

Weekly Economic Monitor

Il punto

BCE: riteniamo che l'incertezza dello scenario ridurrà la portata degli annunci di dicembre. Dovrebbe arrivare la conferma che gli acquisti netti PEPP saranno sospesi da aprile, ma senza chiudere la porta a una eventuale ripresa degli stessi in caso di necessità. Possibile che la decisione su come smussare la fine degli acquisti PEPP sia rinviata a febbraio. Non arriveranno annunci sulle TLTRO, che però riteniamo non saranno rinnovate.

FOMC: allarme inflazione! La riunione del 15 dicembre dovrebbe prendere atto dell'aumento dei rischi inflazionistici e delle pressioni sul mercato del lavoro, accelerando il tapering e preparando il terreno per un anticipo della svolta dei tassi. In una fase di persistente eccesso di domanda, il nuovo shock all'offerta causato dalla variante Omicron dovrebbe rendere il Comitato ancora più *hawkish*, per prevenire effetti di seconda battuta su prezzi e salari.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana saranno diffusi tre fra i più importanti indici di fiducia relativi al mese di dicembre, ovvero l'IFO tedesco, l'INSEE francese e la stima flash dei PMI per l'Eurozona (e per Germania e Francia). Si dovrebbe vedere una correzione del morale dovuta alla maggiore incertezza sul fronte sanitario. La produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe risultare in aumento a ottobre, in coerenza con i dati già diffusi per i principali Paesi. Nello stesso mese, dovrebbe aver accelerato anche la produzione nelle costruzioni. Infine, la seconda stima sui prezzi al consumo di novembre confermerà la salita dell'inflazione armonizzata in Francia (3,4%), Italia (4%) e nell'intera Eurozona (4,9%).

L'agenda dei dati negli **Stati Uniti** questa settimana è molto fitta, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC, che dovrebbe annunciare un'accelerazione del tapering, segnalando anche un rialzo atteso per i tassi più rapido, per riportare l'inflazione sotto controllo. Le prime indagini del manifatturiero a dicembre dovrebbero confermare l'espansione del settore e segnalare una preliminare stabilizzazione dei problemi dell'offerta e del rialzo dei prezzi. Fra i dati di novembre, quelli di attività dovrebbero essere ancora decisamente positivi, con solidi aumenti della produzione industriale e delle vendite al dettaglio, quelli dei prezzi ancora in linea con aumenti dell'inflazione.

10 dicembre 2021

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

BCE: riteniamo che l'incertezza dello scenario ridurrà la portata degli annunci di dicembre. Dovrebbe arrivare la conferma che gli acquisti netti PEPP saranno sospesi da aprile, ma senza chiudere la porta a una eventuale ripresa degli stessi in caso di necessità. Possibile che la decisione su come smussare la fine degli acquisti PEPP sia rinviata a febbraio. Non arriveranno annunci sulle TLTRO, che però riteniamo non saranno rinnovate.

- La riunione di politica monetaria del 15-16 dicembre, che nelle intenzioni di qualche mese fa avrebbe dovuto chiarire il percorso della politica monetaria del 2022, avrà luogo in un contesto reso più complicato dal sovrapporsi della nuova ondata di contagi al rialzo dell'inflazione, e potrebbe non essere più così decisiva.
- Le proiezioni ufficiali vedranno un netto innalzamento delle stime di inflazione 2022, mentre quelle di crescita potrebbero essere poco variate. Le proiezioni 2023-24 di inflazione dovrebbero mostrare progressi verso l'obiettivo del 2%, ma cauti (per non alimentare aspettative di rialzi dei tassi nel 2022). L'elevata incertezza della previsione sarà ampiamente sottolineata nei documenti e nella conferenza stampa della presidente Lagarde.
- Gli annunci di politica monetaria saranno più limitati di quanto prospettato nelle precedenti riunioni:
 - ci attendiamo che la BCE modifichi l'indirizzo sul PEPP, segnalando che interromperà gli acquisti netti dopo il 31 marzo 2022, ma che sarà pronta a continuarli o a riprenderli qualora la fase critica legata al coronavirus si dimostrasse non conclusa. L'estensione dei reinvestimenti oltre il 2023 è possibile, ma probabilmente non sarà annunciata subito.
 - Riguardo all'APP, continuiamo a prevedere un transitorio aumento degli acquisti netti dopo la chiusura del PEPP, ma l'annuncio potrebbe essere rinviato al febbraio 2022, dipenderà dall'evoluzione dei dati e potrebbe estendersi a pochi mesi.
 - Non ci attendiamo neppure annunci in merito a nuovi programmi TLTRO. La BCE dovrà presto o tardi considerare un aumento del moltiplicatore per la remunerazione delle riserve; di nuovo, però, non ha urgenza di farlo subito.
 - Non ci aspettiamo variazioni dei tassi ufficiali prima di metà 2023.
 - Riguardo all'indirizzo sui tassi, la BCE potrebbe forse togliere il riferimento alla possibilità di tassi inferiori a quelli attuali, che ormai appare anacronistica. L'incertezza sulle prospettive dell'inflazione ha tolto comunque efficacia alla formulazione della *forward guidance*, come dimostrato dalla necessità che la Presidente ha sentito di tradurla in indicazioni temporali (rialzi nel 2022 improbabili, mentre nel 2023 tutte le opzioni sono possibili).

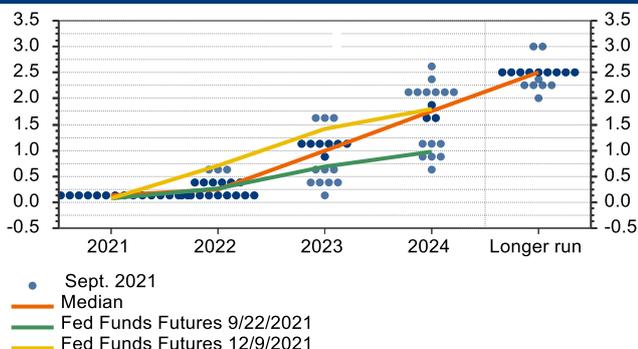
FOMC: allarme inflazione! La riunione del 15 dicembre dovrebbe prendere atto dell'aumento dei rischi inflazionistici e delle pressioni sul mercato del lavoro, accelerando il tapering e preparando il terreno per un anticipo della svolta dei tassi. In una fase di persistente eccesso di domanda, il nuovo shock all'offerta causato dalla variante Omicron dovrebbe rendere il Comitato ancora più *hawkish*, per prevenire effetti di seconda battuta su prezzi e salari.

- Alla riunione di dicembre, il FOMC dovrebbe imprimere un'accelerazione alla marcia verso la normalizzazione della politica monetaria e segnalare che l'aumento dei rischi sull'inflazione e sul mercato del lavoro richiederanno probabilmente **un anticipo della svolta dei tassi**. Pur in un contesto di grande incertezza, riteniamo che l'arrivo di un nuovo shock negativo all'offerta collegato alla variante Omicron venga letto dal Comitato come un ulteriore motivo per alzare la guardia della politica monetaria di fronte al rischio di diffusione di effetti di seconda battuta su prezzi e salari.
- Il FOMC dovrebbe rilevare che l'**inflazione**, ormai da diversi mesi ben al di sopra dell'obiettivo, dovrebbe mantenersi elevata più a lungo del previsto, dato che le cause del rialzo, se pure transitorie, persisteranno anche nel 2022. Sul **mercato del lavoro**, le risorse inutilizzate si stanno

riducendo, in presenza di un significativo eccesso di domanda e di salari in rialzo a un ritmo "rapido". Per ora, la lettura dei rischi collegati alla **variante Omicron** rafforza le preoccupazioni del Comitato relative agli effetti della scarsità di offerta su prezzi e salari. Come ha detto Powell, "maggiori preoccupazioni riguardo al virus potrebbero ridurre la disponibilità delle persone a lavorare in presenza, rallentando il progresso sul mercato del lavoro e intensificando i blocchi alle catene produttive dell'offerta".

