è emerso in risposta a una domanda sul **sentiero dei tassi**, quando Powell ha detto che sono **probabili rialzi di 50pb al “prossimo paio di riunioni”**, ma ha aggiunto che il **Comitato “non sta considerando attivamente” interventi da 75pb**. Secondo Powell, la dimensione dei rialzi dipenderà dai dati di inflazione. L'entità degli interventi potrebbe essere ridotta di fronte a segnali di rallentamento, o quanto meno di stabilizzazione, del trend dell'inflazione core, ma ha anche sottolineato che un paio di dati non sarebbero sufficienti a modificare il ritmo dei rialzi. Per tornare a interventi da 25pb, la Fed dovrà avere una ragionevole convinzione che l'inflazione stia rallentando verso un sentiero compatibile con il 2%. Powell ha comunque rilevato la difficoltà a dare *forward guidance* in un contesto incerto come quello attuale e ha aggiunto che la Fed non esiterà a muoversi in territorio considerato restrittivo, se necessario.

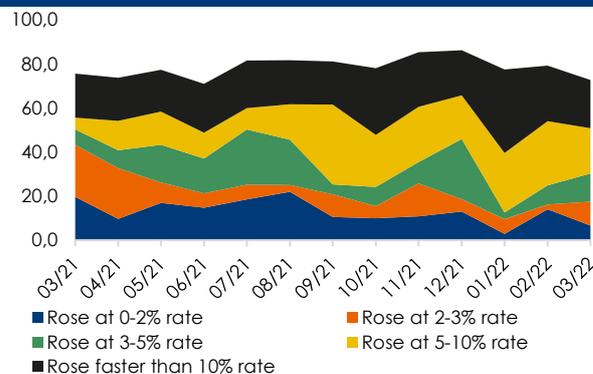
- Il secondo elemento della conferenza stampa letto in chiave *dovish* riguarda il **mercato del lavoro**. Powell si è detto fiducioso che il sentiero di rallentamento della domanda di lavoro generato dalla rimozione dello stimolo monetario possa materializzarsi riducendo le posizioni aperte (oggi su livelli record), senza generare necessariamente un rialzo della disoccupazione. A suo avviso "c'è una buona probabilità" di un atterraggio morbido o "quasi morbido" ("*softish*"). Inoltre, **Powell ha affermato che "non vediamo una spirale salari-prezzi"**, con le aspettative di inflazione ancora "ben ancorate". Secondo Powell, non sembra essere in atto ora un meccanismo di retroazione fra prezzi e salari, ma la Fed sta agendo per evitare che tale rischio si materializzi. Nell'insieme, la conferenza stampa di Powell è apparsa poco incisiva e con un messaggio a tratti incerto sullo scenario economico e sul sentiero di rimozione dello stimolo appropriato per correggere l'attuale situazione di mercato del lavoro "estremamente sotto pressione" e di inflazione eccessivamente elevata. Da qui, anche, la lettura *dovish* data dal mercato alla comunicazione di Powell.
- In conclusione, il messaggio di fondo a nostro avviso è che **il sentiero di default per i tassi ora è caratterizzato da rialzi di 50pb**, in attesa di segnali concreti di rallentamento dell'inflazione. Pertanto, la previsione è di almeno altri tre interventi di tale entità, con la possibilità (ancora incerta) di un ritorno a ritmi da 25pb da novembre in poi, e un punto di arrivo a **2,75-3% a fine 2022, con rischi verso l'alto**. Nel 2023, ci aspettiamo ancora 3 rialzi da 25pb, con un punto di arrivo a 3,5-3,75%, sempre soggetto a rischi verso l'alto. A nostro avviso, la combinazione di pressioni verso l'alto sui prezzi dal lato dell'offerta e di ritardi nel rallentamento della domanda lascia aperta la possibilità di tassi superiori al 4% nel 2023.
- Nonostante le affermazioni *dovish* di Powell riguardo al mercato del lavoro, pur riconoscendo probabile una graduale ripresa della partecipazione, riteniamo molto difficile prevedere che il rallentamento della domanda possa avvenire senza contraccolpi sul tasso di disoccupazione. L'atterraggio "*softish*" previsto da Powell potrebbe comunque essere caratterizzato da un rallentamento della crescita significativo nel 2023-24.

**Inflazione oltre il 2% almeno fino al 2024, con rischi verso l'alto**



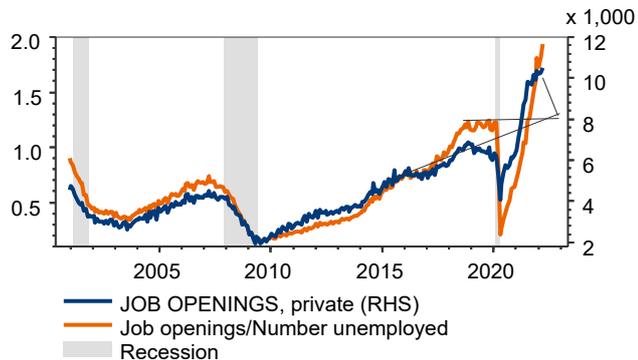
Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

**A marzo, il 66% della spesa delle famiglie aveva prezzi in rialzo di oltre il 2% ann.**



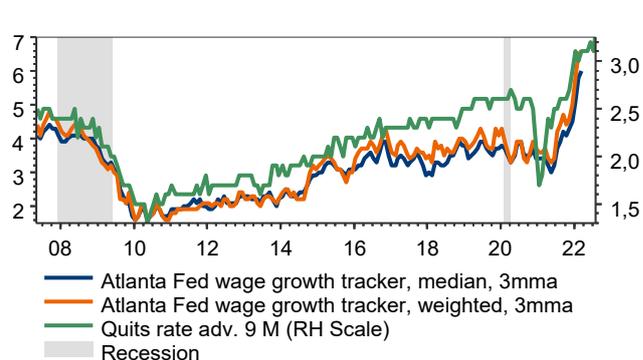
Nota: evoluzione della distribuzione degli aumenti di prezzo nei dati mensili dei componenti dei consumi nell'ultimo anno. Il grafico mostra la percentuale di componenti di ogni mese, ponderata dalle loro quote nella spesa totale, per cui i prezzi sono cresciuti tra lo 0 e il 2% (tasso annuale); tra il 2 e il 3%; tra il 3 e il 5%; tra il 5 e il 10%; e più del 10%. Fonte: Dallas Fed

