

Weekly Economic Monitor
Il punto

Lo scenario 2022. La svolta del ciclo di politica monetaria è iniziata e sarà attuata più rapidamente di quanto si ipotizzasse a settembre. Questo rafforza le attese di rallentamento della crescita globale nel biennio 2022-23, riduce lo spazio di manovra per politiche fiscali espansive e prospetta un periodo di maggiore volatilità per i mercati finanziari globali. Lo scenario di calo dell'inflazione dai picchi di fine 2021 resta il più probabile, anche se l'inflazione sottostante dovrebbe salire ancora.

I market mover delle prossime due settimane

Nell'**area euro** l'ultima settimana dell'anno si prospetta povera di spunti rilevanti ad eccezione della stima flash dell'inflazione spagnola di dicembre e del dato sugli aggregati monetari di novembre. La prima settimana del 2022 è decisamente più ricca di informazioni, con le rilevazioni sui prezzi al consumo di dicembre, che dovrebbero riportare una moderazione dell'inflazione nell'Eurozona e in Germania e viceversa una ulteriore salita in Francia. A novembre la produzione industriale dovrebbe essere cresciuta per il secondo mese consecutivo sia in Germania che in Francia. Infine, le indagini della Commissione Europea e le stime finali dei PMI di dicembre dovrebbero segnalare una netta decelerazione del ciclo nei mesi a cavallo d'anno.

Negli **Stati Uniti**, non ci sono dati di rilievo la settimana entrante (l'unica informazione in arrivo sarà il dato preliminare della bilancia commerciale dei beni di novembre, che dovrebbe vedere un ampliamento del deficit dopo il calo record di ottobre). La prima settimana del nuovo anno sarà invece dominata dai dati di dicembre sugli indici ISM (attesi in rallentamento, più nei servizi che nell'industria) e sull'employment report, che dovrebbe evidenziare una riaccelerazione della dinamica occupazionale e un ulteriore calo del tasso dei senza-lavoro.

23 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

PIL reale – proiezioni di crescita (% a/a)

	2019	2020	2021p	2022p	2023p
Stati Uniti	2.3	-3.4	5.6	4.1	2.4
Giappone	-0.2	-4.5	1.7	3.3	1.6
Area Euro	1.6	-6.5	5.1	3.9	2.6
Europa orientale	3.0	-3.1	4.8	4.0	3.3
America Latina	1.3	-6.4	6.5	2.8	2.7
OPEC	-1.5	-5.2	3.3	4.9	4.2
Cina	6.0	2.3	8.0	5.2	5.4
India	4.8	-7.0	8.2	7.0	6.5
Africa	3.9	-1.6	4.3	3.6	3.8
Crescita mondiale	2.8	-3.3	5.8	4.4	3.8

Nota: variazioni calcolate sugli aggregati a prezzi costanti in moneta locale per Stati Uniti, Giappone, area euro, Cina e India; sugli aggregati in dollari e cambi costanti negli altri casi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il punto

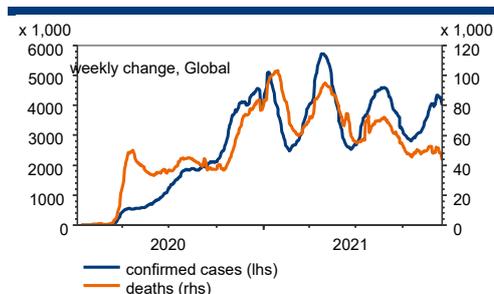
Lo scenario 2022. La svolta del ciclo di politica monetaria è iniziata e sarà attuata più rapidamente di quanto si ipotizzasse a settembre. Questo rafforza le attese di rallentamento della crescita globale nel biennio 2022-23, riduce lo spazio di manovra per politiche fiscali espansive e prospetta un periodo di maggiore volatilità per i mercati finanziari globali. Lo scenario di calo dell'inflazione dai picchi di fine 2021 resta il più probabile, anche se l'inflazione sottostante dovrebbe salire ancora.

Le prospettive dell'economia mondiale sono attualmente molto incerte. Non tanto sul fronte della crescita reale, che pare destinata a rimanere piuttosto robusta anche nel 2022 (4,6%), malgrado la perdurante minaccia della pandemia e un diffuso rallentamento dopo i rimbalzi legati alle riaperture. L'incertezza è legata alla persistenza delle strozzature di offerta e all'emergere di sintomi di eccesso di domanda negli Stati Uniti. Questo sta portando a un cambio di rotta delle politiche monetarie complessivamente più rapido del previsto, con implicazioni di ampia portata anche per i mercati finanziari.

La pandemia di COVID-19 non ha smesso di influenzare l'economia globale, anche se ora ci si preoccupa meno delle conseguenze sulla domanda aggregata e più di quelle sui prezzi. Attualmente, c'è in corso una forte ondata di contagi in Europa, partita in estate ma poi accelerata nei mesi autunnali, alla quale inizia a sovrapporsi l'ondata di contagi connessa alla diffusione della variante Omicron. Nei paesi avanzati, la risposta delle autorità è stata basata finora su un'accelerazione dei richiami vaccinali e sull'adozione di misure cautelative relativamente blande. La nostra ipotesi centrale è che pochi paesi adotteranno restrizioni su larga scala, e che l'impatto sulla domanda interna sarà in generale più limitato rispetto a quanto osservato un anno fa. Le proiezioni di crescita per il trimestre in corso e per il primo trimestre 2022 sono state limiate, in particolare in Europa, ma le revisioni sono contenute. Tuttavia, non vanno escluse nuove ripercussioni sulla logistica internazionale, a causa della strategia di tolleranza zero di alcuni paesi – in particolare la Cina.