- La previsione, pur soggetta a incertezza, è che il Comitato proceda quindi con l'annuncio di **un raddoppio del ritmo del tapering** per dicembre e gennaio (a 30 mld al mese) e segnali il **probabile anticipo della svolta dei tassi** attraverso uno spostamento verso l'alto del grafico a punti, con la mediana in linea con 2 rialzi nel 2022. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe comunque indicare che la Fed seguirà da vicino l'evoluzione dei dati e dei rischi pandemici, indicando che le condizioni per la svolta dei tassi non sono ancora soddisfatte e l'obiettivo principale al momento è essere pronti a reagire di fronte all'evoluzione dei dati e al possibile materializzarsi dei rischi di surriscaldamento.
- **La nostra previsione è di 2 rialzi dei fed funds nel 2022, 3 rialzi nel 2023 e un punto di arrivo dei tassi fra 1,75% e 2% nel 2024. I rischi sono solidamente orientati verso l'alto per tassi e inflazione nel 2022, che potrebbe vedere 3 rialzi in caso di inflazione ostinatamente elevata.** Su un orizzonte più lungo, per il 2023-24, il rischio principale, a nostro avviso, è collegato a possibili errori nella rimozione dello stimolo monetario. La Fed è tornata ad avere un ordinamento lessicografico sui suoi obiettivi: **per ridurre l'inflazione, potrebbe deprimere eccessivamente la crescita**, come nei cicli degli anni '80-'90.

Il FOMC ha del lavoro da fare sulle previsioni dei tassi...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...e dello scenario macroeconomico

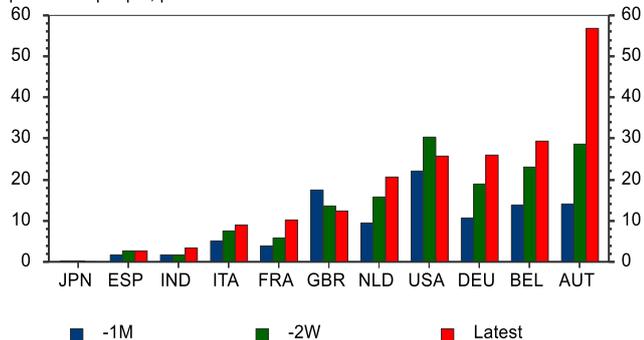
Variable	Median				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Real GDP	5.9	3.8	2.5	2	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4	1.8	1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5	4.0	4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.00	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

Nota: In rosso, le proiezioni che dovrebbero subire revisioni verso l'alto, in verde quelle che dovrebbero essere riviste verso il basso, perché ormai disallineate rispetto ai dati già usciti. Fonte: Federal Reserve Board, settembre 2021

Monitor dell'impatto COVID

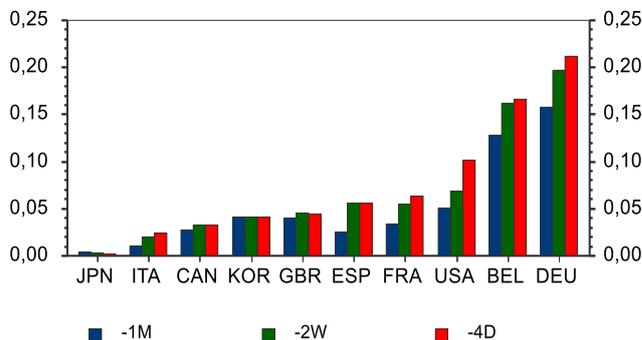
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



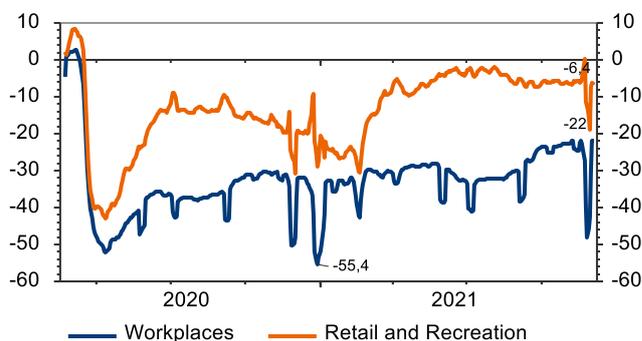
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



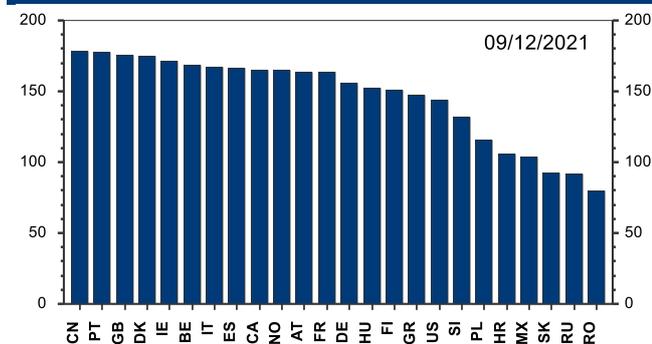
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



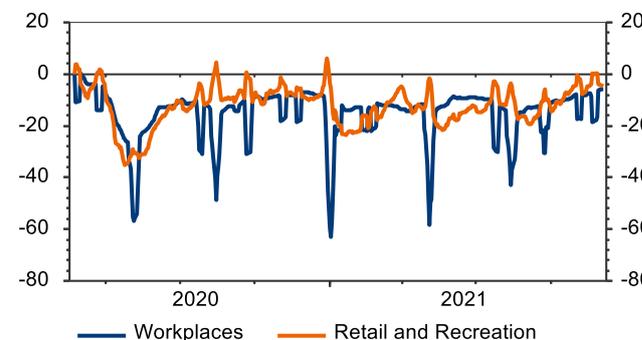
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana saranno diffusi tre fra i più importanti indici di fiducia relativi al mese di dicembre, ovvero l'IFO tedesco, l'INSEE francese e la stima flash dei PMI per l'Eurozona (e per Germania e Francia). Si dovrebbe vedere una correzione del morale dovuta alla maggiore incertezza sul fronte sanitario. La produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe risultare in aumento a ottobre, in coerenza con i dati già diffusi per i principali Paesi. Nello stesso mese, dovrebbe aver accelerato anche la produzione nelle costruzioni. Infine, la seconda stima sui prezzi al consumo di novembre confermerà la salita dell'inflazione armonizzata in Francia (3,4%), Italia (4%) e nell'intera Eurozona (4,9%).

L'agenda dei dati negli **Stati Uniti** questa settimana è molto fitta, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC, che dovrebbe annunciare un'accelerazione del tapering, segnalando anche un rialzo atteso per i tassi più rapido, per riportare l'inflazione sotto controllo. Le prime indagini del manifatturiero a dicembre dovrebbero confermare l'espansione del settore e segnalare una preliminare stabilizzazione dei problemi dell'offerta e del rialzo dei prezzi. Fra i dati di novembre, quelli di attività dovrebbero essere ancora decisamente positivi, con solidi aumenti della produzione industriale e delle vendite al dettaglio, quelli dei prezzi ancora in linea con aumenti dell'inflazione.

Martedì 14 dicembre

Area euro

■ **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe essere tornata a crescere ad ottobre dopo due mesi consecutivi di calo trainata dall'ampio rimbalzo registrato dalla produzione di auto in Germania. Prevediamo un balzo di +1,2% m/m (+2,9% a/a) da -0,2% m/m precedente, che lascerebbe l'output in rotta per un'espansione nel 4° trimestre dopo la contrazione registrata durante l'estate. Le strozzature all'offerta restano comunque severe e potrebbero impedire un più ampio recupero nei prossimi mesi, ma le indicazioni delle imprese su ordinativi e scorte offrono solidi presupposti per l'attività una volta che i vincoli si saranno ridimensionati.

Stati Uniti

■ Il **PPI** a novembre è previsto in rialzo di 0,6% m/m, come a ottobre, con ulteriori conferme del persistente trend verso l'alto dei prezzi.

Mercoledì 15 dicembre

Area euro

■ **Francia.** La stima finale dell'**inflazione** di novembre è attesa confermare l'accelerazione registrata nella stima flash, sia sull'indice nazionale, a 2,8% a/a da 2,6% di ottobre, che sulla misura armonizzata, a 3,4% a/a da 3,2% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo avrebbero fatto segnare un aumento di quattro decimi su entrambe le misure. Il rialzo tendenziale è ancora spiegato principalmente dalla componente energia (a 21,6% a/a da 20,2% di ottobre), visti gli ulteriori rincari di carburanti e gas naturale.

