

Weekly Economic Monitor

Il punto

L'inflazione core dell'Eurozona dovrebbe ulteriormente peggiorare prima di migliorare. L'HICP di maggio ha sorpreso nuovamente al rialzo, facendo registrare un balzo dell'inflazione core a 4,4% a/a, nuovo massimo storico. Dai dati emerge una rotazione di fattori dietro alla variazione dei prezzi, potenzialmente preoccupante per lo scenario inflazionistico dei prossimi trimestri.

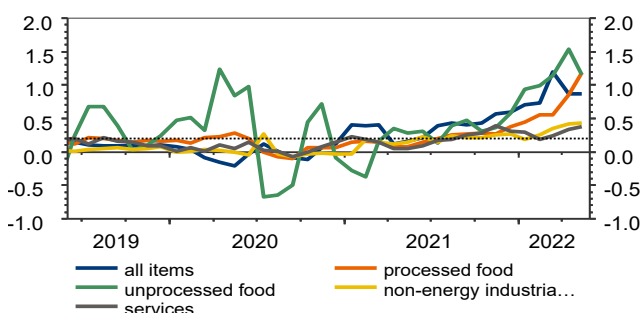
Ci attendiamo che il 9 giugno la **BCE** comunichi che gli acquisti netti APP si concluderanno il 1° luglio, e che il 21 luglio sarà attuato il primo rialzo dei tassi. Le previsioni di inflazione 2022 e 2023 saranno alzate drasticamente, mentre le previsioni di crescita saranno tagliate. C'è il rischio che la normalizzazione sia ulteriormente accelerata nei prossimi mesi, come i mercati ormai scontano.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** i dati di produzione industriale di aprile sono attesi riportare una contrazione in Italia, dopo l'inattesa tenuta del mese precedente, mentre in Germania output e ordinativi potrebbero rimbalzare solo in parte dopo le pesanti flessioni di marzo. Le prospettive per la manifattura nei prossimi mesi restano comunque deboli. Nell'eurozona verrà rilasciata anche la terza stima del PIL, con lo spaccato delle componenti di domanda. Domenica 12 giugno è in calendario il primo turno delle elezioni legislative in Francia e di quelle amministrative in Italia (dove si vota anche per 5 quesiti referendari in tema di giustizia).

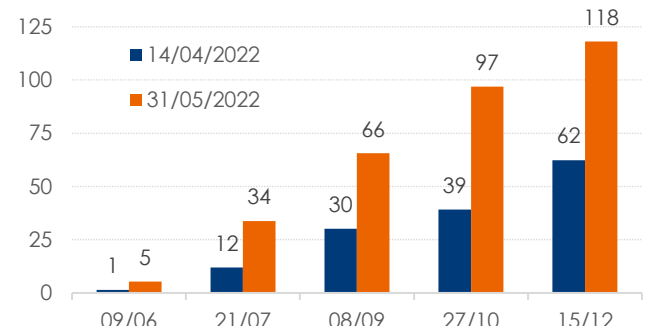
Negli **Stati Uniti** ci sono pochi dati in uscita questa settimana, ma il CPI di maggio terrà alta l'attenzione dei mercati, alla vigilia della riunione del FOMC di metà giugno. L'inflazione core a maggio dovrebbe segnare un aumento mensile di 0,5% m/m, anche se in termini tendenziali si dovrebbe confermare che il piccolo ciclico è stato toccato (per ora) ad aprile. Il dato headline sarà spinto anche da contributi positivi di energia e alimentari. La fiducia dei consumatori dovrebbe registrare un modesto rimbalzo a giugno, mentre il deficit della bilancia commerciale di aprile è previsto in ampio ridimensionamento.

Area euro: i segnali di accelerazione dell'inflazione ormai vengono anche da alimentari, beni industriali non energetici e servizi



Nota: medie mobili di variazioni mensili (3 mesi, eccetto per beni industriali non energetici: 6 mesi). Fonte: elaborazione su dati destagionalizzati BCE

Il mercato OIS prevede un aumento complessivo dei tassi della BCE di 100-125pb entro la fine del 2022, rispetto ai 50-75pb di metà aprile



Fonte: Refinitiv

3 giugno 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

L'inflazione core dell'Eurozona dovrebbe ulteriormente peggiorare prima di migliorare. L'HICP di maggio ha sorpreso nuovamente al rialzo, facendo registrare un balzo dell'inflazione core a 4,4% a/a, nuovo massimo storico. Dai dati emerge una rotazione di fattori dietro alla variazione dei prezzi, potenzialmente preoccupante per lo scenario inflazionistico dei prossimi trimestri.

- I **prezzi al consumo a maggio** hanno registrato una riaccelerazione dopo il rallentamento di aprile, con un aumento di 0,8% m/m (8,1% a/a). Al rialzo hanno contribuito l'energia (2% m/m, 39,2% a/a) e gli alimentari (1,6% m/m, 7% a/a), ma non solo. Infatti, il trend dell'**IPCA core** (senza energia ed alimentari freschi) è riaccelerato, con un incremento di 0,7% m/m (4,4% a/a), dopo 1,2% m/m di aprile. **L'inflazione core ha contributi positivi dalle due principali componenti: i prezzi dei beni manufatti** sono in rialzo di 0,6% m/m (4,2% a/a), mentre i **servizi** aumentano di 0,4% m/m (3,5% a/a). I dati di maggio ridimensionano le aspettative di ripiegamento della dinamica inflazionistica, perché confermano che è in pieno sviluppo la trasmissione dei rincari energetici agli alimentari, ai beni non energetici e ai servizi.
- Il primo elemento di preoccupazione viene proprio dall'accelerazione della **componente alimentari**, che, oltre ai rincari energetici, sta iniziando a incorporare le spinte derivanti dai problemi all'offerta legati al conflitto tra Russia e Ucraina e fattori locali (per esempio, la siccità in alcune zone produttive). Gli alimentari freschi, che sono attesi chiudere il 2022 con una media annua sopra il 9%, risultano i più colpiti dallo shock energetico¹. Ad ogni modo, in maggio, tra le componenti dell'inflazione core, sono gli alimentari lavorati, anch'essi ad alta intensità energetica totale, a registrare la variazione congiunturale più forte. La continua crescita dei beni manufatti ex-energia, inoltre, segnala che le pressioni che continuano ad accumularsi a monte della catena produttiva (prezzo elevato delle materie prime, persistenza di colli di bottiglia all'offerta) iniziano a essere traslate in buona parte ai prezzi finali di vendita. I servizi confermano essere la componente meno vivace: il settore è il meno impattato dai rincari energetici e gli incrementi oggi osservabili potrebbero riflettere un adeguamento del livello dei prezzi alla normalizzazione della domanda, piuttosto che un innalzamento persistente dei livelli di inflazione.
- **Rispetto allo scenario di marzo, rivediamo significativamente al rialzo la nostra previsione di inflazione 2022, intorno al 7%, e 2023, al 3,4%.** La revisione è quasi esclusivamente concentrata sull'inflazione core, attesa ora al 4% nel 2022 e al 3,5% il prossimo anno. In particolare, l'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere la componente meno volatile toccare un picco intorno al 4,6% nel 3° trimestre per poi spostarsi lungo un trend di moderata discesa. In ogni caso, l'indice core è atteso restare sopra il 2% anche nel prossimo anno. Il rallentamento dell'indice generale, atteso innescarsi da luglio, dovrebbe essere lievemente più pronunciato e legato ad effetti base negativi della componente energia.
- **I rischi sul nostro scenario sono ancora verso l'alto, a meno di un miglioramento del contesto internazionale.** In primo luogo, la dinamica salariale è attesa accelerare marcatamente nella seconda parte dell'anno. Se il recupero di potere d'acquisto avvenisse mediante una tantum, o fosse diluita nel tempo, o se la domanda finale rallentasse più delle attese, il rischio di spirale prezzi-salari sarebbe ancora basso. Ma non c'è certezza al riguardo.

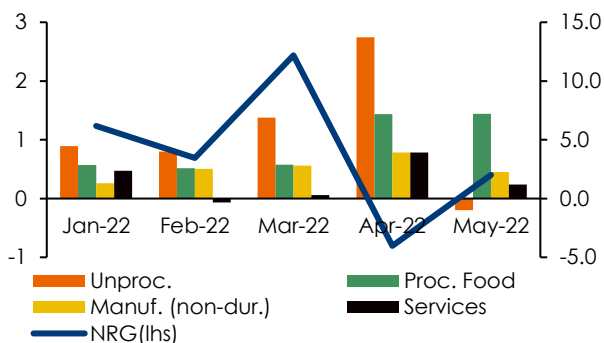
Inoltre, il nostro scenario centrale sconta un parziale rientro delle tensioni sul greggio, verso i 95 dollari al barile in media il prossimo anno, e sul gas naturale, a 75 €/MWh. **Diversi scenari per i prezzi energetici sono ancora possibili.** In particolare, uno scenario estremo con il blocco delle importazioni di petrolio e gas naturale dalla Russia che, unitamente ad una forte domanda di carburante in tutte le principali regioni consumatrici, porterebbe ad un aumento permanente dei prezzi delle materie prime; questo scenario contemplerebbe inoltre delle scorte globali inferiori al solito. Uno scenario più benevolo che prevede un aumento più rapido dell'offerta globale e nessuna ulteriore interruzione dei flussi russi, a cui si assocerebbe

¹ Secondo le nostre stime, nel 2022 circa 6pp dell'inflazione da alimentari freschi è spiegata dall'aumento dei prezzi dell'energia.

domanda più debole del previsto in Cina (peggiolata dalla diffusione del COVID), nell'Eurozona (a causa del conflitto Russia-Ucraina) e negli Stati Uniti (a causa dei prezzi elevati e della stretta monetaria); in questo scenario le scorte globali crescerebbero più rapidamente del previsto. Se il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo (in settimana il *brent* ha superato i 120 dollari al barile), l'inflazione rischierebbe di restare sopra il 4% nel 2023.

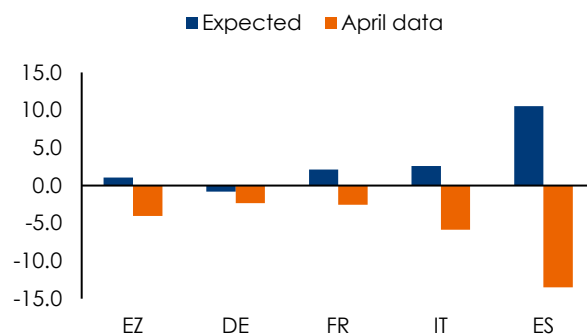
■ **L'inflazione sarà parzialmente e temporaneamente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici.** Recentemente il Governo tedesco ha stanziato ulteriori 15 miliardi per calmierare i prezzi energetici, che serviranno, tra l'altro, a tagliare per tre mesi (a partire dal 1° giugno) il prezzo della benzina di circa 30 centesimi e del diesel di circa 14 centesimi. In Francia da febbraio 2022 a gennaio 2023, viene ridotta la tassa sull'elettricità da 22,50 euro per MWh a 1 euro per le famiglie e 50 centesimi per le imprese; da aprile a luglio è previsto uno sconto di 15 centesimi al litro, sui carburanti alla pompa (e di 35 centesimi al litro per il diesel utilizzato dalle imbarcazioni nel settore della pesca). In Italia è stato introdotto il taglio delle accise sui carburanti (sulla benzina: -25 centesimi al litro) dal 3 maggio e sarà in vigore fino all'8 luglio. In Spagna il prezzo del carburante sarà ridotto di 20 centesimi per litro almeno fino al 30 giugno; inoltre è previsto un "cap" che porterebbe il prezzo medio del gas naturale non oltre 50 euro per MWh per 12 mesi. D'altro canto, **la rimozione dei sostegni frenerà la discesa dei prezzi dei carburanti quando i prezzi mondiali caleranno.**

Continua la trasmissione dei rincari energetici agli alimentari e in misura minore ai beni non energetici e ai servizi