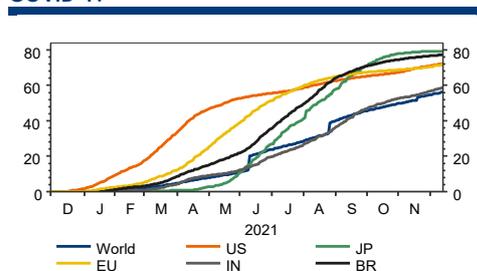
La nuova ondata di contagi non sarà accompagnata da nuove misure di stimolo della domanda

Fig. 1 - COVID-19: nuova ondata pandemica



Fonte: OurWorldInData, OMS, Refinitiv

Fig. 2 - Quota della popolazione vaccinata contro COVID-19



Fonte: Our WorldInData, Refinitiv

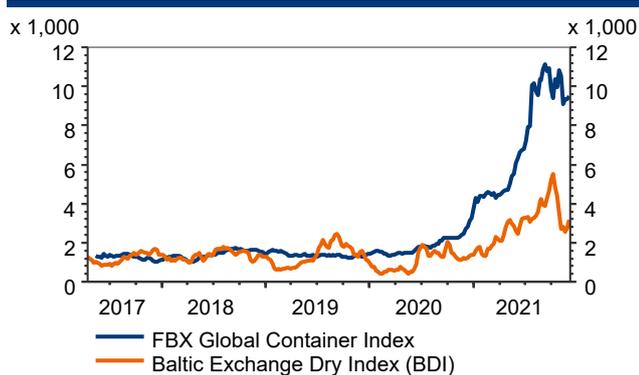
Anche senza nuovi fermi dell'attività portuale legati al contenimento dei focolai di COVID-19, **il sistema della logistica internazionale rimane sotto stress**. I noli sono calati rispetto ai picchi del terzo trimestre, ma i loro livelli restano ben superiori alle medie storiche. Gli indici di congestione dei porti americani, sebbene migliorati, restano su livelli ben oltre i picchi pre-pandemia. A valle, le indagini congiunturali PMI mostrano che i tempi di consegna continuano a crescere in modo diffuso, così come i prezzi dei beni intermedi. I problemi continuano a essere più severi negli Stati Uniti e in Europa che in Asia. Un segnale di possibile miglioramento futuro è dato da un **più diffuso aumento delle scorte di input produttivi** nelle imprese manifatturiere e delle scorte di prodotti finiti dei produttori di beni intermedi. Presi nel loro complesso, questi elementi suggeriscono che la situazione potrebbe forse migliorare nel corso del 2022, a maggior ragione se la crescita della domanda rallenterà, ma che non si possono escludere battute di arresto connesse a focolai pandemici o altri eventi sfavorevoli, e che una piena normalizzazione non è dietro l'angolo.

I problemi delle filiere produttive internazionali persisteranno anche nel 2022, anche se c'è qualche primo segnale di miglioramento

L'implicazione principale di quanto detto è che le strozzature di offerta resteranno un tema importante, con ulteriori ripercussioni sull'andamento dei prezzi: la persistenza crea effetti indistinguibili da quelli di un eccesso di domanda, rendendo più probabile che molto del ribilanciamento passi attraverso maggiori rincari dei prezzi finali. Le nostre proiezioni di inflazione includono perciò un' **accelerazione delle misure core**, al netto della volatilità connessa agli effetti base. **Al contrario, l'inflazione generale dovrebbe aver segnato i massimi proprio a fine 2021**, e nel 2022 calerà nettamente grazie alla riduzione del contributo dell'energia alla variazione tendenziale.

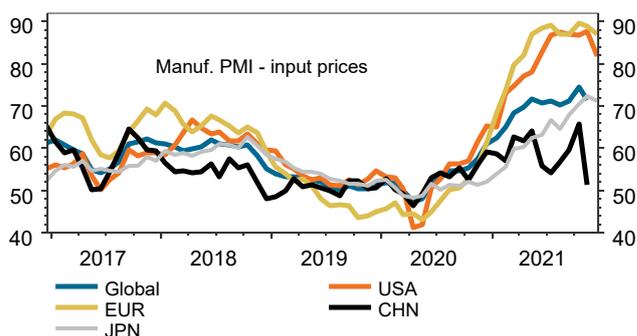
Nel 2022, l'inflazione calerà. Però l'inflazione sottostante potrebbe salire ancora

Fig. 3 - Noli marittimi in calo, ma su livelli ancora elevati



Fonte: Freightos, Refinitiv

Fig. 4 - Le tensioni sui costi dei beni intermedi restano su livelli record



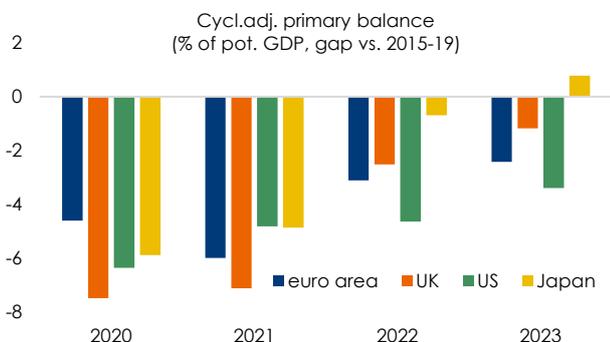
Fonte: IHS Markit

C'è chi paventa una ripetizione della "grande inflazione" degli anni Settanta del secolo scorso, quando una fase di forti aumenti salariali, shock sulle materie prime, politiche fiscali espansive e politica monetaria accomodante portò a un periodo di inflazione elevata e persistente. Effettivamente, **ci sono delle similitudini** fra quanto avvenne allora e l'esperienza attuale:

Ci sono punti di contatto con la "grande inflazione" di 50 anni fa, tra i quali la cooperazione tra politica monetaria e fiscale