■ **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di novembre dovrebbe confermare la stima preliminare, con un'inflazione annua in salita sull'indice NIC al 3,8% a/a da 3% di ottobre, e sull'IPCA al 4% a/a da 3,2% precedente (ai massimi dall'estate del 2008). Nel mese si dovrebbe registrare un incremento dei listini dello 0,7% m/m su base nazionale e di 0,8% m/m sull'indice armonizzato. Nel nostro scenario centrale, sia l'inflazione *core* che quella *headline* torneranno a scendere nel corso dell'anno prossimo, ma quest'ultima si riporterebbe sotto il 2% solo nel 4° trimestre del 2022.

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** a dicembre è previsto in rialzo a 32, da 30,9, con indicazioni di proseguimento dell'espansione nel settore e qualche timido segnale di stabilizzazione delle strozzature all'offerta e del trend di rialzo dei prezzi.
- Le **vendite al dettaglio** a novembre sono attese in rialzo di 1,1% m/m, sulla scia della ripresa solida dei volumi in quasi tutti i comparti, e dell'ampio contributo dei prezzi, non solo nel comparto energetico. Le vendite di auto dovrebbero essere in calo di -0,3% m/m, con una riduzione dei volumi ma un ulteriore aumento dei prezzi. Al netto delle auto, le vendite sono previste in crescita di 1,3% m/m. I dati dovrebbero confermare l'aspettativa di una netta riaccelerazione dei consumi nel 4° trimestre.
- La **riunione del FOMC** dovrebbe rappresentare uno spartiacque nella gestione della politica monetaria di questo ciclo. Il FOMC dovrebbe abbandonare l'atteggiamento paziente tenuto finora e riconoscere che il rialzo dell'inflazione non può più essere considerato transitorio e richiede interventi attivi da parte della Fed. Le previsioni macroeconomiche e dei tassi dovrebbero subire profonde revisioni, con spostamenti verso l'alto per il grafico a punti e per l'inflazione, a fronte di riduzioni per il tasso di disoccupazione e per la crescita. Il FOMC dovrebbe annunciare il raddoppio del ritmo del tapering a 30 mld per dicembre e gennaio, con l'aspettativa di proseguire almeno a quel ritmo successivamente, in modo da terminare gli acquisti entro marzo e poter valutare le informazioni economiche in primavera, con l'opzione di anticipare la svolta dei tassi, se appropriato. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe ribadire quanto affermato nelle settimane scorse, segnalando che il controllo dell'inflazione è ora essenziale anche per il raggiungimento della massima occupazione.

Giovedì 16 dicembre

Area euro

- **Area euro.** Gli indici **PMI** di dicembre dovrebbero risentire della recrudescenza dei contagi e della maggiore incertezza sul fronte sanitario legata alle notizie di diffusione della variante Omicron. Dovrebbero essere quindi i servizi il settore più colpito, mentre l'indagine condotta presso le imprese manifatturiere potrebbe fornire indicazioni più precise sullo stato delle filiere produttive dopo che hanno iniziato ad emergere i primi cauti segnali che le tensioni all'offerta potrebbero, almeno per il momento, aver raggiunto un picco (non è comunque da escludersi che la nuova ondata di contagi possa causare nuove interruzioni delle catene produttive). Vediamo un calo dell'indice PMI servizi a 53,6 da 55,9 precedente, mentre quello manifatturiero potrebbe portarsi a 57,3 da 58,4. L'indice composito è quindi visto a 53,2 da un precedente 55,4. La flessione dovrebbe risultare diffusa a Germania e Francia ed è possibile che le letture siano coerenti con una correzione del morale anche nei paesi della periferia.
- **Francia.** INSEE comunica il dato relativo alla **fiducia delle imprese** a dicembre. Ci attendiamo una moderata correzione per l'indice manifatturiero, che dovrebbe portarsi a 108 (-1 punti), a fronte di una discesa più ampia dell'indice composito, a 114 (-2 punti), frenato sia dalla componente costruzioni sia dai servizi, sui quali potrebbe pesare la rapida diffusione della variante Omicron (sebbene il dato non incorporerà appieno le misure restrittive che il Governo sta introducendo in questi giorni). Nella prima parte dell'anno potrebbe registrarsi un peggioramento nel morale delle imprese: a novembre è tornata a crescere la percentuale di imprese che riporta difficoltà di assunzione, spiazzando il parziale progresso che si era registrato a ottobre, mentre resta molto elevata la percentuale di quelle che segnalano shortage di forniture, a 57% a novembre, da 56% il mese precedente. Il quadro resta comunque soggetto tanto all'evoluzione della crisi pandemica, quanto agli sviluppi sul fronte commerciale internazionale.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** a novembre sono previsti in aumento a 1,580 mln da 1,520 mln, e le **licenze** dovrebbero stabilizzarsi vicino ai livelli di ottobre, a 1,66 mln, con indicazioni di moderata crescita dell'attività nell'edilizia residenziale.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a dicembre è atteso in modesto calo a 37, da 39 di novembre, con segnali di continua crescita dell'attività e di possibile moderazione dei problemi dal lato dell'offerta. Gli indici di prezzo dovrebbero restare su livelli record, ma essere in via di stabilizzazione.
- La **produzione industriale** a novembre è prevista in rialzo di 0,6% m/m, dopo 1,6% m/m di ottobre. Nel manifatturiero, la variazione dovrebbe essere positiva, nonostante la correzione nel comparto auto, alla luce dell'aumento di occupati e di ore lavorate registrati nell'employment report.

Venerdì 17 dicembre

Area euro

- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe aver accelerato a +1,7% m/m ad ottobre da +0,9% m/m precedente. Dopo la contrazione registrata durante l'estate l'attività edilizia dovrebbe tornare a crescere sul finale d'anno. Anche le costruzioni sono soggette ai rincari e alla carenza di materie prime, oltre ad essere tra i settori più colpiti dalle difficoltà nel reperire manodopera. Le indicazioni che emergono dai permessi di costruzione e dalle indagini congiunturali sono comunque coerenti con una dinamica sottostante complessivamente solida.
- **Area euro.** La **stima finale** di novembre dovrebbe confermare un'**inflazione** in forte crescita, da 4,1% a 4,9% a/a (0,5% m/m); si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (1997). L'accelerazione sarebbe ancora guidata dai rialzi della componente energia (25% a/a), per via dei rincari di carburanti e gas, a cui si assocerebbe un aumento di mezzo punto dell'indice core, a 2,6% a/a. Il nostro scenario previsivo vede una dinamica progressivamente discendente in corso di 2022: la media annua è stimata al 2,6% nel 2021 e al 2,7% l'anno prossimo.
- **Germania.** L'indice **IFO** è atteso correggere nuovamente in dicembre, a 95,8 da 96,5 precedente. L'indicatore sulle attese è visto calare marginalmente a 93,9 da 94,2; sarà più ampia, invece, la contrazione dell'indicatore sulla situazione corrente (a 97,8 da 99 di novembre). Sull'indagine dovrebbero pesare la persistenza di colli di bottiglia nella catena produttiva, la recrudescenza pandemica e i recenti sviluppi della dinamica inflazionistica.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (13 – 17 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	13/12	00:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.	**	T4	2	6		
		00:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T4	18	19		
		00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ott	0.0	%	2.1	
Mar	14/12	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ott	prel 1.1	%		
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ott	4.3	%	4.2	
		08:00	GB	Retribuzioni medie		ott	5.8	%		
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	ott	-0.2	%	1.4	1.2
		14:30	USA	PPI m/m		nov	0.6	%	0.6	0.6
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	nov	0.4	%	0.4	0.4
Mer	15/12	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	nov	4.9	%	4.9	
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	nov	6.1	%	5.3	
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		nov	14.9	%		
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		nov	10.9	%		
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		nov	3.5	%	3.8	
		08:00	GB	CPI m/m		nov	1.1	%	0.3	
		08:00	GB	CPI a/a	*	nov	4.2	%	4.7	
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	nov	prel 0.4	%	0.4	0.4
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	nov	0.4	%		0.4
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		nov	prel 3.4	%	3.4	3.4
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		nov	prel 5.6	%	5.6	5.6
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	nov	prel 0.7	%		0.7
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	nov	prel 0.8	%	0.8	0.8
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		nov	prel 4.0	%	4.0	4.0
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		nov	prel 3.8	%		3.8
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	dic	30.9			32.0
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		nov	1.2	%		
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	nov	1.7	%	1.1	1.3
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	nov	1.7	%	1.0	1.1
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ott	0.7	%	0.7	
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		dic	83					
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ott	26.3	Mld \$				
Gio	16/12	00:50	GIA	Bilancia commerciale		nov	-68.5	Mld ¥ JP	-675.0	
		01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		dic	54.5			
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	dic	109			108
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	dic	57.4			55.9
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	dic	55.9			55.2
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	dic	52.7		51.0	51.0
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	dic	57.4		56.9	56.5
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	dic	55.9		54.0	53.6
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	dic	58.4		57.6	57.3
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	dic	55.4		53.8	53.2
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ott	2.5	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		ott	0.8	Mld €		
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	dic	58.1			
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	dic	58.5			
		11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T3	-0.1	%		
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	184	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.992	Mln		
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	nov	1.520	Mln	1.572	1.580
		14:30	USA	Licenze edilizie		nov	1.653	Mln		1.660
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	dic	39.0			37.0
15:15	USA	Produzione industriale m/m		nov	1.6	%	0.7	0.6		
15:15	USA	Impiego capacità produttiva		nov	76.4	%	76.8			
15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	dic	58.3					
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		dic	57.2					
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	dic	58.0					

