

Weekly Economic Monitor

Il punto

Stati Uniti – Lo scenario economico del 2022 rimane positivo, ma la guerra all'inflazione farà dei feriti in campo macro dal 2023 in poi. La crescita americana rimane solida nonostante i segnali hawkish della Fed e la turbolenza dei mercati. L'aggiustamento delle variabili economiche, sia reali sia nominali, come sempre, richiederà tempo. Nei prossimi trimestri, la domanda finale domestica dovrebbe continuare a trainare l'espansione dell'attività, mantenendo elevate le pressioni sui salari e sui prezzi. La necessità di frenare la domanda e i ritardi nella trasmissione della politica monetaria, anche nella nuova era della *forward guidance*, costringeranno la Fed a generare un rallentamento che, se pure definito "softish" da Powell, sarà molto probabilmente doloroso.

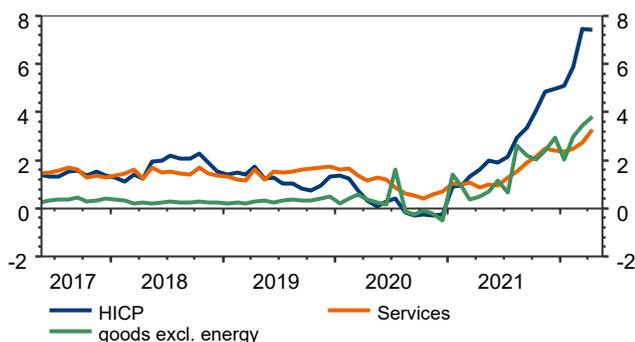
Il congelamento delle riserve valutarie russe negli Stati Uniti e in Europa potrebbe favorire la sostituzione di dollaro ed euro con il renminbi nelle riserve valutarie mondiali, oppure spingere il sistema monetario verso un assetto multipolare? La riduzione della quota di dollaro ed euro riflette la minore diffusione dei meccanismi di cambio fisso e una maggiore opportunità di diversificazione, oltre che lo spostamento dei flussi commerciali. La diversificazione continuerà, ma la direzione potrebbe cambiare nel tempo. Il renminbi continua a essere penalizzato dall'incompleta modernizzazione del suo sistema finanziario.

I market mover della settimana

In **area euro** le indagini congiunturali di maggio (PMI, Ifo tedesco e indici Insee in Francia e Istat in Italia) dovrebbero confermare la divergenza tra manifattura e servizi, in relazione agli effetti del conflitto da una parte e al minor rischio sanitario dall'altra. Non ci attendiamo revisioni dalla seconda stima del PIL tedesco, mentre la Commissione Europea dovrebbe confermare l'annunciata proroga della Clausola di Salvaguardia del Patto di Stabilità anche nel 2023.

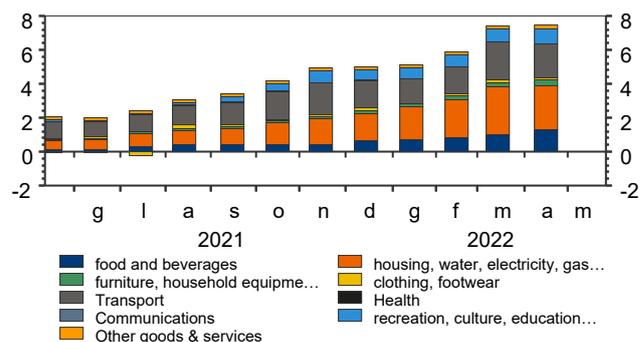
I dati in uscita questa settimana negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare lo scenario di crescita positiva dei consumi e dell'attività delle imprese, in un contesto di persistenti pressioni sui prezzi. I PMI flash di maggio dovrebbero mantenersi in territorio espansivo. Fra i dati di aprile, gli ordini di beni durevoli, i consumi e il reddito personale sono attesi in rialzo, mentre le vendite di case nuove dovrebbero calare sulla scia dei prezzi elevati e del rialzo dei tassi sui mutui. Il deflatore dei consumi core è previsto in aumento più contenuto rispetto al CPI core, senza però modificare il quadro di aumenti dei prezzi sempre ampi e diffusi. Infine, la seconda stima del PIL del 1° trimestre dovrebbe registrare una revisione verso l'alto dei consumi. Dalla Fed, i verbali della riunione di maggio saranno importanti per chiarire la distribuzione del consenso riguardo alla velocità dei rialzi e alle condizioni previste per passare da aumenti di 50pb in estate a interventi "misurati" da 25pb nella parte finale dell'anno.

Nell'area dell'euro, l'inflazione accelera sia per i beni, sia per i servizi...



Fonte: Eurostat

...anche se gran parte dell'aumento dell'IPCA è ancora dovuto all'energia



Fonte: Eurostat

20 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

Stati Uniti – Lo scenario economico del 2022 rimane positivo, ma la guerra all'inflazione farà dei feriti in campo macro dal 2023 in poi. La crescita americana rimane solida nonostante i segnali *hawkish* della Fed e la turbolenza dei mercati. L'aggiustamento delle variabili economiche, sia reali sia nominali, come sempre, richiederà tempo. Nei prossimi trimestri, la domanda finale domestica dovrebbe continuare a trainare l'espansione dell'attività, mantenendo elevate le pressioni sui salari e sui prezzi. La necessità di frenare la domanda e i ritardi nella trasmissione della politica monetaria, anche nella nuova era della *forward guidance*, costringeranno la Fed a generare un rallentamento che, se pure definito "softish" da Powell, sarà molto probabilmente doloroso.

- Qual è la rotta dell'economia americana dopo la svolta della politica monetaria? La risposta ovvia è che **la rotta per ora non è cambiata**, dato che l'economia risponde con i "ritardi lunghi e variabili" di friedmaniana memoria anche nell'era della *forward guidance*. Con i tempi richiesti dall'aggiustamento delle variabili reali, vediamo un quadro ancora positivo per la parte centrale del 2022 ma notevolmente più cupo dal 2023 in poi.
- Lo scenario dell'economia reale rimane caratterizzato da **eccesso di domanda** diffuso per beni, servizi e lavoro. Per i **beni**, le strozzature all'offerta prevalgono e sono la coda della pandemia, amplificata dagli effetti della guerra in Ucraina. Per i **servizi e il mercato del lavoro**, lo squilibrio è determinato da una congiunzione di boom di domanda, da un lato, e di offerta insufficiente sul mercato del lavoro, dall'altro. Anche in questo caso, l'eccesso di domanda è in parte il risultato dell'aggiustamento post-pandemico, con il contributo della politica fiscale espansiva del 2020-21. Nella **prima metà del 2022**, la dinamica del PIL resterà frenata da contributi negativi di scorte e canale estero, dando "falsi" segnali di rallentamento, come evidente dalla contrazione del PIL del 1° trimestre. Infatti, la **domanda domestica finale appare ora in accelerazione**, sulla scia del miglioramento delle strozzature dal lato dell'offerta dei beni, segnalato anche dal Global Supply Chain Index della NY Fed e della ripresa dei consumi di servizi.

La minore restrizione all'offerta dovrebbe diventare evidente nel PIL del 2° trimestre, con i **consumi in rafforzamento**, nonostante inflazione elevata, rialzo dei tassi sui mutui in rialzo e calo della fiducia. I dati delle **vendite al dettaglio di marzo e aprile** hanno confermato la ripresa dei consumi di beni, spinta anche dalla maggior disponibilità di auto, e un incremento solido della spesa per i servizi della ristorazione, indicativo del probabile trend degli altri comparti. Il **sostegno alla spesa delle famiglie** viene dalle prospettive favorevoli del mercato del lavoro, dal risparmio accumulato durante la pandemia e dalla ripresa del consumo di servizi. Le famiglie hanno accumulato circa 2 tln di dollari di **risparmio in eccesso** rispetto al periodo pre-pandemico, come evidente dal rapporto depositi/reddito disponibile (Fig. 2). Inoltre, il servizio del debito immobiliare in percentuale del reddito disponibile, a 3,8%, è vicino al minimo storico di 3,5% registrato a fine 2021 lasciando libere risorse finanziarie da utilizzare per i consumi. I **salari nominali** sono in rialzo fra il 5 e il 6% a/a, a seconda della misura considerata, e **in termini reali sono cresciuti complessivamente del 2% nel 2020-21** (stime Brookings). L'attuale fase di calo dei salari reali dovrebbe concludersi nella seconda metà dell'anno: prevediamo che il periodo prolungato di correzione del reddito reale dia luogo a un **rallentamento dei consumi dall'estate** in poi. Sulla base delle informazioni disponibili, la crescita dei **consumi** dovrebbe essere compresa fra il 3,5 e il 4% t/t ann. nel 2° trimestre, e rallentare nei trimestri successivi e in misura marcata dal 2023.

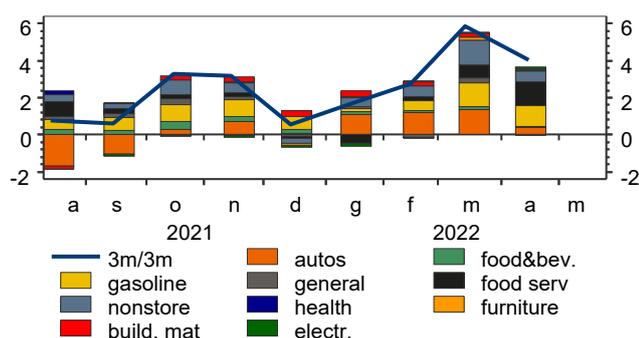
La **produzione industriale** di aprile, in rialzo di 0,9% m/m, ha mostrato una dinamica solida nel manifatturiero (sia auto, sia ex-auto) e nell'estrattivo, indicando che, con un miglioramento delle strozzature all'offerta, la domanda compressa continuerà a spingere l'attività. Gli **investimenti fissi non residenziali** nel 1° trimestre sono cresciuti di 9% t/t ann. e gli indicatori anticipatori sono coerenti con il proseguimento di un trend positivo grazie a tassi reali ancora bassi, domanda finale elevata e accelerazione nell'estrattivo sulla scia del rialzo dei prezzi energetici.

Il settore più direttamente e rapidamente influenzato dalla svolta della Fed è quello dell'**edilizia residenziale**, alla luce del violento rialzo dei tassi sui mutui oltre il 5% (v. Fig. 6) che indica una probabile correzione nel settore. Tuttavia, le condizioni dell'offerta abitativa sono molto diverse rispetto ai cicli passati, in particolare quello della bolla immobiliare, con una carenza di unità disponibili sia per l'acquisto sia per l'affitto e i cantieri ancora lontani dai livelli tipici delle fasi di boom (fig. 5). La quota degli investimenti residenziali sul PIL, a 4,8%, è ben al di sotto del picco di 6,7% del 2005 ed è in linea con la media di lungo termine. Pertanto, la combinazione di mancanza di sovra-investimento e di domanda supportata dai fondamentali rende probabili contrazioni relativamente moderate nella seconda parte del 2022 e nel 2023, con un **contributo negativo alla crescita in media intorno a -1 pp.**

■ La forza della domanda finale e la carenza di offerta di lavoro a nostro avviso manterranno in atto i trend di inizio 2022 per gran parte dell'anno. Gli effetti della restrizione delle condizioni finanziarie cominceranno a emergere sulle variabili reali nella seconda metà del 2022 e dovranno tradursi in **riduzione della domanda di lavoro** e **rallentamento delle variazioni mensili dei prezzi**, processi che richiedono tempo. Le posizioni vacanti, ora a 11,5 mln, dovrebbero complessivamente calare di almeno 3,5 mln, per tornare sul livello pre-pandemico generando, a nostro avviso, un rialzo del tasso di disoccupazione verso il 3,9% nel 2024. Lo stesso Powell ha affermato che il tasso di disoccupazione di equilibrio potrebbe essere aumentato e che in ogni caso sarà "probabilmente ben al di sopra di 3,6%". Per quanto riguarda i prezzi, le indagini presso le imprese e l'esperienza storica segnalano che saranno necessari diversi trimestri per osservare un rallentamento convincente. Questa sarà la parte "dolorosa" dell'aggiustamento economico, ma la Fed ha segnalato la volontà di mantenere la rotta anche a fronte di costi macroeconomici di breve termine per ripristinare la stabilità dei prezzi.