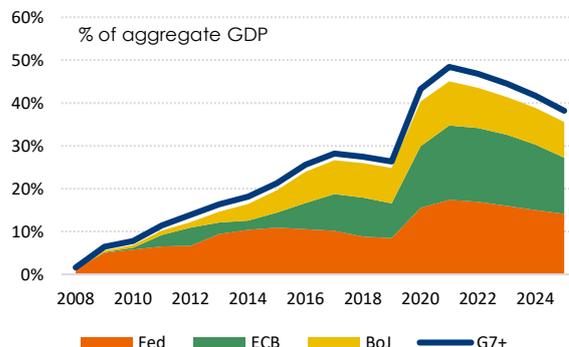
- il primo è fra l'intensa **cooperazione di politica monetaria e politica fiscale** durante la crisi pandemica e la relazione fra banche centrali e governi di cinquanta anni fa. All'epoca, la Federal Reserve adottava deliberatamente un orientamento accomodante nella gestione della politica monetaria, assumendo come vincolo le necessità di finanziamento del Tesoro e la domanda di attività liquide del settore privato, anche quando si manifestavano segnali di eccesso di domanda. La subordinazione della politica monetaria alle esigenze di finanziamento del governo era comune fra i paesi avanzati. Venendo a oggi, se la forte espansione fiscale assistita da espansione monetaria nel 2020 era necessaria per evitare una catastrofe sociale, è più controverso che espansione fiscale e cooperazione della politica monetaria siano ancora opportuni ora che la ripresa è così avanzata. Le proiezioni sui deficit pubblici (Fig. 5) dicono che nel 2022 l'orientamento delle politiche fiscali sarà ancora accomodante, malgrado i segnali che l'offerta fatica ad adeguarsi alla crescita della domanda. In percentuale del PIL potenziale, il deficit primario corretto per i fattori ciclici dovrebbe superare il livello medio 2015-19 di 4,7 punti negli Stati Uniti, e di 3,1 punti nell'area euro;
- un altro punto di contatto è la **convivenza di politiche economiche di stimolo con shock di offerta esogeni** (allora petrolio; oggi: petrolio, gas naturale e trasporti internazionali). Nel 2022 ci attendiamo prezzi medi del petrolio di poco inferiori a quelli del 2021, ma decisamente più alti rispetto alla media 2015-19. Permane il rischio di nuove tensioni, in particolare sul gas naturale: l'intreccio fra bassi livelli degli stoccaggi e tensioni nei rapporti fra Russia, Unione Europea e Stati Uniti rappresenta una minaccia per la stabilità dei prezzi.

Fig. 5 – Le politiche fiscali resteranno molto espansive, soprattutto negli Stati Uniti



Fonte: IMF, Fiscal Monitor, October 2021

Fig. 6 – Dal 2022, il bilancio delle banche centrali inizierà a ridursi in rapporto al PIL

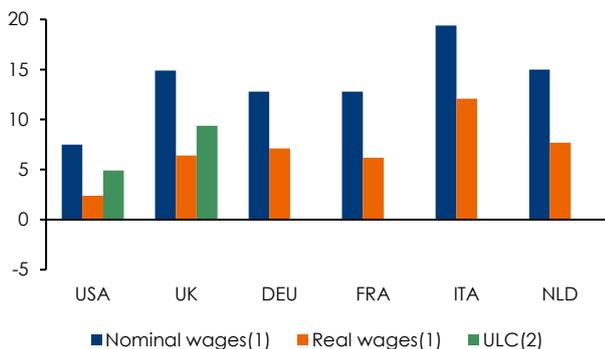


Nota: G7+= Eurozona, Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Canada. Dati in % del PIL aggregato; conversione in dollari a cambi correnti
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le similitudini appena ricordate non devono però farci dimenticare le **notevoli differenze**. In primo luogo, in Europa la "grande inflazione" di mezzo secolo fa era stata preceduta e accompagnata da **violenti e persistenti aumenti dei salari** (v. Fig. 7), in un contesto di politicizzazione delle vertenze sindacali ed elevata conflittualità sociale. L'andamento della produttività non bastò a compensare tali dinamiche, e il costo del lavoro per unità di prodotto crebbe vigorosamente. Inoltre, diversi paesi adottarono meccanismi di **indicizzazione automatica dei salari**, che negli anni seguenti fecero da volano per l'inflazione di prezzi e salari. L'assetto istituzionale e politico odierno è molto diverso. Indubbiamente, ci sono segnali di accelerazione dei salari nelle economie ove il mercato occupazionale è più teso, e la veloce ripresa della domanda di lavoro dopo la pandemia ha portato a un'accelerazione dei processi di trasferimento da un'occupazione all'altra, normalmente associati a una maggiore crescita retributiva. Però l'intensità degli incrementi è modesta rispetto a quanto si osservò prima della "grande inflazione", come mostrano le figure 7 e 8: ci attendiamo aumenti dei salari nominali non superiori al 5% in media annua, che sarebbero associati a incrementi del costo unitario del lavoro circa uguali.

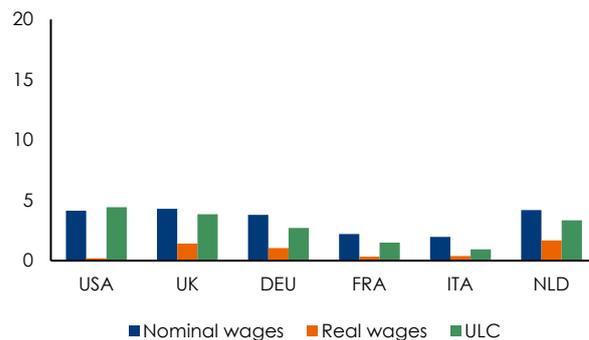
Tuttavia, la Grande Inflazione era stata preceduta e accompagnata da forti aumenti salariali, che fanno impallidire quelli odierni...

Fig. 7 - Incrementi di salari nominali, reali e CLUP: media annua 1969-73...



Fonti: (1) R. Flanagan, D. Soskice, L. Ulman: "Wage problems since the mid-60s", in Unionism, Economic Stabilization and Incomes policies: European experience, The Brookings Institution 1983; (2) OECD, Main Economic Indicators

Fig. 8 - ...e 2020-23 in alcuni paesi avanzati



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo

In secondo luogo, **attualmente le banche centrali hanno come obiettivo primario la stabilità dei prezzi** e la cooperazione con la politica fiscale è possibile soltanto nella misura in cui non pregiudica tale obiettivo. Le recenti modifiche alle strategie di politica monetaria, ideate

...e le banche centrali non avevano come obiettivo primario la stabilità dei prezzi

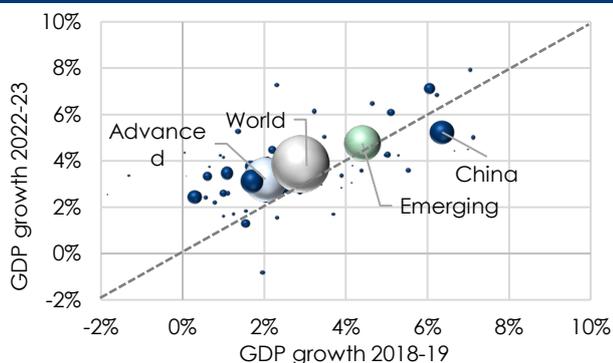
quando la priorità era riportare le attese di inflazione in linea con gli obiettivi, non hanno pregiudicato la priorità dell'obiettivo di stabilità dei prezzi.