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (13 – 17 dicembre) - continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven	17/12	08:00	GER	PPI a/a		nov	18.4 %	19.7	
			GER	PPI m/m		nov	3.8 %	1.3	
		10:00	GER	IFO	**	dic	96.5	95.4	95.8
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		dic	99.0	97.5	97.8
		10:00	GER	IFO (attese)		dic	94.2	93.2	93.9
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		nov	prel 2.6 %	2.6	2.6
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	nov	prel 4.9 %	4.9	4.9
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	nov	prel 0.5 %	0.5	0.5

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (13 – 18 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	13/12 12:30	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
Mer	15/12 20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
	20:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	16/12 13:00	GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0,10%)
		EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0,5%)
	14:30	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
	14:30	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
	--	UE	* Consiglio europeo
Ven	17/12 10:00	GIA	* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
	--	EUR	* Riunione Eurogruppo
Sab	18/12 --	UE	* Riunione Ecofin

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T3	8.3	%	8.3	9.6
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T3	-5.0	%	-4.9	-5.2
Bilancia commerciale	ott	-81.4 (-80.9)	Mld \$	-66.8	-67.1
Richieste di sussidio	settim	227 (222)	x1000	215	184
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.954 (1.956)	Mln	1.900	1.992
CPI m/m	nov	0.9	%	0.7	
CPI a/a	nov	6.2	%	6.8	
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	nov	4.6	%	4.9	
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	nov	0.6	%	0.5	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	dic	67.4		67.1	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il deficit della **bilancia commerciale** di ottobre è calato a -67,1 mld di dollari, minimo da sei mesi, grazie ad un boom delle esportazioni (8,1% m/m) dopo il crollo legato agli uragani di settembre, a fronte di un aumento contenuto dell'import (0,9% m/m). Il canale estero dovrebbe dare un contributo di quasi 1pp alla crescita del 4° trimestre.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** di inizio dicembre hanno mostrato un calo a 184 mila, minimo dal 1969 (la media dei nuovi sussidi nel 2019 era 218 mila), mentre i sussidi esistenti di fine novembre sono aumentati a 1,992 mln. I dati risentono della difficoltà di correzione stagionale intorno a Thanksgiving, ma continuano a segnalare un mercato del lavoro sotto pressione.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	ott	-1.9	%	-0.6	-0.6
PIL t/t, ann. finale	T3	-3.0	%	-3.1	-3.6
PIL t/t finale	T3	-0.8	%	-0.8	-0.9

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima finale del **PIL del 3° trimestre** ha registrato una revisione verso il basso a -3,6% t/t ann., da -3% t/t ann. della prima stima, sulla scia di un maggior decumulo di scorte, ma con una variazione degli investimenti fissi meno debole. Il 4° trimestre dovrebbe vedere una netta ripresa della crescita, grazie alla diffusione dei vaccini e al controllo dei contagi.

La **spesa delle famiglie** è scesa di -0,6% a/a in termini reali ad ottobre, dopo -1,9% a/a di settembre. I dati sono incoraggianti, con i consumi reali in rialzo di 2,6% m/m, dopo 5,5% m/m, in linea con le previsioni di ripresa associata alla diffusione dei vaccini e al controllo dei contagi.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a finale	T3	3.7	%	3.7	3.9	
EUR	PIL t/t finale	T3	2.2	%	2.2	2.2	
EUR	Occupazione t/t	T3	0.9	%	0.9	0.9	
GER	Ordini all'industria m/m	ott	1.8	(1.3)	%	-0.5	-6.9
GER	Produzione industriale m/m	ott	-0.5	(-1.1)	%	0.8	2.8
GER	ZEW (Sit. corrente)	dic	12.5		5.0	-7.4	
GER	ZEW (Sentiment econ.)	dic	31.7		25.1	29.9	
GER	Bilancia commerciale destag.	ott	12.9	(13.2)	Mld €	13.4	12.5
GER	CPI m/m finale	nov	-0.2	%	-0.2	-0.2	
GER	CPI a/a finale	nov	5.2	%	5.2	5.2	
GER	IPCA m/m finale	nov	0.3	%	0.3	0.3	
GER	IPCA a/a finale	nov	6.0	%	6.0	6.0	
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ott	5.4	(5.30)	%		3.7
ITA	Produzione industriale m/m	ott	0.1	%	0.4	-0.6	
SPA	Produzione industriale a/a	ott	0.4	(1.2)	%	0.7	-0.9

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

Area euro. La terza stima ha confermato che nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di +2,2% t/t (+3,9% a/a, -0,3% rispetto ai livelli pre-COVID), mentre è stato rivisto al rialzo di un decimo a +2,2% t/t il 2° trimestre. Durante l'estate la ripresa è stata guidata da un'accelerazione dei consumi privati (+4,1% t/t da +3,9% t/t) a fronte di una contrazione per gli investimenti fissi (-0,9% t/t da +1,3% t/t) e di un marcato rallentamento per la spesa pubblica (+0,3% t/t da +2,1% t/t). Il commercio estero ha contribuito positivamente alla crescita (+0,3pp) grazie ad esportazioni in espansione a ritmi superiori alle importazioni (+1,2% t/t vs +0,7% t/t). Il contributo positivo della domanda estera netta è verosimilmente imputabile prevalentemente alla ripresa dei flussi turistici in entrata a fronte di un peggioramento per il saldo commerciale dei beni. È risultato infine negativo l'apporto fornito dalle scorte (-0,1pp): è possibile che le dinamiche di magazzino possano frenare la crescita anche a fine anno prima di tornare a sostenere la ripresa nel corso del 2022. Vediamo un marcato rallentamento della ripresa allo 0,3% t/t a fine anno, ma la revisione dei dati relativi ai trimestri precedenti implica, *ceteris paribus*, una revisione verso l'alto di un decimo della media annua 2021 al 5,1%. Confermiamo la nostra previsione per il 2022 al 3,9%.

Germania. La stima finale ha confermato che a novembre l'**inflazione** armonizzata è salita al 6,0% a/a dal 4,6% precedente, ben oltre le attese ferme al 5,5%, portandosi sui massimi dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. Su base nazionale l'inflazione è balzata al 5,2% a/a dal 4,5% di ottobre, sui massimi dal giugno del 1992 (quando raggiunse il 6,2%). Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,3% sull'indice armonizzato mentre sono calati di 0,2% su quello nazionale. Lo spaccato dell'indice dei prezzi al consumo su base nazionale pubblicato da Destatis suggerisce come sia ancora la componente energetica (22,1% a/a da 18,6% precedente) a trainare l'inflazione, ma l'accelerazione della crescita dei listini è diffusa anche ai servizi (2,9% a/a da 2,4%), che potrebbero aver risentito di effetti base particolarmente favorevoli e di anomalie stagionali dovute alla componente tipicamente volatile dei pacchetti vacanze. Si conferma invece stabile all'1,4% a/a l'inflazione degli affitti. Riteniamo che l'inflazione armonizzata tedesca possa ridimensionarsi a partire da gennaio, una volta venuti meno una serie di fattori straordinari che hanno sostenuto l'inflazione nel 2021, ma non dovrebbe ritornare al di sotto della soglia del 2% prima del 2023. L'inflazione tedesca dovrebbe inoltre rimanere, anche l'anno prossimo, su livelli più elevati rispetto a quelli della media dell'area euro.