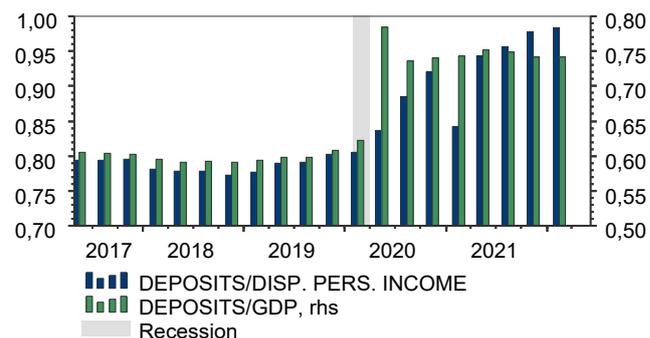
■ La nostra valutazione è che i **rischi di recessione fra il 2023 e il 2024 siano molto elevati**, ben oltre il 50%. L'incertezza riguarda più che altro le caratteristiche della probabile svolta ciclica. **A nostro avviso un "atterraggio morbido" è improbabile.** C'è ancora troppa incertezza per definire i contorni dell'atterraggio, anche ipotizzando una versione "softish" come previsto da Powell. Per ora, lo inseriamo nel nostro scenario prevedendo **una crescita di 2,6%, 1,9% e 1,4% nel 2022, 2023 e 2024 rispettivamente.**

Fig. 1 – Vendite al dettaglio in riaccelerazione con la riduzione delle strozzature all'offerta



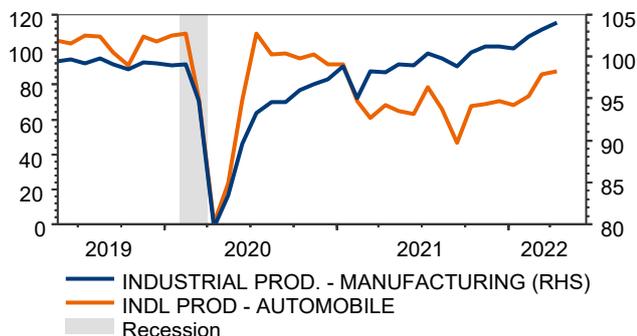
Fonte: Census Bureau

Fig. 2 – Le famiglie hanno accumulato depositi in eccesso rispetto al periodo pre-pandemico



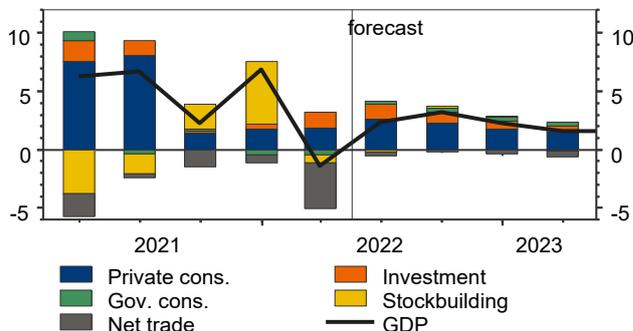
Fonte: Federal Reserve Board, BEA

Fig. 3 – Produzione industriale in graduale ripresa con il miglioramento delle strozzature dell'offerta



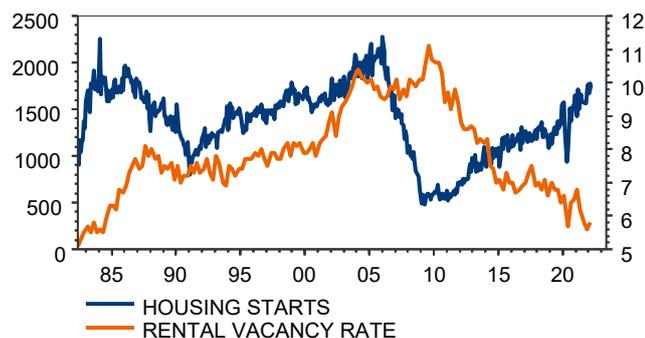
Fonte: Federal Reserve Board

Fig. 4 – Il rallentamento della crescita dovrebbe diventare visibile dalla seconda metà del 2022 e accelerare nel 2023-24



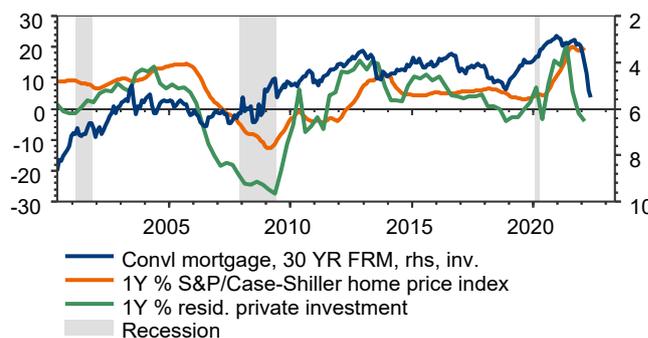
Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il settore immobiliare residenziale ha ancora una carenza fondamentale di unità per acquisto e affitto



Nota: "housing starts" in migliaia di unità ann. Fonte: Census Bureau

Fig. 6 – Il rialzo dei tassi sui mutui avrà un impatto ritardato sui prezzi, ma una parte della correzione degli investimenti è già in atto



Fonte: BEA, Mortgage Bankers Association, Standard&Poor's

Il congelamento delle riserve valutarie russe negli Stati Uniti e in Europa potrebbe favorire la sostituzione di dollaro ed euro con il renminbi nelle riserve valutarie mondiali, oppure spingere il sistema monetario verso un assetto multipolare? La riduzione della quota di dollaro ed euro riflette la minore diffusione dei meccanismi di cambio fisso e una maggiore opportunità di diversificazione, oltre che lo spostamento dei flussi commerciali. La diversificazione continuerà, ma la direzione potrebbe cambiare nel tempo. Il renminbi continua a essere penalizzato dall'incompleta modernizzazione del suo sistema finanziario.

■ Poco dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, Stati Uniti, Unione Europea, Regno Unito, Giappone e altri Paesi hanno proibito le transazioni con la Banca centrale della Federazione Russa, impedendo così a quest'ultima l'accesso a una gran parte delle sue riserve valutarie¹. Tale azione ha indotto alcuni osservatori a ipotizzare che ciò renderà meno appetibile l'uso del dollaro e delle altre maggiori divise di riserva, favorendo la crescita del renminbi e la creazione di un sistema multipolare: un blocco che raccoglierebbe i Paesi

¹ A inizio 2021, un minimo del 47% delle riserve era costituito da crediti nei confronti di Stati Uniti, Germania, Francia, Austria, Regno Unito; la quota effettivamente congelata è probabilmente superiore, includendo anche una parte dell'esposizione a enti sovranazionali e "altri Paesi", alcuni dei quali hanno applicato le sanzioni (per es., Canada, Australia).

democratici, e un altro costituito dalla Cina e da altri Paesi economicamente connessi alla Cina o preoccupati per il rischio di sanzioni finanziarie americane.

- Le statistiche del FMI sulla composizione delle riserve valutarie mostrano **che il ruolo del dollaro si è già molto ridotto nel corso degli ultimi decenni**: la sua quota è calata dal 71% del 2000 al 59% del 2021, anche se rimane più rilevante di quanto la quota del commercio mondiale che coinvolge gli Stati Uniti suggerirebbe. Si noti però che **la quota ceduta dal dollaro è andata dispersa fra euro, sterlina, dollaro canadese, dollaro australiano, renminbi e altre divise minori**: insomma, non è emerso un nuovo "campione" emergente pronto a rimpiazzarlo. Il renminbi (CNY) ha conseguito una penetrazione limitata, nell'ultimo decennio.
- **Il passato declino del dollaro riflette un complesso di fattori**: la minore popolarità dei cambi fissi (la quota di Paesi con ancoraggi al dollaro è calata dal 22,6% al 19,8% fra 2012 e 2020), che implica meno necessità di riserve in dollari, la riduzione della quota di esportazioni mondiali diretta verso gli Stati Uniti e, probabilmente, anche la maggiore liquidità acquisita nel tempo da altre divise. In effetti, un recente studio pubblicato dal FMI² suggerisce che la minore rilevanza del dollaro nelle riserve valutarie **potrebbe riflettere anche gli effetti di politiche di ottimizzazione del valore delle riserve, in un contesto in cui il progresso tecnologico riduce i costi di transazione in divise minori** come CAD o AUD. L'euro, invece, è stato penalizzato dalla frammentazione del suo mercato dei titoli di stato, soprattutto dopo la sconvolgente esperienza della crisi del debito fra il 2010 e il 2012, con l'ondata di declassamenti che ha travolto gli emittenti periferici e introdotto nel gioco il rischio di ridenominazione. Più recentemente, ha inciso sfavorevolmente la politica di tassi negativi e l'ampio programma di acquisti (APP, PEPP).
- In che misura le sanzioni contro la banca centrale russa potrebbero favorire il **CNY**? Come detto, **il suo ruolo è cresciuto nei pagamenti internazionali, pur restando secondario, mentre resta marginale quello come divisa di riserva**. I pronostici favorevoli del periodo successivo la Grande Crisi Finanziaria forse sopravvalutavano i progressi che la Cina avrebbe fatto nello sviluppare gli standard dei suoi mercati finanziari. Una buona divisa di riserva, infatti, deve funzionare efficacemente sia come mezzo di pagamento, sia come riserva di valore; deve essere sostenuta da un mercato ampio e liquido di titoli di stato oltre che, preferibilmente, da uno stato di diritto e da una normativa finanziaria stabile e avanzata. Al momento, il renminbi non offre buona alternativa come divisa internazionale di riserva, malgrado la sua promozione come mezzo di pagamento per l'interscambio commerciale: non è sostenuto da un mercato dei titoli di stato liquido e ampio e l'apertura dei movimenti di capitale non è né irrevocabile né completa³. Inoltre, non è chiaro perché un regime autoritario dovrebbe essere in futuro più riluttante di una democrazia come gli Stati Uniti nell'utilizzare le sanzioni finanziarie come arma di pressione, una volta costituita una propria area di influenza: in pratica, la Cina ha già dimostrato di essere prontissima ad applicare sanzioni commerciali come arma di ritorsione politica⁴. Né è scontato che il regime di Pechino sia disposto a correre i rischi di un'ulteriore apertura dei movimenti di capitale per promuovere tale area di influenza, soprattutto nell'attuale **fase politica di restaurazione del controllo del partito sull'economia**.
- Per tali ragioni, **non sembrano ancora esserci le condizioni per l'instaurarsi di un regime valutario multipolare**. Probabilmente l'erosione della quota del dollaro continuerà, ma non con linearità. L'area di diversificazione potrebbe forse allargarsi, ma incontrerà comunque

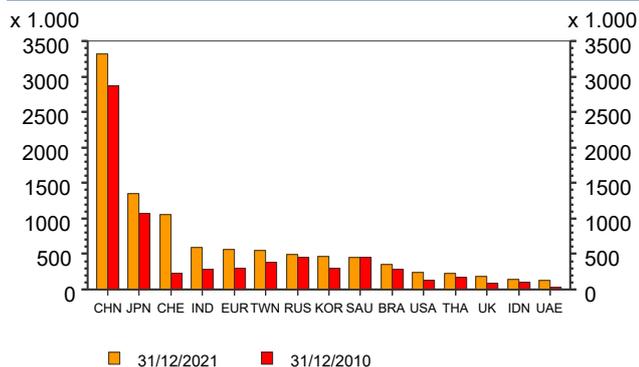
² S. Arslanalp, B. Eichengreen, and C. Simpson-Bell: "The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies", *IMF WP/22/58*.

