

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La BCE sembra ormai orientata a procedere a un primo rialzo dei tassi ufficiali già il 21 luglio, anticipando a inizio luglio la sospensione degli acquisti netti APP. I tassi ufficiali torneranno positivi entro fine anno, a meno che l'economia non imploda per qualche motivo. Eventuali segnali di "frammentazione" finanziaria, invece, sarebbero gestiti con strumenti ad hoc.

La richiesta di recupero di potere d'acquisto in conseguenza dell'aumento del costo della vita sarà uno dei principali fattori destinati a guidare le trattative per i rinnovi salariali nei Paesi dell'Eurozona nel corso del 2022. **Un rafforzamento della dinamica delle retribuzioni è possibile**, anche alla luce del recente calo della disoccupazione. Non riteniamo probabile l'innescò di una spirale prezzi-salari, ma l'evoluzione del costo del lavoro sarà un elemento da monitorare con attenzione per determinare le prospettive d'inflazione nel medio termine e il percorso di normalizzazione da parte della BCE.

### I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, questa settimana, la Commissione Europea pubblicherà le Previsioni economiche di primavera, che dovrebbero contenere ampie revisioni al ribasso delle stime di crescita e al rialzo per quelle di inflazione. La Commissione potrebbe annunciare la sospensione del Patto di Stabilità anche a valere sul 2023. La seconda lettura del PIL Eurozona per il 1° trimestre è attesa confermare il rallentamento a 0,2% t/t (5% a/a) della stima flash; la prima lettura del dato dei Paesi Bassi dovrebbe vedere una crescita poco più che stagnante. Sempre nel 1° trimestre, il tasso di disoccupazione francese dovrebbe rimanere invariato. La stima flash della fiducia dei consumatori per l'Eurozona dovrebbe mostrare un lieve miglioramento del morale a maggio (che pure resterebbe ben al di sotto della media di lungo periodo). Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di aprile dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua in crescita nell'Eurozona (7,5%) e in calo in Italia (6,6%).

Negli **Stati Uniti**, le prime indagini del manifatturiero di maggio dovrebbero confermare l'espansione del settore, nonostante la carenza di manodopera e le pressioni sui prezzi. I cantieri residenziali e le vendite di case esistenti ad aprile dovrebbero confermare il rallentamento del settore immobiliare causato dai prezzi elevati delle case e dal rialzo dei tassi sui mutui. La produzione industriale e le vendite al dettaglio di aprile sono previste in moderato rialzo.

13 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

International Research Network

**Silvia Guizzo**

Economista - Asia Ex Giappone

## Il punto

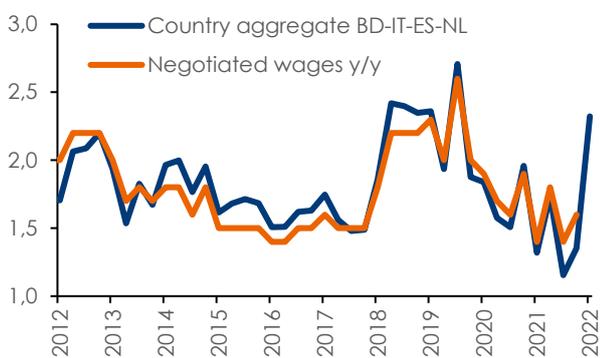
**La BCE sembra ormai orientata a procedere a un primo rialzo dei tassi ufficiali già il 21 luglio**, anticipando a inizio luglio la sospensione degli acquisti netti APP. I tassi ufficiali torneranno positivi entro fine anno, a meno che l'economia non imploda per qualche motivo. Eventuali segnali di "frammentazione" finanziaria, invece, sarebbero gestiti con strumenti ad hoc.

- All'interno della BCE sembra ormai essersi coagulato un ampio consenso a favore di un rialzo dei tassi ufficiali alla riunione del 21 luglio, preceduto dall'annuncio (alla prossima riunione del 9 giugno) che gli acquisti netti APP saranno chiusi a fine mese, perché ormai tutte le condizioni per il rialzo dei tassi sono soddisfatte.
- Molti governatori di banche centrali nazionali si sono espressi in tal senso, e a loro si sono uniti anche alcuni membri del comitato esecutivo (de Guindos, Schnabel). Mercoledì, anche la presidente [Lagarde](#) ha segnalato che fra la sospensione degli acquisti e il primo rialzo dei tassi potrebbero trascorrere "poche settimane", e che la sospensione degli acquisti netti dovrebbe avvenire "presto nel terzo trimestre".
- L'accelerazione non doveva avere implicazioni di mercato, perché la curva OIS già scontava un rialzo dei tassi all'inizio dell'estate. Tuttavia, l'adattamento della comunicazione BCE a quanto i mercati già scontavano ha causato un ulteriore innalzamento dei tassi a termine, arrivati a scontare oltre 90pb di rialzo dei tassi ufficiali (scesi a 80pb soltanto negli ultimi due giorni) e un punto finale fra 1,75 e 2,00%. Il governatore di Banque de France, Villeroy de Galhau, si è sbilanciato a prevedere che il rialzo si concluderà fra 1 e 2%, esprimendo una preferenza per il punto centrale dell'intervallo.
- **Perché questa nuova accelerazione della BCE?** Da una parte, i dati hanno mostrato un **impatto della guerra russo-ucraina sull'economia reale minore di quanto temuto**, e gli scenari peggiori (quelli legati al razionamento energetico) non si sono materializzati. Dall'altro lato, lo scenario inflattivo ha continuato a sorprendere in negativo la BCE: non tanto per il livello dell'inflazione, ma piuttosto per la **diffusione delle pressioni sui prezzi** e il contributo dei margini di profitto delle imprese (come rimarcato questa settimana da Schnabel). Quest'ultimo costituirebbe evidenza di uno stato favorevole della domanda, che a sua volta implica una **maggiore propagazione dei rincari di costo ai prezzi finali**. Inoltre, la BCE ha visto violenti aumenti delle **aspettative** di inflazione delle famiglie, un aumento della quota di previsori che si attende un'inflazione superiore al 2% nel lungo termine e l'inizio di un processo di aumento dei salari, sebbene ancora molto modesto.
- L'avvicinamento al primo rialzo dei tassi sta avvenendo in un **contesto di netta rivalutazione del rischio su vari mercati** (obbligazionario sovrano, obbligazionario corporate, azionario), alimentato forse più dalla rapida restrizione monetaria americana (che ormai somma *quantitative tightening* a rialzi dei tassi ufficiali di 50pb), che dalla graduale svolta della BCE. Nella misura in cui la domanda finale sarà frenata da sviluppi esogeni, questa restrizione autonoma delle condizioni finanziarie dovrebbe garantire un approccio molto graduale alla normalizzazione della politica monetaria europea. **L'innalzamento del tasso sui depositi (DFR) a zero sarà ormai attuato in qualsiasi scenario diverso da una repentina e violenta caduta del PIL**. Però la prosecuzione della normalizzazione oltre tale punto dipenderà dalla tenuta dell'economia europea, che potrebbe essere compromessa sia da un rallentamento globale più intenso del previsto, sia da un ulteriore shock energetico. **L'eventuale concretizzarsi dei rischi di frammentazione**, invece, potrebbe essere affrontato separando l'impulso di politica monetaria (che è orientato al controllo dell'inflazione) dalle misure necessarie a garantire un'ordinata trasmissione della politica monetaria (reinvestimenti PEPP, eventuali programmi di acquisto ad hoc, nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine).

La richiesta di recupero di potere d'acquisto in conseguenza dell'aumento del costo della vita sarà uno dei principali fattori destinati a guidare le trattative per i rinnovi salariali nei Paesi dell'Eurozona nel corso del 2022. **Un rafforzamento della dinamica delle retribuzioni è possibile**, anche alla luce del recente calo della disoccupazione. Non riteniamo probabile l'innescò di una spirale prezzi-salari, ma l'evoluzione del costo del lavoro sarà un elemento da monitorare con attenzione per determinare le prospettive d'inflazione nel medio termine e il percorso di normalizzazione da parte della BCE.