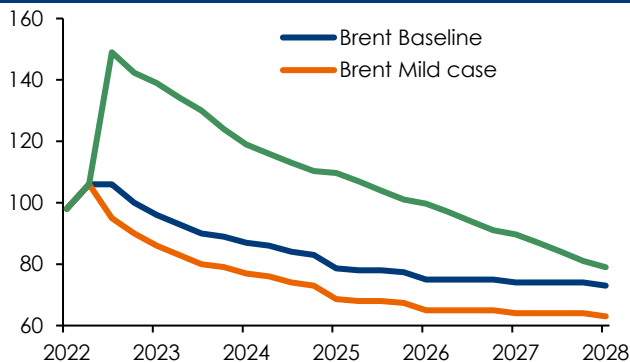
Nota: nel grafico è raffigurata la differenza tra il tasso di crescita mensile dei prezzi e la media decennale. Per i prezzi dell'energia si tratta del tasso di crescita mensile. Fonte: elaborazioni ISP su dati Eurostat

Stima dell'impatto delle misure calmieranti (variazione m/m dei prezzi dell'energia in aprile: valore atteso vs. realizzato)



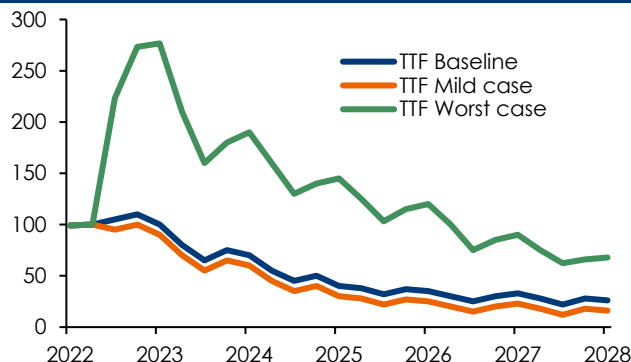
Fonte: elaborazioni ISP su dati Eurostat

Petrolio: scenari



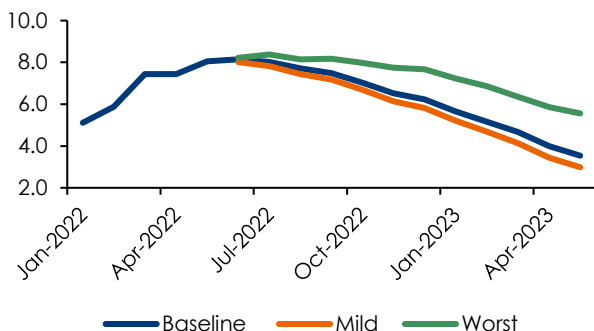
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prezzo del gas naturale in Europa: scenari



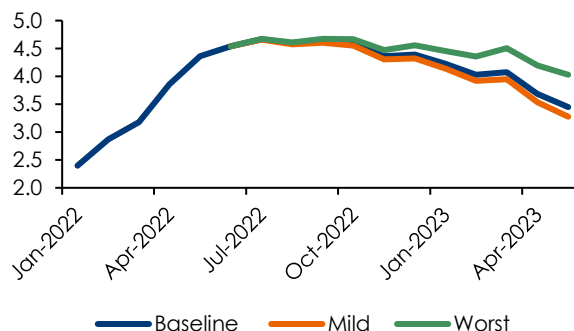
Fonte: Intesa Sanpaolo

Inflazione headline: scenari



Fonte: elaborazioni ISP su dati Eurostat

Inflazione core: scenari



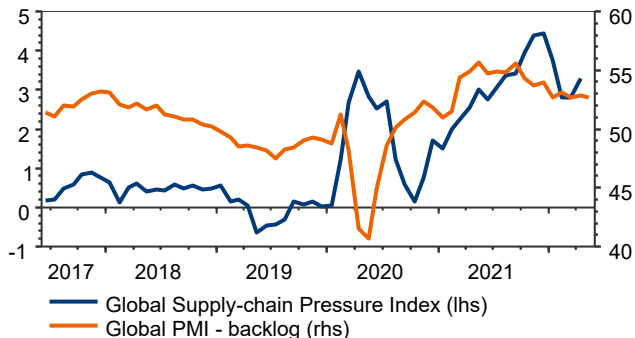
Fonte: elaborazione ISP su dati Eurostat

Ci attendiamo che il 9 giugno la **BCE** comunichi che gli acquisti netti APP si concluderanno il 1° luglio, e che il 21 luglio sarà attuato il primo rialzo dei tassi. Le previsioni di inflazione 2022 e 2023 saranno alzate drasticamente, mentre le previsioni di crescita saranno tagliate. C'è il rischio che la normalizzazione sia ulteriormente accelerata nei prossimi mesi, come i mercati ormai scontano.

- Come segnalato dalla presidente Lagarde, la BCE ha già raggiunto un'intesa a favore di un rialzo dei tassi ufficiali il 21 luglio, che implica la sospensione degli acquisti netti APP all'inizio del prossimo mese. La riunione di politica monetaria del 9 giugno formalizzerà tale passaggio.
- Innanzi tutto, la BCE dovrà effettuare una nuova drastica revisione delle proiezioni macroeconomiche: riteniamo che la previsione di crescita 2022 calerà sotto il 3%, mentre la previsione di inflazione dovrebbe salire verso il 7%. Probabilmente, l'inflazione sarà prevista ben sopra il 2% anche nel 2023.
- La dichiarazione di politica monetaria segnerà che le condizioni per avviare il rialzo dei tassi sono ormai soddisfatte. Quindi, sarà annunciata la fine degli acquisti netti APP il 1° luglio, che spianerà la strada a un primo rialzo dei tassi ufficiali il 21 luglio. Escludiamo la possibilità di un rialzo immediato dei tassi ufficiali, che anche i mercati giudicano molto poco probabile.
- Riteniamo che la dimensione del rialzo di luglio sarà di 25 punti base, ma l'evidente aumento delle pressioni inflazionistiche, superiore alle attese, renderà inevitabile un dibattito sull'opportunità di procedere a una mossa più ampia. La gradualità dovrebbe essere ancora giustificabile sulla base dell'incertezza dello scenario. Il posizionamento dei mercati, che scontano da 50 a 75pb di rialzo entro fine settembre, sembra riflettere adeguatamente le possibilità di azione della BCE. L'aumento delle aspettative per i mesi successivi (ormai salite a 123pb per dicembre) riflette la convinzione ormai diffusa che la BCE debba accelerare la normalizzazione della politica monetaria. Un cambio di passo potrebbe avvenire a settembre, se il quadro mostrerà andamenti sfavorevoli sul fronte salariale, o se la domanda interna rallentasse meno del previsto.
- I mercati scontano un tasso terminale di 1,5%, raggiunto nel secondo semestre 2023. Non ci sono motivi per cui la BCE dovrebbe segnalare intenzioni diverse, in questa fase così preliminare e con il consiglio così diviso sui passi futuri.
- Non ci attendiamo misure immediate contro il rischio di frammentazione. In aprile e maggio il portafoglio PEPP è aumentato di qualche miliardo, ma non si può inferire che ciò rifletta un esempio di "flessibilità" dei reinvestimenti finalizzato a contrastare la frammentazione. Per ora, la BCE continuerà a promettere imprecisate misure specifiche qualora il rischio si concretizzasse, ma lasciando indeterminate le condizioni che potrebbero giustificare l'attivazione.

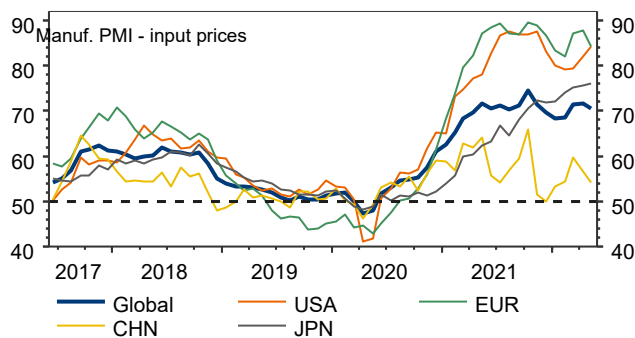
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



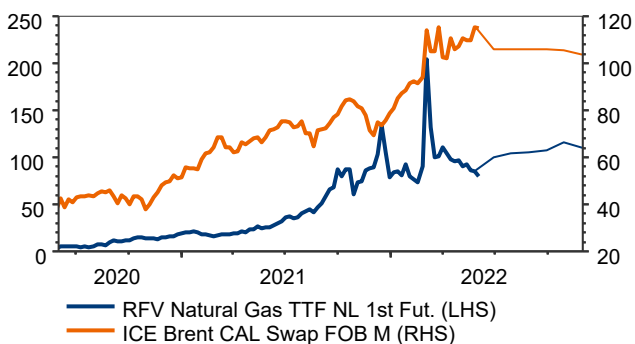
Fonte: New York Fed, IHS Markit.

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



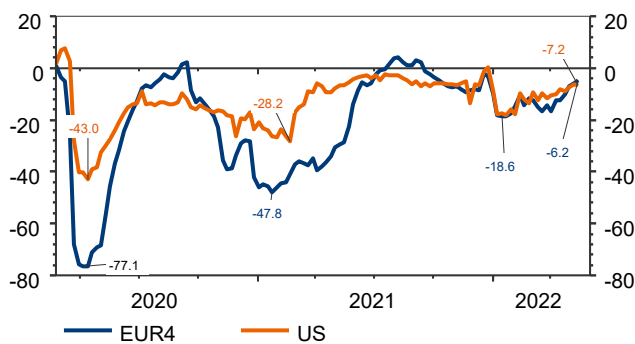
Fonte: IHS Markit. Nota: indici di diffusione.

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



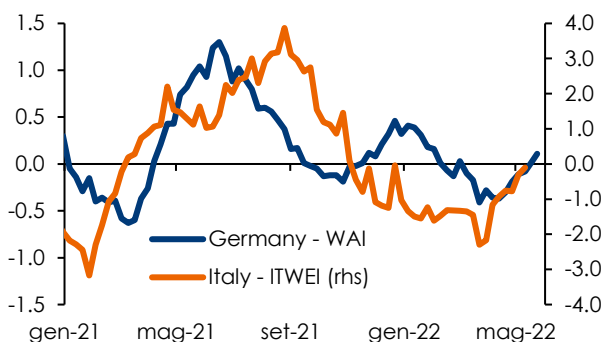
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv.

Mobilità connessa a commercio e intrattenimento



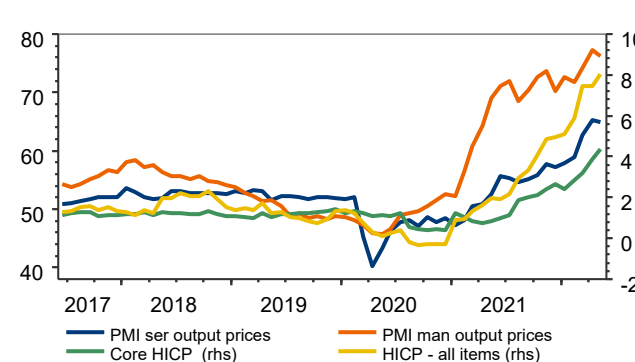
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports. EUR4 include Germania, Francia, Italia e Spagna.

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



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

Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

I market mover della settimana

Nell'**area euro** i dati di produzione industriale di aprile sono attesi riportare una contrazione in Italia, dopo l'inattesa tenuta del mese precedente, mentre in Germania output e ordinativi potrebbero rimbalzare solo in parte dopo le pesanti flessioni di marzo. Le prospettive per la manifattura nei prossimi mesi restano comunque deboli. Nell'eurozona verrà rilasciata anche la terza stima del PIL, con lo spaccato delle componenti di domanda. Domenica 12 giugno è in calendario il primo turno delle elezioni legislative in Francia e di quelle amministrative in Italia (dove si vota anche per 5 quesiti referendari in tema di giustizia).

Negli **Stati Uniti** ci sono pochi dati in uscita questa settimana, ma il CPI di maggio terrà alta l'attenzione dei mercati, alla vigilia della riunione del FOMC di metà giugno. L'inflazione core a maggio dovrebbe segnare un aumento mensile di 0,5% m/m, anche se in termini tendenziali si dovrebbe confermare che il picco ciclico è stato toccato (per ora) ad aprile. Il dato headline sarà spinto anche da contributi positivi di energia e alimentari. La fiducia dei consumatori dovrebbe registrare un modesto rimbalzo a giugno, mentre il deficit della bilancia commerciale di aprile è previsto in ampio ridimensionamento.