**L'eccesso di domanda di lavoro continua ad aumentare...**



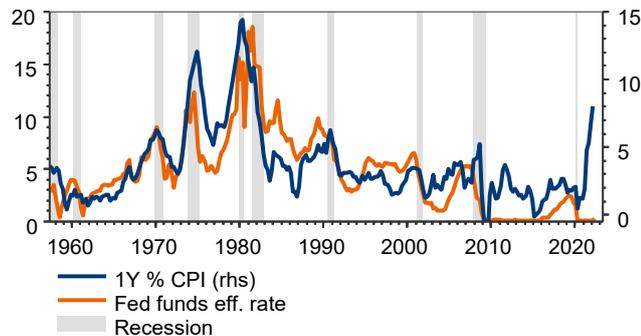
Fonte: BLS, Department of Labor

**...con pressioni verso l'alto sui salari**



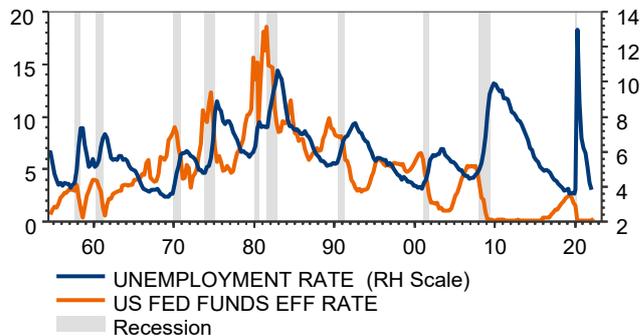
Fonte: Department of Labor, Atlanta Fed

**Questa volta (non) è diverso: i cicli dei tassi con tasso di disoccupazione in rialzo oltre 0,3pp...**



Fonte: BLS, Federal Reserve Board

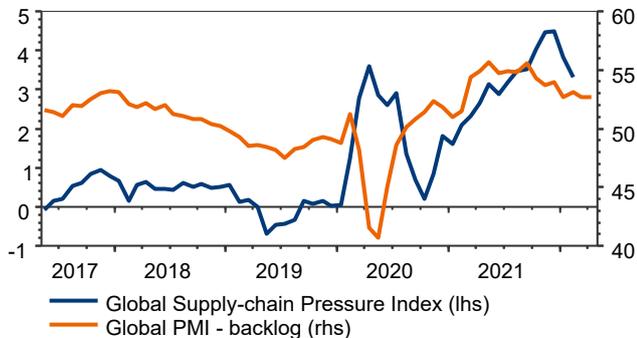
**...e inflazione in calo di oltre 4pp sono sempre stati seguiti da recessioni**



Fonte: BLS

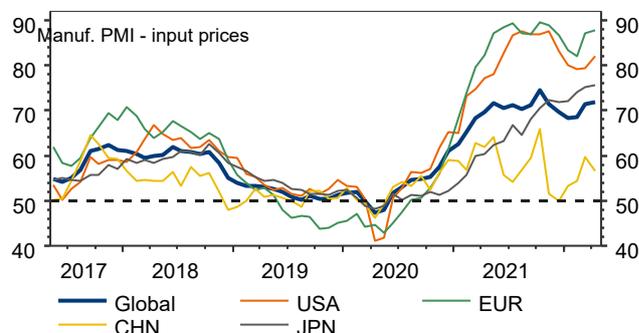
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



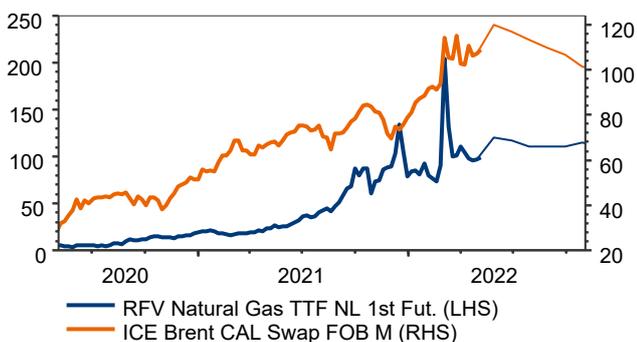
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Fonte: IHS Markit. Nota: indici di diffusione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



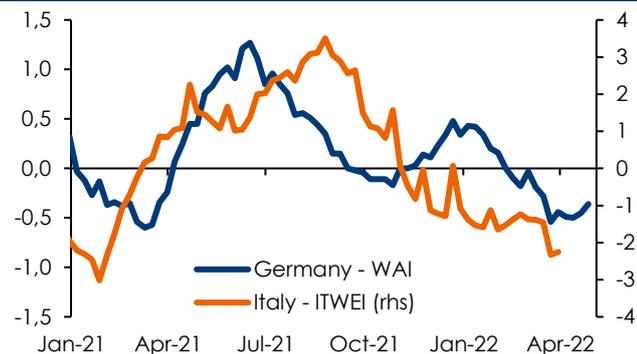
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



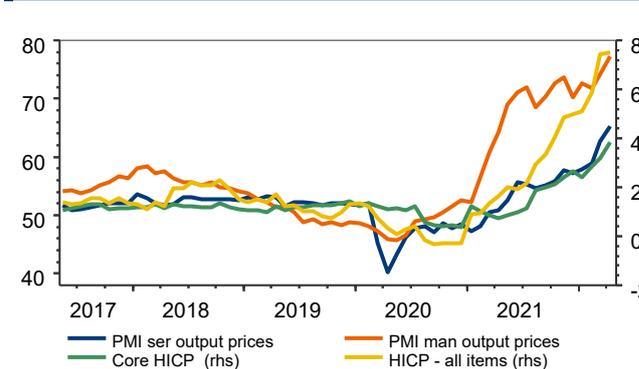
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports. EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna

### Indici settimanali di attività nell'Eurozona (Germania e Italia)



Nota: l'indice tedesco WAI misura il tasso di crescita del PIL nelle ultime 13 settimane rispetto alle 13 settimane precedenti, l'indice italiano ITWEI misura la crescita trimestrale del PIL calcolata implicitamente dalla variazione settimanale tendenziale. Fonte: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia

### Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. L'indice ZEW tedesco, prima indagine relativa al mese di maggio, dovrebbe confermare i rischi al ribasso sulla crescita legati al difficile contesto internazionale. La produzione industriale in Italia e nell'Eurozona potrebbe aver visto una contrazione nel mese di marzo, sull'onda del rincaro dei prezzi energetici. Infine, la seconda lettura dell'inflazione di aprile in Germania e Francia confermerà l'accelerazione registrata nella stima flash.

Il focus negli **Stati Uniti** questa settimana sarà sui dati dell'inflazione di aprile. Il CPI dovrebbe essere in aumento di 0,2% m/m, grazie a una correzione della componente energia, mentre l'indice core dovrebbe aumentare di 0,4% m/m. Le variazioni annue inizieranno a calare per il confronto con il 2021, ma l'attenzione sarà concentrata sulla dinamica mensile degli indici core. Il PPI è atteso in rialzo di 0,5% m/m e i prezzi all'import dovrebbero essere in aumento di 0,6% m/m. La fiducia dei consumatori nella lettura preliminare di maggio è prevista in calo, dopo il recupero visto ad aprile.

### Martedì 10 maggio

#### Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso calare ulteriormente a maggio, visto il difficile contesto internazionale e il persistere di forti tensioni sui mercati delle materie prime energetiche. L'indice delle aspettative è atteso correggere a -42 da -41 punti; l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe scendere a -37 punti da 30,8 di aprile.
- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa correggere a marzo, stimiamo di -2,5% m/m dopo l'ampio rimbalzo del 4% m/m registrato a febbraio. L'output tornerebbe in negativo anche su base annua (a -4,3% rettificato per gli effetti di calendario, ai minimi da settembre 2020). Quest'anno difficilmente l'industria potrà evitare una contrazione dell'attività produttiva. Il settore potrebbe frenare il PIL almeno per tutto il primo semestre.

### Mercoledì 11 maggio

#### Area euro

- **Germania.** La stima finale dai *Länder* dovrebbe confermare che 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 dovrebbero aver fatto segnare un aumento di 0,8% m/m sulla misura nazionale e 0,7% m/m sull'armonizzato. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi oltre il 7% (sull'indice armonizzato), in un contesto di ampia incertezza.

#### Stati Uniti

- Il **CPI** di aprile è il principale dato della settimana negli Stati Uniti. La previsione è un rialzo di 0,2% m/m (8,1% a/a) per l'indice *headline* e 0,4% m/m (6,1% a/a) per il *core*. La variazione dell'indice *headline* dovrebbe essere frenata dall'ampia flessione del prezzo della benzina (che ha un peso di 3,883% sul CPI), amplificata dai fattori di destagionalizzazione. Per l'indice *headline* si dovrebbe registrare un altro calo del prezzo delle auto usate. In base all'indice Mannheim, i prezzi in questo comparto sono aumentati del 3% m/m, ma la destagionalizzazione implica una flessione di circa -1% m/m nelle prime due settimane di aprile. L'indice *core* però resterà spinto da incrementi sempre ampi per l'abitazione e gli altri servizi, oltre che per la maggior parte dei beni. A marzo, il 66% e il 55% delle voci di spesa hanno registrato rialzi maggiori del 2% ann. e del 3% ann., rispettivamente.