³ Questo giudizio è ampiamente condiviso: si vedano per esempio le opinioni riportate da Project Syndicate in "[Is the US Dollar's Global Hegemony at Risk?](#)" e il commento di M. Brunnermeier, H. James e J.P. Landau: "[Sanctions and the international monetary system](#)" (VOX EU).

⁴ Nel 2021, la Cina ha imposto dazi proibitivi sulle importazioni di avena e vino dall'Australia come rappresaglia per le critiche al rifiuto di accettare un'inchiesta indipendente sulle origini della pandemia e per le restrizioni a Huawei Technologies.

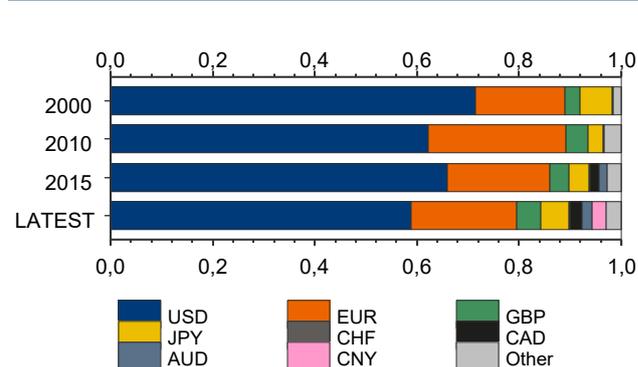
grossi limiti nella scarsa disponibilità di titoli di stato con alto merito di credito fuori dai mercati già interessati negli ultimi anni dal processo. Peraltro, le **condizioni di partenza** contano molto in questo mondo delle divise di riserva. Le 10 aree monetarie con le più grandi riserve valutarie sono Cina, Giappone, Svizzera, India, Eurozona, Taiwan, Russia, Corea, Arabia Saudita e Brasile: la Russia aveva già drasticamente tagliato la quota di dollari nelle sue riserve, e degli altri Paesi soltanto la Cina potrebbe avere l'interesse politico a ridurre la quota di dollari. Ma con più di 3000 miliardi di riserve, qual è ragionevolmente lo spazio di diversificazione fuori da mercati ampi e liquidi come dollaro ed euro?

Le aree monetarie con le maggiori riserve valutarie (mld di dollari)



Fonte: FMI - COFER

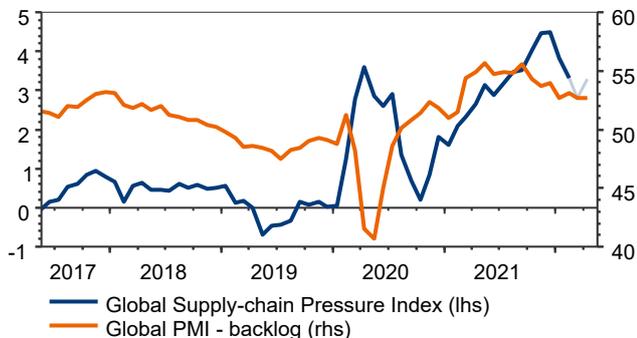
Composizione delle riserve valutarie allocate 2000-21



Fonte: FMI - COFER

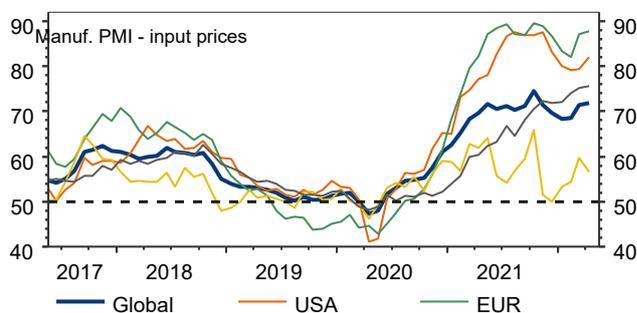
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



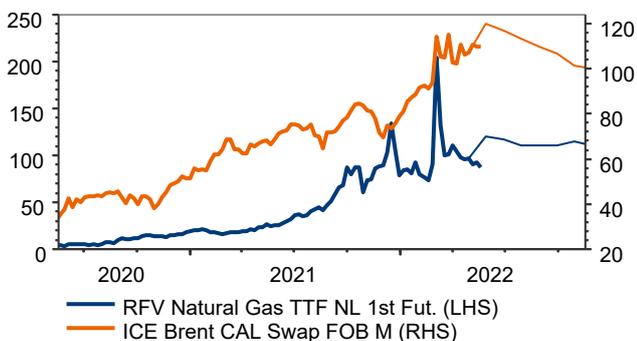
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



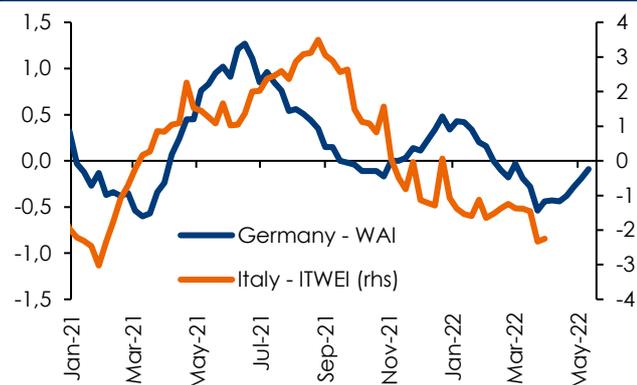
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



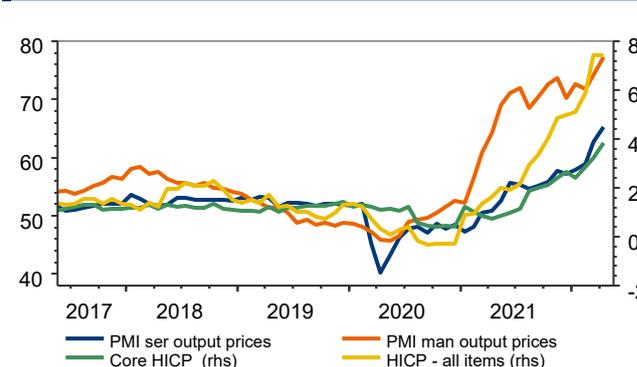
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports. EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna

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** le indagini congiunturali di maggio (PMI, Ifo tedesco e indici Insee in Francia e Istat in Italia) dovrebbero confermare la divergenza tra manifattura e servizi, in relazione agli effetti del conflitto da una parte e al minor rischio sanitario dall'altra. Non ci attendiamo revisioni dalla seconda stima del PIL tedesco, mentre la Commissione Europea dovrebbe confermare l'annunciata proroga della clausola di salvaguardia del Patto di Stabilità anche nel 2023.

I dati in uscita questa settimana negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare lo scenario di crescita positiva dei consumi e dell'attività delle imprese, in un contesto di persistenti pressioni sui prezzi. I PMI flash di maggio dovrebbero mantenersi in territorio espansivo. Fra i dati di aprile, gli ordini di beni durevoli, i consumi e il reddito personale sono attesi in rialzo, mentre le vendite di case nuove dovrebbero calare sulla scia dei prezzi elevati e del rialzo dei tassi sui mutui. Il deflatore dei consumi core è previsto in aumento più contenuto rispetto al CPI core, senza però modificare il quadro di aumenti dei prezzi sempre ampi e diffusi. Infine, la seconda stima del PIL del 1° trimestre dovrebbe registrare una revisione verso l'alto dei consumi. Dalla Fed, i verbali della riunione di maggio saranno importanti per chiarire la distribuzione del consenso riguardo alla velocità dei rialzi e alle condizioni previste per passare da aumenti di 50pb in estate a interventi "misurati" da 25pb nella parte finale dell'anno.

Lunedì 23 maggio

Area euro

- **Area euro.** La **Commissione Europea** presenterà il Pacchetto di Primavera nella cornice del Semestre Europeo per il coordinamento delle politiche economiche. Quest'anno non verranno aperte procedure di deficit eccessivo, e sarà confermata l'annunciata proroga dell'applicazione della Clausola di Salvaguardia del Patto di Stabilità e Crescita anche per il 2023.
- **Germania.** L'indice **Ifo** di maggio potrebbe variare solo marginalmente, a 92 da 91,8 precedente, ancora su livelli coerenti con una contrazione del PIL nel 2° trimestre. L'indagine di questo mese nell'industria dovrebbe cominciare a risentire degli effetti dei lockdown cinesi. Le aspettative sono viste in lieve miglioramento a 87,5 da 86,7, mentre le valutazioni sulla situazione corrente potrebbero mostrare una sostanziale stabilità a 97 da 97,2 di aprile. La Germania, tra i Paesi più esposti agli effetti della crisi geopolitica, potrebbe mostrare anche quest'anno una crescita inferiore alla media dell'Eurozona (1,6% contro il 2,8%, nelle nostre stime).

Martedì 24 maggio

Area euro

- **Area euro.** L'indice **PMI composito** potrebbe tornare a calare leggermente a maggio dopo l'inatteso miglioramento di aprile, stimiamo a 55,6 da un precedente 55,8. Il peso dello shock energetico e gli effetti del conflitto e dei lockdown cinesi dovrebbero riflettersi soprattutto sul settore industriale. Il PMI manifatturiero dovrebbe calare a 54,7 da 55,5: l'indagine potrebbe riportare un allungamento dei tempi di consegna, mentre la componente relativa alla produzione potrebbe tornare al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da giugno 2020. I servizi dovrebbero invece continuare a beneficiare del recupero post-pandemico dell'attività, con l'indice relativo stabile a 57,7 dopo il forte incremento registrato in aprile. Gli indici nazionali dovrebbero confermare la migliore performance dell'economia francese rispetto a quella tedesca.
- **Francia.** Insee pubblica il dato relativo alla **fiducia delle imprese** per il mese di maggio. Il morale nell'industria è atteso in calo di due punti a 104, ancora al di sopra della media di lungo periodo. Il manifatturiero – dopo il parziale recupero di aprile – potrebbe riportare la contrazione più ampia, da 108 a 105. Lo spaccato dovrebbe segnalare un saldo di opinioni negativo in particolare circa produzione passata e futura e prezzi di vendita attesi, a fronte

di crescenti difficoltà di approvvigionamento e prezzi delle materie prime ancora elevati. Il dato relativo alle costruzioni dovrebbe risultare circa stabile, a fronte di un progresso nei servizi.

Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero** flash di maggio è previsto in calo a 57,5 da 59,2 di aprile. Il settore rimane in espansione diffusa alla maggior parte dei comparti, con una ripresa significativa del segmento auto, grazie anche al ridimensionamento delle strozzature all'offerta. Nei **servizi**, l'indice dovrebbe migliorare a 56,5 da 55,6 di aprile. Gli indici di prezzo dovrebbero mantenersi su livelli storicamente elevati, sia per i prezzi pagati sia per quelli ricevuti.
- Le **vendite di case nuove** ad aprile sono attese a 755 mila da 763 mila di marzo. Il settore immobiliare residenziale riflette ora anche il freno derivante dal significativo aumento dei tassi sui mutui. Tuttavia, la domanda rimane forte e le vendite saranno anche sostenute dal completamento delle costruzioni iniziate nel 2° semestre del 2021.