Martedì 7 giugno

Area euro

■ **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi rimbalzare parzialmente ad aprile, stimiamo dell'1,5% m/m, dopo il brusco calo di -4,7% m/m subito a marzo. Le indagini PMI segnalano che gli ordinativi potrebbero tornare a calare in maggio, sulla scia del difficile contesto geopolitico e dei lockdown cinesi.

Stati Uniti

■ La **bilancia commerciale** di aprile dovrebbe registrare una significativa chiusura del deficit a -89,5 mld, da -109,8 mld di marzo. La bilancia preliminare dei beni ha mostrato un saldo di -105,9 mld, da -125,9 mld di marzo, sulla scia di importazioni in rialzo di 2,5% m/m, a fronte di esportazioni in crescita più rapida (3,1% m/m). Nei servizi, con la ripresa del turismo, il saldo positivo dovrebbe ampliarsi rispetto ad aprile, contribuendo positivamente alla crescita delle esportazioni nette.

Mercoledì 8 giugno

Area euro

■ **Area euro.** Nonostante le inattese revisioni dei dati nazionali al ribasso in Francia (a -0,2% t/t da zero) e al rialzo in Italia (a 0,1% t/t da -0,2%) e in Belgio (a 0,5% t/t da 0,3%), la terza stima del **PIL** nel 1° trimestre dovrebbe confermare la crescita di 0,3% t/t (5,1% a/a) della precedente rilevazione. I consumi privati dovrebbero essersi contratti per il secondo trimestre consecutivo a fronte di una crescita per gli investimenti, mentre le spese delle amministrazioni pubbliche dovrebbero essere rimaste circa stagnanti. Le esportazioni nette dovrebbero aver frenato l'espansione, mentre le scorte potrebbero aver fornito un apporto positivo. È possibile che anche nel trimestre corrente l'Eurozona possa registrare una crescita solo moderatamente positiva su base congiunturale.

■ **Germania.** La **produzione industriale** è attesa evidenziare un parziale recupero ad aprile, stimiamo di 0,8% m/m dopo l'ampia correzione di -3,9% m/m registrata a marzo; l'output resterebbe in negativo su base annua (a -2,3% rettificato per gli effetti di calendario). Quest'anno difficilmente l'industria potrà evitare una contrazione dell'attività produttiva. Il settore frenerà il PIL nel trimestre corrente.

Giovedì 9 giugno

Area euro

■ Ci si attende che la **BCE** annunci la sospensione degli acquisti netti APP dopo il 1° luglio, e

che comunichi di essere pronta a una fase di rialzo dei tassi ufficiali per il soddisfacimento di tutte le condizioni indicate nella sua *forward guidance*. I tassi ufficiali resteranno invariati, per il momento, ma sarà chiaro che saranno poi aumentati il 21 luglio. Per quanto riguarda le proiezioni macroeconomiche dello staff, bisogna attendersi una drastica revisione al rialzo delle stime di inflazione 2022-23 e al ribasso di quelle di crescita del PIL, che caleranno sotto il 3%. Non ci aspettiamo annunci riguardo ad eventuali misure contro la frammentazione finanziaria: sarà reiterata la promessa a intervenire, se necessario, ma senza sbilanciarsi né sulle condizioni specifiche, né sugli strumenti (a parte la già nota "flessibilità" dei reinvestimenti PEPP).

Venerdì 10 giugno

Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa in calo ad aprile, dopo la stagnazione di marzo. La flessione potrebbe arrivare a due punti percentuali su base congiunturale, nelle nostre stime. La variazione annua (rettificata per gli effetti di calendario) tornerebbe in territorio negativo, ai minimi almeno dall'autunno 2020. Stimiamo un parziale recupero a maggio, seguito verosimilmente da una nuova flessione a giugno. L'industria in senso stretto, dopo aver frenato il PIL già a inizio anno, ci aspettiamo darà un contributo ancor più negativo al valore aggiunto totale nel trimestre primaverile.

Stati Uniti

- Il **CPI** di maggio è previsto in aumento di 0,6% m/m (8,2% a/a), dopo 0,3% m/m (8,3% a/a) di aprile, con un contributo positivo dell'energia determinato dalla ripresa del trend verso l'alto dei prezzi della benzina (10,5% m/m). Anche i prezzi degli alimentari sono previsti in accelerazione, sia per gli alimentari consumati a casa sia per quelli consumati fuori casa. L'indice **core** dovrebbe segnare un nuovo ampio rialzo, di 0,5% m/m (5,9% a/a), dopo 0,6% m/m (6,2% a/a) di aprile. La variazione dovrebbe essere guidata ancora una volta dal comparto abitazione, con aumenti elevati, sia per gli affitti sia per gli affitti figurativi. Anche i trasporti dovrebbero contribuire positivamente, con prezzi in rialzo per le auto usate dopo tre mesi di contrazioni, tariffe delle auto a noleggio e tariffe aeree in significativa ripresa. Anche i prezzi dei servizi sanitari dovrebbero riaccelerare, in seguito all'espansione della domanda delle procedure elettive. Infine, i prezzi dei servizi ricreativi (alberghi, turismo) dovrebbero risentire della ripresa delle attività rimaste bloccate da Covid nel 2020-21. Il quadro inflazionistico su base mensile non dovrebbe dare segnali di rallentamento, supportando la previsione di un rialzo di 50pb alla riunione del FOMC di metà giugno.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a giugno (prel.) è prevista in marginale rialzo a 59,8, da 58,4 della lettura finale di maggio, grazie alla stabilizzazione dei mercati azionari nelle ultime settimane.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (6 – 11 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso Intesa Sanpaolo		
Lun 6/6	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	mag	36.2			
Mar 7/6	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	apr	-2.3	%	-0.8	
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	apr	-4.7	%	-0.8	1.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		apr	0.1	%		
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	mag	51.8			
	14:30	USA	Bilancia commerciale		apr	-109.8	Mld \$	-90.3	-89.5
Mer 8/6	00:00	CN	Riserve in valuta estera		mag	3.120	1000Mld \$	3.120	
	01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T1	prel -1.0	%	-1.0	
	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T1	prel -0.3	%	-0.3	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	apr	-3.9	%	0.5	0.8
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		apr	5.6	%		
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.3	%	0.3	0.3
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T1	prel 5.1	%	5.1	5.1
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T1	0.5	%	0.5	0.5
Gio 9/6	05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	mag	0.0	%		
	05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	mag	51.1	Mld \$		
	05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	mag	3.9	%		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	200	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.309	Mln		
Ven 10/6	03:30	CN	CPI a/a	*	mag	2.1	%		
	03:30	CN	PPI a/a	*	mag	8.0	%		
	03:30	CN	CPI m/m		mag	0.4	%		
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		mag	prel 8.5	%	8.5	8.5
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	apr	0.0	%	-1.1	-2.0
	14:30	USA	CPI m/m	*	mag	0.3	%	0.7	0.6
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mag	0.6	%	0.5	0.5
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mag	6.2	%		5.9
	14:30	USA	CPI a/a		mag	8.3	%		8.2
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		giu	58.4		61.0	59.8
Sab 11/6	00:00	CN	M2 a/a	*	mag	10.5	%		
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	mag	645.4	Mld ¥ CN		
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	mag	910.2	Mld ¥ CN		

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 (6 – 12 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar 7/6	10:00	ITA	* L'Istat diffonde le "Prospettive per l'economia italiana, anni 2022-2023"
	16:00	BEL	Discorso di Wunsch (BCE)
Mer 8/6	11:00	EUR	* L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
Gio 9/6	13:45	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
	14:30	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Dom 12/6	--	FRA	* Elezioni legislative (primo turno)
	--	ITA	Elezioni amministrative

Note: (**) molto importante; (*) importante
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

L'indice di produzione del **PMI manifatturiero globale** è risalito da 48,6 a 49,7: il calo registrato nei maggiori paesi avanzati è stato compensato dalla ripresa in Cina. In lieve ripresa è anche l'indice dei nuovi ordini (50,9), malgrado la debolezza degli ordini esteri. L'indagine mostra un lieve allentamento delle tensioni sui prezzi e dei problemi sui tempi di consegna, che però restano marcati.

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mar	+20.3 (20.2)	%	19.9	+21.2
Indice dei prezzi delle case m/m	mar	1.9 (2.1)	%		1.5
PMI (Chicago)	mag	56.4		55.0	60.3
Fiducia consumatori (CB)	mag	108.6 (107.3)		104.0	106.4
Markit PMI Manif. finale	mag	57.5			57.0
Spesa in costruzioni	apr	0.3 (0.1)	%	0.5	0.2
Indice ISM manifatturiero	mag	55.4		54.5	56.1
Nuovi occupati: stima ADP	mag	202 (247)	x1000	300	128
Richieste di sussidio	settim	211 (210)	x1000	210	200
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.343 (1.346)	Mln	1.325	1.309
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T1	11.6	%	11.6	12.6
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T1	-7.5	%	-7.5	-7.3
Ordinativi industriali m/m	apr	1.8 (2.2)	%	0.7	0.3
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	apr	0.4	%		0.5
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	apr	0.3	%		0.4
Tasso di disoccupazione	mag	3.6	%	3.5	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mag	428	x1000	325	
Salari orari m/m	mag	0.3	%	0.4	
Markit PMI Composito finale	mag	53.8			
Markit PMI Servizi finale	mag	53.5			
Indice ISM non manifatturiero composito	mag	57.1		56.4	

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

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a maggio ha registrato un modesto calo a 106,4 da 108,6, con moderate correzioni sia per le condizioni correnti sia per le aspettative e indicazioni di spostamento della domanda dai beni durevoli ai servizi. La valutazione del mercato del lavoro si è indebolita, pur rimanendo molto positiva.

L'indice dei **prezzi delle case** S&P Corelogic Case-Shiller ha registrato un aumento di 2,6% m/m (20,5% a/a) ad aprile, confermando una stabilizzazione in termini di variazioni tendenziali, ma ancora pressioni elevate su base mensile.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** ha registrato una variazione di 128 mila, la più bassa dall'aprile 2020.

Le **posizioni vacanti** rilevate dalla Jobs and Labor Turnover Survey ad aprile hanno dato un segnale di stabilizzazione, con un modesto calo a 11,4 mln da 11,5 mln di marzo, pur restando su livelli record da quando esiste la serie.

L'**ISM manifatturiero** di maggio ha mostrato un modesto aumento a 56,1 da 55,4, con ordini in accelerazione e output stabile. L'indice dell'occupazione è sceso marginalmente sotto 50 (a 49,6), ma nei commenti delle imprese si riportano lievi miglioramenti nella disponibilità di manodopera. L'indice dei prezzi resta in area persistentemente elevata e i tempi di consegna sono ancora vicini ai livelli record dei mesi scorsi.