## Giovedì 12 maggio

### Stati Uniti

- Il **PPI** di aprile è previsto in rialzo dello 0,5% m/m, con l'indice core in aumento dello 0,6% m/m, spinto dai persistenti rincari di materie prime e beni intermedi riportati dalle imprese, oltre che dalle pressioni verso l'alto esercitate dai salari nel settore dei servizi.

## Venerdì 13 maggio

### Area euro

- **Area euro.** Prevediamo una correzione della **produzione industriale** di -2,5% m/m a marzo dopo il +0,7% m/m di febbraio, che riporterebbe la variazione tendenziale in territorio negativo a -1,6% da un precedente +1,5%. L'industria dovrebbe aver comunque contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto a inizio 2021, ma la flessione di marzo lascerebbe un'eredità statistica particolarmente sfavorevole sul 2° trimestre, quando vediamo un'ampia contrazione per il settore su cui peseranno, oltre al rincaro dei prezzi energetici e agli effetti del conflitto, anche gli impatti delle nuove interruzioni nelle filiere produttive e dei trasporti.
- **Francia.** La lettura finale dovrebbe confermare che ad aprile l'**inflazione** ha raggiunto il 4,8% dal 4,5% precedente sull'indice nazionale, e il 5,4% dal 5,1% sull'armonizzato (su livelli più moderati rispetto alla media dell'Eurozona, anche grazie agli interventi calmieranti del Governo, più tempestivi che altrove). Il grado di incertezza è particolarmente elevato ma, in media annua, l'inflazione dovrebbe sfiorare il 5% (sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli decisamente inferiori alla media Eurozona.

### Stati Uniti

- I **prezzi all'import** ad aprile, attesi in aumento dello 0,6% m/m, dopo il 2,6% m/m di marzo, dovrebbero iniziare a beneficiare del rafforzamento del dollaro.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a maggio (prel.) dovrebbe correggere a 64 da 65,2 di aprile, sulla scia delle preoccupazioni per l'inflazione, dopo un temporaneo miglioramento ad aprile. Le aspettative di inflazione a 1 anno potrebbero flettere da 5,4% di aprile, grazie al calo registrato dal prezzo della benzina nelle ultime settimane.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (9 - 13 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 9/5	05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	apr	-0.1	%	-3.0	
	05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	apr	47.4	Mld \$	50.7	
	05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	apr	14.7	%	3.2	
Mar 10/5	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	mar	1.1	%	-2.8	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	mar	4.0	%	-2.0	-2.5
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mag	-41.0		-42.0	-42.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mag	-30.8		-35.0	-37.0
Mer 11/5	00:00	CN	M2 a/a	*	apr	9.7	%		
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	apr	3130	Mld ¥ CN		
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	apr	4650	Mld ¥ CN		
	03:30	CN	CPI a/a	*	apr	1.5	%	1.9	
	03:30	CN	PPI a/a	*	apr	8.3	%	7.8	
	03:30	CN	CPI m/m		apr	0.0	%	0.2	
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	apr	prel 0.7	%		0.7
	08:00	GER	CPI a/a finale		apr	prel 7.4	%	7.4	7.4
	08:00	GER	IPCA a/a finale		apr	prel 7.8	%		7.8
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	apr	prel 0.8	%	0.8	0.8
	14:30	USA	CPI m/m	*	apr	1.2	%	0.2	0.2
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	apr	0.3	%	0.4	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		apr	6.5	%		6.1
14:30	USA	CPI a/a		apr	8.5	%		8.1	
Gio 12/5	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	mar	-0.6	%	0.0	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		mar	-20.6	Mld £		
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		mar	-12.1	Mld £		
	10:30	GB	PIL t/t 1a stima	*	T1	1.3	%	1.0	
	14:30	USA	PPI m/m		apr	1.4	%	0.5	0.5
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	apr	1.0	%	0.6	0.6
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	200	x1000		
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.384	Mln			
Ven 13/5	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 0.5	%	0.5	0.5
	08:45	FRA	CPI m/m ex Tob	*	apr	1.4	%		
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		apr	prel 5.4	%	5.4	5.4
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		apr	prel 8.3	%	8.3	8.3
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mar	0.7	%	-1.0	-2.5
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		apr	2.6	%	0.6	0.6
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		mag	65.2		63.8	64.0	

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 (9 - 13 maggio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Lun	9/5	01:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di marzo
Mar	10/5	13:40	USA	Discorso di Williams (Fed)
		15:15	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		16:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		19:00	USA	Discorso di Waller and (Fed) e Kashkari (Fed)
		21:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Mer	11/5	01:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		09:15	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		10:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Vasle (BCE)
		10:55	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Gio	12/5	01:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di aprile
		10:05	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		22:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
Ven	13/5	10:10	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		15:30	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		17:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		17:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Mester (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Markit PMI Manif. finale	apr	59.7			59.2	
Spesa in costruzioni	mar	0.5	%	0.7	0.1	
Indice ISM manifatturiero	apr	57.1		57.6	55.4	
Ordinativi industriali m/m	mar	0.1	(-0.5)	%	1.1	2.2
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	mar	0.8		%		1.1
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	mar	1.1		%		1.4
Nuovi occupati: stima ADP	apr	479	(455)	x1000	395	247
Bilancia commerciale	mar	-89.8	(-89.2)	Mld \$	-107.0	-109.8
Markit PMI Composito finale	apr	55.1			56.0	
Markit PMI Servizi finale	apr	54.7			55.6	
Indice ISM non manifatturiero composito	apr	58.3		58.5	57.1	
Richieste di sussidio	settim	181	(180)	x1000	182	200
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.403	(1.408)	Mln	1.400	1.384
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T1	1.0	(0.9)	%	9.9	11.6
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. prelim	T1	6.3	(6.6)	%	-5.4	-7.5
Tasso di disoccupazione	apr	3.6		%		3.5
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	apr	431		x1000	391	
Salari orari m/m	apr	0.4		%		0.4

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

La **Job Openings and Labor Turnover Survey** ha dato un'ulteriore conferma del boom della domanda di lavoro, con **posizioni vacanti** in rialzo a 11,5 mln e **dimissioni volontarie** a 4,5 mln, entrambi record per le rispettive serie, e incrementi diffusi alla maggior parte dei settori. Il rapporto posizioni vacanti/disoccupati tocca così 1,9, e segnala un nuovo aumento dell'eccesso di domanda e della difficoltà delle imprese a reperire e trattenere manodopera, nonostante il trend verso l'alto di salari e benefit.

L'**ISM manifatturiero** di aprile ha deluso le aspettative con un calo a 55,4 (minimo da luglio 2020), da 57,1 di marzo. I principali sotto-indici (produzione, nuovi ordini, ordini inevasi) restano in territorio espansivo, ma sono circa stabili o in modesto calo. La principale correzione si registra per l'occupazione, che però riflette in gran parte scarsità di manodopera disponibile. L'indice dei prezzi, a 84,6, è in marginale calo da 87,1 di marzo. Il direttore dell'indagine rileva che il settore nel suo complesso resta in una situazione di eccesso di domanda, con una persistente (e crescente) difficoltà a reperire e ritenere occupati. Le imprese riportano che le principali preoccupazioni sono i problemi della catena produttiva e il rialzo dei prezzi. Il rallentamento della domanda a maggio è attribuito all'estensione dei tempi di consegna e ad aumenti dei prezzi record.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** di aprile ha registrato una variazione di 247 mila, dopo 479 mila del mese precedente. Sulla base delle informazioni delle indagini di settore, l'occupazione è vincolata in misura significativa dalla mancanza di manodopera disponibile.

