

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**BCE.** Alla fine, la decisione di politica monetaria del 16 dicembre è stata piuttosto articolata, senza rinviare nulla di cruciale alla riunione del 2-3 febbraio 2022. La Banca Centrale Europea dà avvio a una **graduale riduzione degli acquisti di titoli** già dal gennaio 2022, annunciando un percorso di riduzione la cui durata non è fissata a priori, ma resta ancora connessa al verificarsi delle condizioni che faranno scattare il primo rialzo dei tassi. Le nuove parole d'ordine sono "flessibilità" e "discrezionalità" ("optionality"), che implicano la **possibilità di cambi di passo in base ai dati futuri**. L'annuncio è coerente con un possibile avvio del rialzo dei tassi nel corso del 2023.

**La Fed dichiara guerra all'inflazione e torna in modalità anni '80.** La svolta della Fed in direzione *hawkish* segnala una volontà ferrea di bloccare sul nascere una spirale salari/prezzi stile anni '70 e prepara un anticipo della svolta dei tassi, che potrebbe addirittura avvenire a marzo.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana entrante si presenta piuttosto povera di dati. In Italia gli indici di fiducia di dicembre potrebbero riportare un calo del morale di imprese e famiglie. Parimenti, l'indagine flash della Commissione Europea dovrebbe evidenziare una correzione della fiducia dei consumatori nell'Eurozona. In Spagna e Olanda, la seconda stima del PIL del 3° trimestre dovrebbe confermare i ritmi di crescita già riportati dalle letture preliminari.

Questa settimana i dati in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare il quadro di crescita solida della domanda finale e dei prezzi a novembre. La spesa e il reddito personale dovrebbero continuare a espandersi, con il deflatore core in rialzo di 0,4% m/m. Anche gli ordini di beni durevoli e le vendite di case esistenti dovrebbero essere in rialzo, completando lo scenario positivo per l'attività. La fiducia dei consumatori a dicembre dovrebbe proseguire sul trend in calo legato ai timori per l'inflazione.

17 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.** Alla fine, la decisione di politica monetaria del 16 dicembre è stata piuttosto articolata, senza rinviare nulla di cruciale alla riunione del 2-3 febbraio 2022. La Banca Centrale Europea dà avvio a una **graduale riduzione degli acquisti di titoli** già dal gennaio 2022, annunciando un percorso di riduzione la cui durata non è fissata a priori, ma resta ancora connessa al verificarsi delle condizioni che faranno scattare il primo rialzo dei tassi. Le nuove parole d'ordine sono "flessibilità" e "discrezionalità" ("optionality"), che implicano la **possibilità di cambi di passo in base ai dati futuri**. L'annuncio è coerente con un possibile avvio del rialzo dei tassi nel corso del 2023.

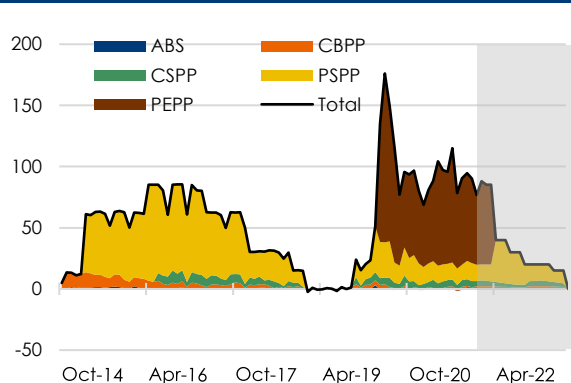
- **PEPP:** come atteso, **gli acquisti netti saranno sospesi dal 1° aprile 2022**. Tuttavia, come avevamo prospettato, la BCE annuncia che "se necessario per contrastare gli shock negativi legati alla pandemia, **potrebbero essere ripresi** anche gli acquisti netti". Inoltre, "in caso di rinnovata frammentazione del mercato legata alla pandemia, i reinvestimenti PEPP possono essere adeguati in modo flessibile nel tempo, nelle classi di attività e nelle giurisdizioni". La condizione per la ripresa degli acquisti netti è più severa (ci devono essere shock negativi legati alla pandemia, presumibilmente con impatto sullo scenario di inflazione), mentre la flessibilità dei reinvestimenti può essere attivata a seguito di frammentazione del mercato (ma legata alla pandemia, non ad altri fattori come instabilità politica). Infine, malgrado l'aumento dell'incertezza sullo scenario, la BCE si sbilancia fin da ora ad annunciare che **il reinvestimento delle scadenze di capitale si estenderà fino alla fine del 2024** invece che del 2023.
- **APP:** anche in questo caso, l'incertezza dello scenario non ha impedito di annunciare un piano che si estende fino alla fine del 2022, sebbene meno ampio rispetto a quanto scontato dal consenso. Gli acquisti netti sono fissati in **40 miliardi mensili fra aprile e giugno, 30 miliardi fra luglio e settembre, 20 miliardi da ottobre**. Non viene aumentata la flessibilità nella distribuzione temporale degli acquisti, e **le condizioni per la chiusura del programma sono invariate**: gli acquisti netti termineranno poco prima del primo rialzo dei tassi. Si noti che la quantificazione degli acquisti netti APP si spinge fino a ottobre, abbastanza per escludere rialzi dei tassi ufficiali nel 2022. Lo scostamento rispetto alle nostre attese implica il ritorno a un'offerta netta di titoli di stato positiva già nel 2022, sebbene per poco (62 miliardi di euro). Per il mercato dei titoli governativi italiani il saldo resta negativo per circa 20 miliardi.
- Come previsto, non ci sono annunci riguardo al programma **TLTRO**, salvo che la BCE si assicurerà che i rimborsi delle operazioni passate non compromettano la trasmissione della politica monetaria, e che le condizioni di favore sulle TLTRO III cesseranno di essere applicate da giugno 2022. Confermiamo l'aspettativa che il programma TLTRO non sarà rinnovato. Invece, la BCE annuncia che valuterà una ricalibrazione del meccanismo a due livelli per la remunerazione delle riserve.
- **Scenario macroeconomico:** la **revisione delle proiezioni di inflazione** (che questa volta viene dall'aggregazione delle stime delle banche centrali nazionali) le avvicina all'obiettivo nel biennio 2023-24 (1,8%), pur restando inferiore alla soglia, e giustifica la chiusura degli acquisti netti PEPP. La proiezione 2022 è ora molto superiore al consenso (3,2%): un valore che è coerente con una discesa graduale dei prezzi del gas naturale a inizio 2022, nelle nostre simulazioni. Nel medio termine, la BCE si attende ancora una crescita molto contenuta del CLUP (0,9% nel 2022 e 1,0% nel 2023), sebbene più alta rispetto a quanto prevedeva a settembre.
- **Prospettive:** probabilmente le condizioni per il primo rialzo dei tassi matureranno nella primavera 2023. Ipotizziamo il primo rialzo dei tassi a settembre 2023 e la sospensione degli acquisti APP a giugno 2023.

## Proiezioni di inflazione in netto rialzo

	2021	2022	2023	2024
GDP	5.1	4.2	2.9	1.6
- previous	5.0	4.6	2.1	-
HICP	2.6	3.2	1.8	1.8
- previous	2.2	1.7	1.5	-
HICP ex energy	1.5	2.1	1.9	1.9
- previous	1.3	1.5	1.6	-
Unemployment	7.7	7.3	6.9	6.6
- previous	7.9	7.7	7.3	-

Fonte: Banca Centrale Europea

## Riduzione "passo a passo" degli acquisti netti nel 2022



Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

**La Fed dichiara guerra all'inflazione e torna in modalità anni '80.** La svolta della Fed in direzione *hawkish* segnala una volontà ferrea di bloccare sul nascere una spirale salari/prezzi stile anni '70 e prepara un anticipo della svolta dei tassi, che potrebbe addirittura avvenire a marzo.

- La **riunione del FOMC** si è conclusa con una dichiarazione ufficiale di **guerra all'inflazione** e una sterzata della politica monetaria anche più decisa di quanto atteso. Il messaggio principale della Fed è il ritorno a un regime di politica monetaria stile anni '80, con l'obiettivo primario di riportare l'inflazione sotto controllo, prima che si inneschi definitivamente una spirale salari/prezzi e il rialzo della dinamica dei prezzi si radichi, assomigliando a quello degli anni '70.
- Il fulcro della riunione sono le nuove **previsioni macroeconomiche** (v. tabella), con l'inflazione rivista ampiamente verso l'alto (inflazione core ancora a 2,7% a/a a fine 2022) e il tasso di disoccupazione rivisto verso il basso a 3,5% dal 2022 in poi. Il FOMC riconosce che il mandato sull'inflazione è non solo raggiunto, ma anche superato e che quello sulla massima occupazione è molto vicino. Pertanto, **il sentiero dei tassi attesi si sposta ampiamente verso l'alto**, con 3 rialzi previsti nel 2022, 3 nel 2023 e 2 nel 2024. Dal grafico a punti emerge un ampio consenso per lo scenario 2022 (solo 6 punti a favore di meno di 3 rialzi), ma ampia dispersione per gli anni successivi, con molti punti anche al di sopra della mediana.
- Per essere pronti alla svolta sui tassi, come atteso, il FOMC ha annunciato il **raddoppio del ritmo di riduzione degli acquisti di titoli** (ora -30 mld al mese) in modo da terminare il *tapering* a marzo, lasciando però aperta la possibilità di accelerare ulteriormente la fine del programma. Powell, come prevedevamo, ha detto che è stata anche aperta una discussione "preliminare" su un possibile anticipo di una futura **riduzione del livello del bilancio** che, a nostro avviso, potrebbe iniziare nel 2023. Powell ha notato che l'annuncio di una svolta può già avere effetti "reali" anche prima della sua attuazione. Questo, a suo avviso, giustifica la prosecuzione del *tapering* ancora per qualche mese, necessaria per dare preavviso, ma coerente con un segnale già parzialmente restrittivo.
- Nella conferenza stampa, Powell ha ribadito con forza che l'economia è robusta, grazie alla spinta dei consumi, il mercato del lavoro è in via di rapido e sostanziale miglioramento, nonostante il freno di un'offerta di lavoro quasi stagnante. Secondo Powell, questo freno, dovuto a pensionamenti e cambiamenti comportamentali rende il mercato del lavoro "più caldo" che mai e mette rischi verso l'alto sui salari. L'aggiustamento della partecipazione potrebbe avvenire in tempi più lunghi, ma Powell ha sottolineato che **la politica monetaria deve agire "in tempo reale" in un contesto di inflazione molto al di sopra dell'obiettivo e "rapido progresso verso la massima occupazione"**.
- Secondo Powell, l'attuale solidità dell'economia giustifica la possibilità di attuare **la svolta dei tassi anche a ridosso della fine degli acquisti**, contrariamente a quanto avvenuto nel ciclo precedente, quando si era osservata una pausa fra la fine del *tapering* e il rialzo dei tassi. A