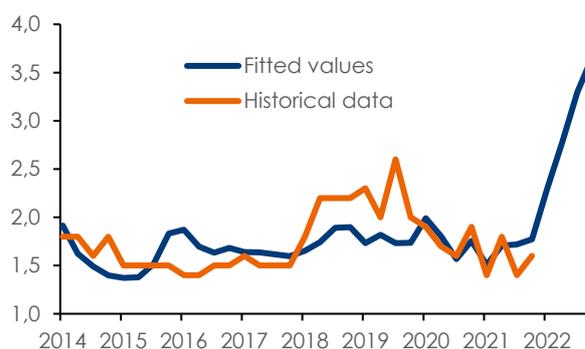
- **Nel 2021 la crescita delle retribuzioni nell'Eurozona è rimasta complessivamente fiacca, ma da inizio anno sono emersi maggiori segnali di pressioni sui salari.** I dati nazionali disponibili puntano verso un'accelerazione della crescita delle retribuzioni contrattuali intorno al 2,3% a/a nel 1° trimestre 2022, da 1,6% a fine 2021, con indicazioni che la dinamica nei prossimi mesi sarà verso l'alto. In Germania, i dati di inizio 2022 sono stati sostenuti da fattori straordinari *una tantum* negoziati lo scorso anno (ad esempio i chimici-farmaceutici hanno ottenuto un assegno *one off* da 1400 euro), mentre il sindacato metalmeccanico IG Metall sta trattando sulla base di una richiesta di aumento dell'8,2% per gli 85 mila lavoratori delle acciaierie; ulteriori rinnovi sono in calendario per i prossimi mesi. Anche in altri Paesi, come Francia, Olanda e Spagna, ci sono indicazioni di maggiori richieste da parte dei sindacati; i rinnovi di contratti collettivi scaduti e non rinnovati dopo lo scoppio della pandemia dovrebbero concludersi con aumenti delle retribuzioni orientati a un parziale recupero dell'inflazione.
- **Riteniamo che la crescita dei salari nominali possa accelerare in corso d'anno.** Stimando tale variabile attraverso un modello che tenga in considerazione l'inflazione al netto dell'energia, la crescita del PIL e i profitti delle imprese, l'aumento salariale passerebbe dal 2,3% a/a del primo trimestre al 3,7% a/a atteso a fine 2022; in media annua la crescita dei salari negoziati salirebbe al 3% dall'1,6% dello scorso anno. La crescita reale delle retribuzioni dovrebbe comunque rimanere in territorio negativo nel 2022.
- In ogni caso, **non vediamo il rischio di una spirale prezzi-salari:** in alcuni settori, le imprese dispongono ancora di buoni margini di profitto, e potrebbero essere più disponibili ad accordare aumenti, ma i progressi in termini di produttività rendono sostenibili salari più alti senza innescare tensioni sul costo del lavoro per unità di prodotto. Anche l'aumento dei salari minimi, approvati e previsti, per l'anno in corso dovrebbe avere un impatto complessivamente contenuto sulle retribuzioni medie nell'Eurozona (intorno a +0,2/0,4% nel 2022-23 secondo le stime della BCE).

#### Area euro: i dati nazionali disponibili puntano verso un aumento di circa il 2,3% a/a dei salari negoziati nel 1° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Bundesbank, Istat, INE, CBS

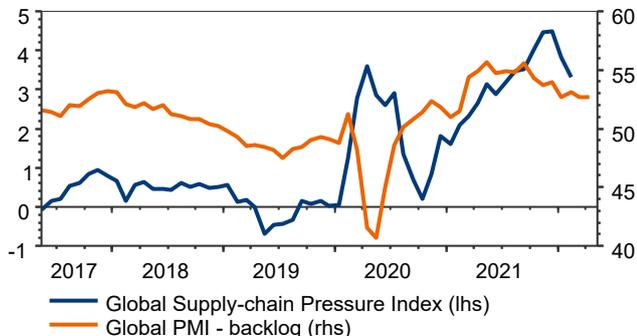
#### Le retribuzioni contrattuali sono attese in aumento nel 2022 (variazioni % a/a)



Nota: stima delle retribuzioni contrattuali attraverso un modello che tiene in considerazione l'inflazione al netto dell'energia, la crescita del PIL e i profitti delle imprese. Fonte: stime Intesa Sanpaolo

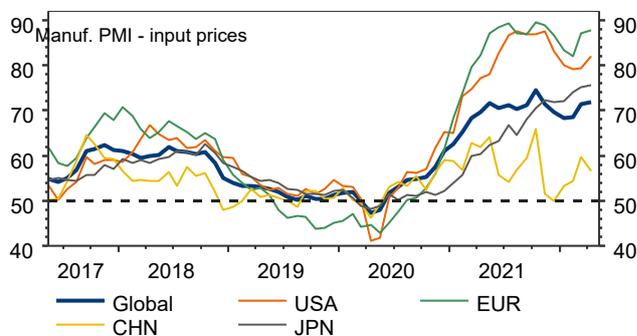
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



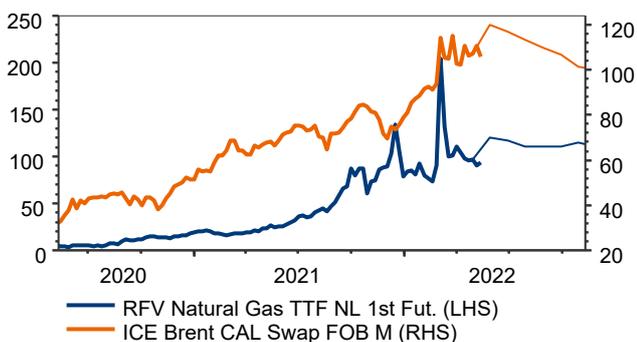
Fonte: New York Fed, IHS Markit.

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Fonte: IHS Markit. Nota: indici di diffusione.

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



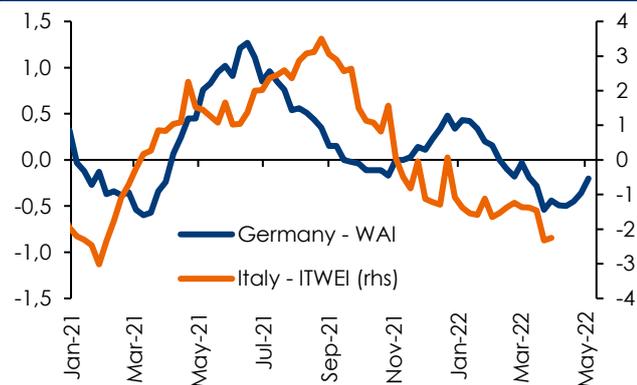
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv.

### Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



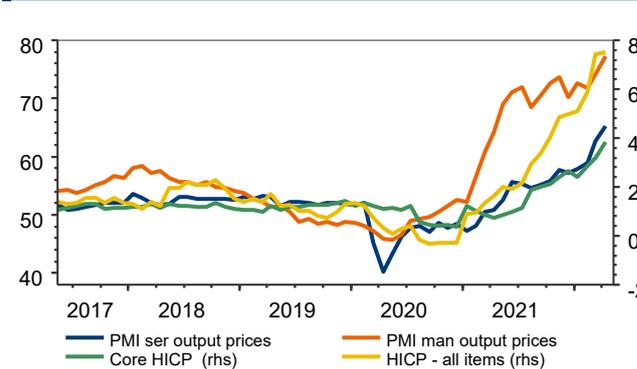
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports. EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna.

### 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'**Eurozona**, questa settimana, la Commissione Europea pubblicherà le Previsioni economiche di primavera, che dovrebbero contenere ampie revisioni al ribasso delle stime di crescita e al rialzo per quelle di inflazione. La Commissione potrebbe annunciare la sospensione del Patto di Stabilità anche a valere sul 2023. La seconda lettura del PIL Eurozona per il 1° trimestre è attesa confermare il rallentamento a 0,2% t/t (5% a/a) della stima flash; la prima lettura del dato dei Paesi Bassi dovrebbe vedere una crescita poco più che stagnante. Sempre nel 1° trimestre, il tasso di disoccupazione francese dovrebbe rimanere invariato. La stima flash della fiducia dei consumatori per l'Eurozona dovrebbe mostrare un lieve miglioramento del morale a maggio (che pure resterebbe ben al di sotto della media di lungo periodo). Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di aprile dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua in crescita nell'Eurozona (7,5%) e in calo in Italia (6,6%).

Negli **Stati Uniti**, le prime indagini del manifatturiero di maggio dovrebbero confermare l'espansione del settore, nonostante la carenza di manodopera e le pressioni sui prezzi. I cantieri residenziali e le vendite di case esistenti ad aprile dovrebbero confermare il rallentamento del settore immobiliare causato dai prezzi elevati delle case e dal rialzo dei tassi sui mutui. La produzione industriale e le vendite al dettaglio di aprile sono previste in moderato rialzo.

### Lunedì 16 maggio

#### Area euro

■ **Area euro.** La Commissione Europea pubblicherà le Previsioni economiche di primavera che dovrebbero contenere ampie revisioni al ribasso delle stime di crescita e al rialzo per quelle di inflazione. Dopo la limatura invernale per via della recrudescenza pandemica, le stime sul PIL per l'anno in corso potrebbero essere portate poco sotto il 3% (stima ISP: 2,8%) da un precedente 4%. Le previsioni di inflazione potrebbero salire ancora, probabilmente sopra il 6,5% nel 2022 (stima ISP: 6,6%) dal 3,5% delle Previsioni d'inverno. Al peggioramento delle prospettive di crescita potrebbe però non associarsi un significativo deterioramento delle finanze pubbliche. È già stato dichiarato che non verranno aperte nuove procedure per deficit eccessivo e, in occasione della pubblicazione delle nuove previsioni, **la Commissione potrebbe annunciare l'applicazione della clausola di salvaguardia del Patto di Stabilità anche per tutto il 2023.**

#### Stati Uniti

■ L'indice **Empire della NY Fed** a maggio è previsto a 17 da 24,6 di aprile. Le indagini di aprile hanno mantenuto segnali espansivi per il settore, pur continuando a segnalare pressioni elevate sui prezzi e persistente carenza di offerta sul mercato del lavoro. Gli indicatori di strozzature all'offerta restano su livelli molto elevati, ma sono in miglioramento. In particolare, il Global Supply Chain Pressure Index costruito dalla NY Fed a marzo è tornato sul livello di novembre, dopo un'accelerazione fra fine 2021 e inizio 2022. L'indagine dovrebbe riportare difficoltà a soddisfare la domanda dovuta principalmente alla carenza di manodopera.