Mercoledì 25 maggio

Area euro

- **Germania.** La **stima finale** dovrebbe confermare la crescita poco più che stagnante del **PIL** nel 1° trimestre (0,2% t/t); la variazione tendenziale è stimata in 3,7% a/a (dato corretto per gli effetti di calendario). Dal lato della domanda, i consumi privati dovrebbero aver registrato una leggera crescita, mentre gli investimenti in impianti e macchinari sono attesi in contrazione rispetto al trimestre precedente. Dal lato dell'offerta, ci aspettiamo un contributo alla crescita maggiore dei servizi rispetto all'industria, penalizzata dagli effetti del caro energia. Nel nostro scenario centrale il PIL dovrebbe registrare una crescita intorno all'1,6% nel 2022, ma i rischi al ribasso sono ancora significativi.
- **Francia.** La **fiducia dei consumatori** a maggio è attesa in calo di un punto a 87, sui livelli più bassi da dicembre 2018, ampiamente al di sotto della media di lungo periodo. Sul morale delle famiglie dovrebbe incidere negativamente una rinnovata percezione di prezzi futuri in crescita e minori intenzioni di acquisto, a fronte di timori di disoccupazione circa stabili (su livelli storicamente molto bassi) e standard di vita futuri in moderato recupero.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** ad aprile (prel.) dovrebbero proseguire sul sentiero positivo dei mesi scorsi, con una variazione di 0,6% m/m, grazie anche alla componente volatile dell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti gli ordini sono previsti in rialzo di 0,4% m/m, dopo 1,2% m/m di marzo. Ordini e consegne di beni capitali ex-difesa dovrebbero dare ulteriori indicazioni positive per la dinamica degli investimenti fissi non residenziali anche nel 2° trimestre, dopo 9,2% t/t ann. visto a inizio anno.
- L'evento della settimana è la pubblicazione dei **verbali della riunione FOMC** di maggio. Il documento dovrebbe dare indicazioni sul nuovo scenario di crescita e inflazione che probabilmente verrà incorporato nell'aggiornamento delle proiezioni a giugno, con inflazione più elevata su tutto l'orizzonte e tasso di disoccupazione probabilmente più basso a fine 2022 e rivisto verso l'alto nel 2023 e 2024. I verbali dovrebbero evidenziare anche la distribuzione del consenso riguardo alla velocità dei rialzi e alle condizioni richieste per ridurre il ritmo di aumento dei fed funds dai 50pb previsti per giugno e luglio verso incrementi "misurati" di 25pb. Potrebbe anche emergere il dibattito relativo all'eventuale entrata dei tassi in territorio restrittivo e al livello dei tassi neutrali. Alla luce delle dichiarazioni hawkish di Powell, difficilmente i verbali daranno sorprese in tale direzione.

Giovedì 26 maggio**Area euro**

- **Italia.** A maggio, la **fiducia di famiglie e imprese** potrebbe migliorare lievemente: il morale dei consumatori è visto a 100,5 da 100 precedente, sulla scia di un possibile parziale ridimensionamento delle attese di inflazione (anche grazie ai recenti interventi calmieranti del Governo). L'indice composito di fiducia delle aziende è visto a 105,8 da 105,5 di aprile: si dovrebbe vedere un recupero nei servizi a fronte di un deterioramento nell'industria (stimiamo a 109,3 da 110 di aprile).

Stati Uniti

- La seconda stima del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe mostrare una marginale revisione verso l'alto, a -1,2% t/t ann. da -1,4% t/t ann. della lettura *advance*, grazie a revisioni positive dei consumi. La contrazione della crescita di inizio anno rimane spiegata dalle ampie flessioni di scorte e canale estero.

Venerdì 27 maggio**Stati Uniti**

- La **spesa personale** ad aprile è prevista in aumento di 0,8% m/m, dopo 1,1% m/m di marzo. Le vendite al dettaglio del mese scorso hanno registrato un ampio rialzo, spinto dalle auto e dalla maggior parte dei principali capitoli, con l'eccezione della benzina. I consumi dovrebbero essere sostenuti anche dall'accelerazione dei servizi in una fase di normalizzazione della loro quota sul totale della spesa delle famiglie. Il **reddito personale** dovrebbe proseguire sul trend positivo, spinto dai rialzi salariali e dalla dinamica occupazionale, con un aumento atteso di 0,6% m/m. Per il **deflatore**, la variazione attesa è di 0,3% m/m (6,3% m/m). L'indice core è atteso in aumento di 0,5% m/m (5% a/a), con un incremento più contenuto rispetto a quello del CPI core, per via non solo del minor peso dell'abitazione nel deflatore, ma anche per l'effetto negativo sui servizi finanziari collegato alle correzioni dei prezzi delle attività e alla moderazione per i servizi sanitari evidenziata dal PPI.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a maggio, (finale) dovrebbe essere poco variata a 59,3, dopo il netto calo della lettura preliminare a 59,1.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (23 - 27 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 23/5	10:00	GER	IFO	**	mag	91.8	91.4	92.0	
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mag	97.2		97.0	
	10:00	GER	IFO (attese)		mag	86.7		87.5	
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mag	2.4			
Mar 24/5	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		mag	53.5			
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	mag	108	107	105	
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	mag	58.9	59.0	59.1	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mag	55.7	55.1	55.5	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mag	57.6	57.3	57.1	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mag	54.6	54.0	54.1	
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mag	57.7	57.9	57.7	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mag	55.5	55.0	54.7	
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mag	55.8	55.0	55.6	
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	mag	55.8	55.2		
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	mag	58.9	58.1		
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	mag	59.2		57.5	
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		mag	56.0			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	mag	55.6		56.5	
16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	apr	0.763	Mln	0.758	0.755	
Mer 25/5	08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T1	3.7	%	3.7	
	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T1	0.2	%	0.2	
	08:00	GER	Fiducia consumatori		giu	-26.5		-25.0	
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		mag	88		88	
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	apr	0.8	(+/-)	%	0.5
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	apr	1.2	(+/-)	%	0.4
Gio 26/5	10:00	ITA	Fiducia consumatori		mag	100.0		102.0	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	mag	110.0		109.5	
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mar	2.8	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mar	20.9	%		
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T1	prel 5.2	%		
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T1	prel 8.0	%		
	14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T1	-1.4	%	-1.4	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	218	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.317	Mln		
Ven 27/5	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		apr	-0.5	Mld €		
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	apr	6.3	%	6.3	
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		apr	-125.3	Mld \$		
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	apr	0.3	%	0.3	
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	apr	1.1	%	0.7	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	apr	5.2	%	5.0	
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	apr	6.6	%	6.3	
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		apr	0.5	%	0.6	
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		mag	prel 59.1		59.1	

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 (23 - 27 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 23/5	16:15	EUR	* Discorso di Holzmann (BCE), Nagel (BoE) e Bailey (BoE)
	16:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	18:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar 24/5	01:30	USA	Discorso di George (Fed)
	12:45	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		UE	* Riunione Ecofin
Mer 25/5	09:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
	09:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
	09:40	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
	10:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	20:00	USA	** Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Ven 27/5	13:35	EUR	Discorso di Lane (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

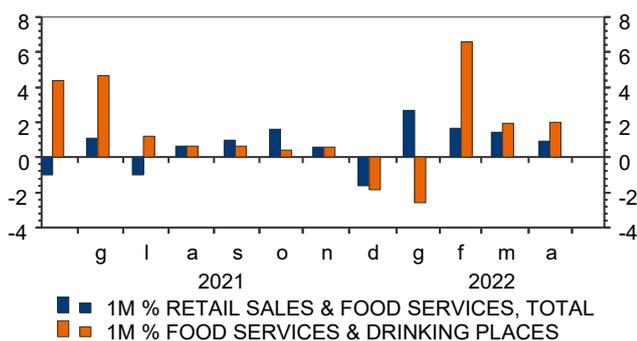
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	mag	24.60	17.00	-11.6
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mar	141.7	Mld \$	+23.1
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	apr	2.1 (-1.1)	%	0.4
Vendite al dettaglio m/m	apr	1.4 (0.5)	%	0.9
Produzione industriale m/m	apr	0.9	%	0.5
Impiego capacità produttiva	apr	78.2 (78.3)	%	78.6
Scorte delle imprese m/m	mar	1.8 (-1.5)	%	1.9
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mag	77	75	69
Licenze edilizie	apr	1.879 (-870)	Mln	1.812
Nuovi cantieri residenziali	apr	1.728 (-793)	Mln	1.765
Richieste di sussidio	settim	197 (203)	x1000	200
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.342 (-343)	Mln	1.320
Indice Philadelphia Fed	mag	17.6	16.0	2.6
Vendite di case esistenti (mln ann.)	apr	5.75 (5.77)	Mln	5.65
Indice anticipatore m/m	apr	+0.1 (0.3)	%	0.0

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

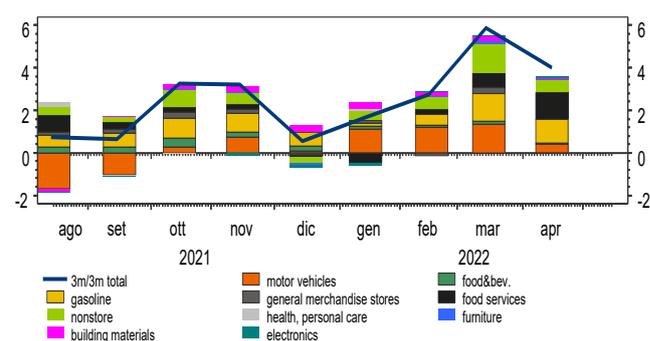
Le **vendite al dettaglio** di aprile sono aumentate di 0,9% m/m (8,2% a/a), dopo 1,4% m/m di marzo, rivisto da 0,7% m/m. Come atteso, le auto hanno fornito un ampio contributo positivo, con una variazione di 2,2% m/m già preannunciata dai dati dei concessionari, dopo la correzione di -1,6% m/m a marzo, causata dalla carenza di scorte e dalle strozzature dell'offerta. Al netto delle auto, le vendite crescono di 0,6% m/m. A parte la benzina, che registra un calo di -2,7% m/m dovuto alla temporanea flessione dei prezzi, la maggior parte delle principali voci è in rialzo solido: abbigliamento, 0,8% m/m; arredamento, 0,7% m/m; elettronica, 1% m/m. Nonostante il nuovo trend dei consumi verso i servizi, le vendite puntano a un aumento ancora sostenuto nel comparto dei beni. Per quanto riguarda i servizi, le vendite della ristorazione, in aumento di 2% m/m, restano su un trend ampiamente positivo (19,8% a/a). I dati confermano che, nonostante l'inflazione elevata, grazie al risparmio accumulato durante la pandemia e alla crescita solida del reddito da lavoro, le famiglie aumentano la spesa, con indicazioni in linea con una variazione dei consumi intorno al 3% t/t ann. nel 2° trimestre.