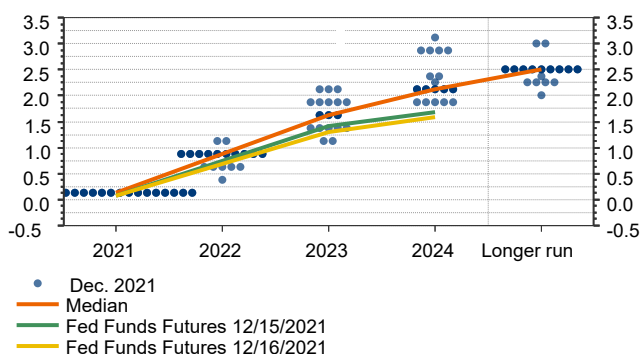
**"Le condizioni finanziarie non aspettano a cambiare fino a quando le cose succedono effettivamente. Cambiano sull'aspettativa che le cose capitino"** (J. Powell, 15.12.2021)

**"Dobbiamo attuare la politica monetaria ora, e l'inflazione è molto sopra l'obiettivo"** (J. Powell, 15.12.2021)

nostro avviso, il FOMC tiene ben aperta l'opzione di iniziare **i rialzi dei tassi anche a marzo**. Powell ha affermato che il FOMC vuole evitare il radicamento del trend verso l'alto dell'inflazione e l'instaurarsi di una spirale salari/prezzi. Guardando i dati, si può dire però che entrambi i fenomeni sono già in atto, se pure in uno stadio iniziale. Per questo, interventi anticipati potrebbero essere utilizzati per evitare di dover agire in modo più profondo e prolungato successivamente, con un ciclo dei tassi che si concluda, come in passato, con una recessione.

- La **pandemia mantiene un ruolo** nelle valutazioni dello scenario macroeconomico, ovviamente. Powell ha detto che "squilibri di domanda e offerta collegati alla pandemia e alla riapertura dell'economia hanno continuato a contribuire ai livelli elevati dell'inflazione", con effetti evidenti nei colli di bottiglia e nella risposta dell'offerta alla ripresa della domanda. Tuttavia, anche se l'origine del rialzo dell'inflazione è da ascrivere a COVID-19, ora gli aumenti dei prezzi si sono diffusi a "un più ampio insieme di beni e servizi". Inoltre, Powell ha ribadito che la variante Omicron, o altre cause di aumenti dei contagi, potrebbe frenare la crescita e spingere ulteriormente verso l'alto l'inflazione, amplificando i problemi dal lato dell'offerta di beni e di lavoro e potenziando i rischi inflazionistici.
- La svolta *hawkish* del FOMC evidenzia chiaramente un *bias* restrittivo. La **nostra previsione** al momento si allinea a quella del FOMC, con **3 rialzi nel 2022 e 3 nel 2023 e 2 nel 2024, ma i rischi sono ancora verso l'alto**, con la possibilità di 4 rialzi nel 2022, a seconda di come sarà l'andamento dell'offerta di lavoro e dell'inflazione. In termini di tempi, a nostro avviso, la **probabilità di inizio dei rialzi dei tassi a marzo è vicina al 50%**. Il comunicato ha aggiornato la *guidance* per i tassi, chiarendo che, "con l'inflazione in eccesso del 2% per un certo tempo, il Comitato si aspetta che sia appropriato mantenere questo intervallo obiettivo per i tassi fino a quando le condizioni del mercato del lavoro non siano coerenti con la valutazione di massima occupazione". Dalle parole di Powell, questa seconda condizione potrebbe essere soddisfatta già nei primi mesi del 2022. Quindi, anche in termini di *guidance*, la porta per un possibile rialzo a marzo è aperta.

**Il mondo è cambiato (di nuovo): la "nuova" Fed assomiglia molto alla "vecchia" Fed (degli anni '80)**



Fonte: Refinitiv-Datastream

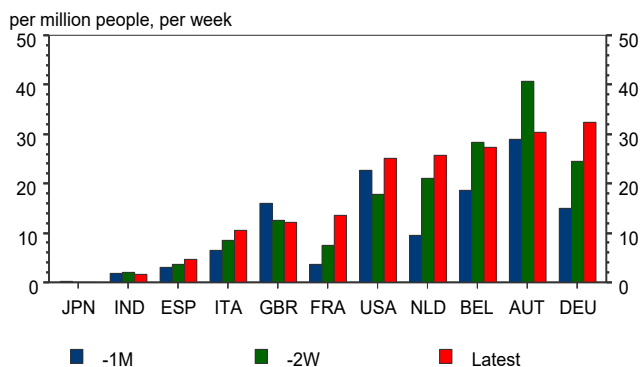
**Proiezioni macroeconomiche dei membri del Board e dei presidenti delle Fed regionali**

Variable	Median				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>5.5</b>	<b>4.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
Sept. projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>4.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>
Sept. projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>5.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Sept. projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>4.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	
Sept. projection	3.7	2.3	2.2	2.1	
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>					
<b>Federal funds rate</b>	<b>0.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>
Sept. projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5

Fonte: Federal Reserve Board, dicembre 2021

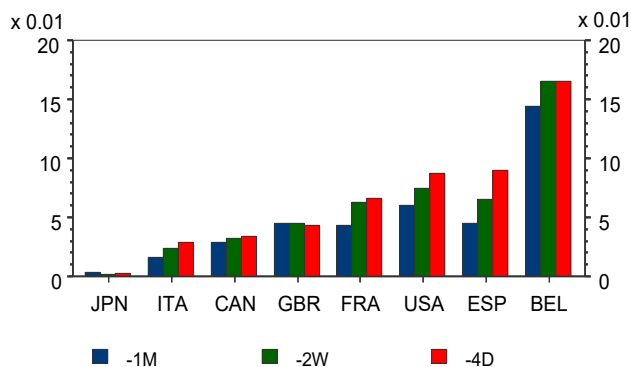
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



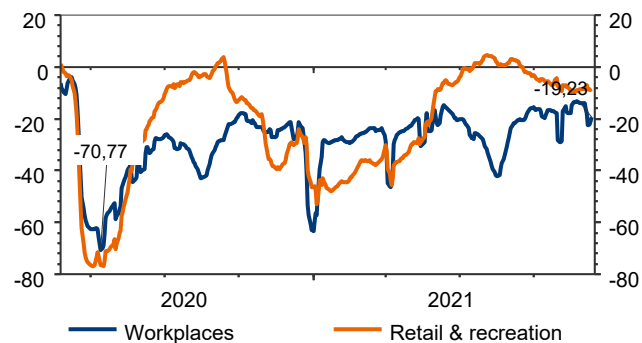
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



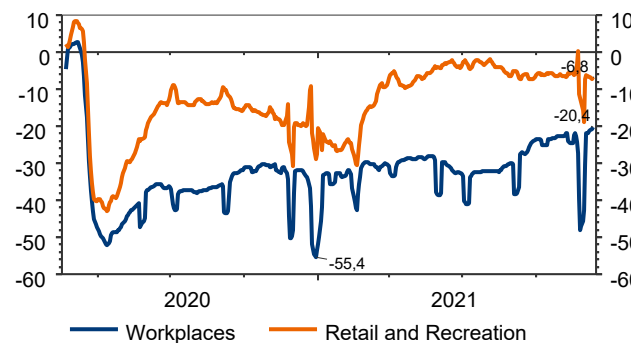
Fonte: OurWorldInData

### Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



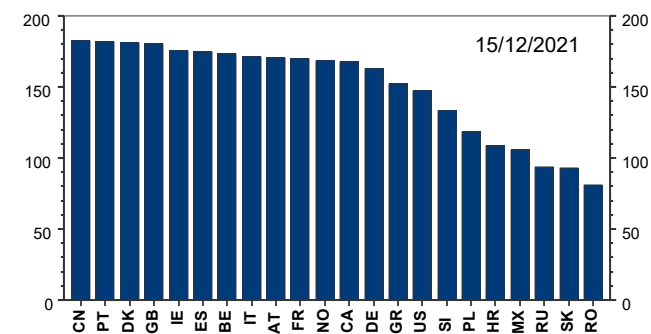
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



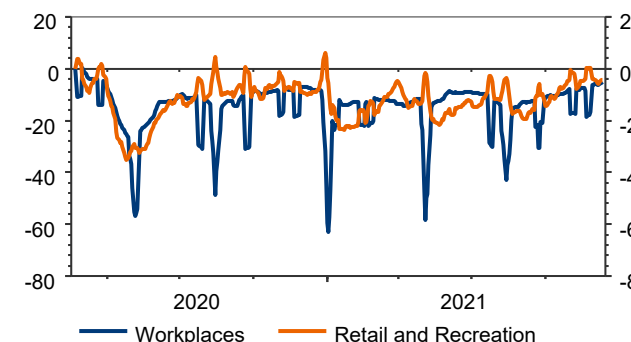
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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** la settimana entrante si presenta piuttosto povera di dati. In Italia gli indici di fiducia di dicembre potrebbero riportare un calo del morale di imprese e famiglie. Parimenti, l'indagine flash della Commissione Europea dovrebbe evidenziare una correzione della fiducia dei consumatori nell'Eurozona. In Spagna e Olanda, la seconda stima del PIL del 3° trimestre dovrebbe confermare i ritmi di crescita già riportati dalle letture preliminari.