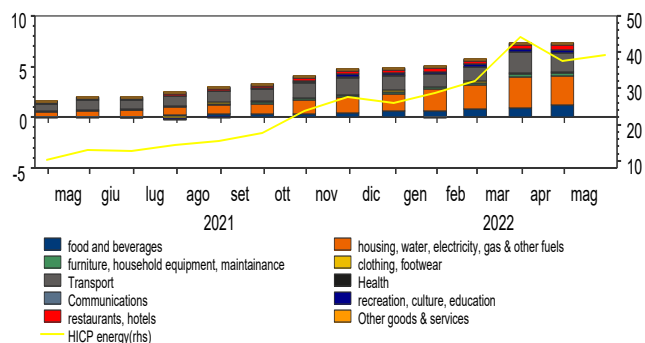
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T1	0.3		%	0.5
EUR	Fiducia consumatori finale	mag	-22.0	(-21.1)		-21.1
EUR	Fiducia servizi	mag	13.6	(13.5)		14.3
EUR	Indice di fiducia economica	mag	104.9	(105.0)		104.8
EUR	Fiducia industria	mag	7.7	(7.9)		7.5
EUR	CPI a/a stima flash	mag	7.4		%	7.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mag	3.9		%	3.9
EUR	PMI manifatturiero finale	mag	54.4			54.4
EUR	Tasso di disoccupazione	apr	6.8		%	6.8
EUR	PPI a/a	apr	+36.9	(36.8)	%	38.5
EUR	PMI servizi finale	mag	56.3			56.3
EUR	PMI composito finale	mag	54.9			54.9
EUR	Vendite al dettaglio m/m	apr	+0.3	(-0.4)	%	0.3
FRA	Spese per consumi m/m	apr	-1.4	(-1.3)	%	0.6
FRA	IPCA a/a prelim	mag	5.4		%	5.7
FRA	PMI manifatturiero finale	mag	54.5			54.5
FRA	Produzione industriale m/m	apr	-0.4	(-0.5)	%	0.3
FRA	PMI servizi finale	mag	58.4			58.3
GER	Prezzi import a/a	apr	31.2		%	32.0
GER	IPCA m/m prelim	mag	0.7		%	0.6
GER	IPCA a/a prelim	mag	7.8		%	8.1
GER	CPI (Lander) a/a prelim	mag	7.4		%	7.6
GER	CPI (Lander) m/m prelim	mag	0.8		%	0.7
GER	Tasso di disoccupazione	mag	5.0		%	5.0
GER	Variazione n° disoccupati	mag	-13		x1000	-15
GER	Vendite al dettaglio a/a	apr	-1.7	(-2.7)	%	4.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	apr	0.9	(-0.1)	%	-0.2
GER	PMI manifatturiero finale	mag	54.7			54.7
GER	Bilancia commerciale destag.	apr	1.9	(3.2)	Mld €	1.6
GER	PMI servizi finale	mag	56.3			56.3
ITA	PPI a/a	apr	36.9		%	35.3
ITA	PPI m/m	apr	4.0		%	0.2
ITA	PIL a/a finale	T1	5.8		%	5.8
ITA	PIL t/t finale	T1	-0.2		%	-0.2
ITA	IPCA m/m prelim	mag	0.4		%	0.5
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	mag	6.0		%	6.2
ITA	IPCA a/a prelim	mag	6.3		%	6.7
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	mag	-0.1		%	0.9
ITA	PMI manifatturiero	mag	54.5			53.5
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	apr	8.4	(8.3)	%	8.3
ITA	PMI servizi	mag	55.7			54.5
SPA	IPCA a/a prelim	mag	8.3		%	8.2

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

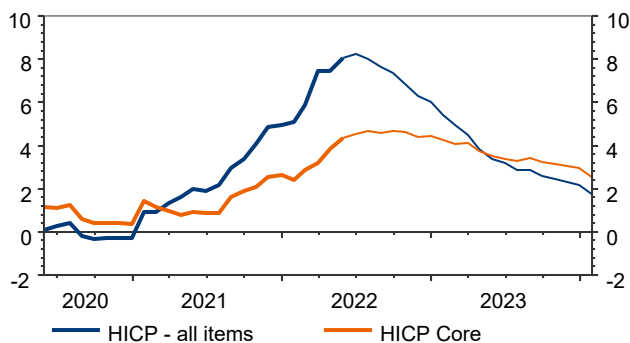
Area euro. I **prezzi al consumo** a maggio hanno registrato un nuovo forte rialzo di 0,8% m/m, e l'indice core è cresciuto di 0,7% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dall'energia (2% m/m), spinta al rialzo dai rincari dei carburanti, e dagli alimentari (1,6% m/m) - la filiera alimentare è ad alta intensità energetica. Nel mese crescono anche i beni manufatti (0,6 m/m), che continuano a risentire dell'impatto dei colli di bottiglia lungo le filiere produttive, e i servizi (0,4% m/m), che beneficiano della ripresa della domanda nei settori in precedenza colpiti dal Covid. Lo spaccato evidenzia aumenti diffusi a tutte le componenti. **Sia l'inflazione headline, a 8,1% a/a da 7,4% precedente, che quella core, a 4,4% a/a da 3,9%, sono ai massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili). L'indice sottostante è spinto sia dai beni che dai servizi: i beni manufatti ex-energia mostrano una accelerazione a 4,2% dal 3,8% di aprile, 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 +0,8%; per i servizi la variazione è stata di 3,5% da 3,3% precedente.

I principali contributi all'inflazione vengono ancora da energia e alimentari



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

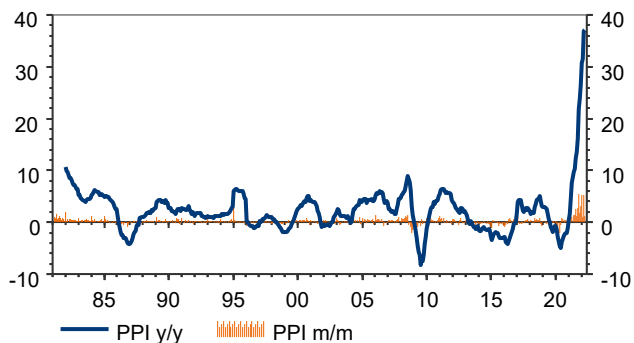
Dinamica dei prezzi – IPCA e IPCA core



Fonte: Eurostat

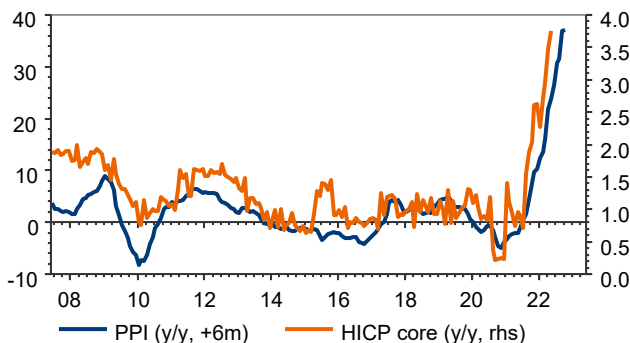
Area euro. Ad aprile il **PPI** è cresciuto, meno del previsto, di 1,2% m/m (consenso 2,3% m/m) da un precedente 5,3%. L'inflazione dei prezzi alla produzione ha comunque toccato un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni nel 1992 al 37,2% a/a da 36,9% di aprile (rivisto al rialzo di un decimo). Sul mese la crescita dei prezzi ha accelerato tra i beni intermedi (3,8% m/m da 2,9%, il tasso più vivace mai registrato), strumentali (1% da 0,8%) e di consumo non durevoli (2,8% da 2,6%), mentre si è stabilizzata nei beni di consumo durevoli (all'1%) a fronte di una contenuta flessione per l'energia dopo il balzo record di marzo (-1,2% da 11,1%). I dati confermano la presenza di forti pressioni sui prezzi a monte delle filiere produttive ormai diffuse a tutti i comparti, che si stanno progressivamente trasferendo sui prezzi al consumo e che nei prossimi mesi dovrebbero manifestarsi in un aumento dell'inflazione core.

Rallenta la crescita del PPI ma l'inflazione dei prezzi alla produzione tocca un nuovo massimo storico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

I prezzi alla produzione segnalano rischi al rialzo per l'inflazione core nei prossimi mesi

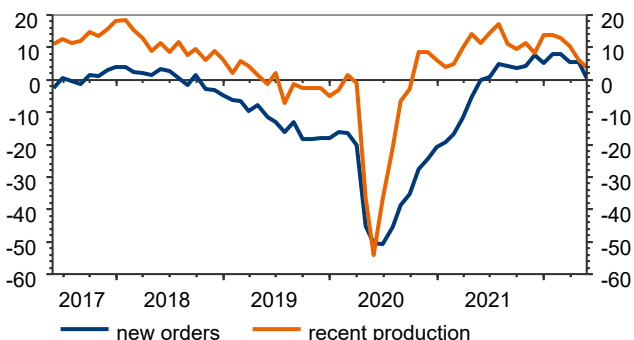


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Area euro. A maggio l'indice composito di fiducia economica **ESI** della Commissione Europea si è stabilizzato a 105 da un precedente 104,9 (rivisto al ribasso di un decimo), su livelli superiori alla media di lungo periodo e coerenti con un ritmo di crescita congiunturale ancora positivo nel 2° trimestre. Su base settoriale si conferma il quadro di maggior debolezza per l'**industria** (6,3 da 7,7), in calo per il terzo mese e sui minimi da marzo 2021 (sia pur ancora al di sopra della media storica). Lo spaccato dell'indagine industriale conferma quanto già emerso dai PMI della scorsa settimana, che avevano segnalato un deterioramento delle condizioni di domanda: **l'indice relativo agli ordinativi registra infatti il più ampio calo da due anni**. Corregge anche l'indicatore sull'attività produttiva, sui minimi dall'autunno del 2020. Sostanzialmente stabile la fiducia nelle costruzioni (7,2 da 7) e nel commercio al dettaglio (-4 da -3,9). Migliora per il secondo mese il

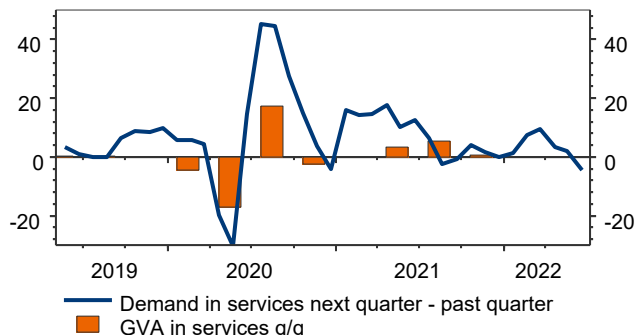
morale nei **servizi** (14 da 13,6), dove però si registra una flessione delle aspettative, con il **differenziale tra la domanda attesa e corrente** che **ritorna in territorio negativo per la prima volta dalla scorsa estate e sui minimi dal 2020**. Se il terziario continua a beneficiare del rimbalzo post-pandemico dell'attività, la spinta da riaperture e minor rischio sanitario potrebbe progressivamente affievolirsi, lasciando spazio agli effetti sulla domanda del minor potere d'acquisto delle famiglie.

Ampio calo per ordinativi e attività industriale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

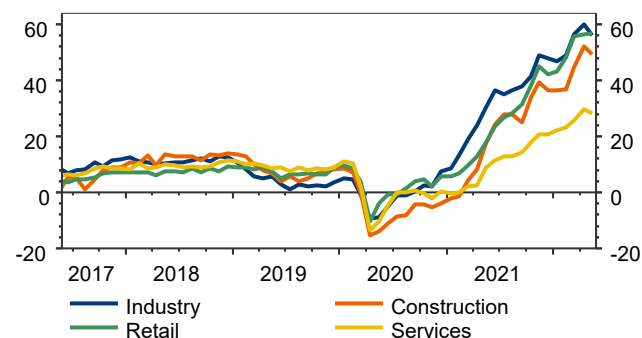
Nei servizi si sta affievolendo la spinta dalle riaperture, mentre le pressioni inflattive pongono dubbi sulla tenuta della domanda



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

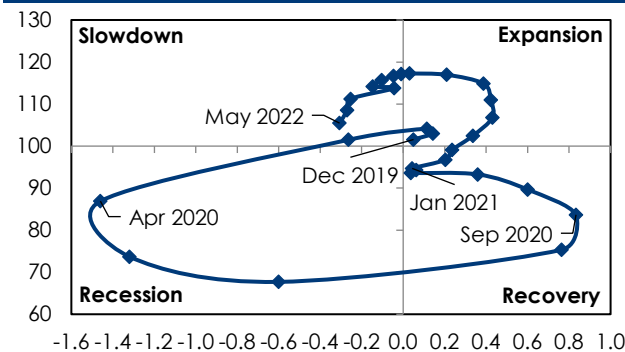
Le **aspettative sui prezzi** correggono lievemente in quasi tutti i settori (salgono marginalmente solo nel commercio al dettaglio), ma restano vicine ai massimi storici toccati in aprile, confermando un quadro di pressioni inflattive robuste e diffuse. Restano invece favorevoli le attese sull'occupazione. In sintesi, le indagini della Commissione Europea si uniscono ai PMI e alle indagini nazionali nel mostrare **segnali di tenuta della ripresa in Eurozona nel 2° trimestre**, ma **la correzione delle aspettative nei servizi conferma la presenza di rischi verso il basso** (soprattutto per quanto riguarda l'effetto sulla domanda del minor reddito disponibile delle famiglie).