Gli **ordinativi industriali** hanno registrato un forte calo di -6,9% m/m, dopo una crescita del +1,8% m/m (rivisto al rialzo da +1,3% m/m) di settembre. La debolezza del dato di ottobre è spiegata dagli ordini esteri (-13,1% m/m); permangono difficoltà per via dei colli di bottiglia nella fornitura dei beni. Il **fatturato** nel comparto manifatturiero è invece salito di +3,6% m/m in ottobre.

I dati sulla **produzione industriale** hanno mostrato un rimbalzo del 2,8% m/m ad ottobre; il dato di settembre è stato rivisto al rialzo (da -1,1% a -0,5% m/m). Nel manifatturiero la crescita è lievemente più ampia (+3,2% m/m), ed è dovuta soprattutto ai beni di investimento (+8,2% m/m); la produzione di veicoli è salita del 12,6%. In ogni caso, l'incertezza nel settore rimane alta per via dei colli di bottiglia dal lato dell'offerta. La produzione di energia è aumentata dello 0,9% m/m e quella nelle costruzioni di +1,2% m/m. Nel complesso, la variazione tendenziale è calata a -0,6% a/a (-0,4% a/a in settembre); rispetto a febbraio 2020 l'output risulta tuttora più basso di -6,5% (dato destagionalizzato e corretto per gli effetti del calendario). Il dato di entrata lascerebbe la produzione in rotta per una crescita nel 4° trimestre intorno all'1,5% t/t.

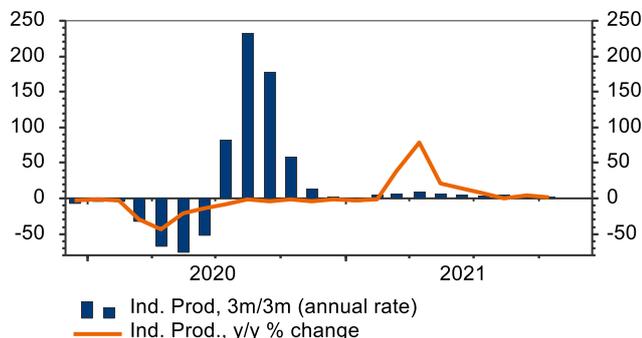
I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di ottobre hanno evidenziato una crescita sia delle esportazioni (+4,1% m/m), che delle importazioni (+5% m/m). Secondo la Bundesbank, il **saldo di conto corrente** di ottobre (in termini non destagionalizzati) è risultato pari a +15,4 mld.

L'indice **ZEW** di dicembre ha mostrato una correzione meno marcata rispetto alle attese di consenso, con la componente delle aspettative che è passata a 29,9 da 31,7 di novembre. L'indice sulla situazione corrente ha registrato una contrazione più ampia (a -7,4 punti da 12,5 precedente); su questa componente, infatti, hanno avuto un maggior peso fattori quali la persistenza di strozzature all'offerta, la recrudescenza pandemica e i recenti rialzi dell'inflazione.

Italia. La produzione industriale è calata di -0,6% m/m a ottobre, dopo essere aumentata di +0,1% m/m a settembre. Il dato ha sorpresa al ribasso, visto che le aspettative di consenso erano per una crescita di +0,4% m/m; la nostra previsione era per una flessione, sia pur meno marcata (-0,1%). **La variazione annua (corretta per gli effetti di calendario) è rallentata a 2%** da un precedente 4,5%. **La crescita sull'anno è guidata dai beni intermedi (+3,4%)**, dai beni di consumo (+2,7%) e dall'energia (+1,8%), mentre la produzione di beni d'investimento risulta poco variata (-0,1%). **Nonostante la correzione di ottobre, l'indice destagionalizzato della produzione industriale resta dello 0,7% superiore rispetto al livello pre-pandemico** (un mese fa il divario era pari all'1,5%). La ripresa è dovuta interamente ai beni intermedi (+4,3% rispetto a febbraio 2020), mentre la produzione di beni di consumo risulta circa piatta e si registra una flessione dell'output per beni strumentali ed energia (-3,1% e -1,9%, rispettivamente). Inoltre, **l'Italia rimane l'unica tra le quattro principali economie della zona euro ad aver recuperato completamente i livelli pre-pandemici di produzione industriale** (+0,7%, contro il -1,8% della Spagna, il -4,5% della Francia e il -7,6% della Germania). **Nel settore manifatturiero, la correzione della produzione è stata ancora più pronunciata (-0,9% m/m); il contributo più negativo è venuto dai macchinari (-1,7% m/m)**. Dopo una crescita di +0,9% t/t nel 3° trimestre, la flessione di ottobre lascia l'output industriale in rotta per una correzione di -0,6% t/t nell'ultimo trimestre dell'anno (in caso di stabilità a novembre e dicembre). In pratica, a meno di un forte rimbalzo nei due mesi finali dell'anno, **l'industria non dovrebbe contribuire al PIL nel trimestre in corso**. Ciò, assieme a un marcato rallentamento dell'attività nei servizi per via dello svanire dell' "effetto-riaperture" e della maggiore cautela manifestata dai consumatori nelle ultime settimane, è coerente con la nostra idea di un **PIL poco più che stagnante su base congiunturale nel 4° trimestre 2021** (la nostra attuale previsione è 0,3% t/t). Il nostro scenario centrale vede poi una riaccelerazione solo moderata all'inizio del 2022, e più decisa nei trimestri centrali del prossimo anno, con il risultato di una **espansione del PIL del 4,3% in media il prossimo anno, dopo il 6,2% nel 2021**. L'incertezza sullo scenario prospettico resta però elevata, e sembra anzi essere aumentata nel periodo più recente; in particolare, **i rischi al ribasso riguardano il 4° trimestre 2021 e il 1° trimestre 2022**. Tuttavia, l'Italia pare al momento meglio posizionata di altri Paesi europei nel fronteggiare i rischi derivanti dalla "quarta" ondata pandemica, nonché l'impatto, soprattutto sul settore industriale, dei colli di bottiglia nelle catene produttive globali (viceversa, il nostro Paese è lievemente più esposto agli effetti dello "shock energetico"). Di conseguenza, riteniamo che anche nel 2022 (come già accaduto quest'anno)

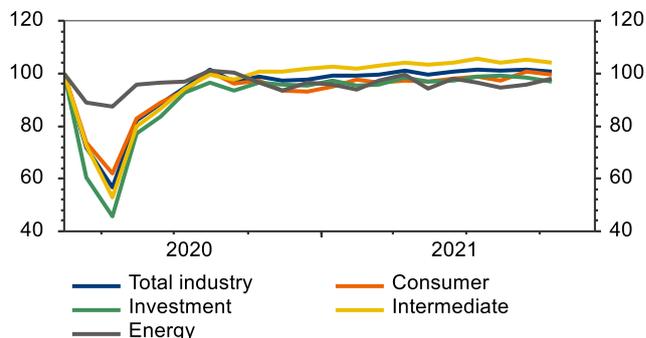
La crescita del PIL italiano possa risultare superiore a quella della media dell'Eurozona (4,3% contro 3,9%, da 6,2% e 5,1% rispettivamente stimati per quest'anno).