Questa settimana i dati in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare il quadro di crescita solida della domanda finale e dei prezzi a novembre. La spesa e il reddito personale dovrebbero continuare a espandersi, con il deflatore *core* in rialzo di 0,4% m/m. Anche gli ordini di beni durevoli e le vendite di case esistenti dovrebbero essere in rialzo, completando lo scenario positivo per l'attività. La fiducia dei consumatori a dicembre dovrebbe proseguire sul trend in calo legato ai timori per l'inflazione.

### Martedì 21 dicembre

#### Area euro

- **Area euro.** La stima flash di dicembre della **fiducia dei consumatori** rilevata dalla Commissione Europea dovrebbe riportare un calo dell'indice da -6,8 a -8 (ancora al di sopra della media di lungo periodo). L'incertezza relativa alla risalita dei contagi e l'effetto dei rincari energetici sul reddito disponibile dovrebbero pesare sul morale delle famiglie a cavallo d'anno.

### Mercoledì 22 dicembre

#### Stati Uniti

- La stima finale del **PIL del 3° trimestre** dovrebbe confermare la variazione di 2,1% t/t ann. Vista con la seconda lettura.
- Le **vendite di case esistenti** a novembre sono previste in rialzo a 6,55 mln, da 6,34 mln di ottobre, alla luce delle indicazioni positive dei contratti di compravendita.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a dicembre dovrebbe proseguire sul trend verso il basso, segnando un nuovo calo, a 107 da 109,5, sulla scia dei persistenti timori per l'aumento dell'inflazione.

### Giovedì 23 dicembre

#### Area euro

- **Italia.** A dicembre, si dovrebbe assistere a una flessione per la fiducia sia delle famiglie che delle imprese, sulla scia dei timori relativi alla nuova ondata pandemica. Il **morale dei consumatori** è visto in calo per il terzo mese, a 117 da 117,5 di novembre (e da 119,6 di settembre, che aveva rappresentato un massimo storico per la serie); l'indice resterebbe sopra la media storica ma segnalerebbe un rallentamento dei consumi a cavallo d'anno. L'indicatore composito di **fiducia delle aziende** è visto a 114,5 da 115,1 precedente; la flessione dovrebbe essere più accentuata per i servizi e il commercio al dettaglio che non per il manifatturiero, dove l'indice è atteso rimanere vicino ai massimi storici, a 115,8 da 116 il mese precedente.
- **Spagna.** La lettura finale del **PIL**, relativa al 3° trimestre, dovrebbe confermare il 2% t/t della stima preliminare. Dal lato dell'offerta, la crescita nel trimestre estivo è risultata sostenuta dai servizi (3,2% t/t, con servizi ricettivi e di ristorazione in crescita di 7,9%) e, in misura più moderata, da industria e costruzioni (rispettivamente 2% e 1,8% t/t in prima lettura). Dal lato della domanda, hanno deluso i consumi privati (attesi rimbalzare a fine anno), nonostante la ripresa della propensione al consumo delle famiglie. In ripresa l'export (6,4% t/t), che però risente ancora di un ampio gap nell'export di servizi rispetto alla norma pre-COVID. Per il

trimestre corrente, ci attendiamo un progresso più contenuto del PIL (1,6% t/t), che dovrebbe consolidare la crescita 2021 al 4,5%.

### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a novembre (prel.) sono attesi in ripresa di 1,1% m/m dopo -0,4% m/m di ottobre, grazie a un rimbalzo del comparto auto e alla crescita solida evidenziata dalle indagini presso le imprese. Scorte e fatturato dovrebbero essere in rialzo, senza però riuscire a chiudere il gap con la domanda finale.
- La **spesa personale** a novembre è prevista in aumento di 0,6% m/m, con variazioni solide sia per i beni sia per i servizi, oltre a un ampio contributo dei prezzi. Il **reddito personale** dovrebbe crescere di 0,5% m/m, come a ottobre, grazie a un ampio incremento del reddito da lavoro. Il **deflatore dei consumi** è previsto in aumento di 0,6% m/m (5,6% a/a), mentre l'indice **core** dovrebbe aumentare di 0,4% m/m (4,6% a/a), come a ottobre. I dati dovrebbero confermare la diffusione dei rialzi a tutti i comparti, e preludere a variazioni di 0,4% m/m a dicembre per entrambi gli indici.
- Le **vendite di case nuove** a novembre sono previste in rialzo a 765 mila, in linea con la ripresa del trend verso l'alto in atto dalla fine dell'estate.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a dicembre (finale) dovrebbe confermare il calo visto con la stima preliminare, e rimanere sui minimi da 10 anni, a 69.

### Venerdì 24 dicembre

#### Area euro

- **Paesi Bassi.** La seconda lettura del **PIL** del 3° trimestre è attesa confermare la crescita di 1,9% t/t (5% a/a) della stima preliminare. Un contributo positivo dovrebbe arrivare sia dalla domanda interna (+1,2%, in quanto l'aumento dei consumi dovrebbe aver più che compensato la flessione degli investimenti) che dalle scorte. Il 2021 dovrebbe chiudersi con una crescita del PIL di 4,5%, cui seguirà una moderazione a 3,5% il prossimo anno; i rischi sulla previsione al momento sono orientati verso il basso.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (20-24 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 20/12	02:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	dic	4.7	%		
	02:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	dic	3.9	%		
Mar 21/12	08:00	GER	Fiducia consumatori		gen	-1.6		-2.5	
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ott	0.1	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ott	15.2	%		
	11:00	ITA	PPI a/a		nov	20.4	%		
	11:00	ITA	PPI m/m		nov	7.1	%		
	14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T3	-190.3	Mld \$		
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	dic	-6.8		-8.0	
Mer 22/12	08:00	GB	PIL t/t finale		T3	prel 1.3	%	1.3	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		nov	3.6	Mld €		
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T3	prel 4.5	%		
	14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T3	prel 2.1	%	2.1	
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T3	prel 5.9	%		
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		nov	6.34	Mln	6.54	6.55
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	dic	109.5		112.0	107.0
Gio 23/12	08:00	GER	Prezzi import a/a		nov	21.7	%		
	09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T3	prel 2.0	%	2.0	
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		dic	117.5		117.0	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	dic	116.0		115.8	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	206	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.845	Mln		
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	nov	-0.4	%	1.5	
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	nov	0.5	%		
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	nov	0.4	%	0.4	
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	nov	1.3	%	0.6	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	nov	4.1	%	4.5	
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	nov	5.0	%		
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		nov	0.5	%	0.4	
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		dic	4.2			
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	nov	0.745	Mln	0.760	
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		dic	prel 70.4		69.7	
Ven 24/12	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	nov	0.1	%		
	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	nov	0.1	%	0.4	
	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T4	1.9	%	1.9	

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 (20-24 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar 21/12	10:00	EUR	Discorso di Kazimir (BCE)
Mer 22/12	00:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di ottobre
	10:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
Gio 23/12	--	GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	nov	0.4	%	0.4	0.7	
PPI m/m	nov	0.6	%	0.5	0.8	
Indice Empire Manufacturing	dic	30.90		25.00	31.9	
Prezzi all'import m/m	nov	1.5	(1.2)	%	0.7	0.7
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	nov	1.8	(1.7)	%	0.9	0.3
Vendite al dettaglio m/m	nov	1.8	(1.7)	%	0.8	0.3
Scorte delle imprese m/m	ott	0.8	(0.7)	%	1.1	1.2
Indice Mercato Immobiliare NAHB	dic	83		83	84	
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ott	26.7	(26.3)	Mld \$		7.1
Richieste di sussidio	settim	188	(206)	x1000	200	206
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.999	(1.845)	Mln	1.936	1.845
Licenze edilizie	nov	1.653		Mln	1.663	1.712
Nuovi cantieri residenziali	nov	1.502	(1.520)	Mln	1.568	1.679
Indice Philadelphia Fed	dic	39.0		30.0	15.4	
Produzione industriale m/m	nov	1.7	(1.6)	%	0.7	0.5
Impiego capacità produttiva	nov	76.5	(76.4)	%	76.8	76.8
Markit PMI Composito prelim.	dic	57.2				56.9
Markit PMI Manif. prelim.	dic	58.3		58.5		57.8
Markit PMI Servizi prelim.	dic	58.0		58.5		57.5

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **vendite al dettaglio** hanno deluso le aspettative, con un aumento di solo 0,3% m/m, e una revisione a 1,8% m/m per ottobre. Le voci negative sono rappresentate da auto (-0,1% m/m), elettronica (-4,6% m/m), e grandi magazzini (-1,2% m/m). Sono invece in rialzo solido la benzina (1,7% m/m), la ristorazione (1% m/m), gli articoli sportivi (1,3% m/m) e l'abbigliamento (0,5% m/m). Lo spaccato dei dati suggerisce che il rallentamento di novembre è probabilmente stato causato da colli di bottiglia all'offerta e/o da un anticipo degli acquisti a ottobre.