Vendite al dettaglio in rialzo ad aprile: segnali positivi diffusi, in particolare dalle auto e dai servizi della ristorazione



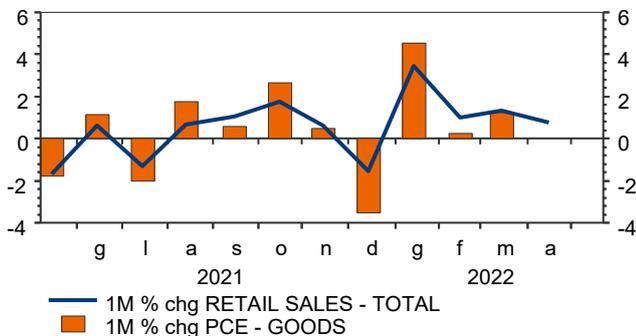
Fonte: Census Bureau

Le vendite sono sostenute dalla graduale riduzione dei colli di bottiglia, soprattutto nel settore auto



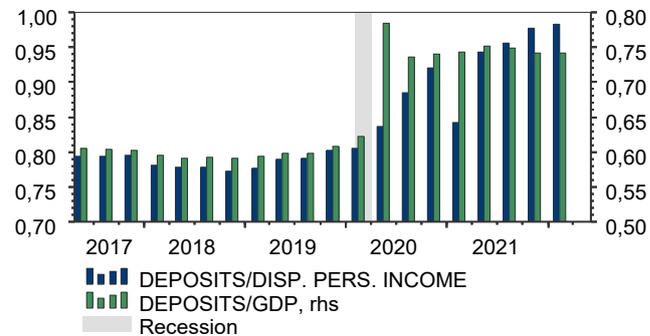
Fonte: Census Bureau

Indicazioni positive per i consumi di beni ad aprile



Fonte: Census Bureau, BEA

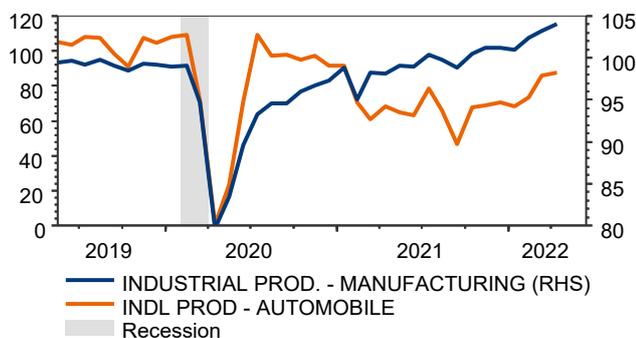
Il risparmio in eccesso accumulato durante la pandemia, insieme al reddito da lavoro, permette il mantenimento di una dinamica solida della spesa nonostante l'aumento dell'inflazione



Fonte: Federal Reserve Board, BEA

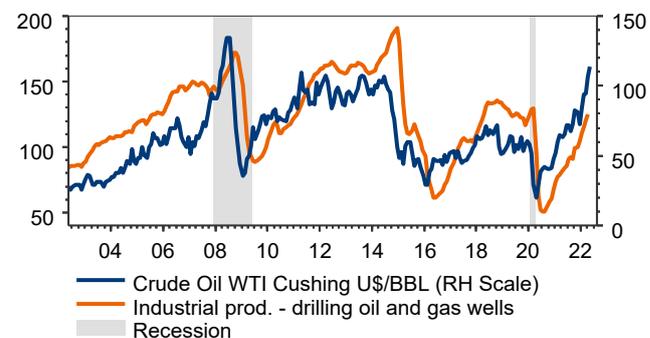
La **produzione industriale** è aumentata di 1,1% m/m in aprile, segnando il quarto mese consecutivo di rialzi uguali o superiori a 0,8% m/m. Il **manifatturiero** è in crescita di 0,8% m/m, con una variazione di 3,9% m/m nel comparto auto. La produzione di beni di consumo durevoli è in rialzo di 1,5% m/m. Anche al netto delle auto, comunque, gli aumenti sono diffusi e generano una variazione ex-auto di 0,5% m/m. I dati danno indicazioni coerenti con il graduale miglioramento delle strozzature all'offerta in atto da inizio anno, evidenziato dal Global Supply Pressure Index della NY Fed, nonostante i lockdown in Cina. L'**estrattivo** conferma l'accelerazione vista negli ultimi mesi, con un incremento di 1,6% m/m collegato al rialzo dei prezzi energetici. Le **utility** registrano un aumento di 2,4% m/m. La ripresa dell'offerta nel manifatturiero potrebbe alleviare parzialmente le pressioni verso l'alto sui prezzi.

Produzione in rialzo nel manifatturiero ad aprile, con un ampio contributo del settore auto



Fonte: Federal Reserve Board

Boom di attività nell'estrattivo



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

La **Business Leaders Survey** condotta dalla NY Fed a maggio presso le imprese dei servizi riporta un indice di attività sempre in territorio positivo, ma in calo a 11,5, con una valutazione del clima in peggioramento rispetto alla norma. Gli indicatori del mercato del lavoro restano omogeneamente solidi, con segnali di aumenti di occupazione e di incrementi salariali diffusi a più di metà delle imprese. Gli indici di prezzo confermano pressioni elevate, a 86,4 per i prezzi pagati e 47,4 per quelli ricevuti. I risultati dell'indagine, al di là della volatilità mensile, sono in linea con continua espansione dell'attività, ma a ritmi in via di moderazione

Le domande speciali del mese, rivolte sia alle imprese manifatturiere sia a quelle dei servizi, riguardano le **prospettive dei prezzi**. L'aspettativa **mediana dell'inflazione** nei prossimi 12 mesi è

di 6,1% per le imprese dei servizi e del 6,5% per quelle del manifatturiero. **La mediana è di 4% e 3% per il 2025 e il 2027**, rispettivamente. L'ultima volta che l'indagine aveva posto la domanda relativa alle prospettive di inflazione era ottobre 2020 e la mediana, allora, era 2%. Per quanto riguarda i **prezzi di vendita** dei propri prodotti, l'aspettativa mediana nei servizi è un aumento di 4%, in linea con quello degli ultimi 12 mesi. Per il manifatturiero, l'aspettativa mediana è di 10%, a fronte di un rialzo realizzato nell'ultimo anno di 5%. Infine, la maggior parte dei produttori che hanno registrato incrementi dei costi superiori alla norma riportano di averli trasferiti sui prezzi di vendita. In generale, circa un terzo delle imprese nei servizi e 2/5 nel manifatturiero hanno trasferito la maggior parte dei maggiori costi ai prezzi finali. I risultati dell'indagine segnalano che nel prossimo anno difficilmente si assisterà a un rallentamento endogeno del sentiero dei prezzi.

L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio è calato a 2,6, rimanendo in territorio solo marginalmente espansivo. Tutti i sotto-indici restano positivi: ordini e consegne sono in accelerazione, l'occupazione invece si è indebolita. Gli indici di prezzo restano su livelli elevati. Le domande speciali del mese riguardano l'inflazione: la previsione mediana dell'inflazione al consumo è di 6,5% nei prossimi 12 mesi, dal 5% riportato a febbraio, mentre la previsione mediana dell'aumento dei prezzi di vendita dei propri prodotti è di 5%, in linea con la previsione per la dinamica del costo del lavoro.

I **cantieri residenziali** di aprile hanno segnato un modesto calo a 1,719 mln (-0,2% m/m), mentre le **licenze** hanno corretto a 1,819 mln, restando comunque su livelli storicamente elevati, e in rialzo di 3,1% a/a.

Le **vendite di case esistenti** ad aprile hanno corretto a 5,61 mln (minimo da giugno 2021) da 5,77 mln di marzo, proseguendo sul recente trend in calo e segnando una contrazione di 5,9% a/a, sulla scia dei tassi sui mutui in rialzo e dei prezzi elevati. Il prezzo mediano di vendita è aumentato ulteriormente, con una variazione di 14,8% a/a, un massimo storico. L'offerta di case rimane straordinariamente bassa e contribuisce a spingere i prezzi verso l'alto.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** a metà maggio sono aumentate per la terza settimana consecutiva, salendo a 218 mila, pur restando su livelli storicamente bassi e in linea con quelli pre-Covid. I **sussidi esistenti** a inizio maggio sono calati a 1,3 mln, sui minimi dal 1969.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T1	0.9 (1.1)	%	-0.4	-0.2
PIL t/t, ann. prelim	T1	3.8 (4.6)	%	-1.8	-1.0
Produzione industriale m/m finale	mar	0.3	%		0.3
Ordinativi di macchinari m/m	mar	-9.8	%	3.7	7.1
Bilancia commerciale	apr	-414.1	Mld ¥ JP	-1150.0	-839.2
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	apr	0.8	%	2.1	2.1
CPI (naz.) a/a	apr	1.2	%		2.5

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

Il **PIL del 1° trimestre** ha registrato una flessione di -0,2% t/t, contro attese a -0,4% t/t, segnando la seconda contrazione in tre trimestri, sulla scia delle ondate pandemiche. I consumi e gli investimenti pubblici sono scesi di -0,1% t/t e -3,6% t/t rispettivamente, e il canale estero ha fornito un ampio contributo negativo dovuto a esportazioni in crescita di 1,1% t/t contro importazioni in rialzo di 3,4% t/t. Gli investimenti fissi delle imprese sono invece in rialzo di 0,5% t/t. Il miglioramento sul fronte pandemico dovrebbe permettere un ritorno della crescita in territorio positivo a partire dal 2° trimestre.

Gli **ordini di macchinari** a marzo sono rimbalzati di 7,1% m/m, dopo il calo di ben -9,8% m/m registrato a febbraio, lasciando però la variazione trimestrale in territorio negativo (-3,6% t/t). La previsione delle imprese per il 2° trimestre vede una variazione ancora ampiamente negativa in termini sia trimestrali, -8,1% t/t, sia annuali, -5,6% a/a.

Il deficit della **bilancia commerciale** ad aprile si è ampliato a -839,2 mln di yen, segnalando che il canale estero rimane un freno alla crescita. In termini destagionalizzati, il saldo è di -1,62 mln da -1 mln di marzo.

Il **CPI al netto degli alimentari freschi ("core")** ad aprile ha mostrato un aumento di 2,1% a/a (0,2% m/m) da 0,8% a/a di marzo, per via del confronto con aprile 2021, quando le tariffe della telefonia mobile avevano subito un forte rialzo. Il sentiero dell'inflazione "core" dovrebbe rimanere oltre il 2% fino all'autunno, per poi scendere gradualmente nei mesi successivi.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a 2a stima	T1	5.0	%	5.0	5.1
EUR	PIL t/t 2a stima	T1	0.2	%	0.2	0.3
EUR	CPI a/a finale	apr	7.5	%	7.5	7.4
EUR	CPI m/m finale	apr	2.4	%	0.6	+0.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	apr	3.9	%	3.9	3.9
EUR	Fiducia consumatori flash	mag	-22.0		-21.5	
FRA	Tasso di disoccupazione	T1	7.4	%	7.4	7.3
GER	PPI m/m	apr	4.9	%	1.4	+2.8
GER	PPI a/a	apr	30.9	%	31.5	+33.5
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mar	-1.766	(-1.662) Mld €		-0.084
ITA	Bilancia commerciale (EU)	mar	-0.219	(-0.115) Mld €		+0.420
ITA	IPCA a/a finale	apr	6.6	%	6.6	6.3
ITA	IPCA m/m finale	apr	0.6	%	0.6	0.4
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	apr	0.2	%	0.2	-0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	apr	6.2	%	6.2	6.0

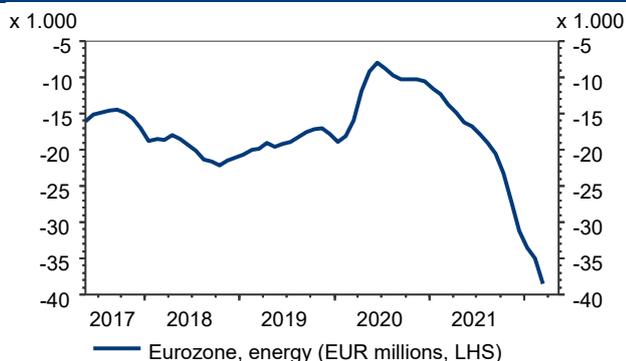
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. La crescita del **PIL** nel 1° trimestre è stata rivista al rialzo di un decimo a 0,3% t/t (5,1% a/a). Non è ancora disponibile la disaggregazione per componenti di domanda, che verrà rilasciata solo a giugno, ma i primi dati nazionali disponibili mostrano un calo dei consumi privati ma crescita per gli investimenti fissi. Esportazioni nette e scorte potrebbero aver offerto un apporto positivo al PIL. Prevediamo un ritmo di espansione circa stabile nel trimestre in corso (0,2% t/t).