La produzione industriale si va "normalizzando" dopo l'ampia volatilità dell'ultimo anno e mezzo



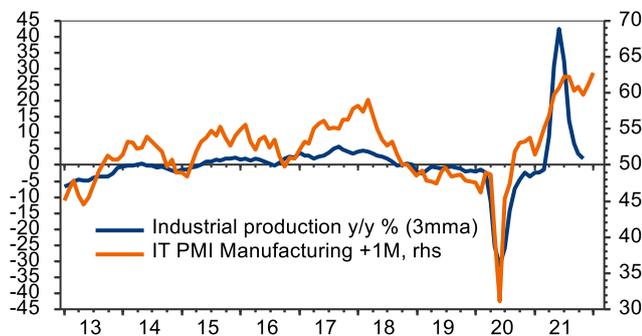
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rimbalzo post-pandemico è guidato dai beni intermedi



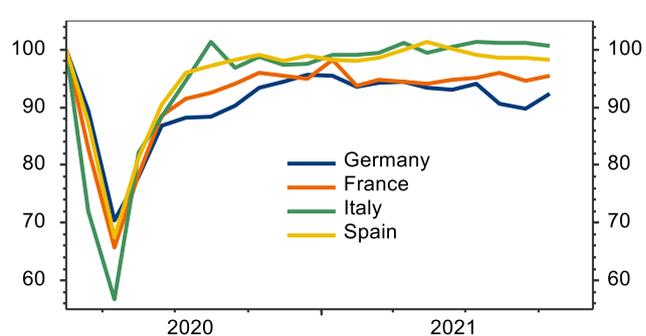
Nota: indici di produzione industriale normalizzati a 100 a febbraio 2020. Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questa fase, la produzione è nettamente meno vivace rispetto a quanto suggerito dalle indagini sulle imprese (frenata dai colli di bottiglia dal lato dell'offerta)



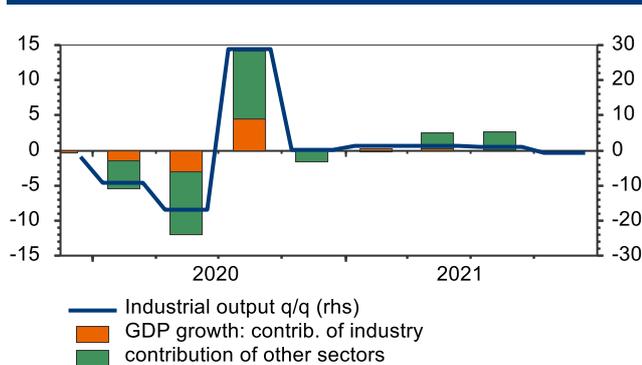
Fonte: Istat, Markit, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In ogni caso, l'Italia è l'unico tra i principali Paesi dell'Eurozona ad aver pienamente recuperato i livelli pre-pandemici di output nell'industria



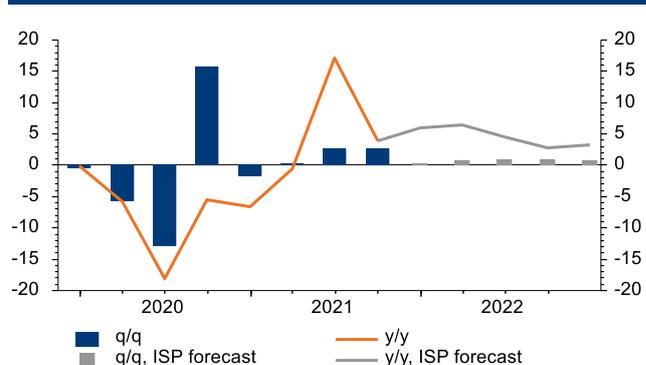
Nota: indici di produzione industriale normalizzati a 100 a febbraio 2020. Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'industria non contribuirà al valore aggiunto nel trimestre corrente...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

...il che, assieme a un rallentamento nei servizi, potrebbe indurre una quasi-stagnazione nell'ultimo scorcio dell'anno (seguita da una riaccelerazione nel corso del 2022)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le **vendite al dettaglio** sono cresciute di +0,1% m/m (+0,2% m/m in volume) ad ottobre, in rallentamento da +0,7% m/m di settembre, ma comunque al terzo incremento mensile consecutivo. La crescita tendenziale è rallentata a 3,7% da 5,4% precedente. Sul mese si registra un calo degli acquisti di beni alimentari (-0,2% m/m da +0,2% m/m) a fronte di un aumento per quelli non alimentari (+0,4% m/m da +1,1% m/m). Vediamo un rallentamento delle spese private sul finale d'anno: la maggior incertezza sul fronte sanitario potrebbe penalizzare i consumi nei servizi più *contact-intensive* mentre il rincaro dell'energia potrebbe frenare il potere d'acquisto delle famiglie.

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	nov	3.218	1000Mld \$	3.212	3.222
Esportazioni in USD a/a	nov	27.1	%	19.0	22
Importazioni in USD a/a	nov	20.6	%	19.8	31.7
Bilancia commerciale USD	nov	84.54	Mld \$	82.75	71.72
CPI m/m	nov	0.7	%	0.3	0.4
CPI a/a	nov	1.5	%	2.5	2.3
PPI a/a	nov	13.5	%	12.4	12.9
M2 a/a	nov	8.7	%	8.7	8.5
Nuovi prestiti bancari (flusso)	nov	826.2	Mld ¥ CN	1555.0	1270
Finanza sociale aggregata (flusso)	nov	1590	Mld ¥ CN	2700	2610

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

La **PBoC** ha ridotto il **coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi** (Required Reserve Ratio, RRR) di 50pb con effetto dal 15 dicembre, portandolo a 11,50% per le grandi banche e a 9,5% per le piccole banche. Resta invariato, invece, quello per le banche commerciali rurali che, a 5,5%, è comunque su livelli molto più bassi. Questo è il secondo taglio del RRR dopo quello di 50pb effettuato a luglio. Secondo il comunicato della PBoC la misura rilascia liquidità per 1,2 trilioni di CNY che dovrà in parte essere usata per ripagare i prestiti ottenuti attraverso la finestra di rifinanziamento a medio lungo termine. La misura permetterà inoltre alle banche un risparmio sui costi di finanziamento di 15 miliardi di CNY liberando risorse per offrire maggiore sostegno alle piccole e medie imprese. La PBoC ha però ribadito che l'orientamento della politica monetaria resterà prudente sottolineando la continuità e la stabilità delle politiche economiche e la propria contrarietà ad uno stimolo indifferenziato. **Manteniamo invariata la nostra previsione di un altro taglio di 50pb della riserva obbligatoria nel 1° trimestre del 2022 con il rischio di un taglio aggiuntivo, ma continuiamo a ritenere improbabile un intervento sui tassi ufficiali.**

La **PBoC** ha inoltre ridotto i **tassi sulla finestra di rifinanziamento dedicata al supporto dell'agricoltura e delle piccole e medie imprese** di 25pb sulle scadenze 3, 6 e 12 mesi (portandoli rispettivamente a 1,7%, 1,9% e 2%). Riteniamo che la mossa continui a segnalare l'orientamento della Banca centrale per un allentamento mirato che eviti di ritoccare i tassi ufficiali sulle normali operazioni di rifinanziamento.

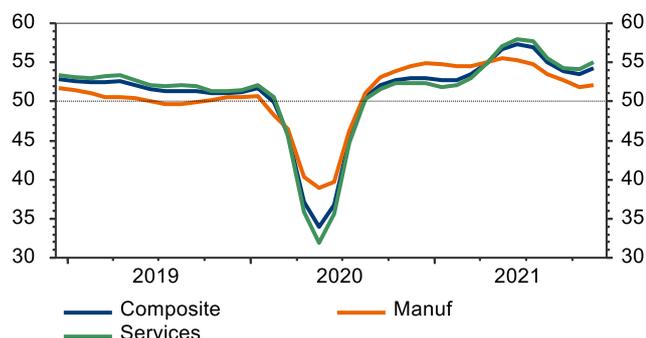
I dati di commercio estero in novembre hanno nuovamente sorpreso al rialzo le aspettative di consenso, in particolare le **importazioni** che sono salite del 31,7% a/a. L'accelerazione delle importazioni ha riguardato tutti i paesi maggiori fornitori e in particolare è stata ancora a due cifre dall'area ASEAN6, Stati Uniti e dal Giappone. I dati in volume evidenziano un aumento delle importazioni di greggio, gas, e materie prime industriali (ferro, rame, acciaio). La dinamica delle **esportazioni**, pur restando ancora sostenuta, è decelerata a 22,0% a/a in novembre. Il rallentamento ha interessato in particolare le esportazioni verso gli USA (5,3% a/a in novembre). Le esportazioni continuano ad essere trainate dai prodotti legati alla pandemia (prodotti medicali, elettronica, arredamento e prodotti ricreativi). La bilancia commerciale mensile è scesa da 84,5 miliardi di dollari in ottobre a 71,7 miliardi in novembre, portando il surplus

commerciale nei primi 9 mesi dell'anno a 581,7 miliardi di dollari da 448,2 dello stesso periodo del 2020.