### Martedì 17 maggio

#### Area euro

■ **Area euro.** La seconda stima del **PIL** dovrebbe confermare il rallentamento della ripresa allo 0,2% t/t (5% a/a) nel 1° trimestre 2022. Nei primi tre mesi dell'anno l'**occupazione** dovrebbe essere invece cresciuta di 0,3% t/t (2,5% a/a), dopo aver recuperato i livelli pre-Covid a fine 2021. Al momento la domanda di lavoro è ancora positiva ma si potrebbe vedere un rallentamento delle assunzioni nei prossimi mesi.

■ **Paesi Bassi.** Nel 1° trimestre 2022 il **PIL** dovrebbe risultare poco più che stagnante (0,1% t/t, 7% a/a). Si attende un contributo positivo delle scorte, mentre quello della domanda interna dovrebbe essere nullo. In media annua, stimiamo una crescita dell'attività economica

intorno al 3% nel 2022 e una decelerazione all'1,5% nel 2023. I rischi su questo scenario previsivo sono al ribasso, e derivano dai rincari delle materie prime, dalla recrudescenza delle strozzature all'offerta e dal deterioramento delle prospettive cicliche in Germania (che conta per il 22% delle esportazioni olandesi).

- **Italia.** La stima finale dell'**inflazione** di aprile è attesa confermare il calo sia sul NIC, al 6,2% a/a da 6,5% a marzo, che sulla misura armonizzata UE, al 6,6% a/a da un precedente 6,8%. Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica, spinta al ribasso dagli interventi calmieranti del Governo sulle accise sui carburanti e sulle tariffe di luce e gas. La componente di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata in crescita al 2,5% a/a. La media d'anno dell'inflazione potrebbe attestarsi ad almeno 6% nel 2022 e 2,5% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.
- **Francia.** Il **tasso di disoccupazione** nel 1° trimestre 2022 dovrebbe risultare stabile al 7,4%, sui minimi dal 2008. I dati ad alta frequenza Indeed segnalano un balzo dei *job posting* nei servizi ricettivi e una crescita anche nella ristorazione e nel commercio al dettaglio, a fronte di un lieve calo nella manifattura.

### Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** ad aprile sono attese in aumento dello 0,8% m/m, con un contributo positivo dal comparto auto, che ha sorpreso verso l'alto il mese scorso, con una variazione dei volumi dei concessionari di 6,6% m/m. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero crescere dello 0,3% m/m, con un modesto freno dalla benzina, in temporanea flessione il mese scorso, ma spinte positive dagli altri settori dei beni, oltre che dall'attività della ristorazione. I consumi nel 2° trimestre sono previsti in rialzo fra il 2,5% e il 3% t/t ann. sostenuti dal reddito da lavoro e dal risparmio accumulato durante la pandemia.
- La **produzione industriale** di aprile dovrebbe segnare un incremento dello 0,4% m/m, dopo lo 0,9% m/m di marzo, con indicazioni di espansione diffusa sia al manifatturiero (auto incluse), sia all'estrattivo, alla luce dei dati del mercato del lavoro del mese scorso. Ad aprile sia le ore lavorate, sia il numero di occupati dell'employment report, sia gli indici di output delle indagini hanno dato segnali positivi per l'attività.

## Mercoledì 18 maggio

### Area euro

- **Area euro.** La **seconda lettura** di aprile dovrebbe confermare un'**inflazione** in rialzo di un decimo rispetto al mese precedente, a 7,5% a/a (0,6% m/m); si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (ovvero almeno dal 1998). L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe anch'esso confermare la lettura preliminare a 3,9% a/a (dal 3,2% di marzo). Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe intraprendere uno stabile trend discendente solo dall'estate. In media annua l'inflazione dovrebbe chiudere il 2022 al 6,6%, ma l'incertezza rimane elevata e i rischi restano verso l'alto.

### Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** sono previsti circa stabili a 1,785 mln da 1,793 mln di febbraio. Le licenze edilizie dovrebbero correggere a 1,810 da 1,87 mln di febbraio. L'attività di costruzione nell'edilizia residenziale dovrebbe restare positiva nei prossimi trimestri, anche se in rallentamento dopo il boom del 2020-21, per via di una domanda ancora insoddisfatta da parte dei privati e di investitori istituzionali che acquistano immobili da destinare all'affitto.

## Giovedì 19 maggio

### Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio dovrebbe essere poco variato, a 17,1 da 17,6 di aprile. L'indagine dovrebbe confermare il proseguimento della crescita nel manifatturiero, con espansione dell'attività e dell'occupazione, ma anche le aspettative di rallentamento

nei prossimi trimestri. Ad aprile gli indici dei prezzi pagati e ricevuti erano in rialzo, su livelli elevati, con segnali di diffusione delle pressioni verso l'alto alla maggior parte delle imprese. Anche a maggio i principali sotto-indici dovrebbero dare indicazioni di persistenti spinte su prezzi e salari e difficoltà a reperire manodopera.

- Le **vendite di case esistenti** di aprile sono previste in flessione a 5,53 mln da 5,77 mln di marzo, in base alle indicazioni dei contratti di compravendita, in calo pressoché ininterrotto da novembre 2021. Prezzi elevati, scorte scarse e tassi sui mutui ora oltre il 5,3%, sui massimi dal 2009, contribuiranno a contenere le vendite nei prossimi trimestri.

## Venerdì 20 maggio

### Area euro

- **Area euro.** Tra marzo e aprile l'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è crollato al di sotto della media di lungo periodo, portandosi sui minimi dalla prima ondata pandemica ad aprile 2020. A maggio ci aspettiamo un modesto rimbalzo dell'indicatore, a -21,5 da un precedente -22, su ancora livelli coerenti con una frenata dei consumi nel trimestre in corso. In questa fase il morale dei nuclei familiari appare più vulnerabile rispetto a quello delle imprese alla combinazione di incertezza e rincari dei prezzi.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (16 - 20 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 16/5	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	apr	9.3	%	7.0	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		apr	3.3	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		apr	6.5	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		apr	5.0	%	0.7	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	apr	-3.5	%	-6.0	
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mag	24.6		15.5	17.0
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		mar	141.7	Mld \$		
Mar 17/5	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T1	7.4	%		7.4
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mar	3.8	%	3.8	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		mar	5.4	%		
	09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T1	1.0	%		0.1
	09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T1	6.4	%		7.0
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mar	-1.7	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		mar	-0.1	Mld €		
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T1	prel 0.2	%	0.2	0.2
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T1	0.5	%		0.3
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T1	prel 5.0	%	5.0	5.0
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	apr	prel 0.2	%		0.2
	11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 0.6	%		0.6
	11:00	ITA	IPCA a/a finale		apr	prel 6.6	%		6.6
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		apr	prel 6.2	%		6.2
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	apr	1.4 (1.1)	%	0.3	0.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	apr	0.7 (0.5)	%	0.7	0.8
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		apr	0.9	%	0.4	0.4
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		apr	78.3	%	78.6	
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		mar	1.5	%	1.8	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mag	77.0		76.0	
Mer 18/5	01:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T1	4.6	%	-1.8	
	01:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T1	1.1	%	-0.4	
	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		mar	prel 0.3	%		
	08:00	GB	CPI m/m		apr	1.1	%		
	08:00	GB	CPI a/a	*	apr	7.0	%	9.1	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		apr	prel 3.9	%	3.9	3.9
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	apr	prel 7.5	%	7.5	7.5
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	apr	prel 0.6	%	0.6	0.6
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	apr	1.793	Mln	1.783	1.785
	14:30	USA	Licenze edilizie		apr	1.870	Mln	1.813	1.810
Gio 19/5	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		mar	-9.8	%	3.7	
	01:50	GIA	Bilancia commerciale		apr	-414.1	Mld ¥ JP	-1150.0	
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mag	17.6		17.2	17.1
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	203	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.343	Mln		
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		apr	5.77	Mln	5.65	5.53
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		apr	0.3	%	0.3	
Ven 20/5	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	apr	1.2	%		
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	apr	0.8	%	2.1	
	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mag	4.6	%		
	03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mag	3.7	%		
	08:00	GER	PPI a/a		apr	30.9	%		
	08:00	GER	PPI m/m		apr	4.9	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	apr	-1.4	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		apr	0.9	%		
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mag	-22.0			-21.5