L'indice **Empire della NY Fed** a dicembre è salito marginalmente a 31,9 da 30,9, con occupati, ordini e consegne in modesto calo, ordini inevasi in aumento. Gli indici dei prezzi ricevuti e pagati hanno segnalato stabilità, con minime correzioni dai livelli record del mese scorso. Gli indici a 6 mesi puntano a un rallentamento della crescita, sempre però ampiamente positiva.

L'indice della **Philadelphia Fed** di dicembre ha mostrato un calo di 24 punti, a 15,4, segnalando ancora espansione ma meno diffusa rispetto ai mesi scorsi, con un rallentamento di ordini e consegne, ma un'accelerazione dell'occupazione. Gli indici di prezzo, se pure in calo, continuano a segnalare diffuse pressioni verso l'alto.

I **PMI Markit** di dicembre (prel.) hanno confermato la crescita dell'attività, con l'indice del manifatturiero a 57,8 (da 58,3) e quello dei servizi a 57,5. Lo spaccato delle indagini è positivo per l'attività e segnala una stabilizzazione delle pressioni sui prezzi vicino ai livelli elevati dei mesi scorsi.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** all'11 dicembre risalgono a 206 mila, con la media mobile a 4 settimane sui minimi dal 1969 e indicazioni di un mercato del lavoro sotto pressione.

I **cantieri residenziali** a novembre sono balzati a 1,68 mln, sui massimi da marzo, con segnali positivi per gli investimenti residenziali nel 4° trimestre e per una possibile riduzione dell'eccesso di domanda di case in atto da oltre un anno.

La **produzione industriale** a novembre è aumentata di 0,5% m/m, con un rialzo di 0,7% m/m sia nel manifatturiero sia nell'estrattivo e un calo di -0,8% m/m delle utility. Il settore auto segna il 2° incremento consecutivo, con +2,8% m/m, dopo 8% m/m di ottobre.

I **prezzi all'import** di novembre hanno registrato un aumento di 0,7% m/m, in linea con le aspettative e con persistenti pressioni inflazionistiche.

Il **PPI** di novembre ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 0,8% m/m (9,6% a/a, massimo dal 2010). I prezzi dei beni sono in aumento di 1,2% m/m, con incrementi diffusi a tutti i settori, e

quelli dei servizi crescono di 0,7% m/m. L'indice al netto di energia, alimentari e commercio al dettaglio è in rialzo di 0,7% m/m (6,9% a/a, massimo da quando esiste la serie), mentre l'indice core aumenta di 7,7% a/a. I dati segnalano che il CPI ha ancora strada da fare verso l'alto e che i rialzi dei prezzi si stanno diffondendo.

La **Survey of Consumer Expectations della NY Fed** a novembre ha rilevato un aumento delle aspettative di inflazione a 1 anno a 6% da 5,7% di ottobre, ma anche una correzione sull'orizzonte a 3 anni a 4% da 4,2%. La misura di dispersione di opinioni e l'incertezza sull'inflazione sono però in aumento su massimi storici. Le famiglie prevedono un rallentamento della crescita dei prezzi delle case (a 5% da 5,6%) e stabilità della dinamica degli affitti (10%) fra 1 anno. Le aspettative di spesa sono in ulteriore aumento e toccano un nuovo record, mentre quelle per il reddito da lavoro sono in modesto ritracciamento, ma restano sui massimi per la serie. I dati sono positivi per le prospettive dei consumi, ma confermano la centralità dell'inflazione per lo scenario del 2022.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T4	18		19	18
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T4	2		6	9
Ordinativi di macchinari m/m	ott	0.0	%	2.1	3.8
Produzione industriale m/m finale	ott	1.1	%		1.8
Bilancia commerciale	nov	-68.5	(-67.4) Mld ¥ JP	-675.0	-954.8
PMI manifatturiero prelim	dic	54.5			54.2

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

L'indagine **Tankan** di dicembre registra stabilità, su livelli espansivi a 18, per le grandi imprese manifatturiere e migliora a 9 da 2 per le grandi imprese non manifatturiere. Nel manifatturiero, l'unico settore in difficoltà risulta quello automobilistico, frenato dai problemi di scarsità di offerta. Per il non manifatturiero, restano deboli i servizi alle persone e in particolare quelli dell'ospitalità e della ristorazione, ma sono in miglioramento rispetto al trimestre precedente. Le previsioni a 3 mesi sono di minore espansione per il manifatturiero (a 13) e di stabilizzazione per il non manifatturiero (a 8), con ulteriori miglioramenti per i settori in precedenza colpiti da COVID. L'indagine conferma la previsione di ripresa della crescita nel 4° trimestre e nel 2022, con il miglioramento del quadro sanitario.

Gli **ordini di macchinari** a ottobre danno indicazioni positive, con un rialzo di 3,8% m/m e registrano una netta accelerazione della domanda estera. Nel settore auto gli ordini sono in modesta ripresa dopo due mesi ampiamente negativi.

La **produzione industriale** di ottobre (finale) ha registrato un aumento di 1,8% m/m (-4,1% a/a), con una revisione verso l'alto rispetto alla variazione rilevata con la stima preliminare (1,1% m/m). Anche fatturato e scorte sono in rialzo, di 2,4% m/m e 0,6% m/m, rispettivamente, con indicazioni positive per la crescita del 4° trimestre.

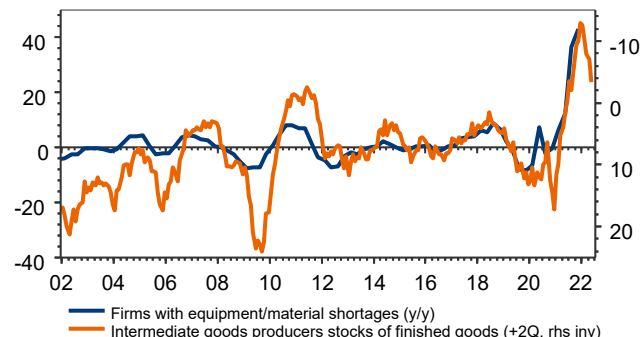
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	ott	-0.2	%	1.2	1.1
EUR	PMI servizi prelim	dic	55.9		54.1	53.3
EUR	PMI manifatturiero prelim	dic	58.4		57.8	58.0
EUR	PMI composito prelim	dic	55.4		54.0	53.4
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T3	-0.1	%		2.5
EUR	CPI a/a finale	nov	4.9	%	4.9	4.9
EUR	CPI m/m finale	nov	0.8	%	0.5	0.4
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	nov	2.6	%	2.6	2.6
FRA	IPCA m/m finale	nov	0.4	%	0.4	0.4
FRA	IPCA a/a finale	nov	3.4	%	3.4	3.4
FRA	CPI m/m Ex Tob	nov	0.4	%		0.4
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	dic	110	(+109)	109	111
FRA	PMI servizi prelim	dic	57.4		56.0	57.1
FRA	PMI manifatturiero prelim	dic	55.9		55.5	54.9
GER	PMI servizi prelim	dic	52.7		51.0	48.4
GER	PMI manifatturiero prelim	dic	57.4		56.8	57.9
GER	PPI m/m	nov	3.8	%	1.4	0.8
GER	PPI a/a	nov	18.4	%	19.9	19.2
GER	IFO	dic	96.6	(96.5)	95.3	94.7
GER	IFO (sit. corrente)	dic	99.0		97.5	96.9
GER	IFO (attese)	dic	94.2		93.5	92.6
ITA	IPCA a/a finale	nov	4.0	%	4.0	3.9
ITA	IPCA m/m finale	nov	0.8	%	0.8	0.7
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	nov	0.7	%	0.7	0.6
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	nov	3.8	%	3.8	3.7
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ott	2.444	(2.454) Mld €		3.888
ITA	Bilancia commerciale (EU)	ott	0.753	(0.762) Mld €		0.291
SPA	IPCA a/a finale	nov	5.6	%	5.6	5.5

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

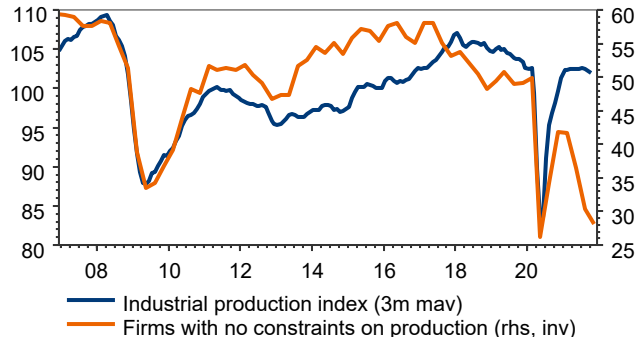
**Area euro.** Ad ottobre la **produzione industriale** è rimbalzata di +1,1% m/m da -0,2% m/m precedente, tornando a crescere dopo due mesi di calo e sostanzialmente azzerando il divario rispetto ai livelli pre-COVID (-0,6%). In termini tendenziali la crescita rallenta a 3,3% da 5,2%. Sul mese, il progresso risulta trainato dai beni capitali (+3,0% m/m) che beneficiano probabilmente del robusto incremento della produzione di auto in Germania (+12,6% m/m) e di altri mezzi di trasporto in Francia (+13,9% m/m). La produzione di beni intermedi è invece calata per il terzo mese consecutivo (-0,6% m/m), mentre l'output di beni di consumo è in rialzo di +0,4% m/m per quelli non durevoli e di +1,7% m/m per quelli durevoli (aumento solido ma non tale da compensare la pesante flessione di agosto). Sostanzialmente stagnante invece la produzione di energia (+0,1% m/m). Nel caso di una stagnazione dell'output nei due mesi successivi l'incremento di ottobre lascia l'industria in rotta per un'espansione di +0,4% t/t nel 4° trimestre dopo la contrazione di -0,2% t/t registrata durante l'estate. Tuttavia, riteniamo che il dato non sia necessariamente sintomo di una riaccelerazione della ripresa manifatturiera nel breve termine. La crescita di ottobre sembrerebbe infatti guidata soprattutto da attività occasionali ad alto valore (nel caso francese) e da un rimbalzo, più fisiologico che strutturale, per la produzione di auto in Germania e non da una più vasta e diffusa ripresa dell'attività, che continua ad essere penalizzata da strozzature all'offerta ancora severe. I colli di bottiglia e il pesante rincaro dell'energia potrebbero quindi continuare ad appesantire la produzione manifatturiera a cavallo d'anno e generare un'ampia volatilità nei dati mensili. Inoltre, non escludiamo che la diffusione della variante Omicron su scala globale possa contribuire ad irrigidire ulteriormente le strozzature. Ci aspettiamo quindi che la fase di relativa debolezza dell'industria possa proseguire anche nei prossimi mesi, ma la presenza di un vasto stock di ordinativi inevasi, l'ampio potenziale di recupero per alcuni settori e la necessità di ricostituire le scorte offrono presupposti incoraggianti per l'attività una volta che le filiere produttive tornino alla normalità.