La crescita dell'**occupazione** è invece accelerata allo 0,5% t/t (2,6% a/a) da 0,4% t/t di fine 2021. Non è ancora disponibile il dettaglio completo, ma è probabile che, dopo aver recuperato il numero degli occupati perduti durante la pandemia già a fine 2021, anche la forza lavoro abbia finalmente superato i livelli pre-Covid. Le indagini condotte presso le imprese sono coerenti con una domanda di lavoro ancora positiva: riteniamo dunque che nei prossimi mesi la crescita degli occupati possa proseguire.

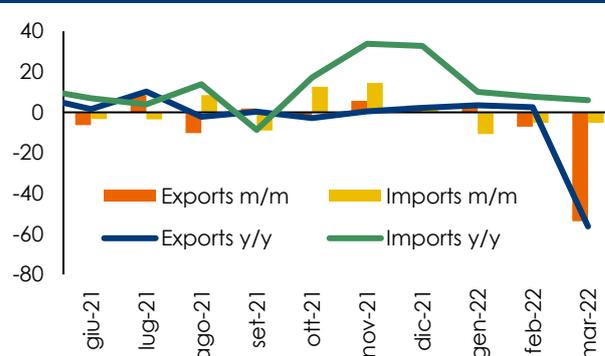
Area euro. I dati destagionalizzati di marzo sul **commercio internazionale di beni** hanno registrato un aumento delle importazioni a ritmi superiori alle esportazioni (3,5% m/m contro 0,9%), sulla scia del rincaro dei prodotti energetici importati. Il deficit record del saldo energetico (-44,2 miliardi) pesa sul disavanzo commerciale, che risulta pari a -16,4 miliardi di euro, il più ampio mai registrato dall'inizio delle rilevazioni. Il forte aumento dei prezzi all'import dovrebbe aver però contribuito a "gonfiare" le rilevazioni sulle importazioni in valore: i primi dati di contabilità nazionale disponibili in alcuni Paesi suggeriscono infatti che il canale estero potrebbe aver contribuito in misura modestamente positiva alla crescita. Le esportazioni nette potrebbero però frenare il PIL nel 2° trimestre, e riteniamo che nel 2022, in media annua, l'apporto del canale estero alla crescita possa risultare complessivamente marginale. I dati di marzo riportano anche i primi effetti delle sanzioni verso la Russia dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina: il volume destagionalizzato di export verso Mosca è crollato di -53,7% m/m (-56,3% a/a) con una flessione di quasi -80% per le vendite di mezzi di trasporto e macchinari. I volumi di importazione sono invece calati di un più contenuto -5,1% m/m, e restano in crescita rispetto ad un anno prima (+6%).

Area euro: record per il disavanzo energetico, pesa lo shock sui prezzi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Crollano le esportazioni verso la Russia, più contenuto il calo dell'import da Mosca

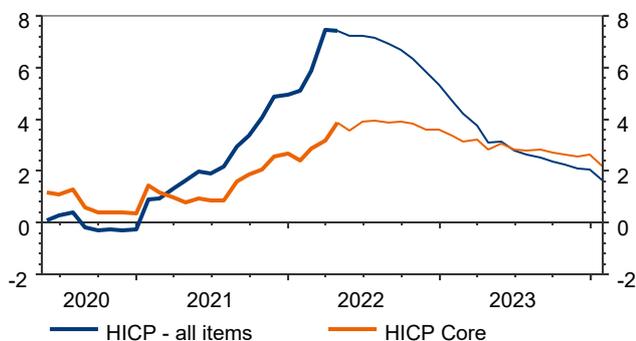


Nota: dati in volume destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Area euro. La seconda stima dei **prezzi al consumo** di aprile ha confermato il rialzo di **0,6% m/m**, con la componente core in crescita di 1,2% m/m. L'inflazione *headline* è stata rivista al ribasso di un decimo, a **7,4% a/a** (stabile rispetto al mese precedente), mentre quella core ha confermato il 3,9% a/a della prima stima (massimo da quando esistono dati comparabili). I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dagli alimentari freschi (2,8% m/m) e dai beni manufatti (1,1% m/m), che risentono dell'impatto ritardato dei colli di bottiglia all'offerta. I servizi sono in rialzo di 1% m/m, mentre l'energia registra una battuta d'arresto per via degli interventi calmieranti dei Governi (-4% m/m).

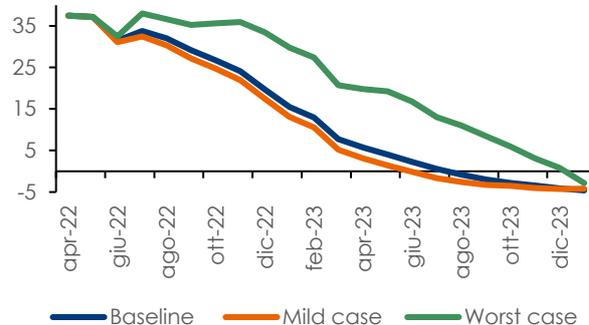
Sulla variazione tendenziale, l'energia (37,5% a/a) spiega direttamente la metà dell'inflazione osservata, ma i rialzi riguardano quasi tutte le componenti. L'inflazione core, salita al 3,9% dal 3,2% precedente, è ancora una volta spinta sia dai beni che dai servizi: 1) i beni manufatti ex-energia sono passati al 3,8% dal 3,4% di marzo, e segnalano pressioni alimentate da una domanda elevata e da un'offerta frenata da colli di bottiglia, il cui contributo sull'inflazione di questo mese è stimato intorno a +0,6%; 2) per i servizi la variazione è stata di 3,3% da 2,7% precedente; ad ogni modo, il settore è il meno impattato dai rincari energetici. Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe intraprendere uno stabile trend discendente solo dall'estate, ma la dinamica dei prezzi alla produzione suggerisce rischi al rialzo per la dinamica dei prezzi dei beni al netto dell'energia nei prossimi mesi.

Picco superato per l'inflazione tendenziale, ma non per le misure sottostanti



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Se il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo, l'inflazione energetica rimarrebbe alta anche nel 2023



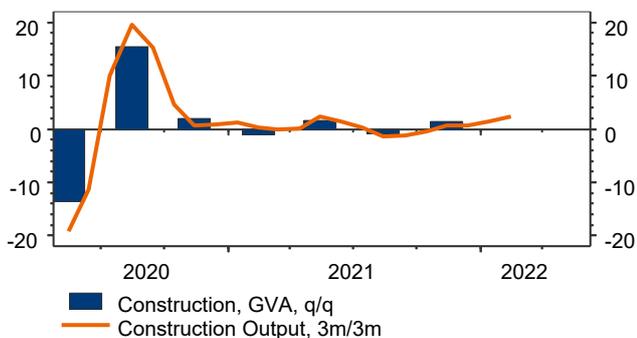
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Ci aspettiamo un'inflazione media annua nel 2022 intorno al 6,5%. Le nostre stime per il 2023 vedono un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo, che però rimarrà anche il

prossimo anno significativamente al di sopra del 2%. Il nostro scenario centrale sconta un parziale rientro delle tensioni sul petrolio, verso i 90 dollari al barile in media il prossimo anno, e sul gas naturale, a 80 €/MWh. Se, invece, il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo, l'inflazione rischierebbe di restare oltre il 3% nel 2023.

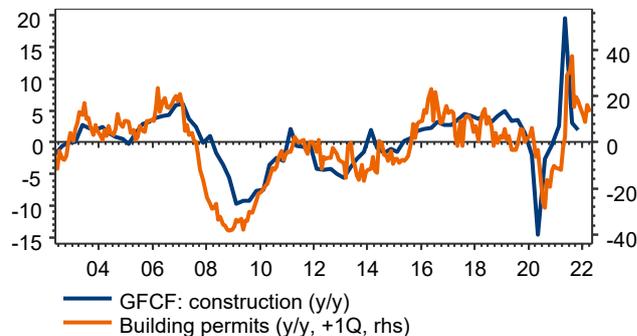
Area euro. A marzo la **produzione nelle costruzioni è risultata stagnante** dopo due mesi di robusti incrementi. Sul mese si registra un calo dell'attività edilizia (-0,1%) a fronte del terzo aumento consecutivo per l'ingegneria civile (+1,5%). In termini tendenziali l'output nelle costruzioni rimane quindi in espansione del 3,3%, mentre nel 1° trimestre dell'anno la crescita è accelerata del 3,4% t/t da 0,9% t/t di fine 2021. Le costruzioni dovrebbero aver quindi contribuito positivamente alla crescita a inizio 2022. Dopo un 2021 particolarmente solido, ci aspettiamo un rallentamento nei prossimi mesi, come segnalato dalle recenti correzioni del morale delle imprese nel settore. La fiducia delle aziende resta peraltro su livelli espansivi; riteniamo che nei prossimi trimestri la dinamica degli investimenti in costruzioni possa rimanere positiva, complici condizioni di domanda e misure fiscali ancora favorevoli.

Le costruzioni dovrebbero aver sostenuto la crescita nel 1° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Nel corso del 2022 gli investimenti in costruzioni dovrebbero confermarsi positivi, sia pur in rallentamento rispetto allo scorso anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Germania. Il **PPI** di aprile è cresciuto del 2,8% m/m. L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria è quindi salita al 31,5% a/a, il ritmo più forte mai registrato dall'inizio delle rilevazioni, sostenuta dal marcato rincaro dei prezzi energetici (87,3% a/a), la cui componente gas naturale ha registrato un incremento del 154,8% a/a, e dei beni intermedi (26% a/a), soprattutto metalli.

Francia. Il **tasso di disoccupazione** nel 1° trimestre 2022 è sceso al 7,3% (dopo il calo di sei decimi a 7,4% a fine 2021), aggiornando i minimi dal 2008. Il numero dei senza-lavoro è diminuito di 18 mila unità, portandosi a 2,2 milioni (-0,9% dai livelli pre-pandemici). Il tasso di disoccupazione è aumentato di tre decimi tra i più giovani (al 16,3%), che avevano beneficiato dell'ampio ricorso ai contratti di apprendistato nella parte finale dell'anno scorso, mentre è sceso di due decimi nella fascia d'età intermedia (25-49 anni, al 6,6%) e di un decimo tra gli over 50 (al 5,6%).

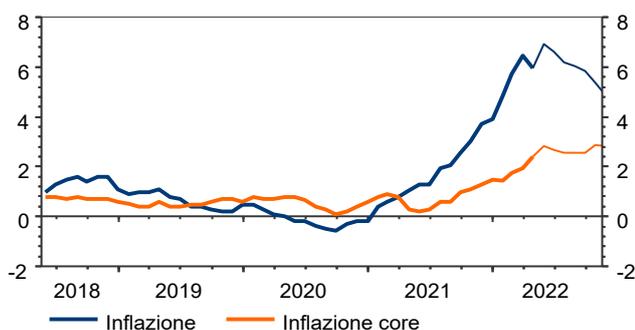
Italia. In aprile, la seconda lettura ha rivisto al ribasso di due decimi rispetto al dato preliminare l'**inflazione** calcolata sull'indice nazionale, al 6% a/a, dopo il 6,5% registrato in marzo. L'inflazione armonizzata è stata rivista al ribasso di tre decimi, al 6,3% a/a; l'inflazione armonizzata a marzo è stata di 6,8%. Nel mese i prezzi sono calati di -0,1% m/m (stima preliminare: 0,2% m/m) sul NIC e cresciuti di 0,4% m/m (stima preliminare: 0,6% m/m) sull'IPCA.