La **bilancia commerciale** di marzo, come atteso, ha registrato un deficit in ampio aumento a -109,8 da -89,8 di febbraio, per via in un incremento delle importazioni molto superiore a quello delle esportazioni, dovuto allo sblocco, probabilmente temporaneo, dei problemi della logistica soprattutto nei porti.

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** a fine aprile sono aumentate di 19 mila a 200 mila, confermando un graduale rialzo su base stagionalizzata, ma un modesto trend verso il basso in termini grezzi. Il livello dei nuovi sussidi rimane comunque sui minimi dalla fine degli anni '60.

La **spesa in costruzioni** a marzo è aumentata di 0,1% m/m (11,7% a/a), con un incremento di 0,2% m/m per la componente privata.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	apr	53.4		53.5
Fiducia delle famiglie	apr	32.8		33.0

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	PMI manifatturiero finale	apr	55.3	55.3	55.5	
EUR	Fiducia consumatori finale	apr	-21.6 (-16.9)	-16.9	-22.0	
EUR	Fiducia servizi	apr	13.6 (14.4)	14.2	13.5	
EUR	Indice di fiducia economica	apr	106.7 (108.5)	108.0	105.0	
EUR	Fiducia industria	apr	9.0 (10.4)	9.5	7.9	
EUR	Tasso di disoccupazione	mar	6.9 (6.8)	%	6.7	6.8
EUR	PPI a/a	mar	31.5 (31.4)	%	36.3	36.8
EUR	PMI servizi finale	apr	57.7	57.7	57.7	
EUR	PMI composito finale	apr	55.8	55.8	55.8	
EUR	Vendite al dettaglio m/m	mar	+0.4 (0.3)	%	-0.1	-0.4
FRA	PMI manifatturiero finale	apr	55.4	55.4	55.7	
FRA	PMI servizi finale	apr	58.8	58.8	58.9	
FRA	Produzione industriale m/m	mar	-1.2 (-0.9)	%	0.0	-0.5
FRA	Occupati non agricoli prelim	T1	0.4	%		0.3
GER	Vendite al dettaglio a/a	mar	6.7 (7.0)	%		-2.7
GER	Vendite al dettaglio m/m	mar	0.2 (0.3)	%	0.3	-0.1
GER	PMI manifatturiero finale	apr	54.1	54.1	54.6	
GER	Tasso di disoccupazione	apr	5.0	%	5.0	5.0
GER	Variazione n° disoccupati	apr	-18	x1000	-15	-13
GER	Bilancia commerciale destag.	mar	11.1 (11.5)	Mld €	9.8	3.2
GER	PMI servizi finale	apr	57.9	57.9	57.6	
GER	Ordini all'industria m/m	mar	-0.8 (-2.2)	%	-1.1	-4.7
GER	Produzione industriale m/m	mar	0.1 (0.2)	%	-1.0	-3.9
ITA	PMI manifatturiero	apr	55.8	55.0	54.5	
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	mar	8.5	%	8.4	8.3
ITA	PMI servizi	apr	52.1	54.5	55.7	
ITA	Vendite al dettaglio a/a	mar	4.6 (4.30)	%		5.6
SPA	Produzione industriale a/a	mar	2.8 (3.0)	%	2.7	0.1

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro.** A marzo le **vendite al dettaglio** sono calate di -0,4% m/m dopo la variazione positiva di pari entità registrata nel mese precedente, rallentando su base tendenziale a 0,8% a/a da 5,2% di febbraio. Sul mese tornano a salire gli acquisti di alimenti (0,8% da -0,6%), mentre flettono i prodotti non alimentari (-1,2% da 1,3%) e i carburanti (-2,9% da 2,5%), questi ultimi probabilmente penalizzati dallo shock sui prezzi alla pompa dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina. L'erosione dei redditi disponibili e la maggiore incertezza circa lo scenario economico e geopolitico dovrebbero continuare a pesare sugli acquisti di beni nei prossimi mesi: le vendite al dettaglio hanno chiuso il 1° trimestre in calo di -0,8% t/t dopo tre trimestri consecutivi di recupero. Le indagini congiunturali condotte presso le imprese commerciali e le famiglie sono coerenti con una dinamica degli acquisti di beni debole anche nei prossimi mesi.

**Area euro.** Le **indagini della Commissione Europea** di aprile hanno evidenziato un deterioramento della fiducia, mentre le ampie revisioni al ribasso delle rilevazioni di marzo suggeriscono che già nel mese precedente le tensioni internazionali avevano iniziato ad intaccare in maniera significativa il morale di famiglie e imprese. L'indice composito di fiducia

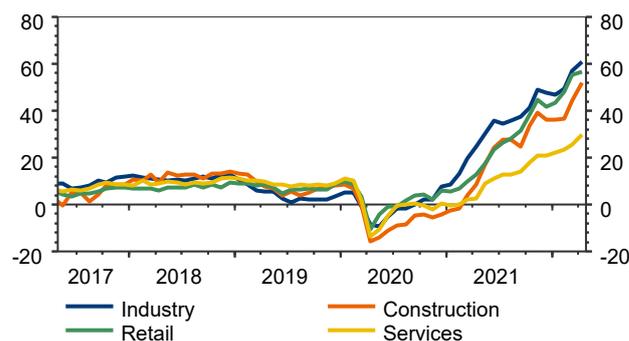
economica ESI è calato per il secondo mese consecutivo (105 da 106,7 con l'aggiornamento dei dati evidenzia come la flessione di marzo è stata la più ampia da aprile 2020, il mese di maggior severità del primo lockdown). Al momento l'indicatore rimane ancora al di sopra della media di lungo periodo portandosi però sui minimi da marzo 2021, con indicazioni di indebolimento della ripresa e di ulteriore surriscaldamento dell'inflazione. Tutti i settori riportano infatti una correzione del morale e nuovi record per le aspettative sui prezzi. Dal lato delle imprese i comparti più penalizzati sembrano essere l'industria e il commercio, mentre i servizi mostrano una maggiore tenuta sull'onda del recupero post-pandemico dell'attività. Rischi importanti vengono inoltre dal lato dei consumatori: al momento infatti solo il morale delle famiglie è tornato al di sotto della media di lungo periodo (-22 da -16,9 preliminare, -21,6 a marzo, sui minimi da aprile 2020). Se i PMI sono coerenti con un ritmo di crescita congiunturale ancora positivo, le indagini della Commissione Europea suggeriscono che la ripresa a inizio trimestre è in fase di stallo in un contesto di forti pressioni inflattive. Durante la primavera il recupero dell'attività nei servizi dovrebbe continuare a sostenere la ripresa ma la debolezza manifatturiera, il settore più esposto agli effetti del conflitto, e l'impatto dell'elevata inflazione sui consumatori dovrebbero comunque agire da freno. Nel nostro scenario centrale una contrazione del PIL nel 2° trimestre potrebbe essere evitata, ma non vediamo molto spazio per una significativa riaccelerazione del ciclo dopo lo 0,2% t/t registrato nel 1° trimestre.