La prospettiva di chiusura dei programmi di acquisto (già avviata negli Stati Uniti, presto anche nell'Eurozona) potrebbe frenare la domanda in tre modi, anche prima del rialzo dei tassi ufficiali: primo, obbligherebbe i governi ad accelerare il ribilanciamento dei conti, non potendo più contare sull'assorbimento dell'offerta di titoli di stato da parte della banca centrale; secondo, aumenterebbe l'effetto di spiazzamento dei deficit pubblici, frenando anche la domanda privata sensibile ai tassi di interesse a medio e lungo termine; terzo, ridurrebbe la domanda di attività finanziarie rischiose da parte degli investitori, riducendo la disponibilità di credito in senso lato. In rapporto al PIL, il bilancio delle banche centrali delle maggiori economie avanzate dovrebbe ridursi già nel 2022 (Fig. 6). I primi rialzi dei tassi ufficiali fra le grandi economie avanzate si sono già osservati nel Regno Unito, e nel primo semestre 2022 saranno attuati anche in Canada e Stati Uniti; nell'Eurozona, ci attendiamo il primo rialzo nel secondo semestre 2023. Il rischio è che la reazione di politica monetaria avvenga prima o, dove è già avviata, sia inizialmente più rapida di quanto oggi previsto. In parallelo, dovrebbero essere attivate anche le leve macroprudenziali.

In conclusione, ci sono tre implicazioni da sottolineare. Primo, le politiche monetarie agiscono sull'inflazione attraverso la domanda aggregata, non attraverso miracolosi legami diretti tra aggregati monetari e prezzi. Quindi, bisogna attendersi che la mobilitazione delle banche centrali contro l'inflazione porti a un **più marcato rallentamento della crescita reale nel 2023**. La crescita media annua nel biennio 2022-23 è prevista ancora su livelli superiori a quelli del biennio pre-pandemia (v. Fig. 9), ma non in Cina, e si prevede comunque una crescita del PIL nel 2023 inferiore al 2022. In secondo luogo, la svolta della politica monetaria statunitense eserciterà la sua influenza anche sui paesi emergenti, innanzi tutto attraverso i movimenti di capitale. A tale proposito, c'è già evidenza di un **rallentamento dei flussi di capitale verso i paesi emergenti**, dopo la ripresa di fine 2020 (Fig. 10), e **sono aumentati gli episodi di tensioni valutarie** (come in Turchia). Infine, l'incertezza connessa a questa fase di passaggio e l'asincronia nell'azione delle banche centrali potrebbero condurre nei prossimi mesi a una maggiore volatilità dei mercati finanziari.

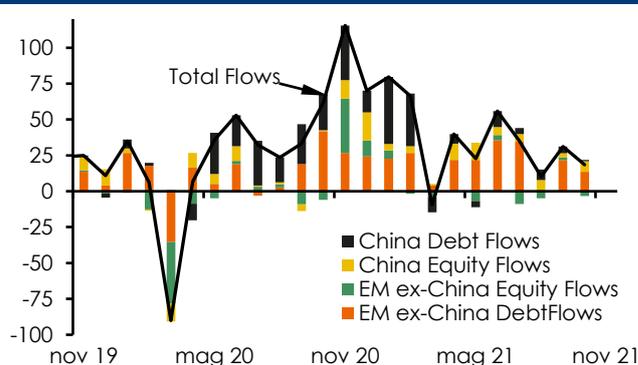
Per maggiori dettagli sulle previsioni 2022, vi invitiamo a consultare il rapporto [Scenario macroeconomico](#), pubblicato il 22 dicembre.

Fig. 9 – La crescita reale nel biennio 2022-23 sarà mediamente più alta rispetto al biennio pre-pandemia, ma comunque in netto rallentamento



Nota: crescita media annua calcolata sul PIL in dollari e cambi costanti.
Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo e Oxford Economics

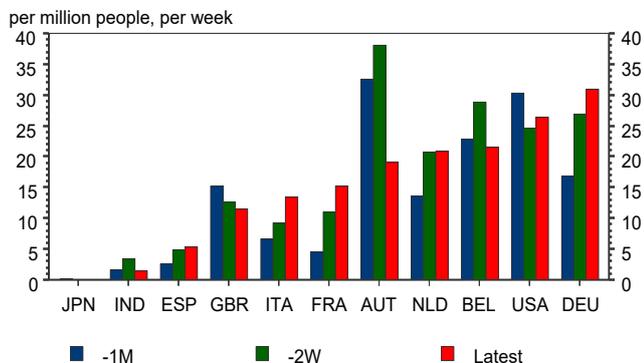
Fig. 10 – Rallentano i flussi di portafoglio verso i Paesi emergenti (dati in miliardi di USD)



Fonte: IIF, Capital Flows Tracker

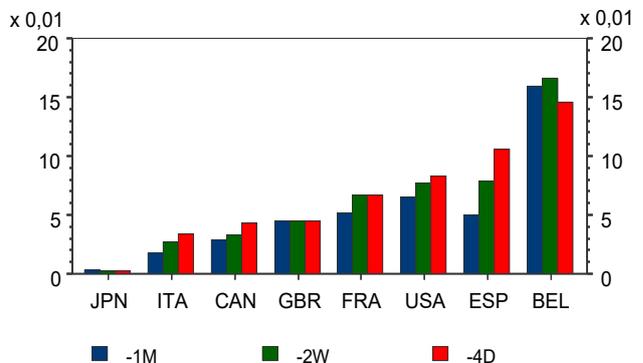
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



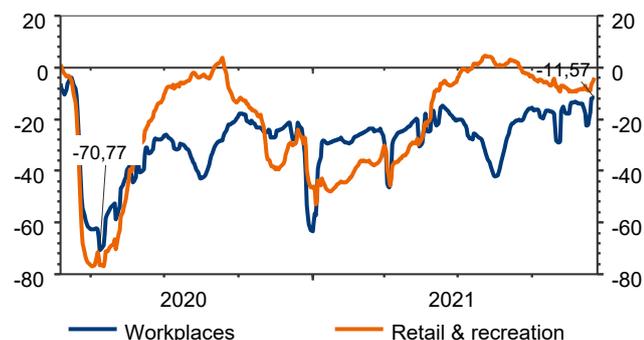
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