La revisione è in gran parte spiegata dal fatto che i dati diffusi in occasione della stima preliminare non tenevano conto dell'applicazione del bonus energia. Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 50,9% di marzo a 39,5%; -5,8% m/m). In aprile, frenano sia i prezzi dell'energia elettrica nel mercato tutelato (da 103,4% a 67,6%; -14,6% m/m) sia quelli del gas di città e gas naturale del mercato tutelato (da 86,5% a 62,4%; -9,9% su base mensile), grazie alle misure calmieranti del Governo; registrano

una flessione anche i prezzi del gasolio (da 34,5% a 23,1% a/a; -7,7% m/m) e della benzina (da 26,4% a 13% a/a; -9,5% sul mese), per via della riduzione delle accise sui carburanti. Di contro, gli alimentari accelerano a 6,1% a/a (1,3% m/m), spinti al rialzo dalla componente degli alimentari lavorati (da 3,9% a 5%; 1,6% m/m). L'inflazione di fondo è stata rivista al ribasso di un decimo al 2,4% a/a, comunque in salita dall'1,9% di marzo; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La salita tendenziale dell'inflazione di fondo è dovuta esclusivamente ai prezzi dei servizi (2,1% da 1,8%) a fronte di un rallentamento per i beni (a 8,7% da 9,8% precedente): il differenziale tra l'inflazione di servizi e quella di beni resta ancora negativo ma in calo rispetto a marzo (-6,6% da -8%).

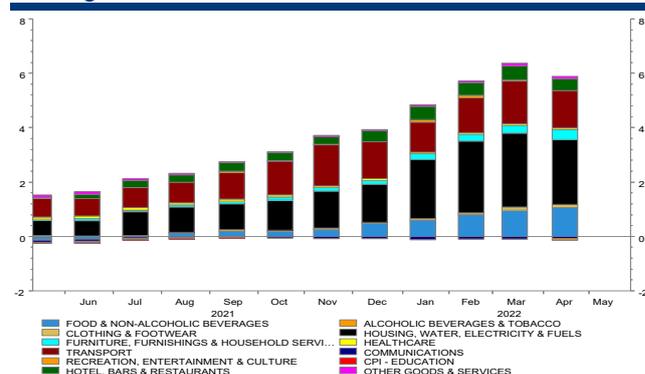
Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente stabile solamente a partire dal trimestre estivo. La media annua potrebbe attestarsi poco sotto il 6% nel 2022 e ben oltre il 2% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto. Le nostre previsioni si basano sull'ipotesi di un ridimensionamento delle tensioni sui prezzi del greggio (intorno ai 90 dollari al barile in media nel 2023) e del gas naturale (a 80 euro per Megawattora), pertanto **nel caso in cui i prezzi delle materie prime energetiche dovessero restare sui livelli correnti ancora a lungo, l'inflazione potrebbe superare il 3% nel 2023.**

L'inflazione è calata ad aprile ma è attesa riaccelerare già in maggio



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il lieve rallentamento è spiegato dalle componenti più legate all'energia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Italia. A marzo le **esportazioni** di beni sono cresciute di 1,7% m/m (22,9% a/a), mentre l'**import** è salito di 1,3% m/m (38,8% a/a). Il 1° trimestre si chiude con importazioni in aumento a ritmi superiori all'export (9,8% contro 7,7% t/t), con il canale estero che, come indicato dall'Istat in occasione della pubblicazione delle stime preliminari di contabilità nazionale, ha frenato la crescita del PIL a inizio 2022. A marzo 2022 il disavanzo commerciale è stato pari a -84 milioni di euro (un anno prima si registrava un avanzo di quasi 5,2 miliardi). Il deficit risente essenzialmente dell'ampio disavanzo energetico (-8,1 miliardi da -2,8 miliardi a marzo 2021) a fronte di un saldo positivo per i prodotti energetici sostanzialmente stabile rispetto a un anno prima (+8 miliardi). Al netto dell'energia le esportazioni a marzo sono in crescita di 1,2% m/m (21,3% a/a) e le importazioni di 0,5% m/m (26% a/a), con saldi positivi per tutte le componenti ad eccezione dei beni intermedi. L'ampliamento del disavanzo energetico è spiegato dal forte shock sui prezzi medi unitari all'import di gas e petrolio, che contribuiscono per +11,4% alla crescita tendenziale delle importazioni totali. In termini di volumi infatti la crescita annua delle importazioni di energia (5,7%) non è superiore rispetto a quella degli altri principali raggruppamenti di industrie come i beni di consumo (7,7%) e i beni intermedi (8,6%).

Italia. A marzo la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta del 2% m/m da 4,7% precedente. Si tratta dell'ottavo progresso mensile consecutivo. In termini tendenziali l'attività è aumentata del 19,4% a/a da un precedente 22,1%. Il 1° trimestre si chiude quindi con un'espansione del 7% t/t, in accelerazione da un già robusto 5% t/t a fine 2021. La brillante performance del settore non è comunque risultata sufficiente a compensare la frenata registrata da manifattura e servizi e ad

impedire una contrazione del PIL a inizio anno. Nei prossimi trimestri una decelerazione dell'attività edilizia appare fisiologica, ma il morale delle imprese è ai massimi storici, e la proroga degli incentivi fiscali dovrebbe continuare a supportare il settore.

Italia. Nel 1° trimestre 2022 il **tasso di posizioni vacanti** nelle imprese è calato all'1,9% da un precedente 2,1%. La diminuzione è spiegata dalla flessione registrata nei servizi (1,8% da 2%) a fronte di una stabilità all'1,7% nell'industria (costruzioni escluse) ed un aumento nell'edilizia (3,1% da 3%). Nonostante la modesta correzione di inizio anno (potrebbe essere imputabile all'impatto sui servizi dell'ondata pandemica da variante Omicron) il tasso di posizioni vacanti resta su livelli elevati rispetto alla media storica in tutti i settori, confermando un quadro di una domanda di lavoro ancora positiva.

Paesi Bassi. La prima stima indica che nel 1° trimestre il **PIL** è rimasto stagnante, dopo una crescita dell'1% t/t registrata nel 4° trimestre 2021; la variazione tendenziale è stata del 7% a/a. Lo spaccato mostra un contributo negativo della domanda interna di -0,6%, da +1% precedente; i consumi privati sono diminuiti marginalmente di -0,1% t/t, mentre la spesa pubblica è crollata di -4% t/t. L'export ha contribuito positivamente alla crescita per sei decimi, con le importazioni in calo più delle esportazioni (-1,3% t/t contro -0,5%). Nelle nostre stime, il 2022 si chiuderà con una crescita di 2,6% rispetto al 2021, peggio delle attese di inizio anno. I rischi su questa previsione sono verso il basso.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	apr	6.5	%	4.0
Vendite al dettaglio cumulate a/a	apr	3.27	%	-0.17
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	apr	9.3	%	7.0 6.8
Produzione industriale a/a	apr	5.0	%	0.4 -2.9
Vendite al dettaglio a/a	apr	-3.5	%	-6.1 -11.1
Tasso prime rate a 1 anno	mag	3.70	%	3.70
Tasso prime rate a 5 anni	mag	4.60	%	4.45

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

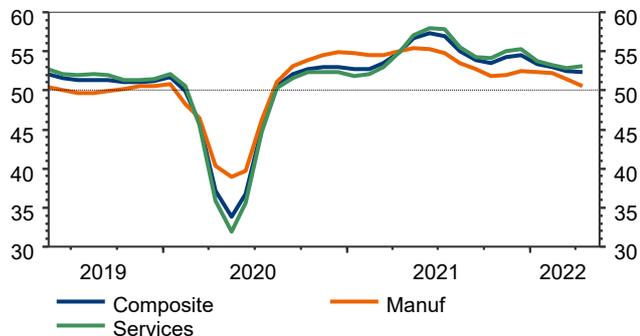
I dati del mese di aprile sono stati nettamente inferiori alle attese segnalando una significativa contrazione dell'attività economica, maggiore sul fronte dei consumi e dei servizi:

- Le **vendite al dettaglio**, in calo del 3,5% a/a in marzo, sono scese dell'11,1% a/a in aprile, registrando una contrazione non lontano da quella di marzo 2020 (-15,9% a/a) anche se, secondo i dati destagionalizzati dell'ufficio statistico, in termini congiunturali è stata inferiore (-0,69% m/m) rispetto a quella di marzo. La contrazione tendenziale ha riguardato tutti i comparti ad eccezione degli alimentari.
- Le misure di contenimento sembrano aver avuto un impatto minore sulla dinamica tendenziale della **produzione industriale** (-2,9% a/a in aprile), ma nettamente superiore su quella congiunturale (-7,08% m/m, il primo calo mensile da marzo 2020).
- La **produzione del settore dei servizi** è scesa di -6,1% a/a, registrando il minimo da aprile 2020.
- La dinamica degli **investimenti fissi nominali** è stata invece migliore, registrando una crescita cumulata del 6,8% a/a nei primi quattro mesi dell'anno, ossia una crescita tendenziale positiva del 2,4% a/a in aprile. La contrazione degli investimenti nel settore immobiliare è stimata a -10,1% a/a in aprile.

Le indicazioni sul fronte dei contagi continuano a migliorare sia a Shanghai sia in altre città e il Governo ha annunciato una graduale riapertura di Shanghai in tre fasi. Ipotizzando che la situazione non peggiori nuovamente, ci si può aspettare un miglioramento dell'attività economica già nei dati di maggio, tuttavia, il rallentamento di aprile comporterà comunque una revisione al ribasso delle nostre stime di crescita del PIL (5,2% nello scenario di marzo). La ripresa si annuncia infatti difficile a causa delle difficoltà di recupero del mercato del lavoro, della debolezza del mercato immobiliare e del rallentamento della domanda estera.

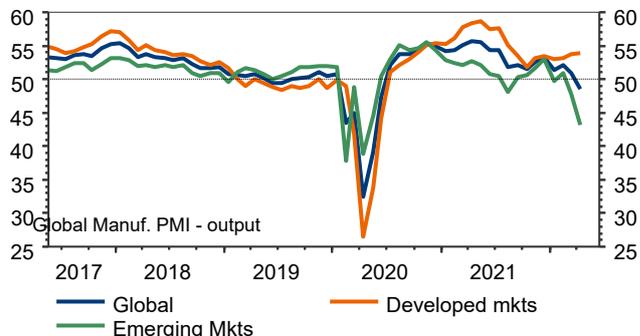
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



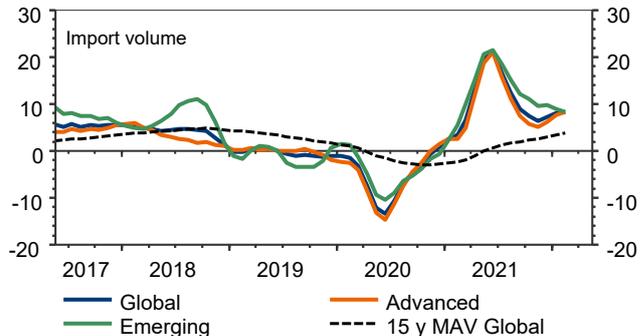
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



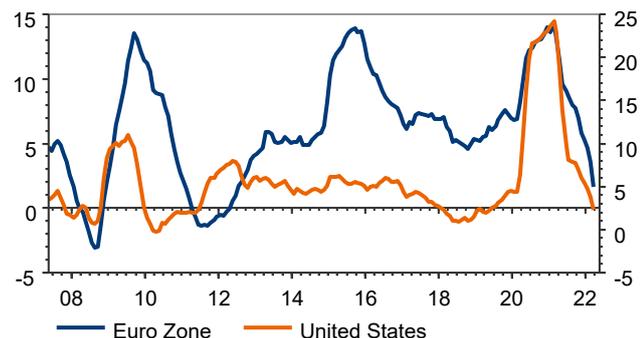
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