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 (16 - 20 maggio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Lun	16/5	10:20	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		10:40	EUR	Discorso di Lane e Panetta (BCE)
	14:55	USA	Discorso di Williams (Fed)	
	16:15	GB	* Discorso di Bailey, Ramsden e Haske (BoE)	
		EUR	** La Commissione Europea pubblica le Previsioni Economiche di Primavera	
Mar	17/5	12:05	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		14:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		15:15	USA	Discorso di Harker (Fed)
		19:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		20:30	USA	Discorso di Mester (Fed)
Mer	18/5	00:45	USA	Discorso di Evans (Fed)
		22:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
Gio	19/5	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di aprile
		14:30	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
Ven	20/5	09:30	GB	Discorso di Pill (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

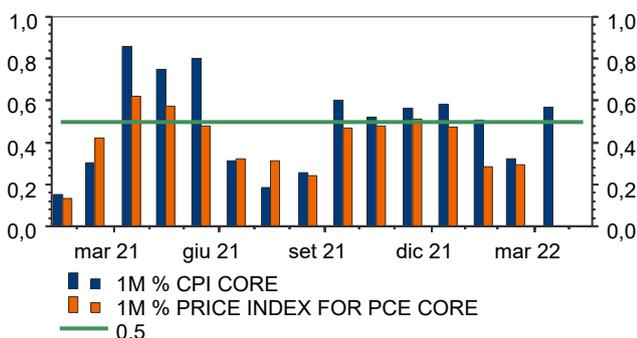
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumer Price Index (MoM)	Apr	1.2	%	0.2	0.3
Consumer Price Index (YoY)	Apr	8.5	%	8.1	8.3
CPI Ex Food & Energy (YoY)	Apr	6.5	%	6.0	6.2
CPI Ex Food & Energy (MoM)	Apr	0.3	%	0.4	0.6
Initial Jobless Claims	weekly	202	(200) k	195	203
Continued Jobless Claims	weekly	1.387	(1.384) M	1.380	1.343
PPI Ex Food & Energy (MoM)	Apr	1.2	(1.0) %	0.6	0.4
Producer Price Index (MoM)	Apr	1.6	(1.4) %	0.5	0.5
Import Price Index (MoM)	Apr	2.6	%	0.6	
U. of Michigan Confidence flash	May	65.2		64.0	

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

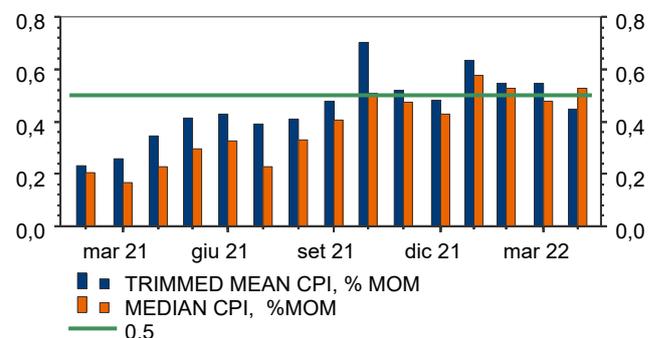
Il **CPI ad aprile è aumentato dello 0,3% m/m** (consenso: 0,2% m/m), con un netto rallentamento della dinamica mensile dopo l'1,2% m/m di marzo, dovuto al calo (per ora transitorio) della componente energetica. Su base annua, l'inflazione è finalmente in calo, per la prima volta da settembre 2021, con una variazione dell'8,3% a/a, dall'8,5% a/a di marzo, probabilmente il picco di questo ciclo. **L'indice core però ha sorpreso ampiamente verso l'alto**, con una riaccelerazione a 0,6% m/m (6,2% a/a), dopo lo 0,3% m/m di marzo. I maggiori contributi al rialzo dei prezzi sono venuti da alimentari, abitazione, tariffe aeree e auto nuove. Gli alimentari segnano un rialzo dello 0,9% m/m. L'energia, invece è in calo mensile per via della correzione di -6,1% m/m della benzina, che però è già stata cancellata da una ripresa del trend verso l'alto da fine aprile. I prezzi dei carburanti nelle ultime due settimane hanno già recuperato il calo di aprile e sono tornati sui picchi di marzo. L'inflazione **core** registra ancora una volta aumenti diffusi, con variazioni particolarmente marcate per l'abitazione e, più in generale, per la maggior parte dei servizi. Il mese di aprile segna la **probabile svolta dell'inflazione**, a meno di future sorprese dalle materie prime colpite dagli effetti della guerra in Ucraina. Il previsto **calo della dinamica annua dei prezzi sarà concentrato nei prossimi tre mesi**, per via dell'effetto confronto con il 2021, quando le variazioni del CPI core erano state in media intorno allo 0,8% m/m. Nella seconda metà dell'anno, gli effetti base saranno più variabili e determineranno un sentiero più piatto per l'inflazione, che dovrebbe mantenersi ben oltre il 4% per tutto il 2022. La nostra previsione per ora è che la dinamica mensile core resti in media intorno allo 0,4% nel prossimo paio di trimestri, per poi rallentare gradualmente verso variazioni comprese fra 0,25 e 0,3% m/m.

#### Le variazioni mensili degli indici core sono incompatibili con l'obiettivo della Fed



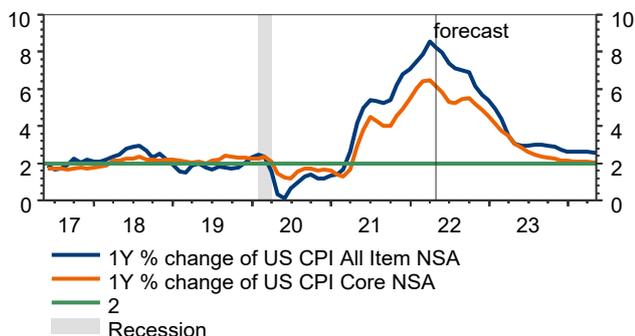
Fonte: BLS, BEA

#### La mediana e la media troncata evidenziano la diffusione di rialzi ampi per la maggior parte dei comparti



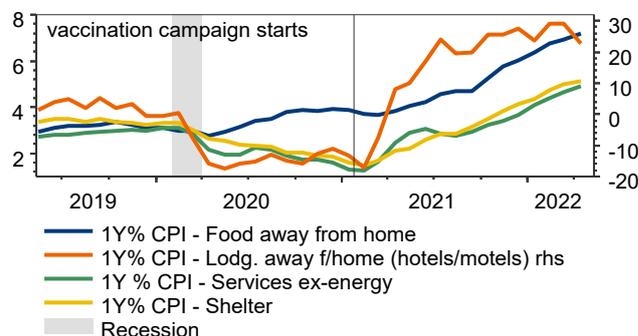
Fonte: Cleveland Fed

**Il picco delle variazioni a/a dovrebbe essere alle spalle, ma l'inflazione resterà elevata ancora a lungo**



Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

**I prezzi dei servizi sono su trend ancora in rialzo**



Fonte: BLS, S&P

Il **PPI** di aprile ha registrato un aumento di 0,5% m/m, con i prezzi dei beni in rialzo di 1,3% m/m e quelli dei servizi stabili su base mensile. I prezzi al netto di energia, alimentari e commercio crescono di 0,6% m/m (6,9% a/a). Le variazioni più ampie sono state registrate dalle auto nuove, dai servizi di trasporto e dagli affitti, mentre i servizi del commercio, la benzina e la sanità hanno registrato correzioni. Le pressioni sui prezzi restano elevate anche se ci sono segni di moderazione rispetto al 1° trimestre.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 7 maggio sono rimasti stabili a 203 mila e i sussidi esistenti a fine aprile sono scesi ulteriormente a 1,343 mln, in linea con un mercato del lavoro caratterizzato da una domanda sempre forte.

L'indagine della **NY Fed sulle aspettative dei consumatori** ad aprile ha mostrato un rialzo a 3,9% da 3,6% sull'orizzonte a 3 anni, a fronte di una correzione a 6,3% da 6,6% su quello a 1 anno. I consumatori prevedono aumenti dei prezzi più contenuti per diverse categorie fra 1 anno (benzina, sanità, alimentari) e incrementi circa stabili per le case. Le famiglie restano ottimiste riguardo alle prospettive del mercato del lavoro e della dinamica salariale, con previsioni di ulteriore aumento della spesa, pur in presenza di un deterioramento atteso delle condizioni del credito.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Household Spending (YoY)	Mar	1.1	%	-2.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

I **consumi delle famiglie** sono calati di -2,3% a/a in termini reali a marzo. Su base mensile, i consumi sono però in netta ripresa, con un rialzo di 4,6% m/m e 4,1% m/m in termini nominale e reali, rispettivamente. I consumi reali sono in rialzo mensile ampio e diffuso a tutte le voci, con indicazioni di ripresa spinta anche dal miglioramento del quadro pandemico.