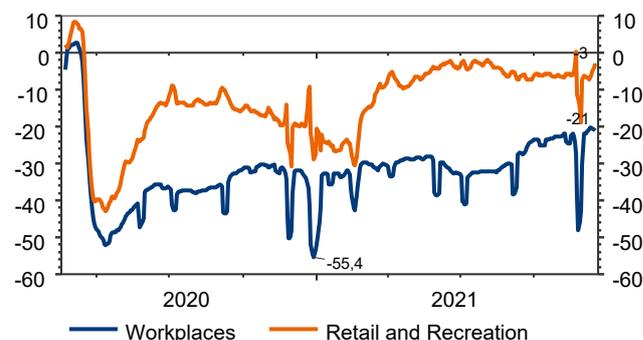
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



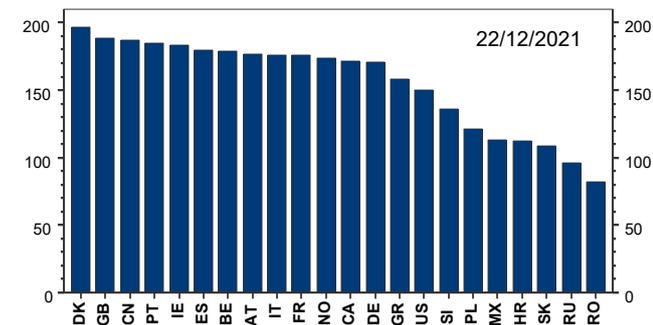
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



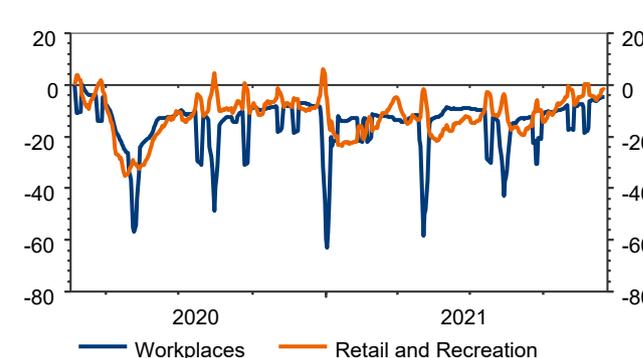
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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 delle prossime due settimane

Nell'**area euro** l'ultima settimana dell'anno si prospetta povera di spunti rilevanti ad eccezione della stima flash dell'inflazione spagnola di dicembre e del dato sugli aggregati monetari di novembre. La prima settimana del 2022 è decisamente più ricca di informazioni, con le rilevazioni sui prezzi al consumo di dicembre, che dovrebbero riportare una moderazione dell'inflazione nell'Eurozona e in Germania e viceversa una ulteriore salita in Francia. A novembre la produzione industriale dovrebbe essere cresciuta per il secondo mese consecutivo sia in Germania che in Francia. Infine, le indagini della Commissione Europea e le stime finali dei PMI di dicembre dovrebbero segnalare una netta decelerazione del ciclo nei mesi a cavallo d'anno.

Negli **Stati Uniti**, non ci sono dati di rilievo la settimana entrante (l'unica informazione in arrivo sarà il dato preliminare della bilancia commerciale dei beni di novembre, che dovrebbe vedere un ampliamento del deficit dopo il calo record di ottobre). La prima settimana del nuovo anno sarà invece dominata dai dati di dicembre sugli indici ISM (attesi in rallentamento, più nei servizi che nell'industria) e sull'employment report, che dovrebbe evidenziare una riaccelerazione della dinamica occupazionale e un ulteriore calo del tasso dei senza-lavoro.

Mercoledì 29 dicembre

Area euro

■ **Area euro.** A novembre la crescita di **M3** dovrebbe rallentare di un decimo a 7,6% a/a. Nei prossimi mesi il contributo derivante dal flusso di acquisti di titoli di debito pubblico da parte dell'Eurosistema dovrebbe progressivamente ridimensionarsi, dopo aver sostenuto l'espansione dell'aggregato monetario durante la pandemia. La dinamica dei crediti ai privati dovrebbe invece rimanere solida.

Stati Uniti

■ Il deficit della **bilancia commerciale dei beni** (prel.) a novembre dovrebbe registrare un ampliamento, a -87 mld da -82,9 mld, dopo la riduzione record di ottobre che aveva visto un boom di esportazioni a fronte di importazioni in crescita modesta. Il balzo dell'export di ottobre era stato spinto dalla riapertura dei flussi commerciali dopo il blocco di settembre dovuto agli uragani. Il canale estero nel 4° trimestre dovrebbe dare un contributo positivo al PIL vicino al mezzo punto percentuale.

Giovedì 30 dicembre

Area euro

■ **Spagna.** Le stime flash degli indici dei prezzi al consumo di dicembre dovrebbero riportare una crescita dei listini di 0,2% m/m sull'indice nazionale e di 0,1% m/m su quello armonizzato. L'**inflazione** dovrebbe quindi stabilizzarsi al 5,5% a/a su entrambe le misure.

Lunedì 3 gennaio

Area euro

■ **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI manifatturieri** di dicembre dovrebbero confermare la correzione a 58 registrata dalla lettura flash (da 58,4 a novembre). Le stime preliminari erano coerenti con un calo degli indici anche nei paesi della periferia: in **Italia** vediamo una flessione del PMI manifatturiero a 61,9 da 62,8 precedente.

Stati Uniti

■ L'indice **ISM manifatturiero** di dicembre è previsto in modesto ritracciamento a 60,3 da 61,1 di novembre, con indicazioni di continua espansione dell'attività e qualche segnale di stabilizzazione delle misure di eccesso di domanda e di rialzo dei prezzi.

Martedì 4 gennaio

Area euro

- **Francia.** Stimiamo una crescita dei prezzi al consumo di 0,5% m/m a dicembre sia su base nazionale che armonizzata. L'**inflazione** armonizzata dovrebbe quindi salire al 3,7% a/a dal 3,4% registrato nel mese precedente, mentre quella calcolata sull'indice nazionale è attesa al 3,1% a/a dal 2,8% di novembre. Il dato di dicembre dovrebbe rappresentare un picco: vediamo un progressivo calo nel corso del 2022.