#### Area euro: l'inflazione pesa sul morale dei consumatori



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

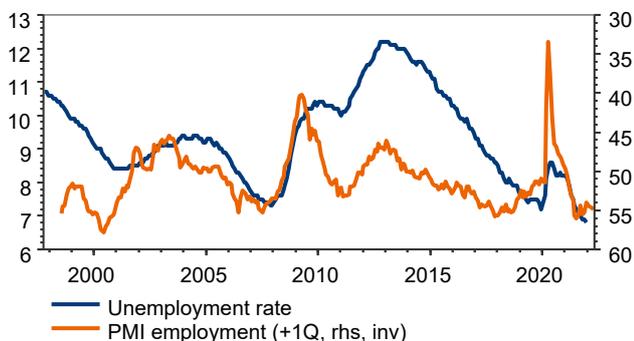
#### Le aspettative sui prezzi toccano nuovi record in tutti i settori



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

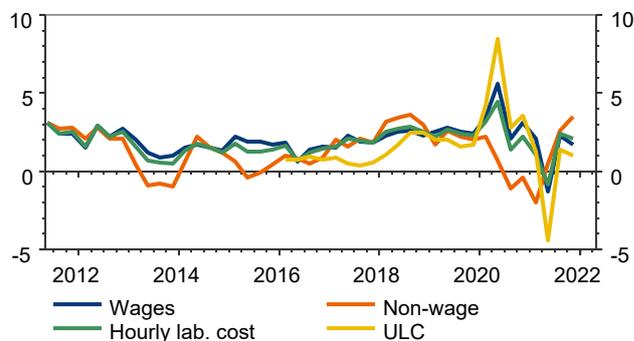
**Area euro.** A marzo le persone in cerca di occupazione sono diminuite di 76 mila unità e il **tasso di disoccupazione** è calato al 6,8%, dopo che il dato di febbraio è stato rivisto verso l'alto di un decimo al 6,9%. I dati di marzo probabilmente non riflettono ancora l'eventuale impatto del conflitto in Ucraina, ma le più recenti indagini congiunturali sembrano confermare una buona tenuta del mercato del lavoro (i PMI sarebbero coerenti con un calo di un decimo del tasso di disoccupazione anche ad aprile). Le imprese continuano infatti a segnalare una solida domanda di lavoro e difficoltà nel reperire manodopera. Nonostante questi apparenti segnali di stress dal lato dell'offerta, i dati sulle ore lavorate suggeriscono che il mercato del lavoro in Eurozona è ancora caratterizzato da un certo grado di *slack* che contribuisce a frenare le dinamiche salariali. Le tensioni internazionali potrebbero avere qualche riflesso sul mercato del lavoro nei prossimi mesi, non vediamo tuttavia un significativo deterioramento dello scenario occupazionale così come non ci aspettiamo un surriscaldamento delle dinamiche retributive.

**Area euro: cala la disoccupazione a marzo, le indagini sono coerenti con una domanda di lavoro ancora positiva**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

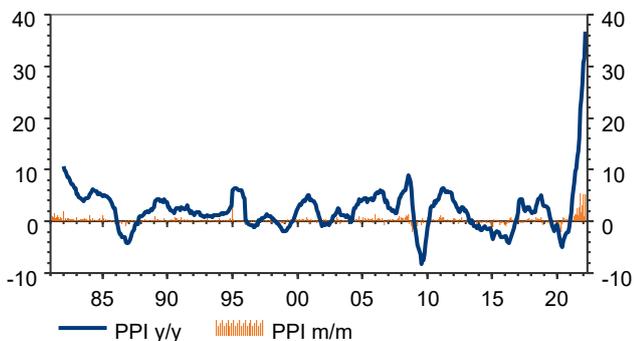
**Nonostante i rapidi progressi occupazionali le dinamiche salariali non mostrano segnali di surriscaldamento**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

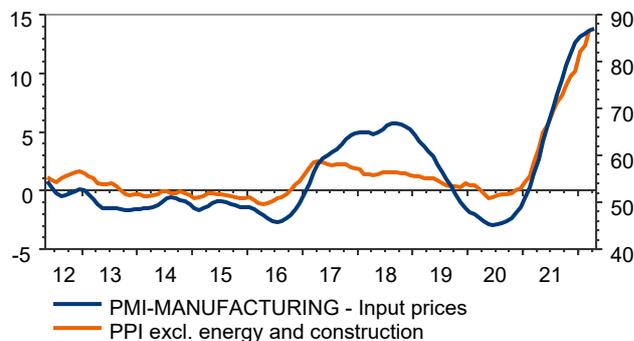
**Area euro.** A marzo il **PPI** è cresciuto di 5,3% m/m, in accelerazione da 1,1% del mese precedente: è il rialzo mensile più ampio mai registrato dall'inizio delle rilevazioni (almeno dal 1992), che supera il precedente record di 5,2% m/m registrato a gennaio. Sul mese i rincari sono risultati diffusi a tutti i principali comparti, trainati da energia (11,1%), beni intermedi (2,8%) e beni di consumo non durevoli (2,4%), colpiti dagli shock sulle materie prime dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina. L'inflazione dei prezzi alla produzione è quindi balzata al 36,8% a/a da un precedente 31,5% (anch'esso è un nuovo massimo storico). Nei prossimi mesi, nell'ipotesi di una progressiva normalizzazione dei prezzi delle materie prime, vediamo un graduale ridimensionamento del PPI, ma le pressioni a monte della filiera produttiva dovrebbero comunque restare significative, con rischi al rialzo anche per i prezzi al consumo nel 2022-23.

**Area euro: nuovi record per l'inflazione dei prezzi alla produzione a marzo**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Le indagini continuano a segnalare la presenza di pressioni verso l'alto sui prezzi degli input**

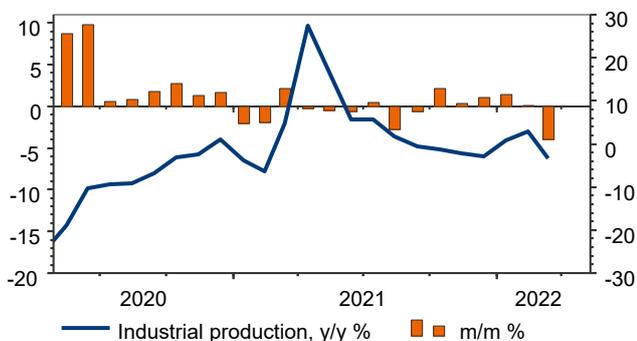


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

**Germania.** La **produzione industriale** è crollata di -3,9% m/m a marzo, dopo essere cresciuta di appena un decimo a febbraio; rispetto a un anno fa il dato risulta più basso di -3,5%. Le aziende tedesche hanno risentito, oltre che del rincaro dei prezzi energetici e degli effetti del conflitto, anche dell'impatto delle nuove interruzioni nelle filiere produttive. Il manifatturiero ha visto una flessione di -4,6% m/m, spiegata soprattutto dal calo dei beni di investimento (-6,6% m/m); crollano auto (-14%) ed energia (-11,4% m/m, per via di fluttuazioni della componente eolica), mentre le costruzioni registrano una crescita di 1,1% m/m (al netto della quale la produzione industriale è in calo di -5% m/m). In sintesi, l'industria ha contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto del 1° trimestre, ma il dato di marzo lascerebbe la produzione in rotta per una contrazione nel trimestre corrente. Nei prossimi mesi, l'output potrebbe calare nuovamente

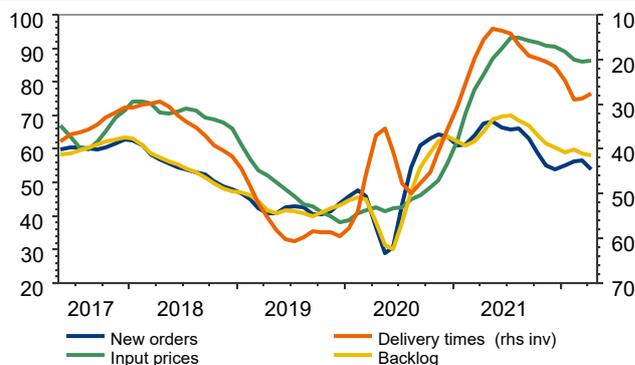
sulla scia degli effetti del conflitto e delle nuove interruzioni nelle catene produttive e nei trasporti. Il nostro scenario centrale prevede una contrazione dell'attività produttiva nell'industria nel 2022.