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EA	Euro-Zone Ind. Prod. sa (MoM)	Mar	0.5	{0.7}	%	-2.0	-1.8
FR	CPI - EU Harmonised (MoM) final	Apr	0.5		%	0.5	0.5
FR	CPI - EU Harmonised (YoY) final	Apr	5.4		%	5.4	5.4
FR	CPI (MoM) Ex Tob	Apr	1.4		%		0.4
GE	ZEW Survey (Current Situation)	May	-30.8			-35.0	-36.5
GE	ZEW Survey (Econ. Sentiment)	May	-41.0			-42.0	-34.3
GE	Consumer Price Index (MoM) final	Apr	0.8		%	0.8	0.8
GE	Consumer Price Index (YoY) final	Apr	7.4		%	7.4	7.4
GE	CPI - EU Harmonised (MoM) final	Apr	0.7		%		0.7
GE	CPI - EU Harmonised (YoY) final	Apr	7.8		%		7.8
IT	Industrial Production sa (MoM)	Mar	4.0		%	-1.9	0.0
SP	CPI (EU Harmonised) (YoY) final	Apr	8.3		%	8.3	8.3

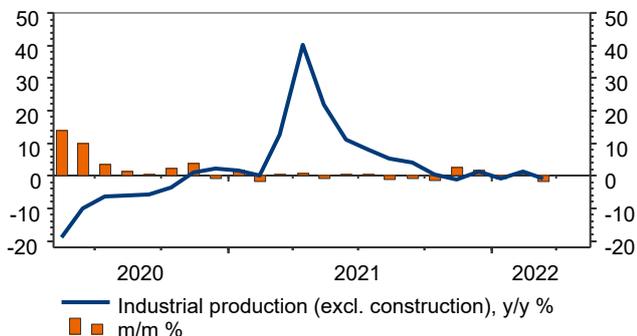
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro. A marzo la produzione industriale è calata di -1,8% m/m** da 0,5% m/m del mese precedente (rivisto al ribasso di due decimi): **è la caduta più ampia da aprile 2020**. In termini tendenziali l'output torna quindi in territorio negativo a -0,8% da un precedente 1,7%, riportandosi al di sotto dei livelli di febbraio 2020 (-0,6%) per la prima volta dallo scorso novembre. **I dati dovrebbero aver risentito dei primi effetti del conflitto in Ucraina**, sia attraverso il canale dei prezzi per via del forte rincaro delle materie prime, sia per il peggioramento delle strozzature all'offerta. **L'impatto dei lockdown in Cina potrebbe non essersi ancora completamente manifestato**, ma dovrebbe appesantire l'attività nei prossimi mesi.

La disaggregazione delle componenti mostra come la flessione più ampia sia stata registrata dalla produzione di beni strumentali (-2,7% m/m), al terzo calo mensile consecutivo, su cui pesa la forte contrazione della produzione di auto con alcune aziende che hanno segnalato l'interruzione dell'attività produttiva per via delle difficoltà nel reperire materiali. In calo anche l'output di beni di consumo non durevoli (-2,3% m/m) e intermedi (-2% m/m). In flessione per il quarto mese la produzione di energia (-1,7% m/m), mentre cresce, seppur modestamente, quella di beni di consumo durevoli (0,8% m/m). **Tra le principali economie la contrazione più ampia è stata registrata in Germania** (-5% m/m), dove il peso del settore auto e il grado di internazionalizzazione delle filiere produttive sono più elevati. In calo anche la produzione in Spagna (-1,8% m/m) e Francia (-0,5% m/m), a fronte di una stagnazione in Italia.

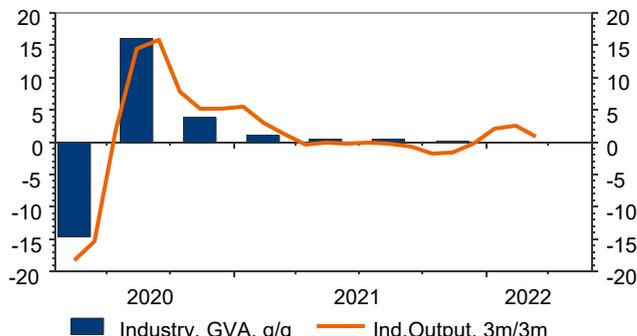
**Nonostante la pesante flessione di marzo l'industria chiude il 1° trimestre in crescita dello 0,9% t/t** contribuendo per circa due decimi alla crescita del valore aggiunto a inizio 2022. **Il dato lascia però una pesante eredità statistica negativa sul trimestre in corso, per il quale vediamo una contrazione dell'output manifatturiero**. I primi dati reali ad alta frequenza, come quelli relativi al traffico di mezzi pesanti in Germania e all'utilizzo di gas nel settore industriale in Italia, sono infatti coerenti con un'attività debole anche ad aprile, mentre gli indicatori anticipatori suggeriscono che difficilmente assisteremo a una significativa riaccelerazione nei mesi successivi. **Nel 2° trimestre la manifattura dovrebbe quindi frenare il PIL**. Nel nostro scenario centrale, durante la primavera **il recupero post-pandemico dei servizi potrebbe riuscire a compensare la frenata manifatturiera e permettere all'economia dell'Eurozona di evitare una contrazione**, ma i rischi, come emerge dalla pesante flessione della fiducia dei consumatori tra marzo e aprile e dai più recenti sviluppi sulle forniture di gas, sono verso il basso. **Nel 2° trimestre il ritmo di crescita congiunturale del PIL potrebbe quindi risultare circa stabile rispetto allo 0,2% registrato a inizio 2022**.

**Area euro cala la produzione industriale a marzo**



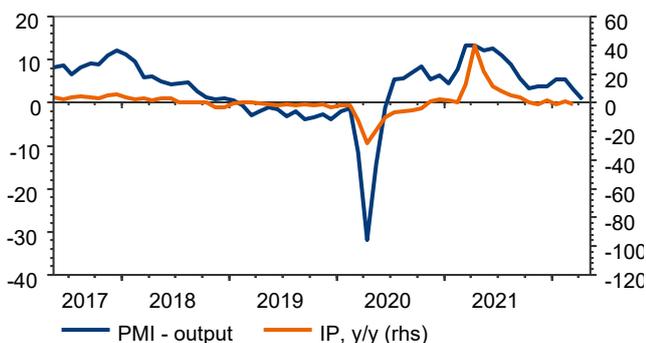
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Torna a crescere l'industria nel 1° trimestre ma il crollo di marzo lascia una pesante eredità statistica sulla primavera**



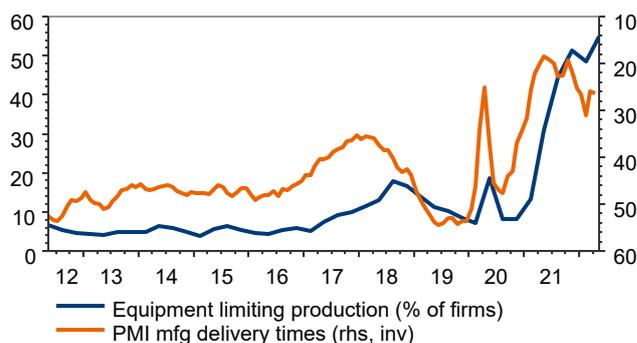
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Difficilmente assisteremo ad una significativa riaccelerazione nei prossimi mesi**



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

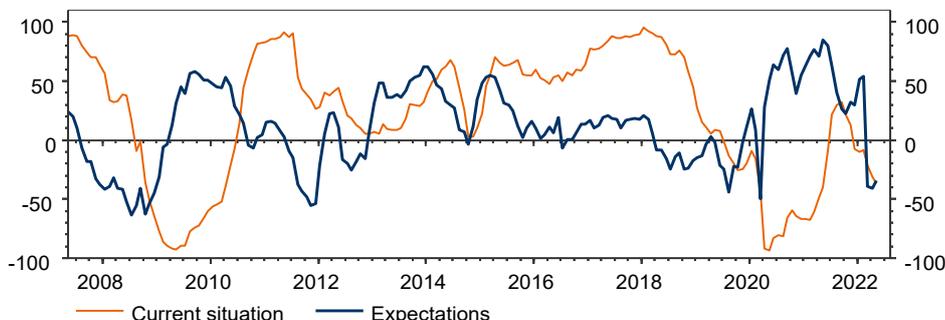
**Il conflitto in Ucraina e i lockdown in Cina non potranno non contribuire ad un nuovo peggioramento dei vincoli all'offerta**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global, Commissione Europea GD Ecofin

**Germania.** L'indice **ZEW** di maggio ha registrato un lieve miglioramento a -34,3 punti da -41 di aprile. Ad ogni modo, il dato rimane ben al di sotto della media storica (22,7). L'indicatore sulla situazione corrente è calato per il terzo mese consecutivo, a -36,5 da -30,8 precedente, anticipando una probabile contrazione del PIL nel 2° trimestre. Dall'indagine di questo mese è emerso anche un calo delle aspettative di inflazione nell'Eurozona (-36,5 punti rispetto ad aprile, a -10,6).