Mercoledì 5 gennaio

Area euro

- **Area euro.** Alla luce dei recenti sviluppi sanitari non escludiamo che le letture finali dei **PMI dei servizi** di dicembre possano subire delle revisioni verso il basso, come peraltro era già avvenuto a novembre. In Germania l'indice potrebbe essere limato a 48 da 48,4 mentre in Francia ci attendiamo una correzione a 56,8 da 57,1. L'indice relativo al complesso dell'Eurozona dovrebbe quindi scendere a 53 da 53,3 preliminare che porterebbe il PMI composito a 53,2 da 53,4 precedente. In **Italia**, dove la situazione sanitaria appare meno preoccupante rispetto ad altri Paesi, stimiamo un calo del PMI dei servizi a 54 da 55,9 precedente e di quello composito a 55,2 da 57,6 di ottobre.

Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** a dicembre è prevista dal consenso a 500 mila, da 534 mila di novembre.
- L'**ISM non manifatturiero** a dicembre dovrebbe essere in calo a 66,5 da 69,1 di novembre, sulla scia della diffusione della variante Omicron e dell'imposizione di restrizioni nei servizi, anche se concentrate solo in alcuni Stati. Prevediamo però che non ci siano effetti significativi per l'attività.

Giovedì 6 gennaio

Area euro

- **Germania.** A dicembre stimiamo una crescita dei prezzi al consumo di 0,3% m/m sul paniere nazionale e di 0,4% m/m su quello armonizzato. L'**inflazione** dovrebbe mostrare una moderazione, dopo che a novembre è stato toccato un massimo dagli anni '90. Stimiamo un calo a 5% a/a da un precedente 5,2% sulla misura nazionale, e a 5,8% a/a da 6% per quella armonizzata. La diminuzione della dinamica dei prezzi dovrebbe essere più accentuata da gennaio, quando verrà meno l'effetto-base legato all'IVA. Il percorso dell'inflazione nel corso del 2022 dovrebbe essere discendente, ma il CPI potrebbe rimanere sopra il 3% per gran parte dell'anno.

Venerdì 7 gennaio

Area euro

- **Area euro.** In base alla stima flash, a dicembre i prezzi al consumo potrebbero essere cresciuti di 0,2% m/m sull'indice *headline* e di 0,3% m/m per l'aggregato al netto delle più volatili componenti energia e alimentari freschi. L'**inflazione headline** dovrebbe quindi rallentare al 4,7% a/a, dopo il massimo pluriennale di 4,9% toccato a novembre. La misura core BCE è attesa correggere di un decimo al 2,5% a/a. Nel corso del 2022 il trend per l'inflazione dovrebbe risultare discendente, ma difficilmente si assisterà ad un ritorno stabile sotto la soglia del 2% prima del 2023. Stimiamo un'inflazione media al 3,1% nel 2022, dal 2,6% stimato per il 2021.
- **Area euro.** Le indagini della Commissione Europea di dicembre dovrebbero riportare un quadro di marcata decelerazione della ripresa a cavallo d'anno. Il peggioramento della situazione sanitaria peserà sui settori più esposti al rischio COVID come servizi e commercio al

dettaglio, mentre l'industria potrebbe mostrare una maggiore tenuta grazie ai recenti segnali di allentamento delle strozzature all'offerta. La fiducia delle imprese industriali dovrebbe attestarsi a 13,6 da 14,1 precedente, mentre il morale nei servizi potrebbe calare a 14,1 da 18,4; la stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare la correzione a -8,3 da -6,8 di ottobre. Vediamo quindi un calo dell'indice composito **ESI** a 116 da 117,5 precedente. In un contesto in cui le misure di contenimento adottate dai vari Governi variano da Paese a Paese, le indagini della Commissione Europea, grazie alla maggiore copertura geografica, dovrebbero offrire un quadro congiunturale più preciso rispetto ai PMI.

- **Germania.** Riteniamo che la **produzione industriale** sia cresciuta anche a novembre. I dati sul traffico di mezzi pesanti e sulla produzione di auto sono infatti coerenti con un nuovo progresso dell'attività manifatturiera, anche se è probabile che le strozzature all'offerta, che al momento hanno mostrato dei modesti segni di ridimensionamento, siano rimasti vincolanti per la produzione. Stimiamo una crescita di 0,8% m/m dopo il 2,8% m/m di ottobre. In termini tendenziali l'output dovrebbe comunque restare in territorio negativo, a -1% da -0,6%. L'industria potrebbe tornare a contribuire al valore aggiunto, ma non in misura tale da impedire all'economia tedesca di risultare sostanzialmente stagnante nel 4° trimestre, colpita dall'impatto del peggioramento della situazione sanitaria sull'attività nel terziario.
- **Francia.** La **produzione industriale** è vista in crescita di 0,3% m/m a novembre dopo il rimbalzo di 0,9% m/m registrato a ottobre, in linea con le indicazioni positive emerse dalle indagini PMI e della Banque de France. La variazione tendenziale dovrebbe tornare in territorio positivo, a +0,2% da un precedente -0,5%. L'industria potrebbe fornire un apporto positivo alla crescita del PIL nel 4° trimestre.
- **Francia.** Le **spese per consumi** dovrebbero essere tornate a crescere a novembre dopo la flessione registrata nel mese precedente. I più recenti dati relativi alle vendite nei supermercati e alle immatricolazioni di auto sono coerenti con una crescita di +1,0% m/m da -0,4% m/m precedente.