Correggono leggermente le aspettative sui prezzi, che però restano su livelli storicamente elevati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

La ripresa tiene ma si confermano i segnali di rallentamento

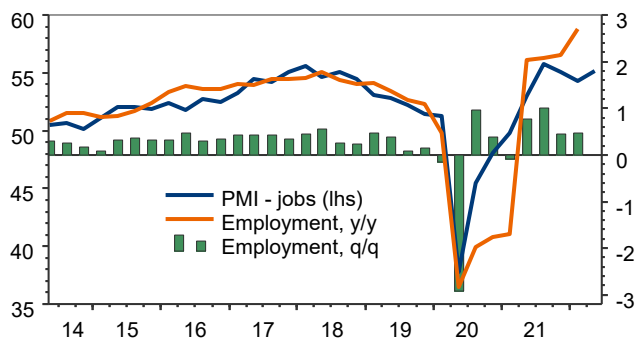


Nota: livello (asse y) e variazione mensile (asse x) dell'indice ESI (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

Area euro. Ad aprile il numero di persone in cerca di occupazione è calato di 96 mila unità. Il **tasso di disoccupazione** è comunque rimasto stabile, per il terzo mese, al 6,8%, un minimo dall'inizio delle rilevazioni nel 1998. Il tasso dei senza-lavoro è calato in Francia (a 7,2% da 7,3% di marzo) e Spagna (13,3% da 13,5%), mentre è risultato invariato in Germania (al 3%) e in Italia (all'8,4%). Le indagini di fiducia sono coerenti con una domanda sottostante di lavoro ancora positiva. Nonostante il probabile rallentamento delle assunzioni che vedremo nei prossimi mesi,

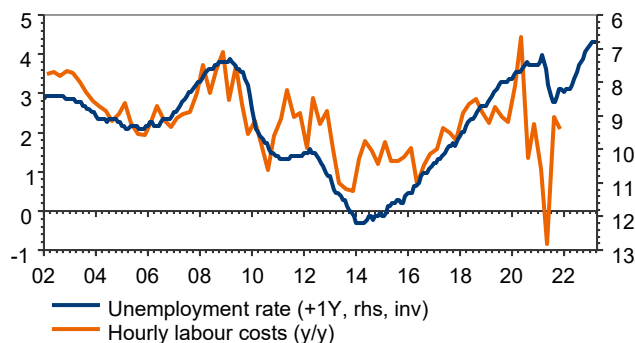
soprattutto nei settori a maggiore intensità energetica, non vediamo un'inversione di tendenza per il tasso di disoccupazione, che potrebbe risultare vicino ai livelli correnti in media d'anno.

Le indagini sono coerenti con una dinamica occupazionale ancora positiva



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

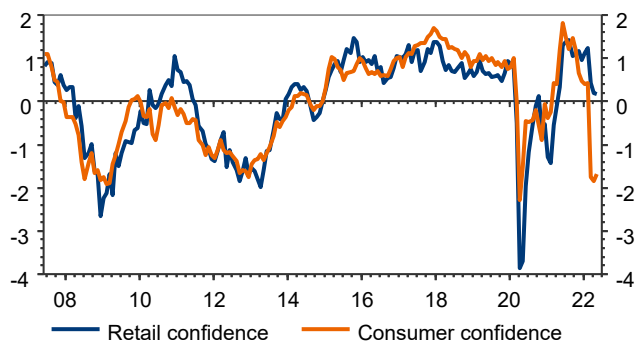
I progressi dei mesi scorsi potrebbero contribuire a generare pressioni al rialzo sui salari nel 2022



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

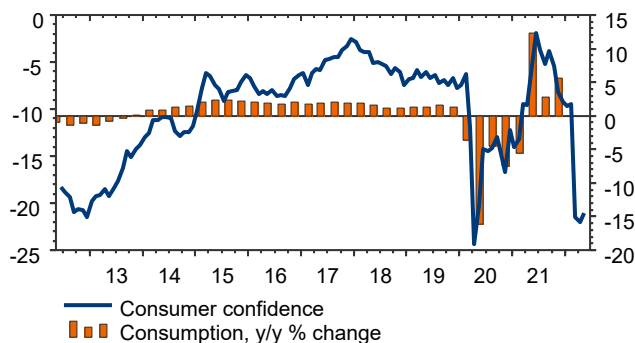
Area euro. Ad aprile le **vendite al dettaglio** sono calate di -1,3% m/m dopo che il dato di marzo è stato rivisto al rialzo a 0,3% (da -0,4% della stima precedente), la prima correzione mensile dopo tre progressi consecutivi. Il dato è stato appesantito dal crollo degli acquisti tedeschi (-5,4% m/m) a fronte di una stagnazione in Francia e di un ampio progresso in Spagna (+5,3% m/m) mentre non è ancora disponibile il dato italiano. Lo spaccato delle componenti mostra un rimbalzo del volume degli acquisti di carburante (+1,4% m/m da -2%) grazie al calo dei prezzi alla pompa rispetto al mese precedente mentre gli alimentari registrano la più ampia contrazione da giugno 2020 (-2,6% m/m da +0,9%). In calo per il secondo mese invece le vendite di beni non alimentari (-0,7% m/m da -0,6%). I dati riflettono lo spostamento della domanda dai beni ai servizi e i rincari dei prezzi al consumo, fattori destinati a penalizzare gli acquisti anche nei prossimi mesi. Durante il trimestre primaverile il recupero delle spese nei servizi potrebbe compensare la frenata degli acquisti di beni, ma le pressioni inflattive e il marcato calo del morale dei consumatori non offrono prospettive particolarmente incoraggianti per i consumi privati che dovrebbero quindi rimanere piuttosto fiacchi anche nei prossimi mesi.

Le vendite al dettaglio dovrebbero restare deboli nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea DG Ecofin

Il crollo del morale delle famiglie non offre prospettive particolarmente incoraggianti per i consumi privati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione Europea DG Ecofin

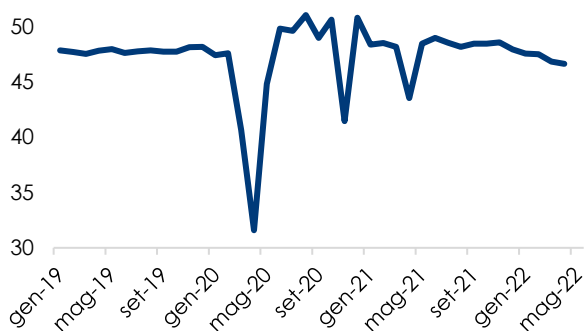
Germania. A maggio l'**inflazione** armonizzata è salita all'8,7% a/a dal 7,8% precedente, ben oltre le attese all'8%, portandosi sui massimi dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. Su base nazionale l'inflazione è balzata al 7,9% a/a dal 7,4% di aprile, record toccato solamente durante i mesi a

cavallo tra il 1973 e il 1974 (ovvero durante la prima crisi petrolifera). Lo spaccato suggerisce come siano ancora energia (38,3% a/a da 35,3% precedente) e alimentari (11,1% a/a da 8,6% precedente) a trainare l'inflazione. Rallentano i servizi (2,9% a/a da 3,2%), per via di irregolarità stagionali dovute alla collocazione della Pasqua a inizio aprile, che hanno colpito principalmente la componente dei pacchetti vacanze. Si conferma invece in crescita all'1,7% a/a l'inflazione degli affitti. Sul mese i prezzi sono cresciuti di 1,1% sull'indice armonizzato e di 0,9% su quello nazionale. La stima flash dai Länder indica che il maggior contributo alla variazione mensile viene da alimentari e bevande, saliti, ad esempio, del 2% m/m in Assia; crescono anche beni manufatti, come abbigliamento e arredamento, che risentono dell'impatto ritardato dei colli di bottiglia all'offerta. La bolletta energetica potrebbe essere cresciuta a maggio del 5% m/m. In prospettiva, difficilmente l'inflazione rallenterà significativamente nel breve periodo, anche se da giugno si dovrebbe vedere una moderazione dei prezzi dei carburanti per effetto dei tagli fiscali varati dal Governo. In media annua, l'inflazione tedesca potrebbe assestarsi ben sopra il 7% sull'indice armonizzato nel 2022. L'indice core dovrebbe assestarsi ben sopra la soglia del 2% sia quest'anno che nel 2023. Un rischio sulla dinamica sottostante deriva dai rinnovi salariali, che potrebbero far salire il costo del lavoro nella seconda parte dell'anno (dopo che già nel 1° trimestre i salari negoziati sono cresciuti del 4% a/a in termini nominali).

Germania. I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di aprile hanno evidenziato una crescita sia delle esportazioni (-4,4% m/m), che delle importazioni (+3,1% m/m). Il saldo commerciale è risultato pari a 3,5 mld di euro (in termini destagionalizzati) in aprile, da 1,9 mld (dato rivisto da 3,2 mld) di marzo.

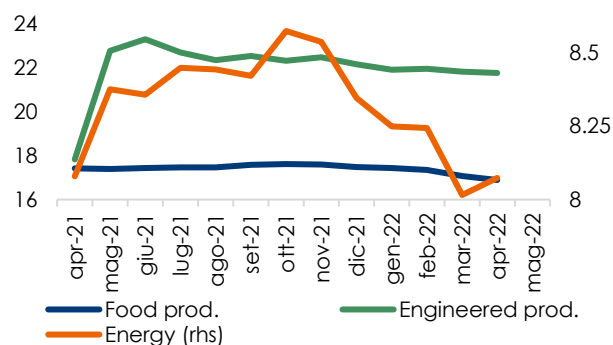
Francia. Ad aprile, la **spesa per consumi** è scesa a sorpresa di -0,4% m/m. Si tratta del quinto calo mensile consecutivo, che porta i consumi delle famiglie sui livelli più bassi da novembre 2020 (cioè dalla seconda ondata pandemica). La lettura di marzo è stata rivista verso il basso di un decimo, a -1,4% m/m. A salvarsi dal calo è solo la spesa per prodotti energetici (0,7%) e per abbigliamento (0,5%), a fronte dell'ampia contrazione riportata dagli alimentari (-1,1%), dalle auto (-1%) e dagli altri beni durevoli (-1,1%). I consumi sono in rotta per un'altra contrazione nel trimestre primaverile dopo quella registrata in inverno.

Spesa complessiva per consumi (mld euro)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Ad aprile, la spesa per energia (mld euro) mostra una prima, parziale, inversione di tendenza, da ottobre 2021



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Francia. La lettura finale del **PIL**, relativa al 1° trimestre, aggiorna verso il basso sia la precedente stima (-0,2% t/t, da una prima stima a zero) sia la crescita registrata nel 2021 (a 6,8% da un 7% stimato in precedenza). Il combinato disposto abbassa la crescita acquisita per il 2022 dal 2,4% all'1,9%. La revisione è dovuta a una contrazione più ampia di quanto precedentemente stimato dei consumi privati (-1,5%), frenati principalmente dall'ondata pandemica di inizio anno. Viceversa, sono in ripresa gli investimenti (0,6%), trainati soprattutto dalla componente governativa (1,8%). Contribuiscono positivamente, per due decimi ciascuno, sia le esportazioni

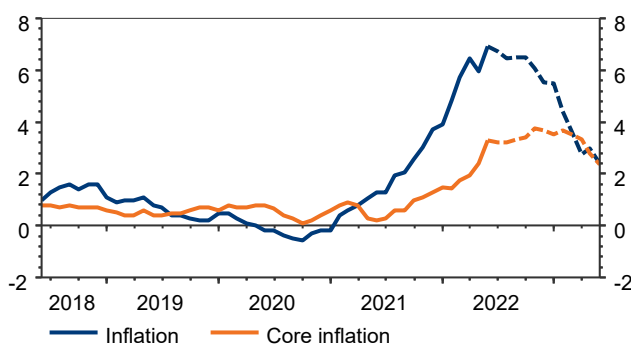
nette che le scorte. Ci attendiamo un 2° trimestre poco più che stagnante per l'economia transalpina, ancora sulla scia della debolezza dei consumi (penalizzati non più dall'ondata pandemica ma dallo shock energetico).

Francia. I prezzi al consumo a maggio, sull'indice armonizzato, sono saliti più del previsto, di 0,7% m/m, per un'inflazione annua al 5,8% a/a, da un precedente 5,4%: è un nuovo record dall'inizio delle rilevazioni nel 1990. Sulla misura nazionale, i prezzi nel mese sono cresciuti di 0,6% m/m, per un'inflazione annua al 5,2% da 4,8%. Sul dato preliminare hanno influito in misura maggiore le variazioni riportate da energia ed alimentari. L'inflazione è attesa far segnare un picco nel trimestre estivo, per poi moderare nella parte finale dell'anno.