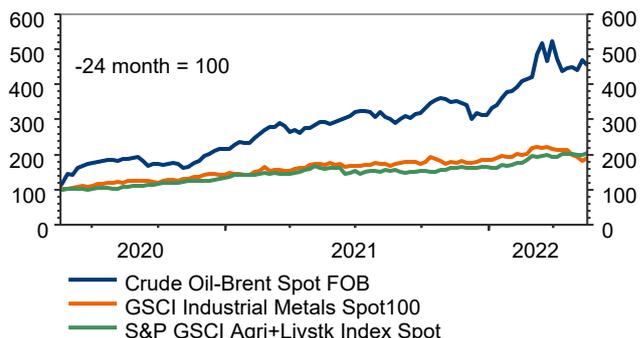
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

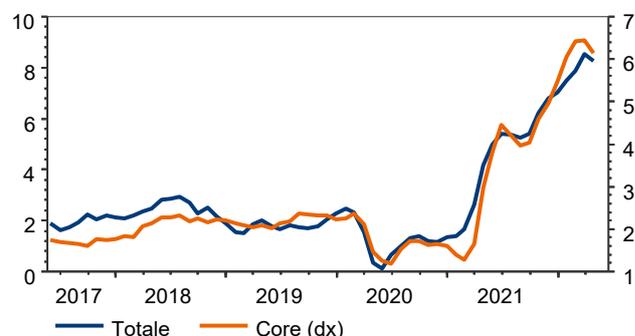
Stati Uniti

Indagini ISM



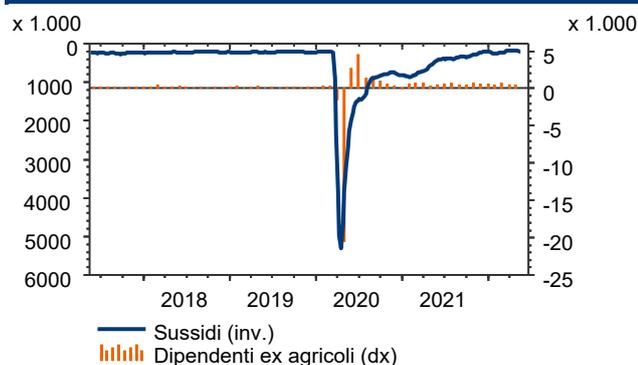
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



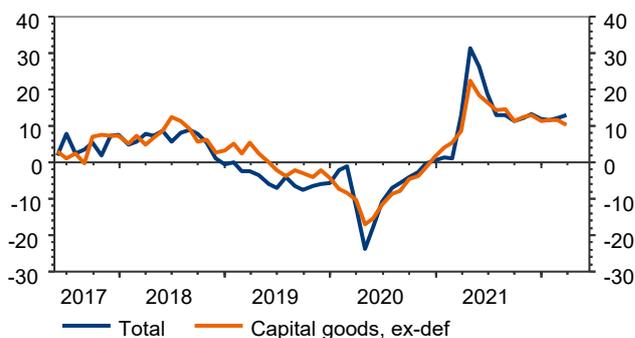
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

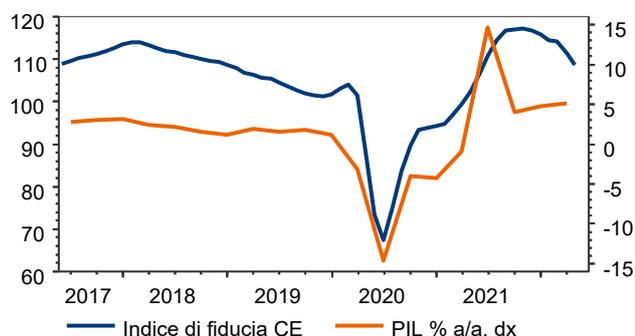
Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	2.6	1.9	0.5	12.2	4.9	5.5	3.6	2.5	2.7	1.6
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	-1.4	2.3	3.2	2.2
Consumi privati	7.9	3.4	2.3	11.4	12.0	2.0	2.5	2.7	3.8	3.2	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	-1.2	-0.9	13.3	-11.7	-7.7	2.2	2.1	1.0	-2.8	-3.0
Consumi e inv. pubblici	0.5	-0.5	2.0	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.7	1.5	2.2	2.0
Esportazioni	4.5	4.6	4.8	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-5.9	7.5	6.5	5.5
Importazioni	14.0	10.8	4.8	9.3	7.1	4.7	17.9	17.7	6.5	4.9	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	1.0	0.0	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-0.7	-0.2	0.2	0.1
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	5.4	1.8	1.0	1.6	0.8	0.9	1.9	2.0	0.7	0.4
Disoccupazione (%)	5.4	3.5	3.4	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.3	3.3

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

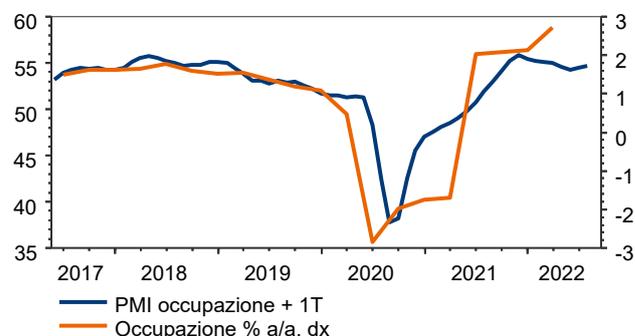
Area euro

PIL



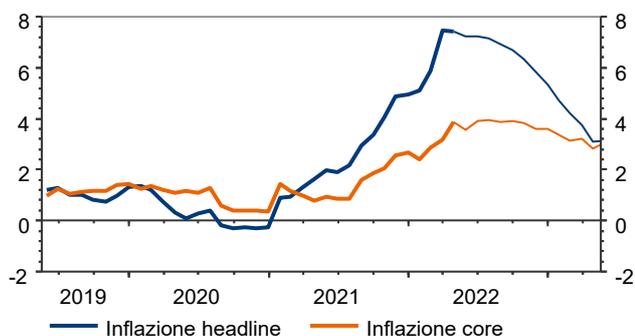
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	4.7
febbraio	0.9	5.9	4.2
marzo	1.3	7.4	3.7
aprile	1.6	7.4	3.1
maggio	2.0	7.2	3.1
giugno	1.9	7.2	2.8
luglio	2.2	7.2	2.6
agosto	3.0	6.9	2.5
settembre	3.4	6.7	2.4
ottobre	4.1	6.3	2.2
novembre	4.9	5.8	2.1
dicembre	5.0	5.4	2.1

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				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	5.1	3.1	1.4	1.6
- t/t				-0.1	2.2	2.2	0.3	0.3	0.2	0.6	0.5
Consumi privati	3.5	2.9	1.5	-2.3	3.9	4.4	-0.3	-0.4	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	6.1	3.1	1.3	2.8	1.8	2.8	1.3	0.4	1.0	0.7
Importazioni	8.7	7.2	3.3	1.2	3.2	1.5	4.6	1.2	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	-0.2	-0.1	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	6.5	3.0	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	7.3	6.9	5.8
Produzione industriale (a/a)	7.8	-0.4	2.6	4.7	23.2	6.0	0.2	-0.3	-2.0	-0.4	1.1
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	6.6	8.2	8.1	7.5	7.1	6.9	6.8	6.8	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

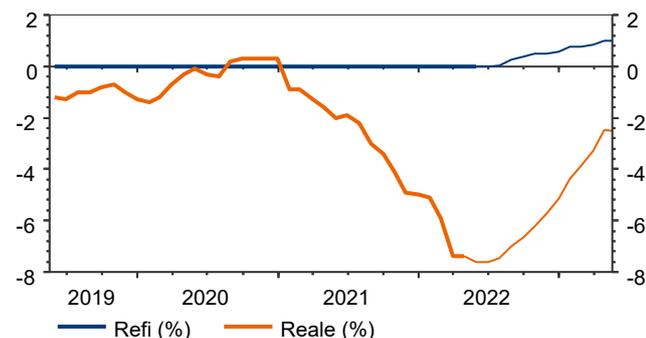
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.75	1.00
Euribor 1m	-0.56	-0.58	-0.53	-0.54	-0.52	-0.09	0.11	0.36
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	-0.35	-0.39	0.03	0.20	0.45

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

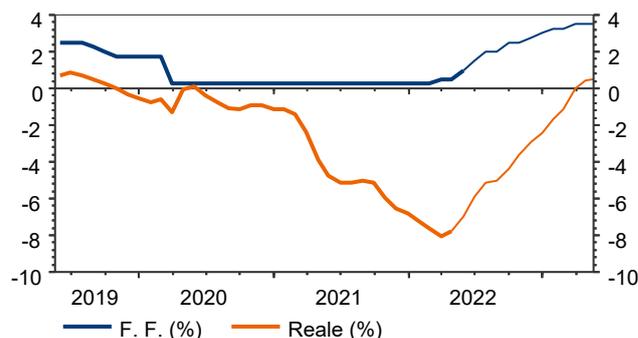


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	2.50	3.00	3.50
OIS 3m	0.08	0.12	0.72	1.36	1.34	2.29	2.99	3.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

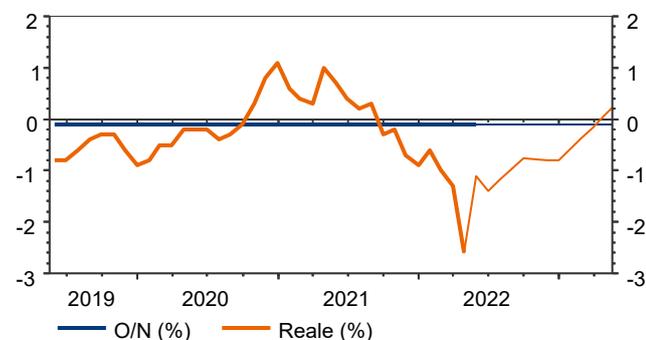


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.08	0.00	-0.02	-0.04	-0.06	-0.06	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

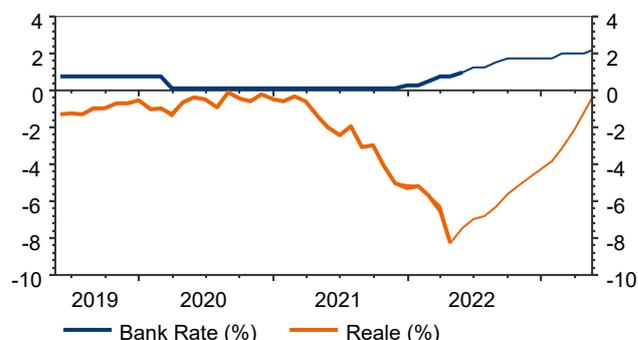


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	19/5	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.25	0.75	1.00	1.25	1.75	1.75	2.00
Libor GBP 3m	0.08	0.26	1.04	1.33	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	20/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.22	1.13	1.14	1.08	1.0579	1.03	1.07	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	107	109	114	115	128	128.26	132	131	130	128	126
GBP/USD	1.23	1.42	1.35	1.36	1.30	1.2485	1.22	1.28	1.33	1.36	1.40
EUR/CHF	1.06	1.10	1.05	1.05	1.03	1.0281	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	118	133	128	131	139	135.70	135	140	144	145	149
EUR/GBP	0.89	0.86	0.84	0.83	0.83	0.8471	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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasanpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasanpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com