**ZEW: minor pessimismo prospettico, ma peggiorano le condizioni correnti**



Fonte: ZEW

**Germania.** La **stima finale** ha confermato che l'**inflazione** nazionale ad aprile è salita da 7,3% a 7,4% a/a, e quella armonizzata da 7,6% a 7,8%, toccando il massimo dalla riunificazione. 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 l'aumento sono i prezzi dei servizi (3,2% da 2,8% precedente), spinti al rialzo dalla componente manutenzione e riparazione di abitazioni ed edifici residenziali (12,2%), dei veicoli (6,1%) e degli alimentari (8,6% a/a e 3,6% m/m); i rincari maggiori sono stati registrati da oli alimentari (27,3% a/a), carne e derivati (11,8%) e verdure (9,3%). L'inflazione energetica segna una battuta d'arresto, pur restando su valori elevati (35,3% a/a): il prezzo del gasolio da riscaldamento è salito del 98,6% rispetto un anno fa, i carburanti e il gas naturale del 38,5% e 47,5% rispettivamente. La componente core (al netto di energia e alimentari) sull'indice nazionale è cresciuta del 3,8% a/a. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi sopra il 7% sull'indice armonizzato, in un contesto di ampia incertezza.

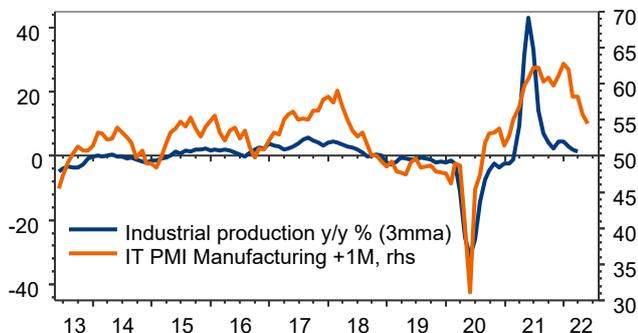
**Italia. A marzo, la produzione industriale è rimasta stabile**, mentre era attesa una significativa correzione dopo l'ampio rimbalzo di febbraio (4% m/m). La crescita tendenziale resta robusta, al 3%, dopo il 3,4% (rivisto al rialzo di un decimo) di febbraio, anche se **il confronto annuo è viziato dal fatto che nel mese di marzo del 2021 erano in vigore ancora significative restrizioni** alle attività economiche e alla mobilità (nella seconda metà del mese di marzo, mezza Italia era in "zona rossa"). **L'unico tra i principali macro settori a mostrare una correzione nel mese è quello dei beni intermedi** (-0,7% m/m, dopo il 3,5% di febbraio), mentre la produzione è cresciuta ulteriormente nel comparto dei beni di consumo e in quello dei beni strumentali (1% dal 5,3% di febbraio, e 0,4% dal 2,8% m/m, rispettivamente). L'output nel settore energetico ha mostrato una accelerazione a 2,7% m/m (dallo 0,9% precedente). Su base annua, i beni di consumo sono trainanti (8,1%), mentre i beni intermedi sono in calo (-0,4% a/a corretto per gli effetti di calendario). **Nel confronto annuo, il settore più brillante è quello tessile (15% a/a), che però era tra i comparti che avevano sofferto di più durante la crisi pandemica** (il livello dell'indice destagionalizzato resta del 6% inferiore rispetto a febbraio 2020). Fanno segnare progressi superiori al 7% annuo anche computer ed elettronica, macchinari e industrie alimentari. Viceversa, restano in calo tendenziale le attività estrattive, i mezzi di trasporto, il settore metallurgico e gomma e plastica.

Nel 1° trimestre, la produzione industriale è calata di -0,9% t/t: in pratica, **l'industria in senso stretto sembra essere stata pressoché interamente responsabile del calo del PIL di -0,2%** visto nei primi tre mesi dell'anno. Purtroppo, pensiamo che la crisi geopolitica internazionale non abbia ancora dispiegato appieno i suoi effetti sull'attività industriale: il settore potrebbe frenare il PIL almeno per tutto il primo semestre dell'anno (ma non si può escludere un impatto più prolungato se il conflitto in Ucraina dovesse persistere). Inoltre, come suggerito dalle indagini, le imprese sembrano considerare l'impennata dei prezzi delle materie prime come temporanea, e non stanno prezzando uno scenario di possibile razionamento dell'energia. **Gli indicatori ad alta frequenza, come il consumo di gas a uso industriale, segnalano che l'attività produttiva potrebbe essersi contratta già ad aprile.** In ogni caso, **l'Italia resta l'unico tra i 4 principali Paesi dell'Eurozona ad aver più che recuperato i livelli di produzione industriale pre-pandemici (+2,7% rispetto ai livelli di febbraio 2020**, contro un -1,4% in Spagna, un -5,4% in Francia e un -9,4% in Germania). La causa è probabilmente da ricercarsi nella minore quota della catena produttiva basata in Asia e nell'Europa dell'Est (le aree in cui si stanno verificando i maggiori problemi nelle forniture), nonché del minore peso del settore automotive in % del valore aggiunto totale nell'industria.

Nel complesso, **il dato di marzo è stato migliore del previsto, ma continuiamo a pensare che i rischi sull'attività economica, specie nel caso in cui la UE decida un embargo sull'import energetico dalla Russia, siano verso il basso.** Il nostro scenario di base vede un PIL in crescita del 3% quest'anno, ma non si possono escludere evoluzioni meno ottimistiche: il nostro scenario di rischio nel caso in cui il conflitto si protragga ancora per mesi (con la conseguenza di maggiori interruzioni nelle catene globali del valore, ulteriore repricing dei mercati finanziari e maggiore

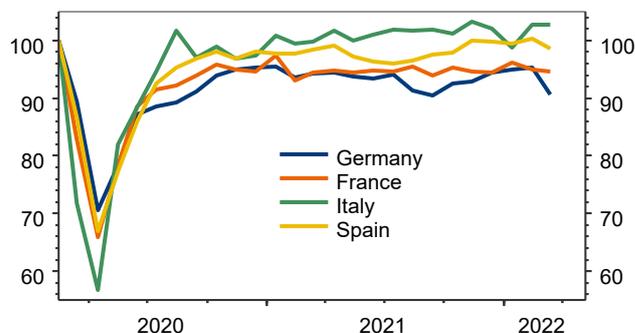
incertezza, pur senza assumere un razionamento dell'energia) vede un PIL verso il 2,3% in media annua nel 2022.

**Tiene la produzione industriale a marzo, ma le indagini segnalano un peggioramento delle prospettive**



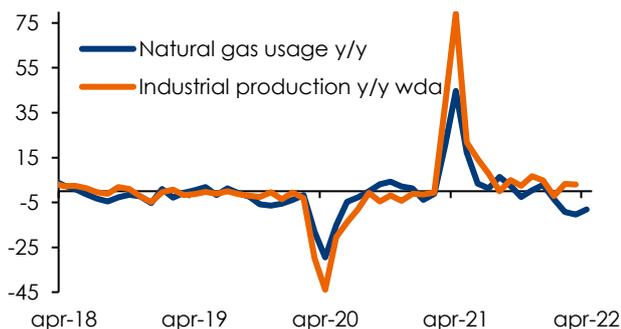
Fonte: Istat, S&P Global, Intesa Sanpaolo

**L'Italia è l'unico tra i 4 principali Paesi dell'Eurozona ad avere più che recuperato i livelli pre-pandemici di produzione industriale**



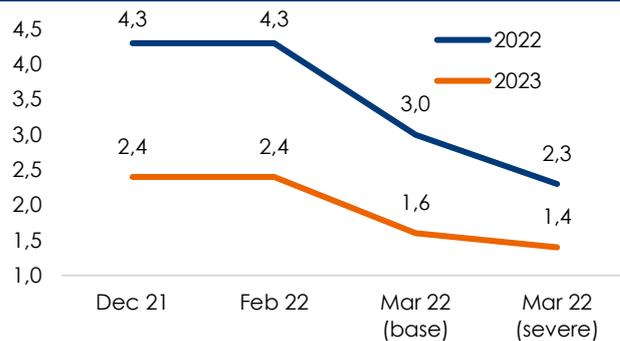
Nota: Febbraio 2020=100. Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

**Gli indicatori ad alta frequenza, come il consumo di gas a uso industriale, segnalano che l'attività produttiva potrebbe essersi contratta ad aprile**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Terna

**Nel caso di un protrarsi del conflitto, il PIL quest'anno potrebbe crescere di 2,3% anziché del 3% come nello scenario di base**



Nota: lo scenario "severo" presuppone una reazione più forte dei prezzi dell'energia e maggiori effetti di second-round, interruzioni nelle catene globali del valore, tensioni geopolitiche più pronunciate che causano un più ampio repricing dei mercati finanziari e un'incertezza più persistente. Fonte: Intesa Sanpaolo

**Francia.** La **seconda lettura** ha confermato 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 tempestivi 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 principalmente dall'accelerazione a 3% da 2,3% registrata nei servizi (con i trasporti che hanno visto una forte crescita al 15,7% dal 6,1% di marzo) e dall'aumento dei beni alimentari (a 3,8% da 2,9% precedente), in salita malgrado il calo tendenziale degli alimentari freschi (a 7,1% da 7,6%); anche i beni manufatti hanno visto un'accelerazione a 2,6% a/a da 2,1% precedente, guidata soprattutto dall'abbigliamento. Ad aprile, è calata l'inflazione energetica (-2,5% m/m e 26,5% a/a): i prezzi della benzina e del diesel sono scesi rispettivamente da 43,5% a/a a 34% e da 43,6% a/a a 34,3%, grazie alle agevolazioni introdotte dal Governo. In media annua, l'inflazione dovrebbe sfiorare il 5% (sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli decisamente inferiori alla media Eurozona.

## Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Exports (YoY)	Apr	14.7		% 3.2	3.9
Imports (YoY)	Apr	-0.1		% -3.0	0.0
Trade Balance USD	Apr	47.38	Bn \$	50.65	51.12
CPI (MoM)	Apr	0.0		% 0.2	0.4
CPI (YoY)	Apr	1.5		% 1.8	2.1
PPI (YoY)	Apr	8.3		% 7.7	8
M2 Money Supply (YoY)	Apr	9.7		% 9.9	10.5
New Yuan Loans	Apr	3130.0	Bn CN ¥	1515.0	645.4
Total Social Financing	Apr	4650.0	Bn CN ¥	2150.0	910.2

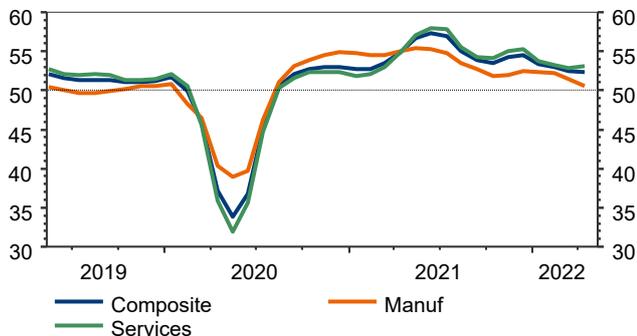
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

In aprile il rallentamento del **commercio estero** è stato molto marcato, anche se inferiore alle attese di consenso, in parte a causa degli effetti del lockdown prolungato di Shanghai e dei conseguenti problemi logistici e in parte a causa del rallentamento della domanda mondiale evidenziato dal calo degli ordini esteri non solo in Cina ma anche in importanti partner commerciali come Eurozona, Giappone e Corea. La dinamica delle **esportazioni**, dopo quasi un anno di crescita tendenziale a due cifre, è rallentata da 14,7% a/a in marzo a 3,9% a/a in aprile (consenso Bloomberg: 2,7% a/a). Il rallentamento dell'export, che ha riguardato soprattutto i prodotti dell'elettronica, è stato molto marcato verso i tre maggiori Paesi dell'area euro (da 20,1% a/a in marzo a 2,2% a/a in aprile), mentre è stato più moderato verso gli USA (da 22,4% a/a in marzo a 9,4% in aprile); l'export verso il Giappone è risultato in calo del 9,4% a/a. La dinamica delle **importazioni** è stata invece piatta rispetto al marginale calo di -0,1% a/a nel mese di marzo e alle attese di consenso di una flessione di -3% a/a. Sono scese in particolare le importazioni dai 3 principali Paesi dell'area euro (-15,8% in aprile dopo il -10,8% a/a di marzo) e dal Giappone (-15,1% a/a in aprile da -9,8% a/a in marzo). Il calo dell'import dagli Stati Uniti è stato più contenuto (-1,2% a/a) mentre sono saliti gli acquisti dall'area ASEAN6 (+3,2% a/a). I dati in volume segnalano un calo rispetto al mese precedente delle materie prime industriali ed energetiche e soprattutto dei circuiti integrati.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è salita da 1,5% a/a in marzo a 2,1% a/a in aprile, superando le attese di consenso (Bloomberg: 1,8% a/a), trainata verso l'alto dagli aumenti dei prezzi nel comparto alimentare (0,9% m/m e 1,9% a/a in aprile, dopo quattro mesi di cali tendenziali), dei trasporti (da 5,8% a/a in marzo a 6,5% a/a in aprile), in particolare dei carburanti (da 24,1% a/a in marzo a 28,4% a/a in aprile) e, in misura minore, dei servizi alla famiglia. Il rallentamento dell'inflazione negli altri comparti, in particolare dei servizi turistici e culturali, ha determinato una diminuzione dell'**inflazione core** da 1,1% a/a in marzo a 0,9% a/a in aprile. L'inflazione dei **prezzi alla produzione** è scesa da 8,3% a/a in marzo a 8% in aprile, grazie a un rallentamento della dinamica mensile e a un effetto base ancora molto favorevole che permarrà nei prossimi sei mesi, favorendo un ulteriore calo. L'inflazione dei prezzi alla produzione è stata spinta al ribasso da una decelerazione dei prezzi nel comparto dei beni manufatti e da un ritorno in territorio negativo dell'inflazione dei beni di consumo durevoli dopo cinque mesi di aumenti. L'inflazione è vista in crescita nei prossimi mesi anche a causa di un effetto base sfavorevole, ma la debolezza della domanda interna dovrebbe contenere il picco al di sotto del 3,5% alla fine del 3° trimestre.

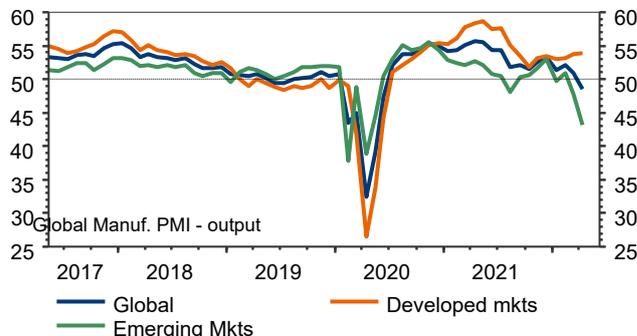
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



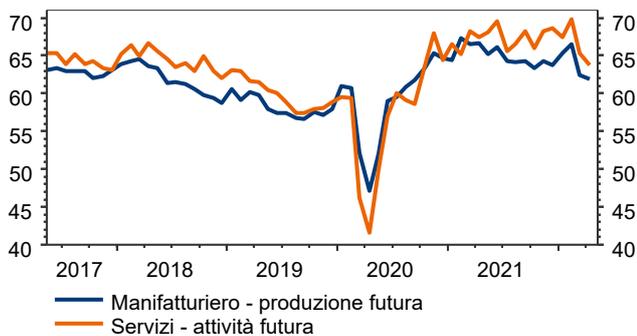
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



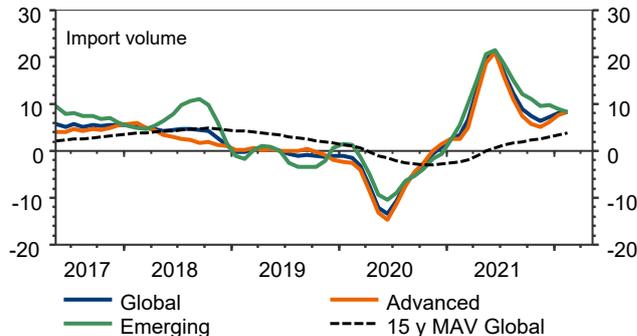
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



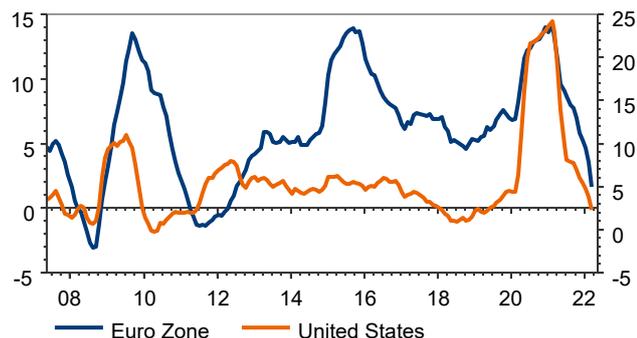
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



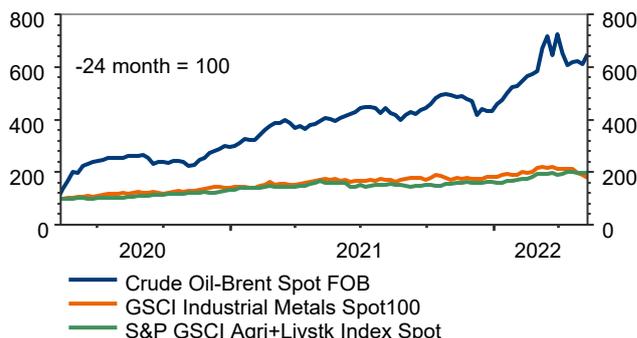
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