Stati Uniti

- L'**employment report** di dicembre dovrebbe mostrare una riaccelerazione della dinamica delle assunzioni dopo il rallentamento del mese precedente. Gli occupati nel settore non agricolo sono attesi in crescita di 470 mila unità dopo le 210 mila di novembre. Il tasso di disoccupazione dovrebbe proseguire sul trend di calo ed è visto in diminuzione di un decimo al 4,1% (si tratterebbe di un nuovo minimo dallo scoppio della pandemia). I salari orari dovrebbero mantenersi sul trend in rialzo, con una variazione di 0,4% m/m, mentre la tendenza annua dovrebbe rallentare a 4,2% da 4,8%. Le informazioni contrastanti viste negli ultimi mesi rendono difficile la valutazione dello stato del mercato del lavoro; tuttavia, riteniamo improbabile che nei prossimi mesi, con il peggioramento del quadro pandemico, possano esserci ulteriori aumenti significativi della forza lavoro, e prevediamo che il mercato del lavoro americano continui ad essere caratterizzato da eccesso di domanda rispetto all'offerta.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (27-31 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	27/12	GIA	Vendite al dettaglio a/a		nov	0.9	%		
Mar	28/12	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		nov	2.7	%	
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		nov	1.2		
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		nov	1.8	%	
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ott	19.1	%	18.5
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ott	0.9	%	
Mer	29/12	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	nov	7.7	%	7.6
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		nov	-82.9	Mld \$	-87.0
Gio	30/12	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		dic	5.5	%	5.7
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln	
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	dic	61.8		62.0
Ven	31/12	02:00	CN	PMI non manifatturiero - NBS		dic	52.3		
		02:00	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	dic	50.1		
		02:00	CN	PMI composito - Caixin		dic	52.2		

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 (27-31 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	27/12	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di dicembre

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (3-8 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 3/1	09:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	nov	9.4	%	9.4
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	dic	62.8		61.9
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		dic	prel 54.9		54.9
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	dic	prel 57.9		57.9
	10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T3	7.6	%	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	dic	prel 58.0		58.0
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		nov	3.7	%	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		dic	57.8		
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		nov	0.2	%	0.5
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	dic	61.1		60.5
Mar 4/1	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		dic	prel 54.2		
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	dic	49.9		
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	nov	-0.3	%	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		nov	-2.9	%	
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	dic	3.4	%	3.4
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	dic	-34	x1000	-15
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		dic	5.3	%	
	10:30	GB	Credito al consumo		nov	0.706	Mld £	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	dic	57.6		57.6
	Mer 5/1	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		dic	39.2	
08:45		FRA	Fiducia consumatori		dic	99		
09:45		ITA	PMI servizi	*	dic	55.9		54.0
09:50		FRA	PMI servizi finale		dic	prel 57.1		56.8
09:55		GER	PMI servizi finale	*	dic	prel 48.4		48.0
10:00		EUR	PMI composito finale	*	dic	prel 53.4		53.2
10:00		EUR	PMI servizi finale	*	dic	prel 53.3		53.0
14:15		USA	Nuovi occupati: stima ADP		dic	534	x1000	500
15:45		USA	Markit PMI Composito finale		dic	56.9		
15:45		USA	Markit PMI Servizi finale		dic	57.5		
16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	dic	69.1		66.9	
Gio 6/1	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	dic	52.1		
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	nov	-6.9	%	2.0
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	dic	53.2		53.2
	11:00	EUR	PPI a/a		nov	21.9	%	
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	dic	6.0	%	5.5
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	dic	0.3	%	0.1
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	dic	5.2	%	5.1
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	dic	-0.2	%	0.3
	14:30	USA	Bilancia commerciale		nov	-67.1	Mld \$	-68.5
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		nov	1.0	%	1.5
16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	nov	-0.4	%		
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	nov	0.5	%		
Ven 7/1	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	nov	-0.6	%	
	04:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	dic	31.7	%	
	04:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	dic	71.7	Mld \$	
	04:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	dic	22.0	%	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	nov	2.8	%	1.0
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		nov	12.5	Mld €	
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	nov	-0.4	%	1.0
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	nov	0.9	%	0.3
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	dic	117.5		116.5
	11:00	EUR	Fiducia servizi		dic	18.4		14.1
11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		dic	prel -8.3		-8.3	
11:00	EUR	Fiducia industria		dic	14.1		13.6	
11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	dic	4.9	%	4.7	
11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	dic	2.6	%	2.5	
11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		nov	0.2	%	-0.4	
14:30	USA	Salari orari m/m		dic	0.3	%	0.4	
14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	dic	4.2	%	4.1	
14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	dic	210	x1000	450	
Sab 8/1	00:00	CN	Riserve in valuta estera		dic	3.222	1000Mld \$	

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 (3-7 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mer 5/1	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio 6/1	19:15	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Ven 7/1	16:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
	18:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
	18:15	USA	Discorso di Bostic (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Indice anticipatore m/m	nov	0.9		%	0.9	1.1
Saldo partite correnti	T3	-198.3	(-190.3)	Mld \$	-205.0	-214.8
PIL t/t ann. finale	T3	2.1		%	2.1	2.3
Deflatore consumi core t/t finale	T3	4.5		%	4.5	4.6
PIL, deflatore t/t ann. finale	T3	5.9		%	5.9	5.9
Vendite di case esistenti (mln ann.)	nov	6.34		Mln	6.52	6.46
Fiducia consumatori (CB)	dic	111.9	(109.5)		110.8	115.8
Richieste di sussidio	settim	206		x1000	205	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.845		Mln	1.820	
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	nov	-0.4		%	1.6	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	nov	0.5		%	0.6	
Deflatore consumi (core) a/a	nov	4.1		%	4.5	
Deflatore consumi a/a	nov	5.0		%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	nov	1.3		%	0.6	
Redditi delle famiglie m/m	nov	0.5		%	0.4	
Deflatore consumi (core) m/m	nov	0.4		%	0.4	
Vendite di nuove case (mln ann.)	nov	0.745		Mln	0.770	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	dic	70.4			70.4	

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

Le **vendite di case esistenti** a novembre hanno registrato un rialzo di 1,9% m/m, sui massimi da gennaio, con un calo delle scorte di case invendute e segnali di continuo aumento dei prezzi.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a dicembre ha segnato un incremento dopo molti mesi di flessioni, grazie a un modesto miglioramento dei timori legati all'inflazione e alla variante Omicron.