Francia. Ad aprile, la **produzione industriale** ha riportato un calo di -0,1% (+0,6% a/a), si tratta del terzo dato mensile negativo consecutivo, coerentemente con prezzi delle materie prime ancora elevati e strozzature all'offerta, le quali, tuttavia, iniziano a mostrare un primo allentamento. La contrazione è stata più ampia con riguardo alla sola produzione manifatturiera, in calo di -0,4% (+1,7% a/a), sulla scia dell'apporto negativo di alimentari e bevande (-2,0% m/m), macchinari (-0,8% m/m) e altre attività manifatturiere (-0,8% m/m). Tra i settori che fanno segnare un progresso, da evidenziare il balzo nel settore auto (+5,1%), anche se il gap con gli altri comparti produttivi resta molto ampio, l'attività estrattiva (+1,6%), a fronte di un moderato progresso di +0,1% tra i prodotti della raffinazione. Tornano a crescere anche le costruzioni (+1,2%), dopo il calo del mese precedente. L'output dovrebbe restare debole nel trimestre primaverile, per poi tornare più vivace nella seconda parte dell'anno. I rischi restano comunque orientati verso il basso.

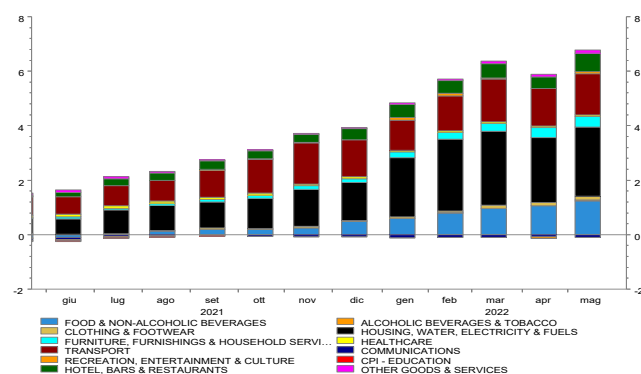
Italia. La **stima preliminare dei prezzi al consumo di maggio** ha spinto l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC al 6,9% a/a dal 6% di aprile, e quella armonizzata al 7,3% a/a (massimo da quando esiste la serie storica) da 6,3% precedente. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,9% m/m sia sul NIC che sull'IPCA. L'ampio rialzo è imputabile ancora alla componente energetica (da 39,5% di aprile a 42,2%; +2,6% m/m nel mese), principalmente per effetto dei carburanti (gasolio da 23,1% a 25% a/a, +2,2% m/m; benzina da 13% a 13,9% a/a, +1,8% m/m). In forte rialzo anche gli alimentari (da 6,1% di aprile a 7,1% a/a; +1,2% m/m), che risentono, oltre che del fatto di essere un settore ad alta intensità energetica, di locali fenomeni di siccità (ad esempio in Puglia e in Romagna).

L'inflazione headline seguirà uno stabile trend discendente solo, nella migliore delle ipotesi, a estate inoltrata



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Le principali pressioni inflazionistiche vengono ancora dai beni energetici e dagli alimentari



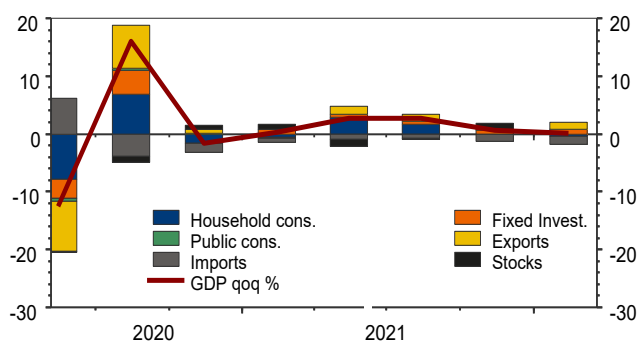
Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, hanno sorpreso al rialzo (rispetto alla stagionalità di maggio, corretta per il trend degli ultimi mesi) i servizi ricettivi e di ristorazione, le spese per il tempo libero, e i trasporti (non solo nella componente energetica), settori che potrebbero beneficiare della ripresa di domanda nei settori più colpiti dal Covid; hanno sorpresa al ribasso solo le comunicazioni (-0,6% m/m).

L'inflazione di fondo è salita significativamente al 3,3% a/a da un precedente 2,4% (non escludiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi). In prospettiva, l'inflazione potrebbe intraprendere uno stabile trend discendente nella migliore delle ipotesi solo a estate inoltrata. La media d'anno potrebbe attestarsi al 6,5% nel 2022 e al 2,7% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.

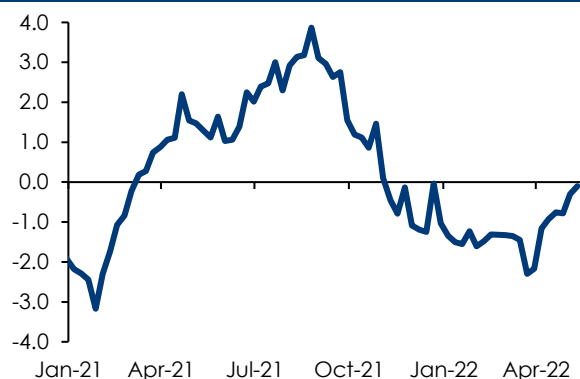
Italia. La seconda lettura ha evidenziato una revisione al rialzo della crescita del **PIL** nel 1° trimestre, a +0,1% t/t da -0,2% flash, che ha riportato l'economia sui livelli precedenti alla pandemia. In termini tendenziali e corretti per gli effetti di calendario la crescita è stata rivista a 6,2% da un precedente 5,8%. Dal lato della domanda, i consumi privati sono calati di -0,8% t/t, mentre quelli pubblici hanno registrato un incremento di 0,2% t/t. Il contributo negativo dei consumi finali nazionali (-0,4%) è stato più che compensato dal solido apporto degli investimenti fissi lordi (+0,8%), in crescita del 3,9% t/t. L'accelerazione della spesa in conto capitale è diffusa a impianti e macchinari (4,3% t/t), mezzi di trasporto (+6,5% t/t) e costruzioni (abitazioni 5,7% t/t, fabbricati non residenziali 5,3% t/t) – nel complesso, gli investimenti in costruzioni sono in progresso di quasi il 27% rispetto ai livelli pre-Covid. Le importazioni sono cresciute a ritmi superiori alle esportazioni (4,3% contro 3,5% t/t), con il canale estero che ha quindi contribuito negativamente al PIL per tre decimi, mentre l'apporto delle scorte è risultato nullo. Dal lato dell'offerta, si registra una contrazione per l'industria in senso stretto (-0,9% t/t) e una sostanziale stagnazione per i servizi (-0,1% t/t), a fronte di costruzioni e settore primario in ampia espansione (rispettivamente di 5,8% e 1,8% t/t). Nei primi mesi dell'anno, ha pesato soprattutto l'ondata pandemica di inizio, mentre nel trimestre corrente dovrebbero farsi sentire gli effetti dello shock energetico. Verosimilmente, anche nel 2° trimestre l'economia potrebbe risultare poco più che stagnante, con il rimbalzo post-pandemico dell'attività nei servizi che dovrebbe riuscire a compensare il contributo negativo del settore industriale (che potrebbe risultare anche più ampio che a inizio anno).

Nel 1° trimestre calano i consumi e salgono gli investimenti, negativo l'apporto del canale estero netto



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indice Itwei di nowcasting della Banca d'Italia è coerente con una sostanziale stagnazione del PIL nel 2° trimestre



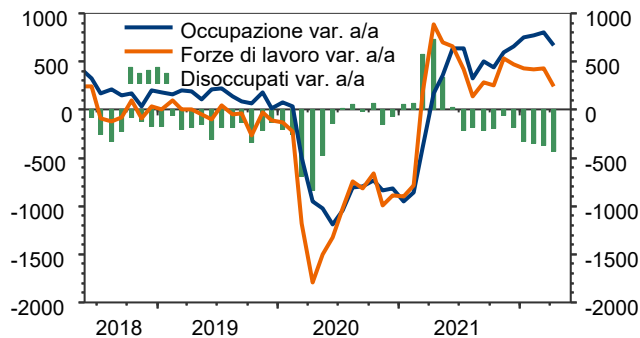
Fonte: Intesa Sanpaolo, Banca d'Italia

Secondo i dati di contabilità nazionale, nel 1° trimestre le **ore lavorate** sono cresciute dell'1,5% t/t, ma restano dello 0,3% inferiori rispetto ai livelli pre-Covid. Su base settoriale, l'industria ha già recuperato il terreno perso durante la pandemia: nelle costruzioni la crescita rispetto a fine 2019 è pari al 13,7%, mentre nella manifattura il progresso è del 2,3%. Nei servizi, invece, il divario ancora da colmare è intorno al 2%, ed è particolarmente ampio nelle attività artistiche e di intrattenimento (-6,3%), nella finanza (-3,3%) e nel commercio (-2,8%). Gli occupati sono invece rimasti stabili rispetto al trimestre precedente, con un gap rispetto al 4° trimestre 2019 pari a -0,5%.

Italia. Il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile all'8,4% ad aprile (il dato di marzo è stato rivisto al rialzo di un decimo). Il numero di occupati è tornato a calare dopo due mesi di crescita (-12 mila unità ovvero -0,1% m/m), ma sono diminuite per il sesto mese consecutivo anche le

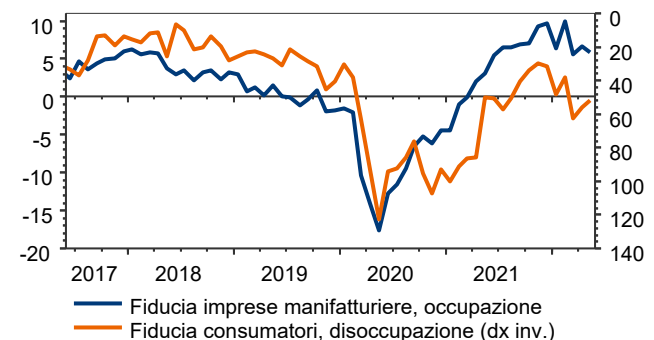
persone in cerca di occupazione (-17 mila, -0,8% m/m). Infatti, sono tornati a salire gli inattivi (+34 mila, +0,3% m/m), dopo due mesi di flessione. Il calo degli occupati riguarda esclusivamente le donne (-43 mila, -0,4% m/m) e la fascia d'età 35-49 anni, mentre su base contrattuale coinvolge i dipendenti permanenti (-4 mila, dopo la robusta crescita di 125 mila registrata a marzo) e gli autonomi (-17 mila, seconda flessione consecutiva), a fronte del terzo aumento mensile per i dipendenti a termine (+9 mila).

Rispetto allo scorso anno si conferma il trend di calo dei disoccupati mentre rimane positiva la crescita degli occupati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Le imprese manifatturiere iniziano a segnalare un rallentamento della domanda di lavoro

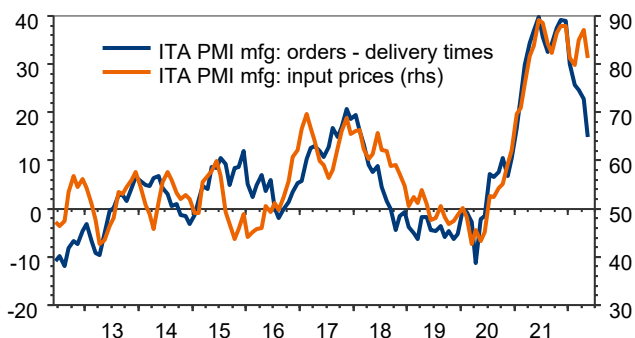


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Rispetto ai livelli pre-Covid, il divario occupazionale è ancora ampio tra gli autonomi (-247 mila), a fronte di una sostanziale stabilità per i dipendenti permanenti (+25 mila) e di un forte incremento per i dipendenti a termine (+221 mila), che ora rappresentano quasi il 14% della forza lavoro (un record dal 1977). Al momento l'impatto del conflitto e del rallentamento congiunturale sul mercato del lavoro sembra essere complessivamente contenuto o comunque concentrato nei settori più esposti, come la manifattura, che però è caratterizzata da una minore intensità di lavoro rispetto ai servizi e alle costruzioni, dove lo scenario è ancora espansivo. Nei prossimi mesi vediamo un rallentamento della crescita delle assunzioni, come peraltro sta iniziando ad emergere dalle indagini congiunturali, ma l'impatto sul tasso di disoccupazione dovrebbe risultare contenuto.