**Area euro: le strozzature all'offerta dovrebbero aver toccato un picco...**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

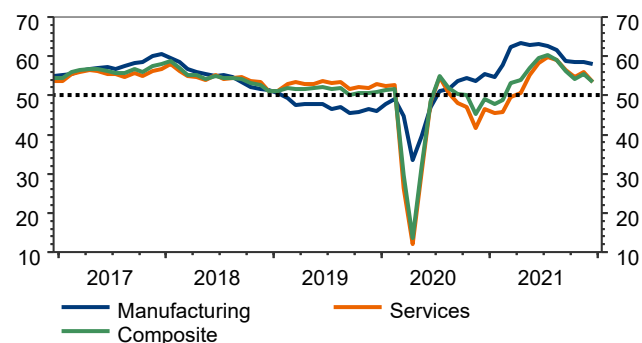
**...ma potrebbero continuare a frenare l'attività industriale nel breve termine**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

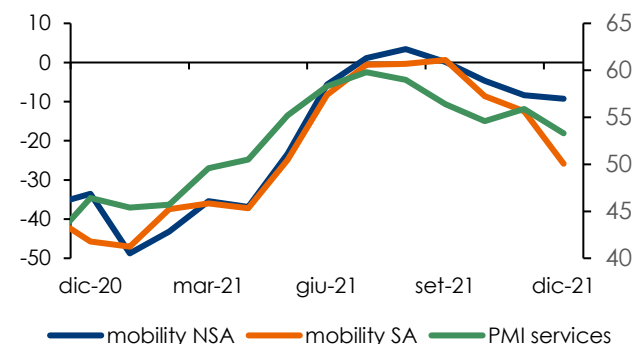
I **PMI** flash di dicembre riportano un calo del morale nei **servizi** a 53,3 da 55,9 precedente, sui minimi dallo scorso aprile, penalizzato dalla risalita dei contagi. Lo spaccato dell'indagine però rivela un quadro ancora ottimistico per le aspettative, segnale di una solida forza sottostante coerente con una riaccelerazione della ripresa una volta che si sarà ridimensionato il rischio sanitario. La fiducia nel **manifatturiero** ha invece corretto a 58 da un precedente 58,4, il livello più basso da febbraio, ma offre degli spunti incoraggianti circa lo stato delle strozzature all'offerta. Decelera infatti la crescita dei prezzi, salgono le scorte ed emergono segnali di allentamento per quanto riguarda i ritardi nelle consegne. Inoltre, torna a crescere la produzione nel settore automobilistico, per la prima volta da agosto. Nonostante le indicazioni incoraggianti che emergono dalle letture di dicembre, restiamo cauti circa le prospettive per la manifattura nei prossimi mesi: le strozzature restano severe e la diffusione della variante Omicron su scala globale potrebbe portare a nuove interruzioni delle filiere. L'indice **composito** è quindi calato di due punti a 53,4, confermando lo scenario di marcata decelerazione della ripresa Eurozona nel 4° trimestre. Vediamo un rallentamento della crescita intorno allo 0,3% t/t a fine anno; la ripresa potrebbe rimanere debole anche all'inizio dell'anno prossimo, prima di riaccelerare a partire dalla primavera.

**Area euro: la fiducia delle imprese dei servizi è colpita dalla risalita dei contagi...**



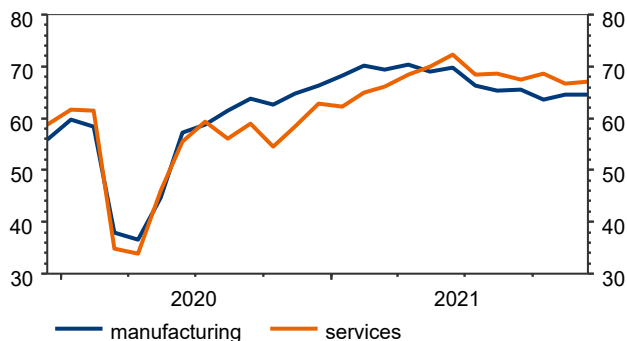
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

**...che si sta riflettendo in un calo della mobilità verso esercizi commerciali e attività ricreative**



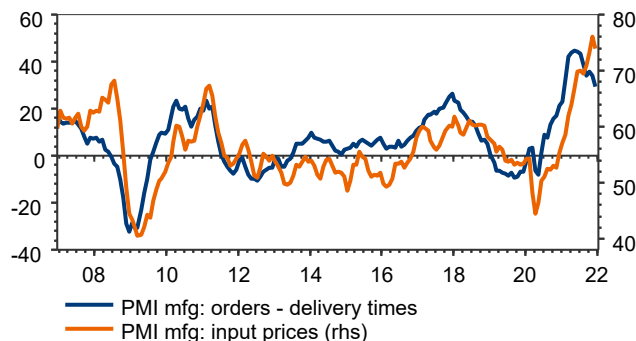
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Google

### Le aspettative mostrano però una buona tenuta, un segnale incoraggiante per la riaccelerazione della ripresa una volta ridimensionato il rischio sanitario



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Le indagini manifatturiere mostrano segnali di ridimensionamento delle tensioni all'offerta che si riflettono in un primo, modesto, rallentamento della crescita dei prezzi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Nel 3° trimestre il **tasso di posizioni vacanti** è salito al 2,6% dal 2,3% registrato nei tre mesi precedenti. A livello settoriale è pari al 2,9% nei servizi e al 2,4% nell'industria e costruzioni. Rispetto al periodo pre-COVID il tasso di posizioni vacanti è superiore di 0,4%, mentre l'occupazione non ha ancora recuperato i livelli precedenti alla pandemia. Tale apparentemente controintuitiva divergenza segnala la presenza di *mismatch* tra domanda e offerta di lavoro; il fatto che il tasso di posizioni vacanti sia più elevato nel settore terziario piuttosto che nel secondario può essere indicativo di un ripensamento delle scelte occupazionali da parte dei lavoratori che operano nei comparti più esposti al rischio sanitario.

Nel 3° trimestre il **costo del lavoro nominale orario** in Eurozona è salito al 2,5% a/a da -0,1% precedente. Il dato è sintesi di un aumento tendenziale dei salari del 2,3% da -0,5% e di un'accelerazione al 3,0% da 1,2% precedente per la componente non salariale. I dati sulla crescita rispetto alla scorsa estate non vanno però interpretati come indicativi di una riaccelerazione delle retribuzioni o anticipazioni di una spirale prezzi-salari. I dati destagionalizzati mostrano infatti che la crescita dei salari rispetto al trimestre precedente è risultata pari ad un più contenuto +0,2%, dopo la contrazione di pari entità registrata durante la primavera.

Ad ottobre i dati destagionalizzati sul commercio internazionale di beni hanno evidenziato una crescita delle **esportazioni** di +2,4% m/m a fronte di un più ampio incremento (+4,3% m/m) registrato dalle **importazioni**. Il saldo commerciale è risultato pari a 2,4 miliardi, in calo dai 6,1 miliardi di settembre. Durante il trimestre estivo il canale estero ha contribuito positivamente alla crescita del PIL, ma l'apporto potrebbe diventare negativo nei trimestri a cavallo d'anno: i primi dati sul commercio di beni sono infatti coerenti con una crescita dell'import su ritmi superiori a quella dell'export, mentre la risalita dei contagi potrebbe penalizzare i flussi turistici in entrata.