### Germania: la produzione industriale crolla in marzo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

### Nei prossimi mesi peseranno gli effetti della guerra in Ucraina e del lockdown in Asia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Markit (indice PMI)

**Germania.** I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di marzo hanno evidenziato un calo delle esportazioni (-3,3% m/m) e una crescita delle importazioni (+3,4% m/m). Il saldo commerciale è risultato pari a 3,2 mld (in termini destagionalizzati) in marzo, da 11,1 mld a febbraio.

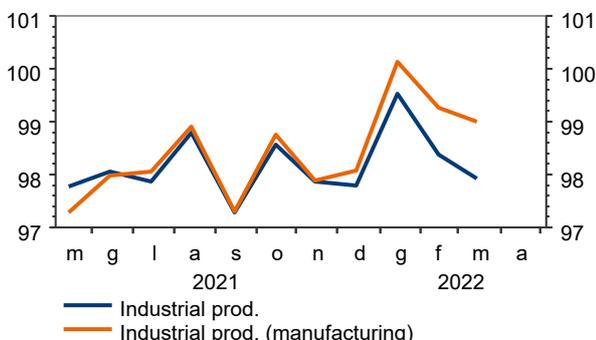
**Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è rimasto invariato al 5% in aprile. Segnali sulla stabilità del mercato del lavoro arrivano anche dall'indice anticipatore PMI per l'occupazione, che raccoglie le intenzioni di assunzione nei servizi e nell'industria. Ad ogni modo, le forti tensioni geopolitiche potrebbero portare a un aumento del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi.

**Germania.** A marzo gli **ordini all'industria** sono crollati di -4,7% m/m, dopo il -0,8% di febbraio (rivisto da -2,2% precedente). La flessione è spiegata dalle commesse estere (-6,7% m/m), soprattutto dai Paesi non appartenenti all'area euro (-13,2% m/m); la contrazione è stata invece meno ampia per gli ordini domestici (-1,8% m/m). Il fatturato è calato di ben -5,9% m/m.

**Germania.** Le **vendite al dettaglio** di marzo hanno registrato una flessione in termini reali di -0,1% m/m e -2,7% a/a (sull'anno, le vendite in termini nominali sono invece cresciute del 3,1%). Riteniamo che a causa degli aumenti dei prezzi i consumi caleranno nei prossimi mesi.

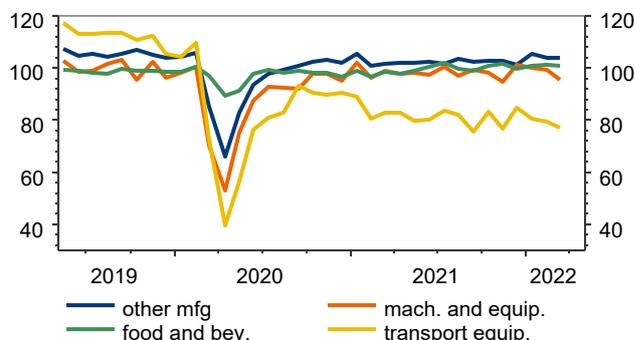
**Francia.** A marzo, la **produzione industriale** ha riportato il secondo calo mensile consecutivo, pari a -0,5% m/m dopo il -1,2% di febbraio (al di sotto del consenso e circa in linea con la nostra previsione). Nel solo manifatturiero la contrazione è risultata più contenuta (-0,3% dopo -0,9%), grazie al contributo positivo giunto dai prodotti della raffinazione (+1,1% da +0,5%), coerente con gli extra-profitti del settore energetico. Da evidenziare il nuovo, ampio, calo nel settore dei trasporti (il terzo consecutivo), che riflette persistenti difficoltà di approvvigionamento e in linea con un tasso di utilizzo della capacità produttiva al 52% a marzo a fronte di una media per l'industria del 78%. A marzo, anche la produzione nelle costruzioni è calata (-1,7% m/m). Nel complesso, il rimbalzo di gennaio (+1,8% m/m) consente all'output industriale di chiudere il 1° trimestre in crescita di +0,5%, ma è molto probabile una contrazione nel trimestre corrente.

**La produzione industriale a marzo si porta ai minimi dallo scorso dicembre**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Si amplia il ritardo dei mezzi di trasporto rispetto agli altri principali settori produttivi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

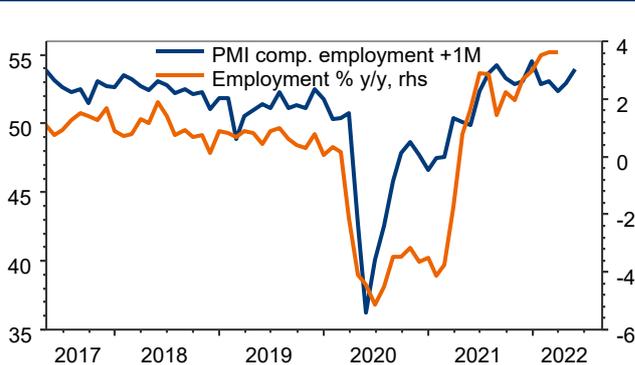
**Italia.** A marzo il **tasso di disoccupazione** è sceso di due decimi a 8,3%: se si escludono i mesi di lockdown (marzo e aprile 2020), il dato rappresenta un minimo da giugno 2011. Il calo dei disoccupati è dovuto all'aumento degli occupati (+81 mila unità, +0,4% m/m) a fronte di un calo per gli inattivi (-72 mila, -0,6% m/m). Il tasso di occupazione è salito per il terzo mese consecutivo toccando il 59,9%, un massimo dall'inizio delle serie storiche, mentre il tasso di attività ha ormai recuperato i livelli di fine 2019 al 65,5%. Nel mese la crescita degli occupati ha riguardato esclusivamente le donne, mentre a livello contrattuale si registra un aumento dei lavoratori dipendenti (+121 mila) a fronte di un calo per gli autonomi (-41 mila). Rispetto ai mesi precedenti sono i contratti permanenti (+103 mila, +0,7% m/m) a guidare la crescita, recuperando per la prima volta i livelli precedenti alla pandemia. Anche a marzo i lavoratori con contratti temporanei sono comunque cresciuti (+19 mila, +0,6% m/m), risultando in crescita di ben il 7,3% rispetto a febbraio 2020. Per il momento il mercato del lavoro italiano non sembra risentire degli effetti delle tensioni internazionali, ma non possiamo escludere dei riflessi nei prossimi mesi. La precarizzazione del lavoro che ha caratterizzato la ripresa post-pandemica rappresenta inoltre un elemento che può mettere a rischio il consolidamento dei guadagni occupazionali.

**Italia: prosegue il calo della disoccupazione e il recupero della partecipazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**La domanda di lavoro rimane positiva**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, S&P Global

**Italia.** Ad aprile l'indice **PMI manifatturiero** è calato più del previsto a 54,5 da un precedente 55,8, sui minimi da dicembre 2020. L'indicatore è ancora su livelli espansivi, ma con indicazioni di rallentamento dell'attività produttiva e della crescita degli ordinativi e di stagnazione delle commesse dall'estero. Anche l'indice relativo all'occupazione è sceso sui minimi da fine 2020, sia pur su livelli coerenti con una domanda di lavoro ancora positiva. Si intensificano infine le pressioni sui prezzi, pagati e ricevuti, in un contesto di vincoli all'offerta ancora severi. Anche il

**PMI servizi** è salito più delle attese, a 55,7 da 52,1 di marzo, sui massimi da agosto dello scorso anno, trainato da un miglioramento sia dell'attività corrente che delle aspettative dopo le correzioni registrate nel mese precedente. Il robusto ritmo di crescita per il settore si è riflesso anche in un'accelerazione della dinamica occupazionale, ai massimi dal luglio del 2007. Anche nei servizi si confermano le pressioni sui prezzi, con l'indice relativo a quelli di vendita su livelli record. I PMI di aprile segnalano quindi una divergenza tra il rallentamento nel manifatturiero e l'accelerazione nei servizi che, almeno per il momento, sembrano in grado di sostenere la ripresa (l'indice composito è salito infatti a 54,5 da un precedente 52,1). Nel nostro scenario centrale il recupero post-pandemico nei servizi potrebbe permettere all'economia di evitare una contrazione del PIL nel 2° trimestre, ma i rischi verso il basso si stanno intensificando.