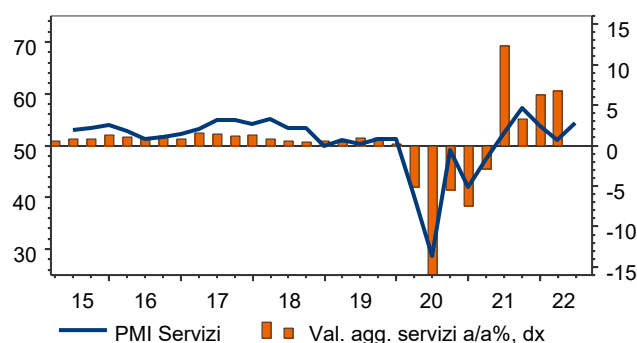
Italia. A maggio l'indice **PMI manifatturiero** è calato più del previsto a 51,9 da 54,5 registrato il mese precedente, sui minimi da novembre 2020. L'indagine mostra la prima contrazione di produzione e ordinativi in due anni. Rallenta anche la crescita degli ordinativi inevasi, ai minimi da febbraio 2021, e dei tempi di consegna, mentre calano ancora le scorte sia di prodotti finiti che di input produttivi. I PMI sono coerenti con un netto indebolimento dell'attività manifatturiera nei prossimi mesi. Rallenta infine la crescita dei prezzi, sia di acquisto che di vendita, che però rimane su ritmi storicamente molto elevati. In discesa anche il **PMI dei servizi**, a 53,7 da 55,7, che rimane però ancora al di sopra della lettura di marzo. Lo spaccato mostra un rallentamento dell'attività, comunque su livelli espansivi, e una correzione delle aspettative, che pur portandosi sui minimi da fine 2020 restano complessivamente ottimistiche. Come per l'industria decelera la crescita dei prezzi che resta però sostenuta. Sia nei servizi che nella manifattura infine si conferma un quadro ancora favorevole per l'occupazione, con le imprese che continuano a riportare un'espansione delle assunzioni. L'indice **PMI composito** è sceso dunque a 52,4 da 54,5. Le indagini confermano la divergenza tra manifattura e servizi, con questi ultimi che, almeno per il momento, sembrano in grado di impedire una contrazione dell'economia nel 2° trimestre. La spinta proveniente dal rimbalzo post-pandemico sull'attività nel terziario sembra però destinata a perdere slancio nei prossimi mesi condizionata anche dall'elevata inflazione.

Il rallentamento della domanda potrebbe contribuire ad attenuare le tensioni all'offerta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

Nel 2° trimestre il rimbalzo dei servizi dovrebbe sostenere la ripresa e compensare il freno industriale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

Italia. A inizio 2022 il **fatturato nei servizi** è cresciuto per il quinto trimestre consecutivo, del 2,8% t/t (17% a/a). Secondo i dati di contabilità nazionale, i servizi hanno contribuito negativamente alla crescita del valore aggiunto ed è verosimile che la divergenza sia spiegata dal rialzo dei prezzi (l'indice di fatturato è espresso in valori correnti). Tra i settori che registrano il maggior dinamismo si registrano infatti i trasporti aerei (+14,6%) e marittimi (+10,4%), per via del forte rincaro dei carburanti che si è riflesso sulle tariffe. È infatti poco probabile che il settore dei trasporti abbia registrato un così ampio progresso durante la recrudescenza pandemica a cavallo d'anno, come peraltro emerge dal calo del fatturato nei servizi di alloggio e ristorazione (-1,3%). Nei prossimi trimestri dovremmo comunque continuare a vedere progressi, sia in valore che in volume, nei servizi, sostenuti dal rimbalzo post-pandemico dell'attività.

Italia. Ad aprile il **PPI** è cresciuto di 0,2% m/m dopo il 4% di aprile; la crescita dei prezzi alla produzione è stata in parte frenata dalla prima flessione registrata sul mercato interno (-0,3% m/m da 4,7%) dopo sedici mesi di rincari consecutivi, mentre sul mercato estero la crescita dei listini è rimasta sostenuta (1,7% m/m da 1,8%). La differenza è spiegata dalla dinamica dell'energia (in calo sul mercato interno per via delle misure calmieranti varate dal Governo), al netto della quale i prezzi sono in crescita intorno al 2% sia sul mercato interno che estero, confermando come le pressioni a monte della filiera produttiva siano ancora robuste. L'inflazione dei prezzi alla produzione rallenta quindi al 35,3% a/a da 36,9% di marzo, comunque su livelli assai elevati. I settori che, su base annua, presentano la dinamica più vivace sono quelli più esposti al comparto energetico e alle risorse di base, come attività estrattive (110,4%), fornitura di energia (141,1%), raffinazione (42,2%), metallurgia (28,9%) e prodotti chimici (23,4%). I maggiori costi produttivi stanno iniziando a trasferirsi in maniera diffusa anche sui prezzi al consumo, ed è probabile che, anche nei prossimi mesi, continuino ad esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione dei beni. Nelle **costruzioni** invece i prezzi alla produzione sono cresciuti del 2,4% m/m (10,5% a/a) nell'edilizia e dell'1,6% m/m (8,2% a/a) per strade e ferrovie.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mag	42.7		48.4
PMI manifatturiero - NBS	mag	47.4	48.6	49.6
PMI non manifatturiero - NBS	mag	41.9		47.8
PMI manifatturiero - Caixin	mag	46.0	48.0	48.1

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

Gli indici **PMI** del **NBS** relativi al mese di maggio sono migliorati più delle attese di consenso, prefigurando un minor ritmo di contrazione dell'attività economica rispetto al mese di aprile, in particolare nel settore dei servizi. Il PMI del settore **manifatturiero** è salito da 47,4 in aprile a 49,6 in

maggio (Consenso Bloomberg: 49), portandosi poco al di sopra del valore di marzo (49,5). Tutte le componenti hanno registrato un aumento, anche se rimangono in territorio di contrazione ad eccezione della componente prezzi, che è scesa da 64,2 in aprile a 55,8 in maggio, segnalando un rallentamento dell'inflazione dei prezzi degli input. Il ritmo di contrazione degli ordini esteri appare maggiore di quello delle commesse domestiche, seppur in miglioramento rispetto ad aprile. La **scomposizione per tipologia di impresa** indica un miglioramento per le grandi imprese, dove l'indice è risalito a 51 in maggio da 48,1 in aprile, mentre l'attività rimane in contrazione, seppur ad un ritmo meno sostenuto rispetto ad aprile, nelle medie e, soprattutto, nelle piccole imprese. La difficoltà delle piccole e medie imprese è testimoniata anche dall'ulteriore calo del PMI di Standard Chartered, sceso da 49,4 in aprile a 48,5 in maggio, con un netto calo di produzione e ordini.

Il **PMI non manifatturiero** è salito da 41,9 in aprile a 47,8 in maggio (Consenso Bloomberg: 45,5), con una dinamica simile al manifatturiero per gli ordini e con un'ulteriore contrazione dell'occupazione. Il miglioramento è avvenuto principalmente grazie a un aumento dell'indice **PMI servizi**, che è rimbalsato da 40 in aprile a 47,1, incorporando una minor contrazione degli ordini e un aumento delle aspettative. Il **PMI del settore costruzioni**, pur rimanendo in territorio espansivo, ha registrato una flessione da 52,7 in aprile a 52,2 in maggio, evidenziando un calo dei prezzi degli input e dei prezzi di vendita, mentre le aspettative sono salite lievemente. Il miglioramento delle condizioni sia nel settore manifatturiero sia in quello non manifatturiero ha contribuito a far risalire il **PMI composito** da 42,7 in aprile a 48,4 in maggio.

Il **PMI manifatturiero rilevato da Caixin** è salito da 46,1 in aprile a 48,1 in maggio, meno delle attese di consenso (Bloomberg: 49), tornando sui livelli di marzo e segnalando un ritmo di contrazione dell'attività manifatturiera inferiore a quello di aprile ma comunque tra i più elevati da febbraio 2020 (in linea con le indicazioni del PMI del NBS). La produzione e i nuovi ordini sono scesi in maggio a un ritmo inferiore rispetto ad aprile. La dinamica degli ordinativi evidenzia che la domanda interna resta migliore di quella estera: la componente delle commesse estere è infatti salita solo da 43,1 in aprile a 44,7 in maggio (rimanendo per il decimo mese in territorio di contrazione), rispetto a un aumento a 47,5 da 42,8 della componente degli ordini totali. La componente dei tempi di consegna è migliorata, segnalando che i tempi continuano ad allungarsi anche se non così diffusamente come in aprile. La contrazione della domanda e le dimissioni dei lavoratori hanno portato a un ulteriore calo dell'occupazione (la componente è scesa da 49,2 in aprile a 48,6 in maggio), mentre le interruzioni logistiche e di produzione causate dalle misure di confinamento hanno causato un aumento degli ordini inevasi. Il ritmo di aumento dei prezzi degli input è sceso lievemente ma rimane elevato, con molte imprese che segnalano costi elevati a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime, dei trasporti e dei carburanti. I prezzi di vendita hanno invece subito la prima contrazione in cinque mesi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	apr	1.22		1.23	1.23
Tasso di disoccupazione	apr	2.6	%	2.6	2.5
Vendite al dettaglio a/a	apr	0.7	{0.9} %	2.6	+2.9
Produzione industriale m/m prelim	apr	0.3	%	-0.2	-1.3
Fiducia delle famiglie	mag	33.0			34.1
PMI manifatturiero finale	mag	53.2			53.3

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

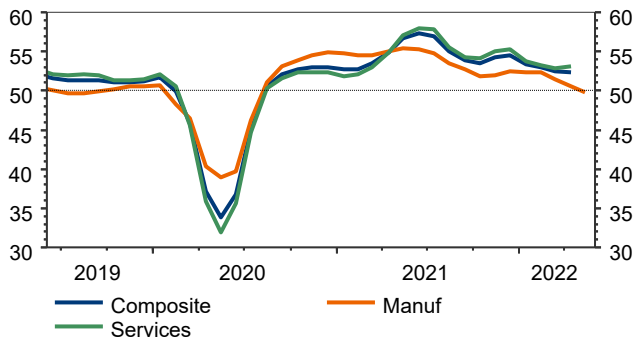
La **produzione industriale** (dato preliminare) è calata più delle attese (-1,3% m/m, contro -0,2% m/m del consenso), con contributi negativi di elettronica, macchinari e auto, legati ai persistenti problemi dal lato dell'offerta. Le previsioni per i prossimi mesi (generalmente troppo ottimistiche) sono di ripresa a maggio (4,8% m/m) e moderato calo a giugno (-0,8% m/m), con indicazioni per una variazione di circa 1% t/t rispetto al 1° trimestre.

Le **vendite al dettaglio** hanno registrato una variazione di 2,9% a/a, dopo 0,7% a/a di marzo, con un rialzo di 0,8% m/m, nonostante un calo nel settore auto, grazie alla riapertura delle attività dopo la fine delle restrizioni dovute al Covid. In termini reali, le vendite sono però in calo di -1,3% m/m, e sono invariate rispetto alla media del 1° trimestre.

Il **tasso di disoccupazione** è sceso di 1 decimo a 2,5%, grazie a un aumento degli occupati superiore a quello della forza lavoro. Il **jobs-to-applicant ratio** ha segnato un nuovo rialzo, a 1,23, con indicazioni positive per lo scenario del mercato del lavoro.