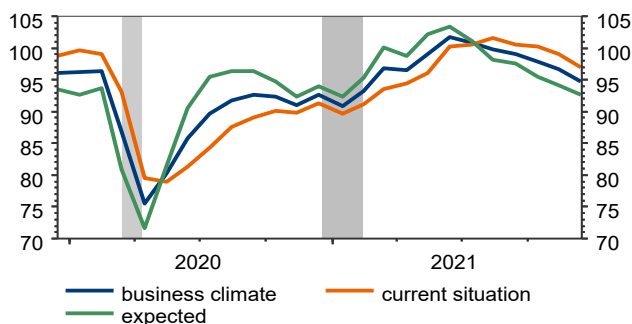
La **seconda lettura** conferma l'accelerazione dell'**inflazione** nel mese di novembre, da 4,1% a **4,9% a/a (0,4% m/m)**; si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili ovvero almeno dal 1998. Sulla variazione tendenziale, la componente energetica spiega direttamente poco più della metà dell'inflazione osservata. Da sottolineare è il rialzo dell'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia, cresciuto al 2,6% a/a da 2,1% precedente, anche se l'aumento riflette effetti base favorevoli legati all'indice tedesco. Nel dettaglio, accelerano le due principali componenti dell'indice sottostante: i prezzi dei servizi passano al 2,7% a/a dal 2,1% precedente, mentre è più debole l'accelerazione dei beni manufatti (a 2,4% da 2% di ottobre). In prospettiva, l'impatto della diffusione della variante Omicron potrebbe intensificare i colli di bottiglia all'offerta e allungare i tempi della "normalizzazione" della produzione. In ogni caso, l'inflazione core è attesa in accelerazione il prossimo anno. Per l'indice headline, il trend nel 2022 dovrebbe essere discendente; effetti base causeranno un ribasso da

gennaio, ma un ritorno stabile sotto la soglia del 2% potrebbe essere rimandato ai primi mesi del 2023. I dati sulla crescita dei prezzi alla produzione e le indicazioni sui prezzi di vendita che emergono dalle indagini di fiducia segnalano che aumenta la tentazione per le imprese di trasferire a valle i rincari dei costi degli input. Pensiamo che le strozzature all'offerta avranno un impatto ritardato sui prezzi dei beni manufatti, che toccherà il punto di massimo nei primi mesi del 2022 e che, secondo le nostre stime, contribuirà per 0,3% alla crescita dell'inflazione media annua. L'aumento del prezzo del gas naturale e il conseguente effetto di trascinamento sul petrolio manterranno la crescita dei listini energetici a due cifre sino a settembre 2022; la discesa che seguirà dal trimestre estivo manterrà comunque i prezzi più elevati rispetto al 2020, a causa del basso livello degli stoccaggi. In sintesi, l'indice generale è atteso in accelerazione in media d'anno nel 2022, a 3,1% (rivisto al rialzo di quattro decimi rispetto alle previsioni di un mese fa) dal 2,6% del 2021.

**Germania.** La risalita dei contagi pesa sui **PMI** di dicembre: l'indice relativo ai servizi crolla più del previsto a 48,4 da 52,7, ai minimi dallo scorso febbraio. A fronte di indicazioni di contrazione per l'attività però le imprese riportano un miglioramento delle attese sui massimi dall'estate, un segnale decisamente incoraggiante per la forza sottostante della ripresa una volta ridimensionato il rischio sanitario. Si registra invece un inatteso progresso per l'indice relativo alla manifattura, a 57,9 da 57,4 di novembre, con indicazioni di riaccelerazione della produzione e di allentamento delle strozzature all'offerta e della crescita dei prezzi. L'indice composito cala a 50 da 52,2 precedente, su livelli coerenti con le nostre previsioni di sostanziale stagnazione dell'economia tedesca nel 4° trimestre (con rischi verso il basso).

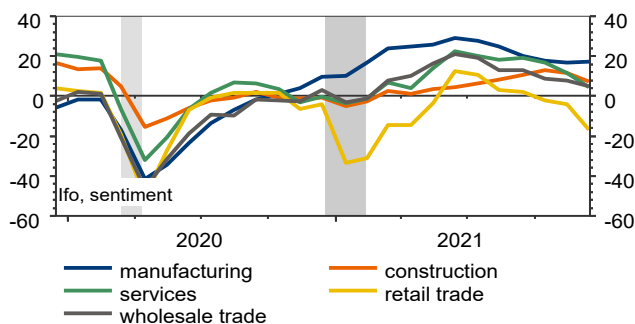
L'indice **IFO** corregge ancora a dicembre, a 94,7 da 96,6 precedente: è il sesto calo mensile consecutivo, che porta l'indicatore sui minimi dallo scorso febbraio. La valutazione sulla situazione corrente flette a 96,9 da 99, solo marginalmente al di sotto della media di lungo periodo, mentre le attese per i prossimi mesi calano a 92,6 da 94,2. Le indagini sono coerenti con una brusca frenata del PIL a cavallo d'anno. Lo spaccato settoriale mostra un contenuto miglioramento del morale manifatturiero a 17,3 da un precedente 16,7, a fronte però di correzioni diffuse agli altri comparti. I più penalizzati sono i settori più esposti al rischio sanitario, come commercio al dettaglio (-12,9 da -4) e servizi (4,5 da 11,6). Se nei mesi scorsi i rischi al ribasso erano concentrati nel settore industriale, adesso è probabile che la crescita nei trimestri a cavallo d'anno verrà frenata soprattutto dai servizi, con il risultato di una stagnazione nel 4° trimestre (con rischi verso il basso). La ripresa dovrebbe rimanere fiacca anche a inizio 2022; la diffusione della variante Omicron rappresenta un ulteriore fattore di incertezza e posticipa una più significativa riaccelerazione alla primavera. Le nostre previsioni di crescita del PIL (2,7% nel 2021 e 4,1% nel 2022) sembrano essere quindi soggette a rischi verso il basso.

**Germania: l'indice IFO corregge nuovamente a dicembre**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO, Refinitiv

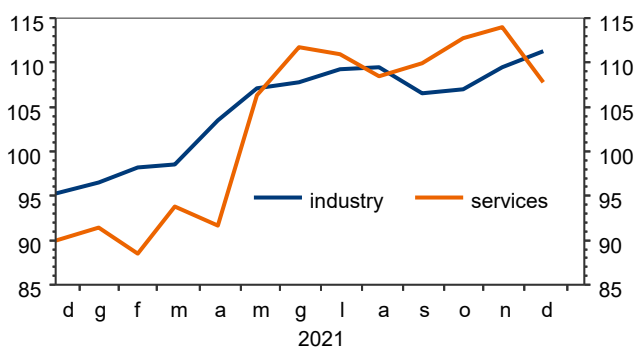
**Su servizi e commercio al dettaglio pesa il deterioramento della situazione sanitaria**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO, Refinitiv

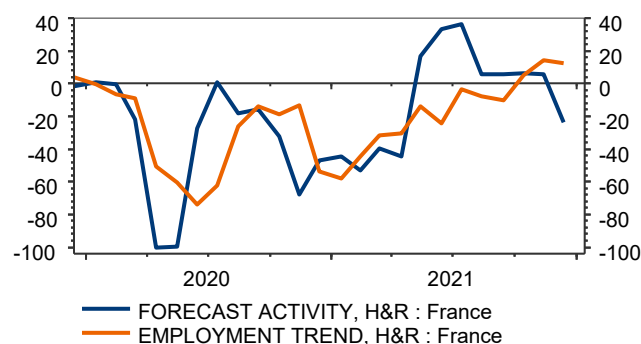
**Francia.** L'indice di fiducia delle imprese INSEE, per il mese di dicembre, ha riportato un progresso di un punto, nel settore manifatturiero, a 111 (il dato di novembre è stato rivisto verso l'alto, a 110), aggiornando i massimi da febbraio 2018. Resta debole il settore auto, che a dicembre torna a far registrare un calo (95 da 97), dopo l'ampio progresso del mese precedente. L'indice dell'industria, nel suo complesso, è invece arretrato di 3 punti, a 110, frenato in misura prevalente dai servizi, sui quali pesano le preoccupazioni per l'evoluzione della crisi sanitaria. Nel breve termine, permane un quadro contrastato, con rischi verso il basso concentrati nella prima parte dell'anno.

#### Francia: le preoccupazioni sanitarie stanno riaprendo un gap tra industria e servizi



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

#### Attese meno ottimistiche sull'attività futura particolarmente evidenti nel settore dei servizi ricettivi e di ristorazione



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

I **PMI** di dicembre dipingono un quadro di rallentamento per la ripresa a fine anno ma restano su livelli ancora espansivi coerenti con una maggior tenuta dell'economia francese rispetto a quella tedesca. L'indice manifatturiero è calato a 54,9 da 55,9 a fronte di una sorprendente tenuta del morale nei servizi a 57,1 da 57,4, che di fatto limita la correzione dell'indice composito a 55,6 da 56,1 precedente. Le letture francesi appaiono abbastanza sorprendenti, anche alla luce delle indagini INSEE che hanno riportato un miglioramento del morale nell'industria e una correzione nei servizi. Anche dai PMI però emerge come l'incertezza sanitaria stia penalizzando l'attività in alcuni comparti come il turismo dove le imprese riportano un netto calo della domanda estera.

Le **stime finali** degli **indici dei prezzi al consumo** di novembre hanno confermato il rialzo sia dell'inflazione armonizzata, a 3,4% a/a da 3,2% di ottobre, sia di quella calcolata su base nazionale, a 2,8% a/a da 2,6% del mese precedente. Sul mese, i prezzi hanno segnato un aumento di quattro decimi su entrambi gli indici. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 21,6%). In media d'anno, l'inflazione armonizzata è vista a 2,1% nel 2021 e a 2,5% nel 2022.

**Italia.** L'**inflazione** di novembre è stata rivista al ribasso di un decimo sia sull'indice armonizzato (a 3,9% a/a) che su quello nazionale (a 3,7% a/a). Sul mese i prezzi sono cresciuti di 0,6% sul NIC e di 0,7% per il paniere armonizzato. Rispetto alla rilevazione preliminare, le più importanti revisioni al ribasso sulla dinamica mensile hanno riguardato alimentari (da 1% a 0,8%), bevande alcoliche e tabacchi (da 0,3% a 0,1%), le comunicazioni (da -0,4% a -1,2%) e le spese ricreative (da +0,1% a -0,1%). L'inflazione core è stata rivista al ribasso anch'essa di un decimo, da 1,4% a 1,3% a/a. Abbiamo recentemente rivisto al rialzo la nostra stima sull'inflazione 2022, a 2,8% sull'indice NIC e al 2,7% sull'armonizzato UE.