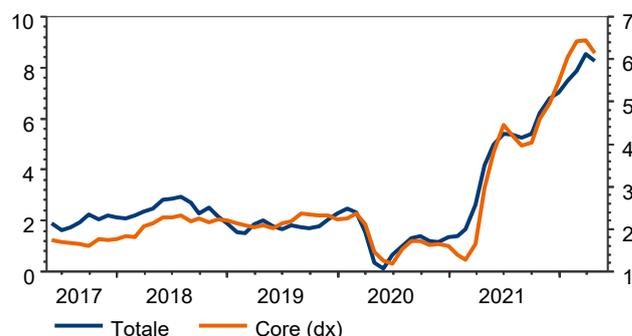
## Stati Uniti

## Indagini ISM



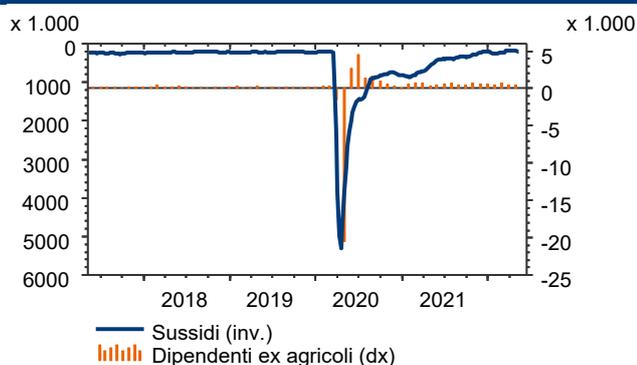
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



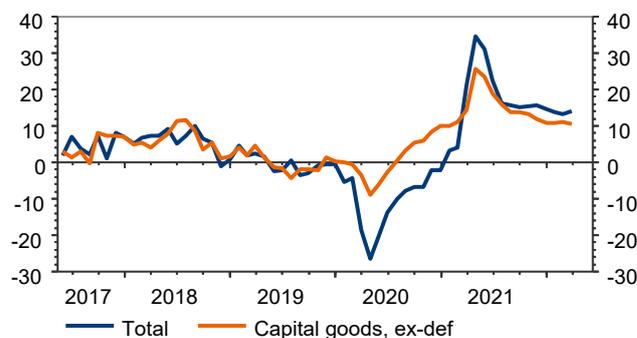
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

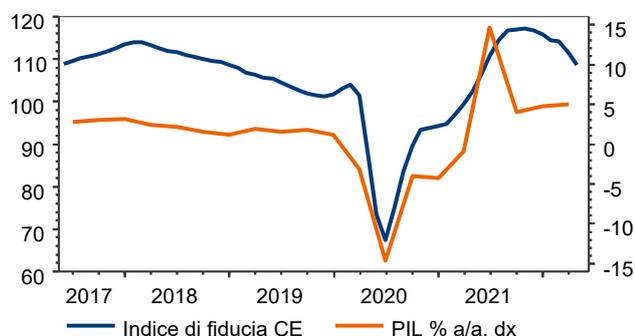
## Previsioni

	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	2.7	2.9	1.8				
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	-1.4	3.1	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	0.1	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-0.7	0.8	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	7.1	3.2	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	7.9	7.0	5.8				
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

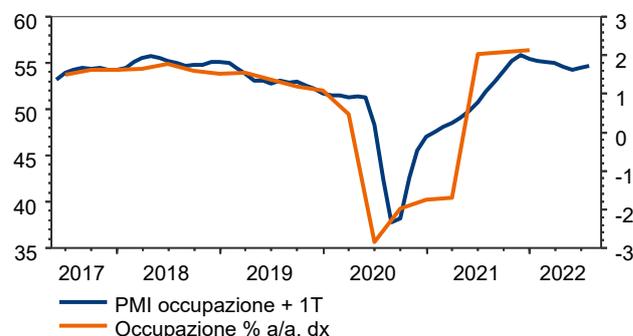
## Area euro

## PIL



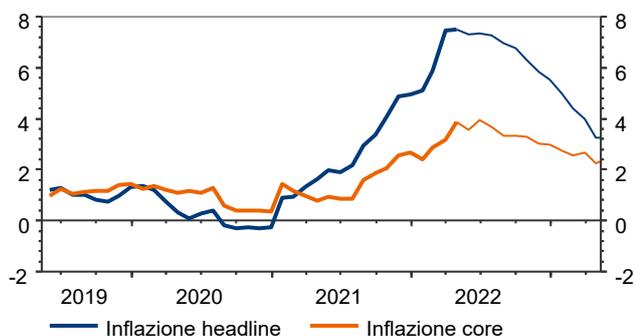
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	1.7
- t/t				-0.1	2.2	2.2	0.3	0.2	0.3	0.7	0.5
Consumi privati	3.5	3.1	1.5	-2.3	3.9	4.4	-0.3	-0.2	0.1	0.5	0.4
Investimenti fissi	4.2	4.1	3.2	0.0	1.5	-1.1	3.4	0.6	0.7	0.8	0.7
Consumi pubblici	3.9	2.8	1.9	-0.4	2.1	0.3	0.5	0.6	0.9	0.6	0.5
Esportazioni	11.0	5.5	3.1	1.3	2.8	1.8	2.8	0.8	0.4	1.0	0.7
Importazioni	8.7	7.0	3.3	1.2	3.2	1.5	4.6	1.0	0.5	0.8	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.1	0.4	1.1	-0.5	-0.1	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.1
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	0.0	2.7	4.7	23.2	6.0	0.2	-0.3	-1.6	0.1	1.6
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	-0.23	0.78	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.42	-0.12	0.14

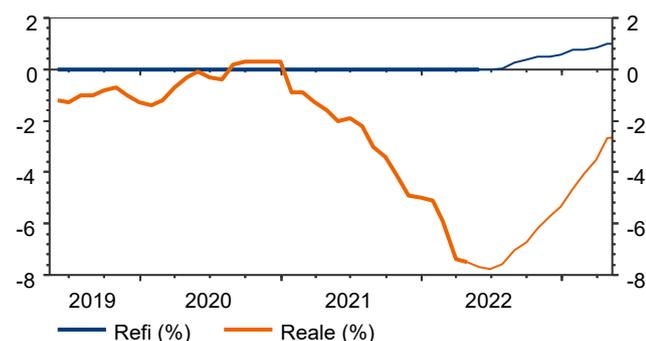
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	12/5	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.50	0.75	1.00
Euribor 1m	-0.56	-0.58	-0.53	<b>-0.55</b>	-0.52	-0.09	0.11	0.36
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	<b>-0.40</b>	-0.39	0.03	0.20	0.45

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

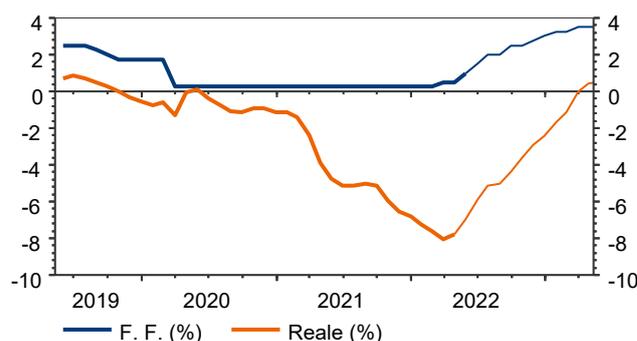


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	12/5	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>1.29</b>	1.34	2.29	2.99	3.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

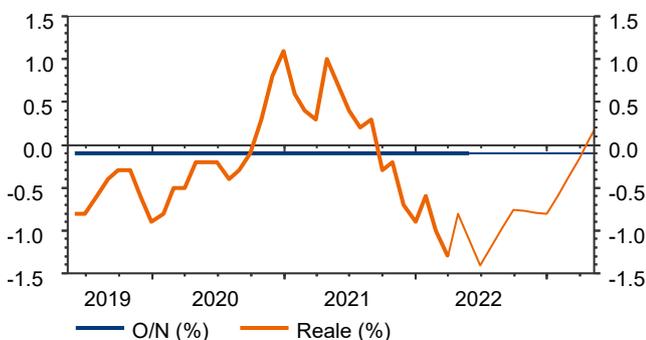


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	12/5	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

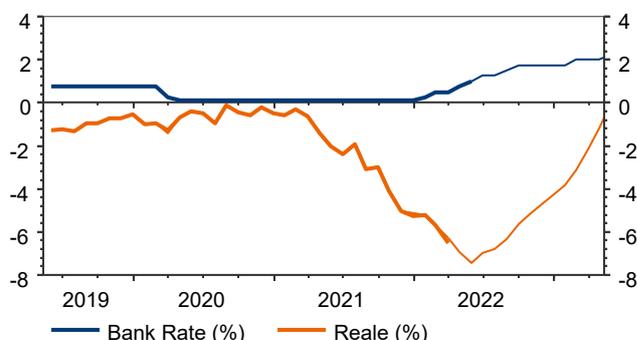


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	12/5	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>1.24</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	13/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.21	1.14	1.14	1.08	<b>1.0382</b>	1.03	1.07	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	107	110	114	116	126	<b>128.93</b>	132	131	130	128	126
GBP/USD	1.22	1.40	1.34	1.36	1.30	<b>1.2178</b>	1.22	1.28	1.33	1.36	1.40
EUR/CHF	1.05	1.10	1.06	1.06	1.01	<b>1.0390</b>	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	116	132	131	132	136	<b>133.86</b>	135	140	144	145	149
EUR/GBP	0.88	0.86	0.86	0.84	0.83	<b>0.8523</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
---------------	-------	---------------------------------