L'**inflazione dei prezzi alla produzione** è rallentata da 13,5% a/a in ottobre (il massimo da ottobre 1995) a 12,9% a/a in novembre, meno delle attese (Consenso Bloomberg 12,1%), ma in linea con il moderato calo congiunturale dei prezzi delle materie prime, *in primis* il petrolio, e con il crollo delle componenti dei prezzi dei PMI di novembre. L'inflazione dei prezzi al consumo è invece salita per la prima volta da agosto 2020 sopra il 2%, ma meno delle attese (Consenso Bloomberg 2,5% a/a). L'inflazione si è portata a 2,3% a/a in novembre da 1,5% a/a in ottobre, spinta al rialzo principalmente da un aumento dei prezzi degli alimentari, causato però da fattori stagionali temporanei, dei carburanti (+35,7% a/a e +3,0% m/m) e, in parte, da un effetto base sfavorevole. L'inflazione core è scesa da 1,3% a/a in ottobre a 1,2% a/a in novembre, valori tra i quali oscilla da luglio, evidenziando la mancanza di pressioni sui prezzi dagli altri comparti. Un forte effetto base favorevole dovrebbe aiutare l'inflazione dei prezzi alla produzione a scendere nei prossimi mesi, mentre l'atteso rallentamento dei prezzi degli alimentari dovrebbe spingere al ribasso l'inflazione dei prezzi al consumo.

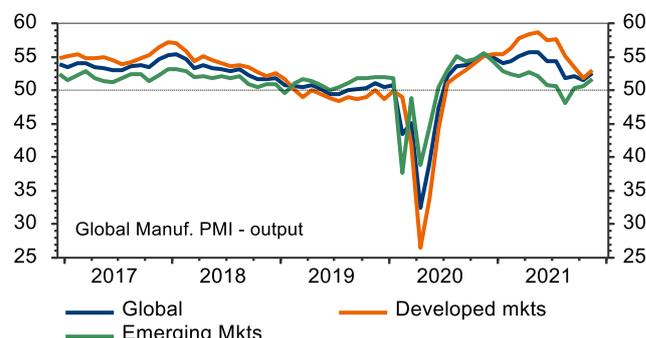
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



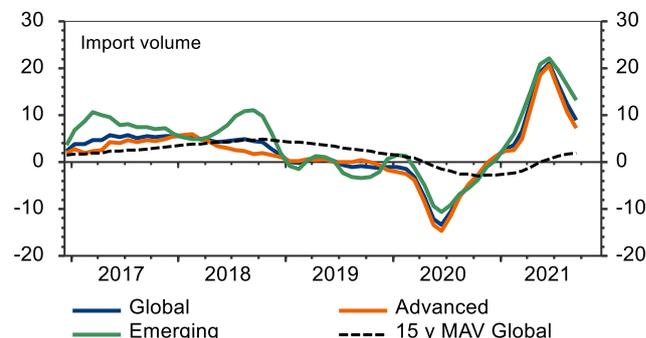
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



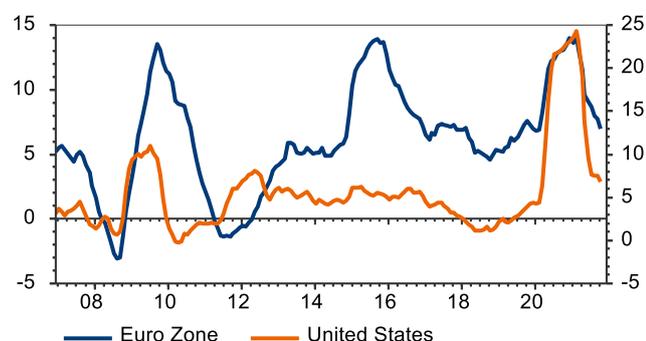
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



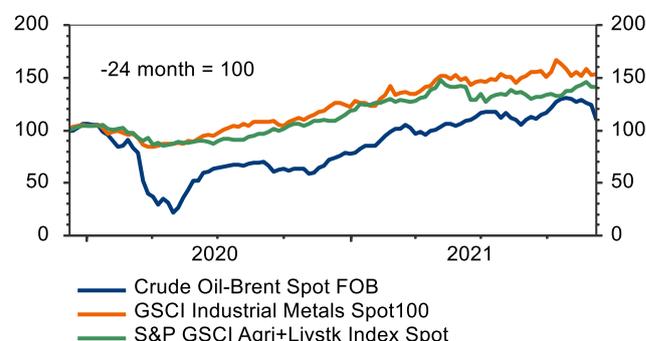
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

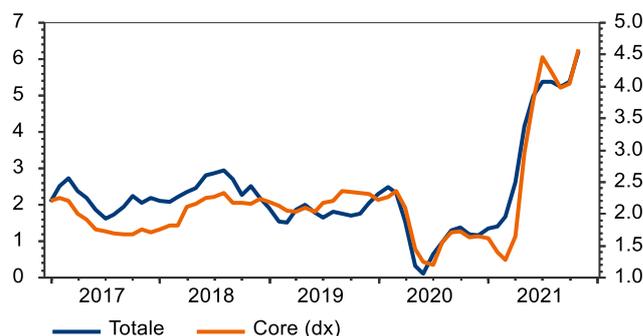
Stati Uniti

Indagini ISM



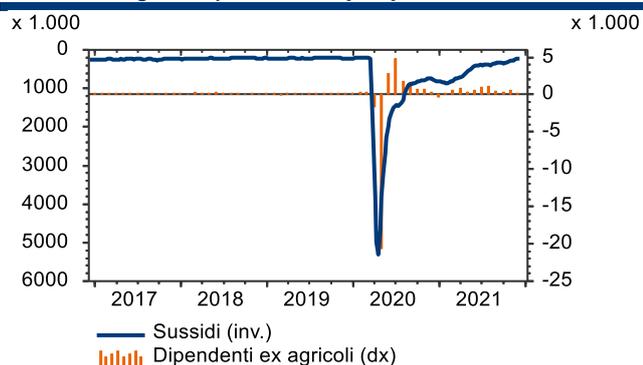
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



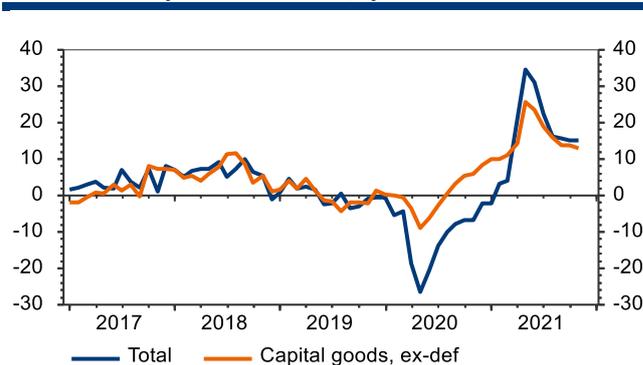
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

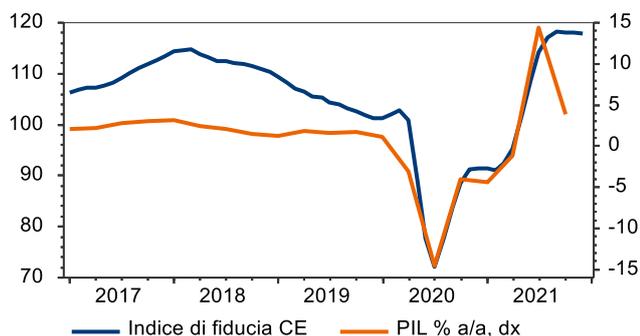
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021				2022		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.6	4.1	-2.9	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.3	4.8	4.0
- trim./trim. annualizzato				33.8	4.5	6.3	6.7	2.0	6.3	4.2	3.6
Consumi privati	-3.8	8.1	4.6	41.4	3.4	11.4	12.0	1.6	6.9	4.1	4.5
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.6	4.6	18.7	12.5	12.9	9.2	1.8	5.6	4.5	4.7
IFL - privati residenziali	6.8	9.1	-0.7	59.9	34.4	13.3	-11.7	-7.7	0.5	3.2	0.8
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.7	1.9	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.8	1.9	2.7	2.3
Esportazioni	-13.6	4.3	8.2	54.5	22.5	-2.9	7.6	-2.5	12.0	8.5	11.3
Importazioni	-8.9	13.3	4.0	89.2	31.3	9.3	7.1	6.0	3.8	1.0	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.2	0.0	6.4	1.4	-3.8	-1.7	1.9	1.7	-0.8	-1.0
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.6	-3.2								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.6	-12.2	-5.7								
Debito pubblico (% PIL)	161.6	153.9	148.7								
CPI (a/a)	1.2	4.6	3.5	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	6.3	5.7	4.0
Produzione Industriale	-7.2	5.5	3.8	9.6	2.0	1.0	1.6	1.0	0.8	1.0	1.0
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	3.5	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	3.7	3.5

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters.