I dati sul **commercio estero di beni** di ottobre hanno fatto registrare una crescita delle importazioni (+2,8% m/m da -1,7%) a ritmi superiori alle esportazioni (+1,5% m/m da -1,3%). La crescita dell'export (diffusa sia alle vendite verso i Paesi UE che extra-UE) risulta trainata dai beni

di consumo (+4,4% m/m) e, in misura minore, da quelli strumentali (+1,0% m/m) mentre calano beni intermedi (-0,8% m/m) ed energia (-1,8% m/m). Al contrario l'import è guidato prevalentemente dall'energia (+11,7% m/m), influenzato dal forte rincaro dei prezzi, con incrementi però anche per beni intermedi (+3,4% m/m) e strumentali (+1,1% m/m). In calo invece le importazioni di beni di consumo (-0,6% m/m), penalizzate soprattutto dai durevoli. Rispetto allo scorso anno le esportazioni sono in crescita del 7,4%, mentre le importazioni sono superiori del 19,4%. Su base settoriale solo le esportazioni di mezzi di trasporto, il comparto più penalizzato dalla scarsità di componentistica, risultano in calo tendenziale. Le rilevazioni di ottobre lasciano le importazioni dei beni in rotta per una crescita a ritmi superiori alle esportazioni nel 4° trimestre, ma ciò non implica necessariamente che il canale estero contribuirà negativamente al PIL sul finale d'anno. Sul fronte dei beni l'effetto del forte rincaro dei prezzi energetici sul deflatore dovrebbe deprimere il valore reale delle importazioni, mentre permane un'elevata incertezza relativa alla dinamica dei flussi turistici in entrata, che potrebbero risentire del deterioramento della situazione sanitaria.

### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	nov	10.9	%	10.1
Vendite al dettaglio cumulate a/a	nov	14.94	%	13.70
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	nov	6.1	%	5.4
Produzione industriale a/a	nov	3.5	%	3.6
Vendite al dettaglio a/a	nov	4.9	%	3.9

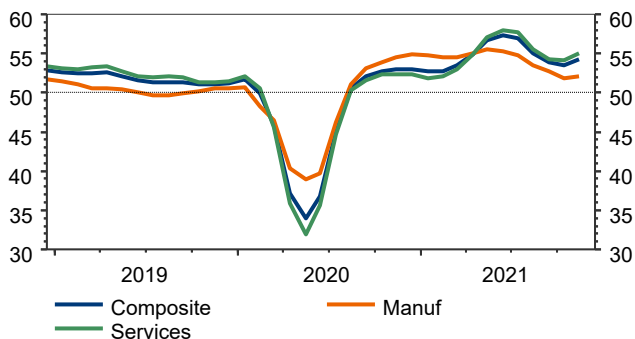
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

I dati cinesi di novembre hanno evidenziato un recupero dell'attività industriale in linea con la normalizzazione della fornitura di energia elettrica, ma un rallentamento di servizi e vendite al dettaglio, la cui dinamica è stata limitata dalle misure di contenimento dei contagi in novembre e continuerà ad esserlo anche in dicembre, visti i nuovi aumenti di casi nella Mongolia Interna e nello Zhejiang. La contrazione degli **investimenti fissi** è proseguita in linea con la debolezza del mercato immobiliare. Gli investimenti fissi nominali sono saliti del 5,2% cum. a/a nei primi 11 mesi dell'anno, meno del consenso (Bloomberg +5,4% a/a), registrando un implicito calo tendenziale del 2,2% a/a in novembre, stabile rispetto ad ottobre. Gli investimenti delle imprese statali sono ulteriormente calati (stima -6,1% a/a in novembre da -1,9% a/a in ottobre), così come quelli delle infrastrutture (-3,6% a/a in novembre da -2,5% a/a in ottobre) e del settore immobiliare (-4,6% a/a in novembre), questi ultimi a un ritmo meno marcato rispetto ad ottobre (-5,5% a/a). Al contrario, gli investimenti del settore privato hanno registrato un'accelerazione a 1,1% a/a dopo il calo dello 0,7% a/a in ottobre. La debolezza del **mercato immobiliare** è confermata da un'ulteriore diminuzione tendenziale dei nuovi cantieri e della superficie venduta nonché dal terzo mese consecutivo di variazione congiunturale negativa dei prezzi degli immobili di nuova costruzione (-0,33% m/m), mentre la situazione è migliorata nel mercato secondario. La dinamica della **produzione industriale** è accelerata da 3,5% a/a in ottobre a 3,8% a/a in novembre grazie al recupero della produzione dell'industria privata e con un aumento dello 0,37% m/m, in linea con il mese precedente (0,39% m/m). Al contrario sono decelerate sia la **produzione dei servizi** (da 3,8% a/a in ottobre a 3,1% a/a in novembre) sia le **vendite al dettaglio** (da 4,9% a/a in ottobre a 3,9% a/a in novembre; consenso Bloomberg 4,7% a/a), limitate dalle misure di contenimento dei contagi che sembrano aver avuto un effetto negativo anche sul mercato del lavoro. Le vendite al dettaglio sono decelerate anche in termini congiunturali, da 0,4% m/m in ottobre a 0,2% in novembre. Il tasso di **disoccupazione** è salito da 4,9% a 5%.



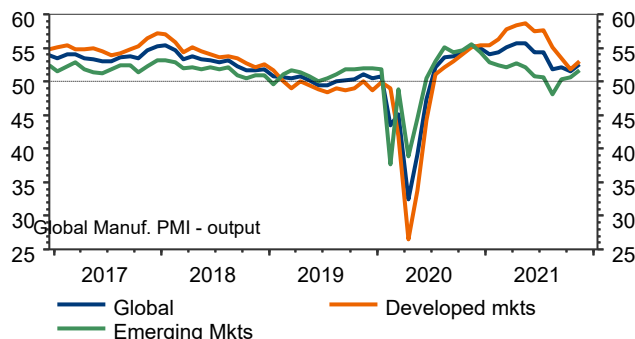
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



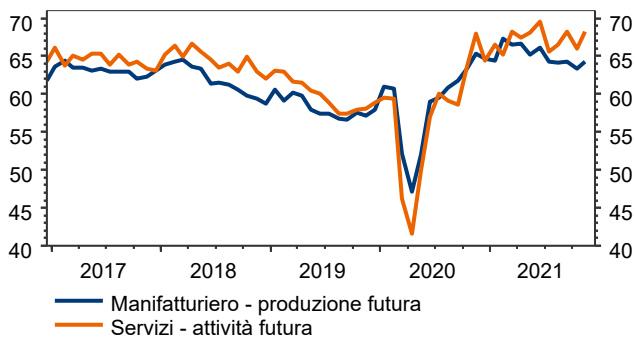
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



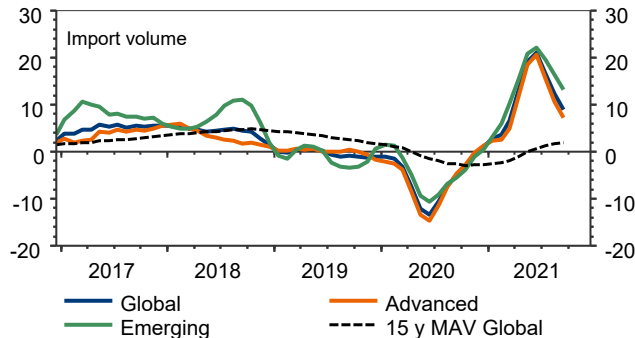
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



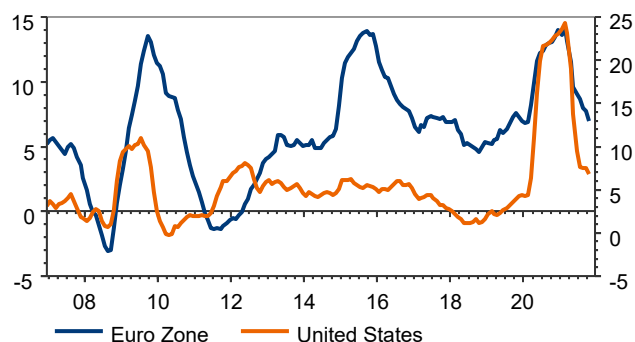
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



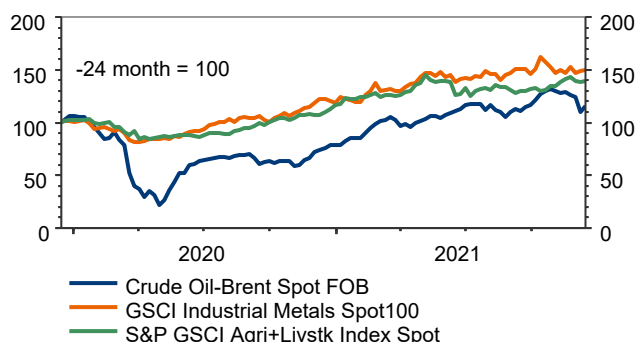
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat e BLS.