**Italia.** A marzo le **vendite al dettaglio** sono calate di -0,5% m/m in valore, sintesi di una flessione per i beni non alimentari e una sostanziale stagnazione per gli alimenti. I dati in valore risentono però della crescita dei prezzi al consumo, mentre quelli in volume mostrano un quadro di maggiore debolezza: -0,6% m/m con contrazioni diffuse ai prodotti alimentari (-0,6%) e non (-0,7%) con gli acquisti che quindi chiudono il 1° trimestre in contrazione di -0,8% t/t. Il rincaro dei prezzi e l'elevato grado d'incertezza prospettica dovrebbero pesare sugli acquisti di beni anche nel trimestre in corso.

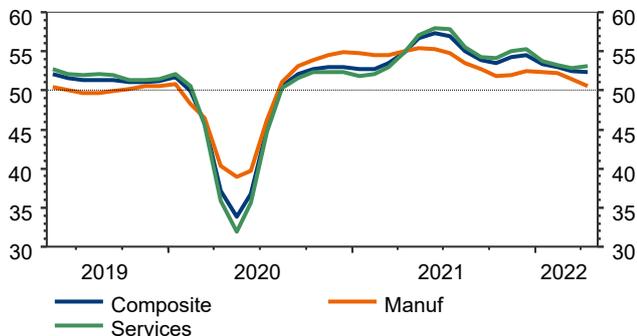
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	apr	42.0		36.2
Riserve in valuta estera	apr	3.188	1000Mld \$	3.133

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

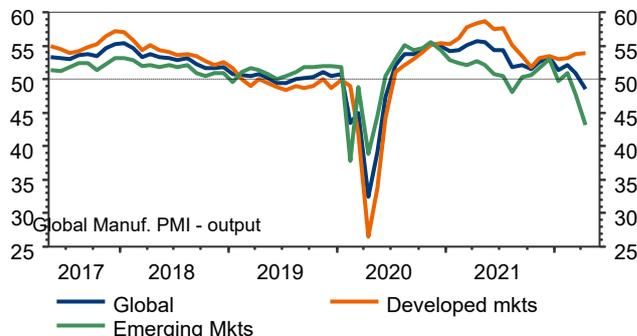
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



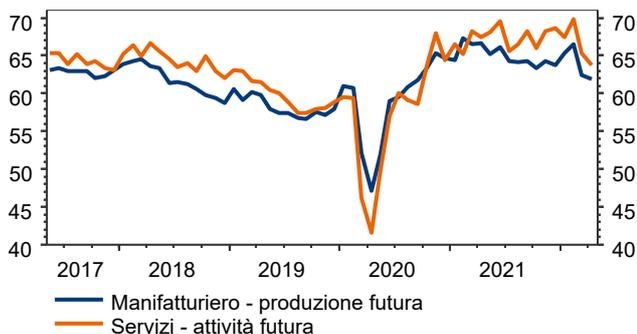
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



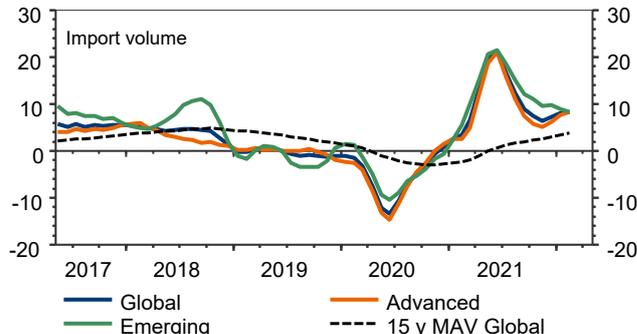
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



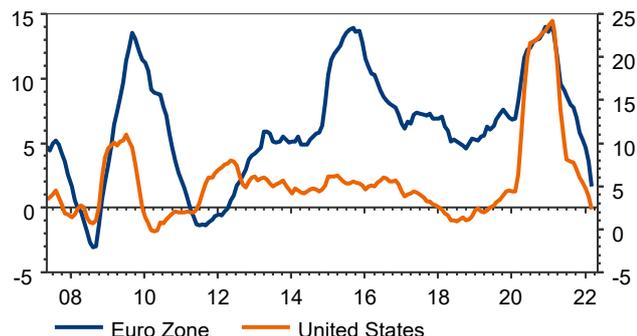
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



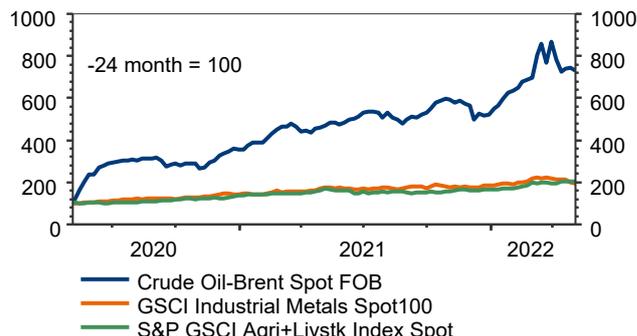
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

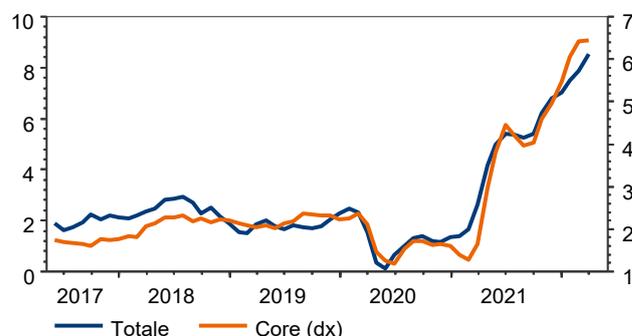
## Stati Uniti

## Indagini ISM



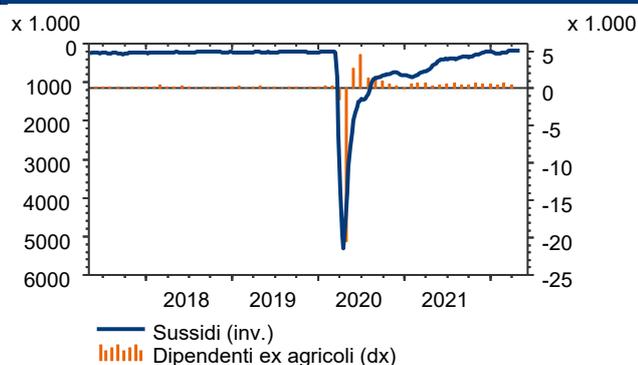
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



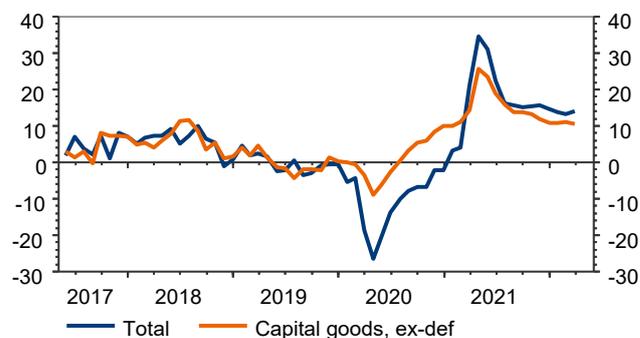
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