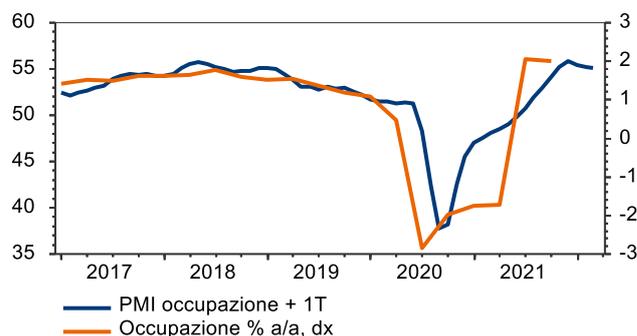
Area euro

PIL



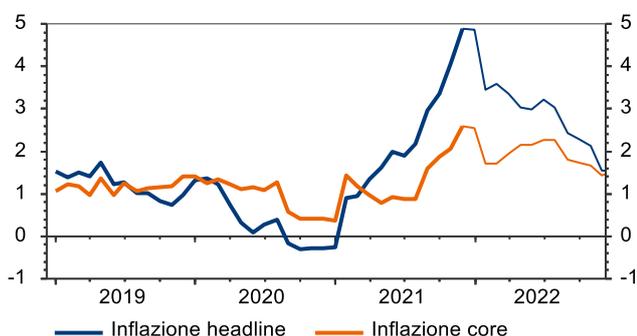
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	3.4
febbraio	1.2	0.9	3.6
marzo	0.7	1.3	3.4
aprile	0.3	1.6	3.0
maggio	0.1	2.0	3.0
giugno	0.3	1.9	3.2
luglio	0.4	2.2	3.0
agosto	-0.2	3.0	2.4
settembre	-0.3	3.4	2.3
ottobre	-0.3	4.1	2.1
novembre	-0.3	4.9	1.5
dicembre	-0.3	4.9	1.5

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T3	T4	T1					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.1	3.9	-4.1	-4.4	-1.1	14.4	3.9	4.5	5.2	4.0
- t/t				12.6	-0.4	-0.2	2.2	2.2	0.3	0.4	1.1
Consumi privati	-8.0	3.5	5.3	14.1	-3.0	-2.3	3.9	4.1	0.5	0.5	1.0
Investimenti fissi	-7.3	3.7	5.0	14.0	2.7	0.0	1.3	-0.9	1.5	1.6	1.7
Consumi pubblici	1.3	3.7	1.0	5.5	0.8	-0.6	2.1	0.3	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	-9.4	9.6	4.8	16.5	4.3	1.2	2.4	1.2	1.2	1.1	1.1
Importazioni	-9.3	7.1	5.4	11.6	4.8	1.0	2.9	0.7	1.4	1.4	1.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	-0.1	-1.5	0.5	1.0	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.4	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.7	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	97.3	98.6	96.2								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	2.6	2.7	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	3.5	3.1
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.8	3.3	-6.8	-1.6	3.6	22.4	6.0	1.7	1.3	2.5
Disoccupazione (%)	7.9	7.8	7.6	8.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.5	7.8	7.7
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.52	-0.47	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.56	-0.53	-0.53

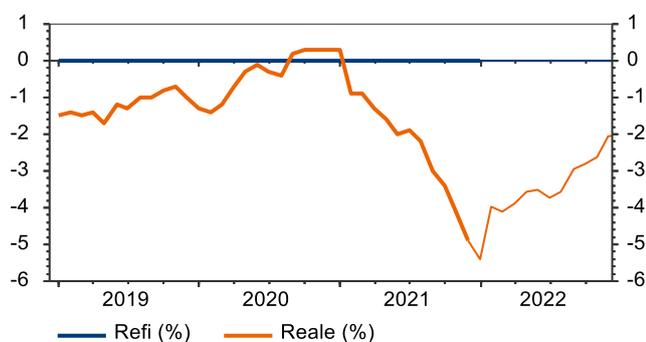
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	9/12	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.56	-0.57	-0.56	-0.58	-0.56	-0.53	-0.53	-0.52
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	-0.59	-0.55	-0.53	-0.52	-0.51

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

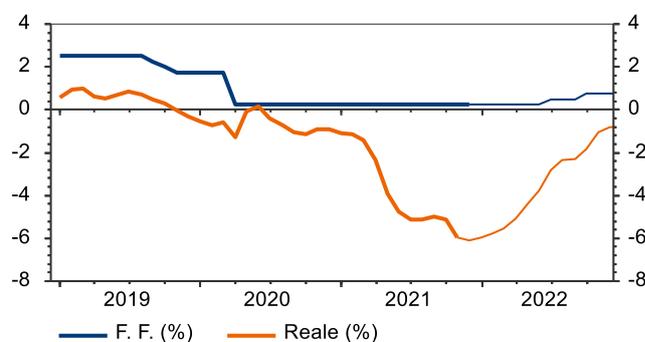


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	9/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75
OIS USD 3m	0.07	0.09	0.08	0.09	0.08	0.08	0.09	0.27

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

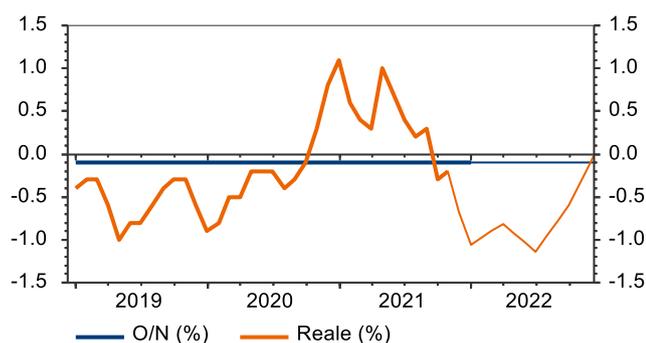


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	9/12	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.08	-0.08	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

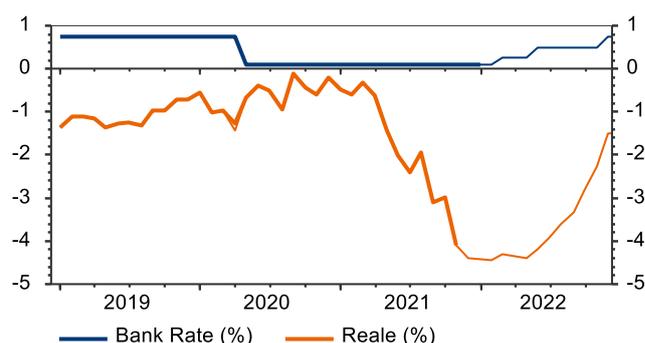


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	9/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.50	0.50
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	0.09	0.15	0.40	0.60	0.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	10/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.21	1.22	1.18	1.16	1.1287	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	109	104	110	110	114	113.68	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.32	1.33	1.41	1.39	1.35	1.3204	1.33	1.37	1.41	1.46	1.50
EUR/CHF	1.09	1.08	1.09	1.09	1.06	1.0424	1.05	1.07	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	120	127	133	130	131	128.31	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.84	0.91	0.86	0.85	0.86	0.8547	0.83	0.82	0.82	0.82	0.82

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-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 Mamei (Responsabile)

62128

paolo.mamei@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 Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com