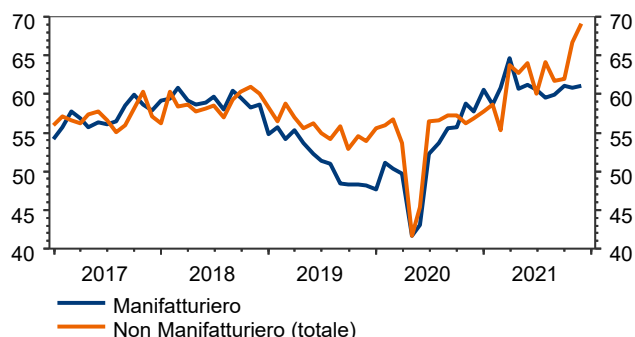
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

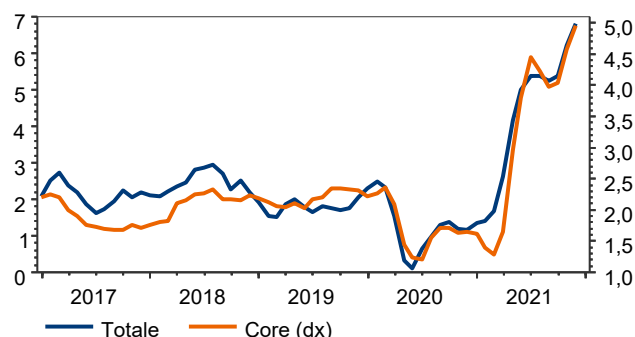
## Stati Uniti

## Indagini ISM



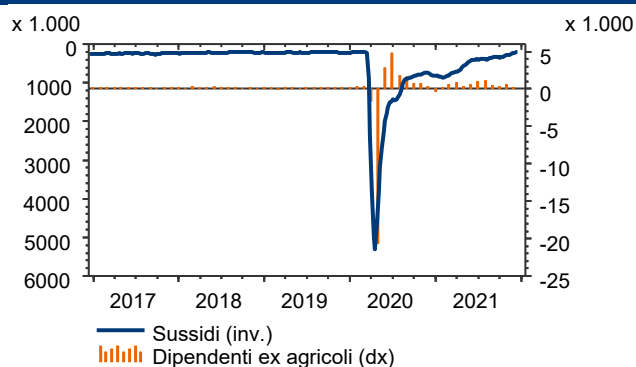
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



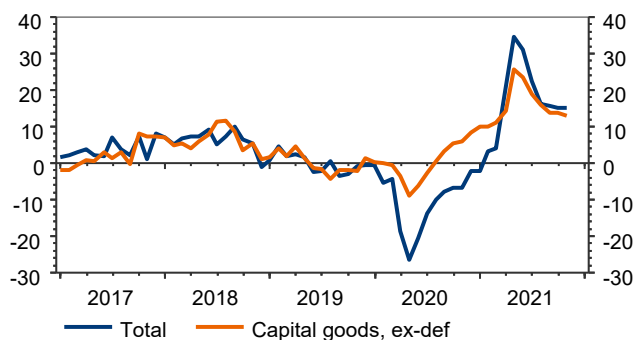
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

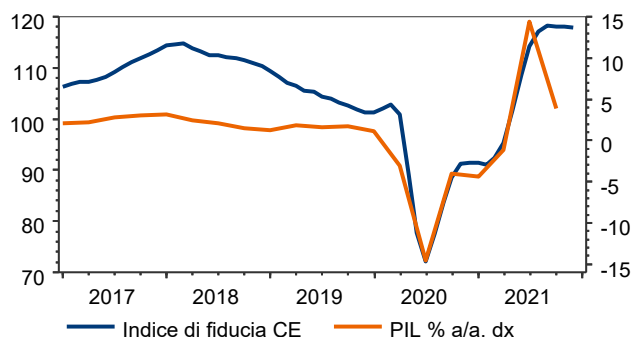
## Previsioni

	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	4.7	4.0	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	6.5	6.0	4.4
Produzione Industriale	-7.2	5.5	3.2	9.6	2.0	1.0	1.6	1.0	0.8	0.3	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.

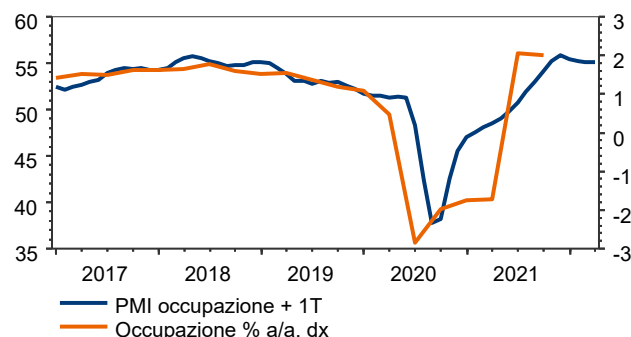
## Area euro

### PIL



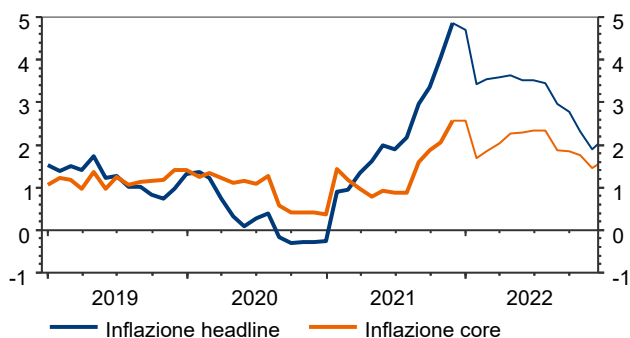
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### 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	3.5
marzo	0.7	1.3	3.6
aprile	0.3	1.6	3.6
maggio	0.1	2.0	3.5
giugno	0.3	1.9	3.5
luglio	0.4	2.2	3.5
agosto	-0.2	3.0	3.0
settembre	-0.3	3.4	2.8
ottobre	-0.3	4.1	2.3
novembre	-0.3	4.9	1.9
dicembre	-0.3	4.7	2.1

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	3.1	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.5	3.5	3.6
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.7	2.8	-6.8	-1.5	3.5	22.4	5.9	1.5	0.6	1.9
Disoccupazione (%)	7.9	7.7	7.5	8.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.4	7.7	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

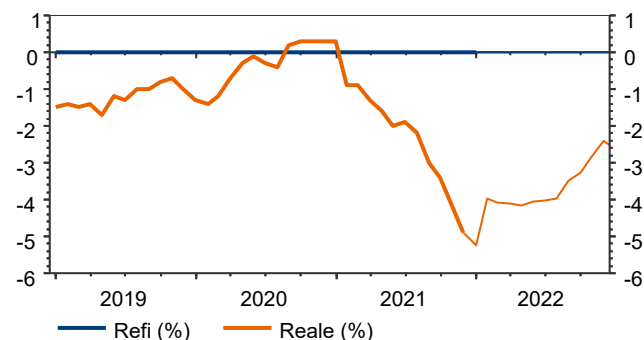
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	mar	giu	set	16/12	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.56	-0.57	-0.56	<b>-0.61</b>	-0.56	-0.53	-0.53	-0.52
Euribor 3m	-0.54	-0.54	-0.55	<b>-0.58</b>	-0.55	-0.53	-0.52	-0.51

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

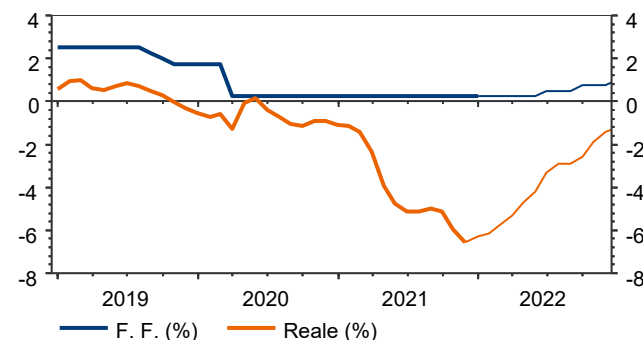


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	16/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.50	0.75
OIS 3m	0.07	0.09	0.08	<b>0.09</b>	0.08	0.09	0.30	0.54

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

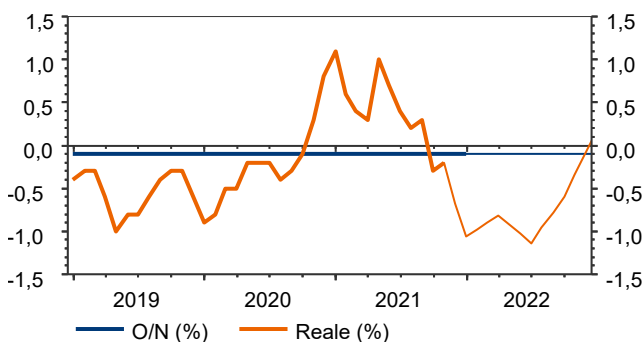


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	16/12	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.08	-0.08	<b>-0.08</b>	-0.04	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

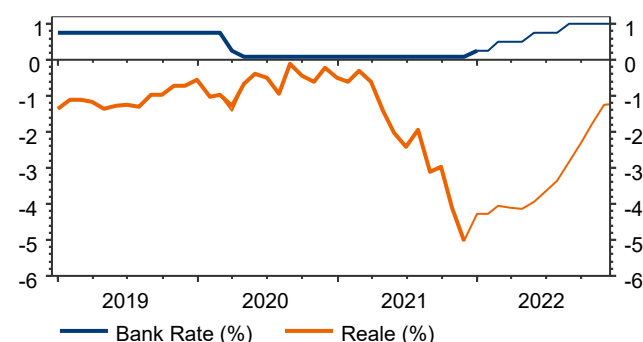


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	16/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.25</b>	0.25	0.50	0.75	1.00
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	<b>0.10</b>	0.40	0.70	0.90	1.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	17/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.22	1.19	1.18	1.13	<b>1.1330</b>	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	110	103	110	110	115	<b>113.55</b>	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.31	1.36	1.40	1.37	1.35	<b>1.3292</b>	1.31	1.37	1.41	1.44	1.48
EUR/CHF	1.09	1.08	1.09	1.09	1.05	<b>1.0400</b>	1.05	1.07	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	122	126	132	130	130	<b>128.66</b>	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.85	0.90	0.86	0.85	0.84	<b>0.8524</b>	0.84	0.82	0.82	0.83	0.83

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------