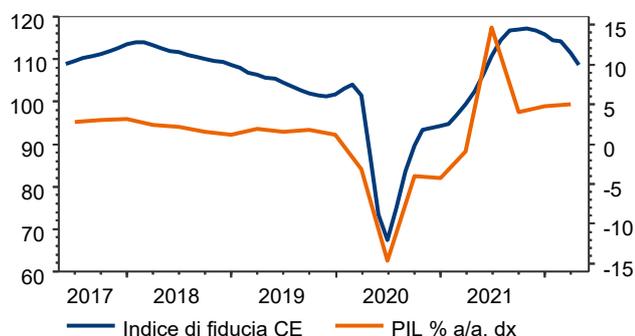
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				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

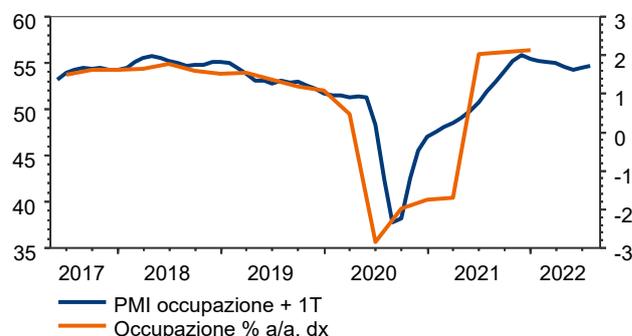
## Area euro

## PIL



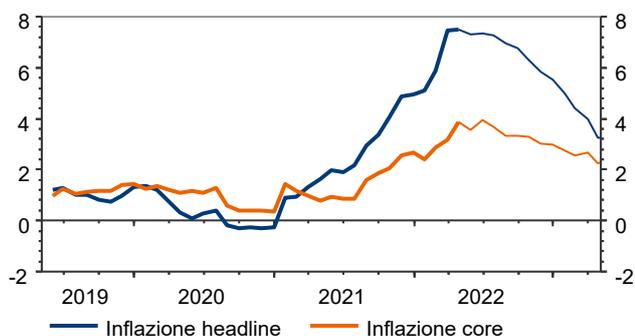
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	5.0
febbraio	0.9	5.9	4.4
marzo	1.3	7.4	4.0
aprile	1.6	7.5	3.3
maggio	2.0	7.3	3.2
giugno	1.9	7.4	2.6
luglio	2.2	7.3	2.7
agosto	3.0	6.9	2.6
settembre	3.4	6.8	2.3
ottobre	4.1	6.3	2.0
novembre	4.9	5.8	1.7
dicembre	5.0	5.5	1.6

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	2.8	2.3	-0.9	14.6	4.1	4.7	5.0	3.1	1.5	1.6
- t/t				-0.1	2.2	2.2	0.3	0.2	0.3	0.6	0.5
Consumi privati	3.5	3.2	1.6	-2.3	3.9	4.4	-0.3	-0.2	0.2	0.7	0.4
Investimenti fissi	4.2	4.2	3.3	0.0	1.5	-1.1	3.4	0.6	0.6	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	0.1	0.2	1.1	-0.5	-0.1	0.3	0.1	0.0	-0.1	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	2.9	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	7.4	7.0	5.9
Produzione industriale (a/a)	7.8	-0.2	2.7	4.7	23.2	6.0	0.2	-0.4	-1.9	-0.1	1.4
Disoccupazione (%)	7.7	6.9	6.7	8.2	8.1	7.5	7.1	6.9	6.9	6.9	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.36	0.60	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.43	-0.34	-0.12

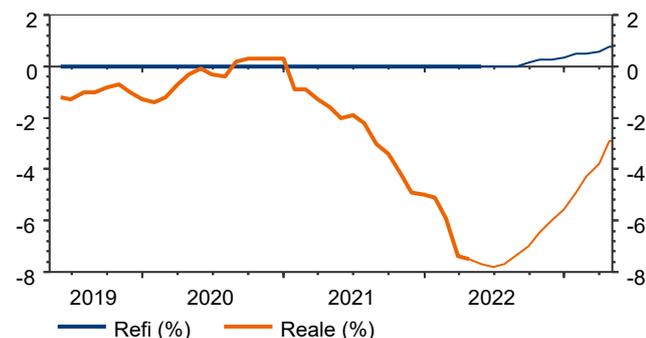
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	5/5	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>-0.55</b>	-0.53	-0.36	-0.16	0.11
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	<b>-0.42</b>	-0.43	-0.24	-0.07	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

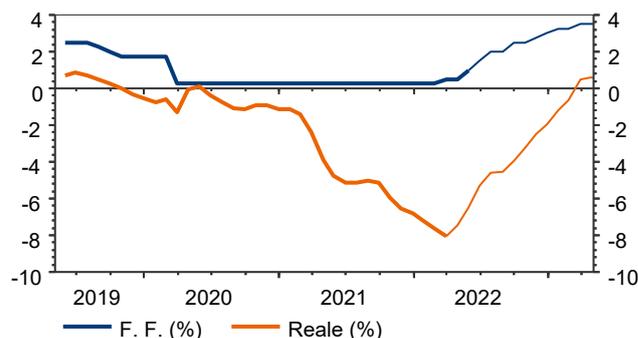


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	5/5	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.50	<b>1.00</b>	1.50	2.50	3.00	3.50
OIS 3m	0.08	0.12	0.72	<b>1.23</b>	1.34	2.29	2.99	3.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

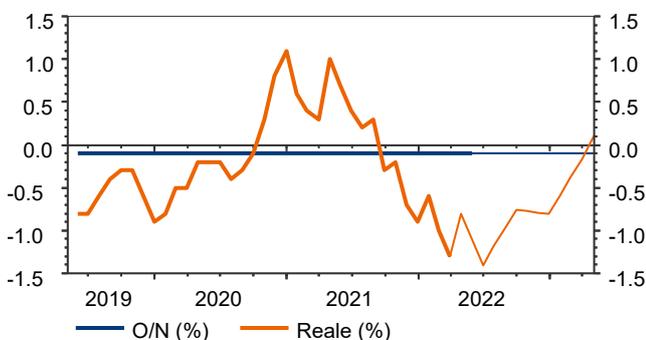


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	5/5	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

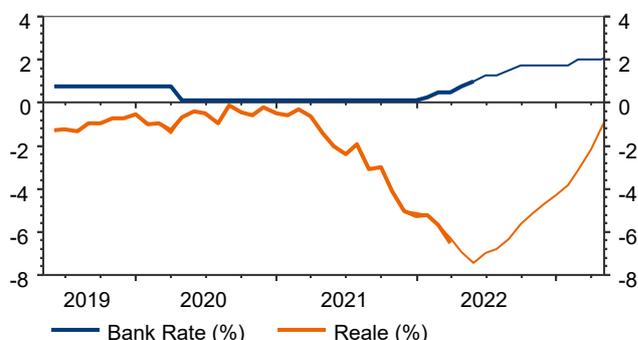


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	5/5	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.25	0.75	<b>1.00</b>	1.25	1.75	1.75	2.00
Libor GBP 3m	0.08	0.26	1.04	<b>1.30</b>	1.40	1.80	1.90	2.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	6/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.21	1.15	1.15	1.09	<b>1.0581</b>	1.03	1.07	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	106	109	113	115	124	<b>130.40</b>	132	131	130	128	126
GBP/USD	1.24	1.39	1.35	1.35	1.31	<b>1.2347</b>	1.22	1.28	1.33	1.36	1.40
EUR/CHF	1.05	1.10	1.06	1.06	1.02	<b>1.0415</b>	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	115	132	131	132	135	<b>137.98</b>	135	140	144	145	149
EUR/GBP	0.87	0.87	0.86	0.85	0.83	<b>0.8565</b>	0.84	0.84	0.83	0.83	0.84

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
---------------	-------	---------------------------------