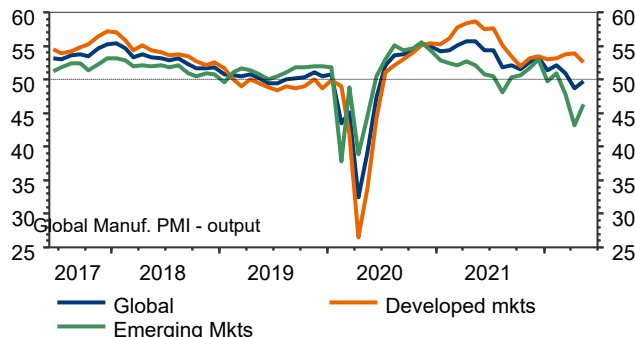
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



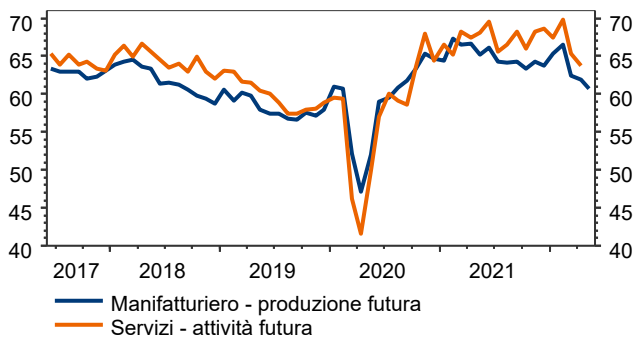
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



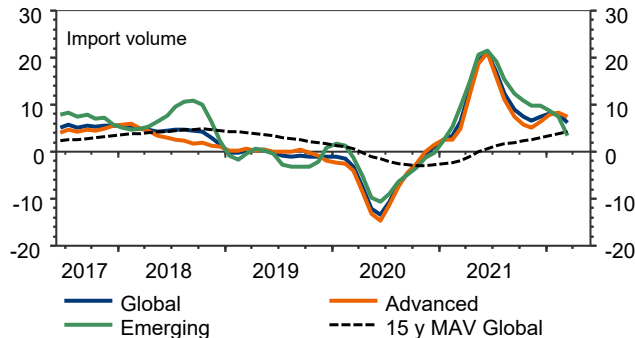
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



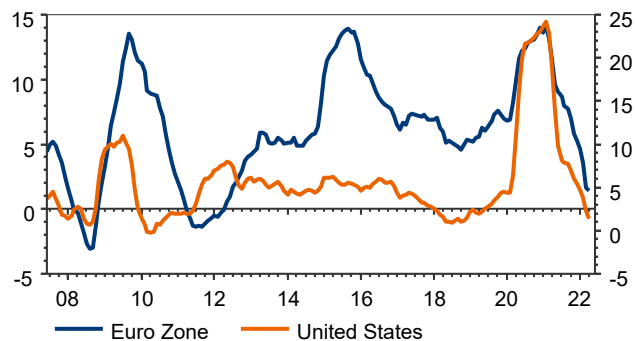
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



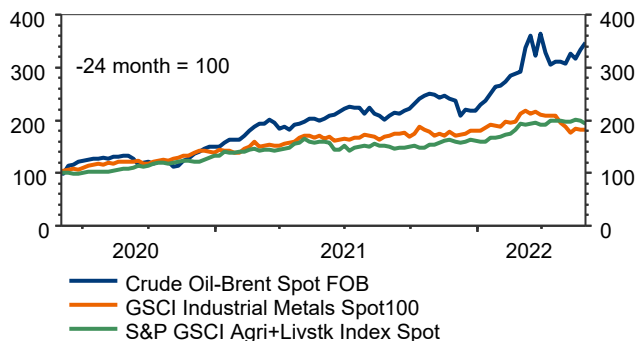
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

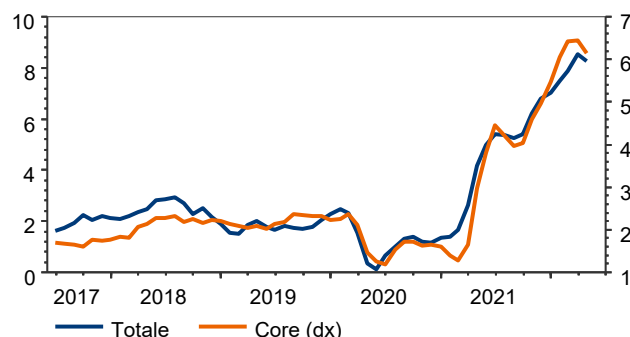
Stati Uniti

Indagini ISM



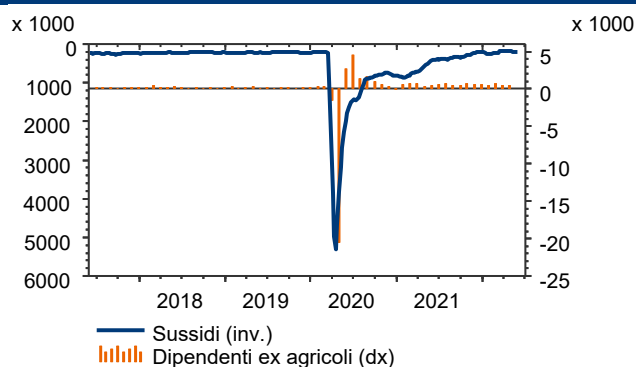
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



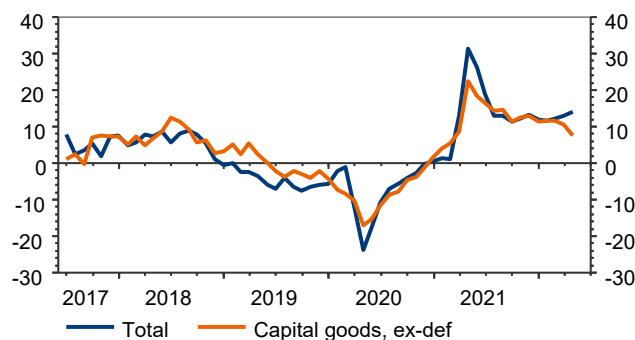
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

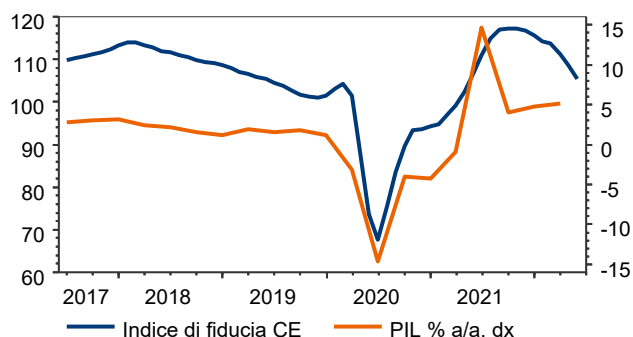
Previsioni

	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	3.5	2.5	2.7	1.6
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	-1.5	2.4	3.2	2.2
Consumi privati	7.9	3.5	2.3	11.4	12.0	2.0	2.5	3.1	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	-1.6	-0.9	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	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	4.8	4.8	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-5.4	7.5	6.5	5.5
Importazioni	14.0	10.9	4.8	9.3	7.1	4.7	17.9	18.3	6.5	4.9	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.9	0.0	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-0.9	-0.2	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-4.1	-3.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.8	-5.8	-6.0								
Debito pubblico (% PIL)	150.6	144.5	144.6								
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

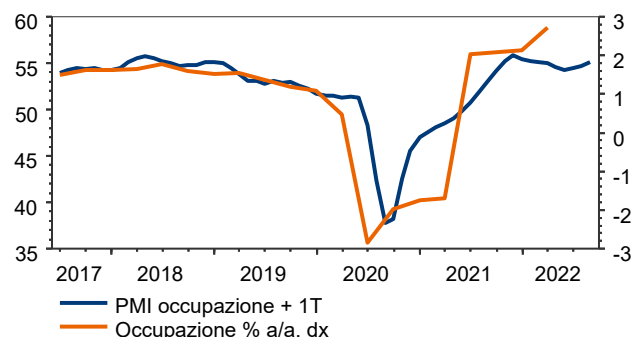
Area euro

PIL



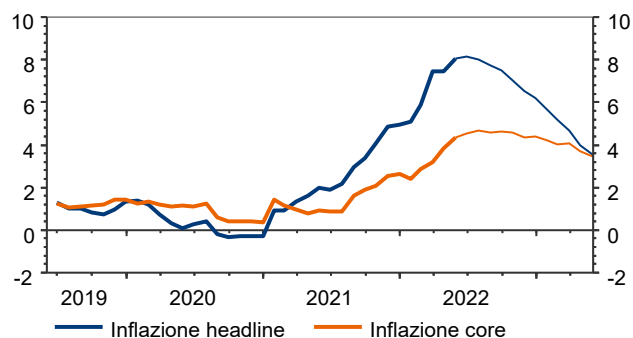
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	5.6
febbraio	0.9	5.9	5.2
marzo	1.3	7.4	4.7
aprile	1.6	7.4	4.0
maggio	2.0	8.1	3.5
giugno	1.9	8.1	3.3
luglio	2.2	8.0	2.9
agosto	3.0	7.7	2.9
settembre	3.4	7.5	2.6
ottobre	4.1	7.0	2.4
novembre	4.9	6.5	2.2
dicembre	5.0	6.2	2.1

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	5.1	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	7.1	3.4	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	7.9	7.7	6.6
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	6.7	8.2	8.1	7.5	7.1	6.8	6.8	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

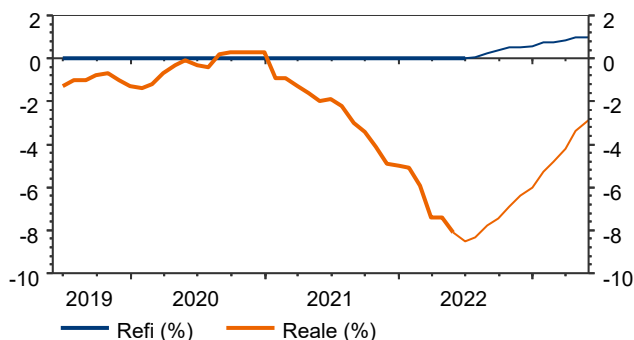
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	2/6	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	-0.33	-0.39	0.03	0.20	0.45

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

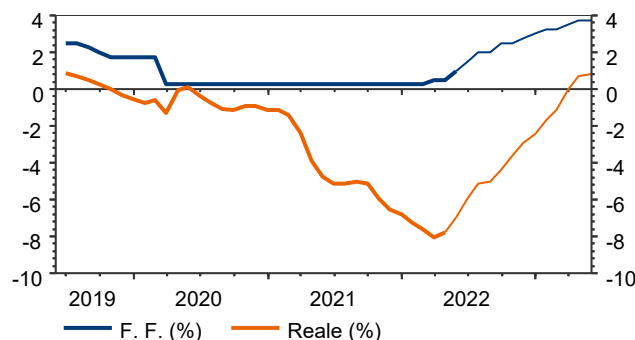


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	2/6	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	1.50	1.52	2.41	3.07	3.61

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

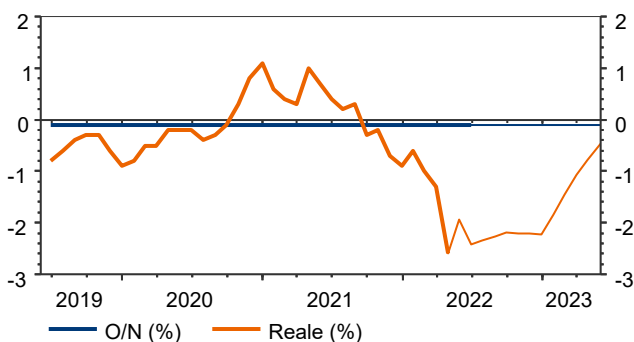


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	2/6	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

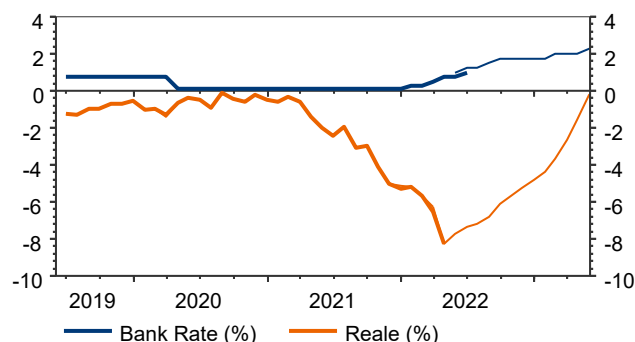


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	2/6	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	1.42	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	3/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.22	1.13	1.11	1.06	1.0751	1.03	1.07	1.10	1.13	1.18
USD/JPY	109	110	113	116	130	129.98	132	131	130	128	126
GBP/USD	1.26	1.41	1.32	1.33	1.25	1.2573	1.22	1.28	1.33	1.36	1.40
EUR/CHF	1.08	1.10	1.04	1.02	1.03	1.0302	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	122	134	128	128	137	139.76	135	140	144	145	149
EUR/GBP	0.89	0.86	0.85	0.83	0.84	0.8550	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 S.p.A.-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 S.p.A. 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