La stima finale del **PIL del 3° trimestre** è stata rivista verso l'alto a 2,3% t/t ann. da 2,1% t/t ann. delle stime precedenti.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	nov	0.1		%	0.4
CPI (naz.) a/a	nov	0.1		%	

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

Area euro

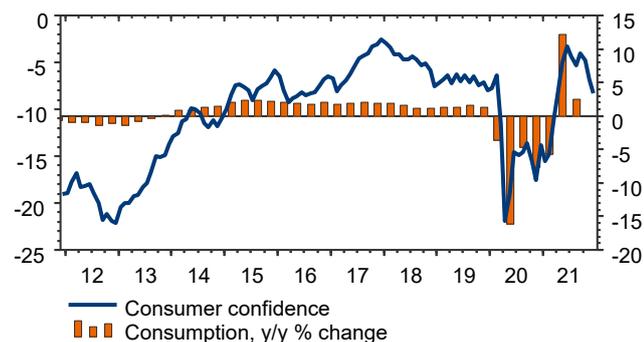
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	dic	4.2			
EUR	Fiducia consumatori flash	dic	-6.8		-8.0	-8.3
GER	Fiducia consumatori	gen	-1.8	(-1.6)		-2.7
GER	Prezzi import a/a	nov	21.7		%	22.3
ITA	PPI a/a	nov	20.4		%	22.1
ITA	PPI m/m	nov	7.1		%	1.2
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	nov	3.59	Mld €		4.21
ITA	Fiducia consumatori	dic	117.5		116.2	117.7
ITA	Indice di fiducia delle imprese	dic	115.9	(116.0)		115.3
SPA	PIL t/t finale	T3	2.0		%	2.0

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

Area euro. La **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea a dicembre è calata a -8,3 da -6,8 precedente. La terza correzione consecutiva porta l'indice sui minimi dallo scorso marzo, al di sotto dei livelli pre-COVID e solo moderatamente al di sopra alla media di lungo periodo. Vediamo una marcata frenata dei consumi privati nei mesi a cavallo d'anno, intorno allo 0,5%

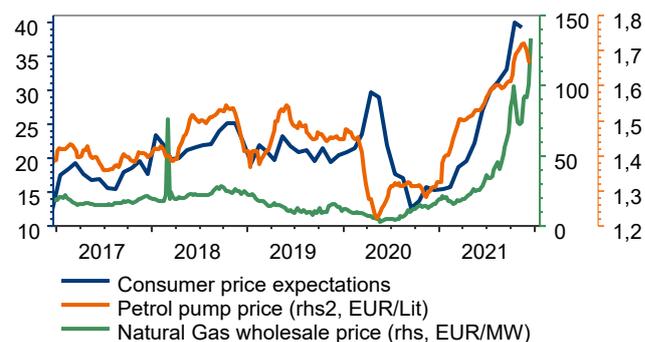
t/t. Le spese nei servizi più *contact-intensive* e nel commercio al dettaglio dovrebbero essere penalizzate dal deterioramento della situazione sanitaria e dalla reintroduzione di misure restrittive, mentre il forte rincaro dei prezzi energetici potrebbe limitare la propensione al consumo dei nuclei familiari anche nei comparti meno esposti al rischio sanitario. Alla luce dell'elevata incertezza sullo scenario di breve termine i rischi sulle nostre previsioni sono rivolti verso il basso.

Fiducia dei consumatori in calo anche a dicembre, vediamo una frenata delle spese private a cavallo d'anno...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

... penalizzati anche dal rincaro dell'energia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Italia. A dicembre, la fiducia dei consumatori è salita a sorpresa, sia pur marginalmente, mentre il morale delle imprese è calato, soprattutto nei servizi.

La fiducia delle famiglie è salita a 117,7 da 117,5 precedente, grazie a un maggiore ottimismo in merito alla situazione economica personale e alle condizioni correnti, mentre le indicazioni sul clima economico generale, e le aspettative per il futuro, sono calate. I consumatori si mostrano più fiduciosi sulla situazione attuale del Paese, sul bilancio familiare e sulle opportunità attuali di acquisto di beni durevoli, ma sono meno ottimisti circa le prospettive economiche dell'Italia e le opportunità sia attuali che future di risparmio. Inoltre, **l'inflazione percepita dai consumatori è salita ulteriormente, a un nuovo massimo**, e quella attesa per i prossimi 12 mesi è calata solo marginalmente. Infine, i timori sulla disoccupazione sono tornati ad aumentare, sia pure moderatamente, dopo quattro mesi di calo.

Viceversa, **l'indice composito di fiducia delle imprese è diminuito a 113,1 da 114,8 di novembre** (rivisto da 115 della prima stima). È un minimo dallo scorso giugno. **Il calo è dovuto ai servizi** (110,2 da 111,3; terzo calo consecutivo, che porta l'indice ai minimi da 6 mesi) e, in minor misura, al manifatturiero, mentre **il morale delle aziende è migliorato nel commercio al dettaglio** (a 107,4 da 106,8) **ed è tornato molto vicino ai massimi dal 2000 nelle costruzioni** (a 159,1 da 157,4).

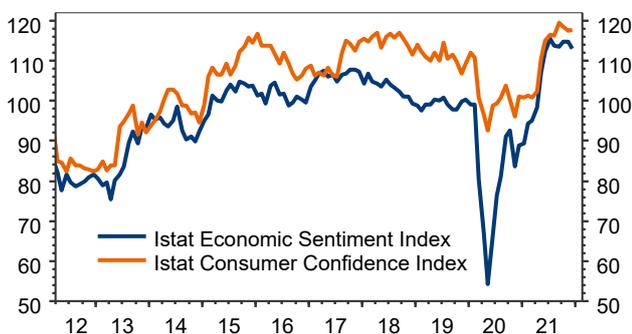
Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è scesa a 115,2 da 115,9, quasi azzerando i progressi del mese scorso. **La diminuzione è spiegata da un calo delle aspettative su ordini e produzione, nonché da un processo di ricostituzione delle scorte** (il saldo relativo ai magazzini è tornato in territorio positivo per la prima volta dallo scorso aprile). **Le attese sul clima economico generale sono calate significativamente** (da 21,8 a 14,2). Viceversa, **le indicazioni su ordini e produzione correnti hanno continuato a migliorare, toccando nuovi massimi, così come le intenzioni di assunzione.**

In sintesi, **la fiducia dei consumatori tiene, anche se il dettaglio dell'indagine mostra che i rincari energetici iniziano a pesare** sui bilanci familiari e sulle possibilità di risparmio. Dal lato delle imprese, **le costruzioni e anche l'industria in senso stretto restano in una fase ampiamente espansiva** (il dettaglio dell'indagine nel manifatturiero è più positivo rispetto all'indice sintetico), **mentre i servizi cominciano a risentire dei possibili effetti della "quarta" ondata pandemica.** Tuttavia, le indagini non sembrano aver incorporato appieno il peggioramento della situazione

sanitaria emerso negli ultimi giorni, e la possibilità che il Governo introduca nuove misure restrittive per frenare i contagi. Questi sviluppi potrebbero pesare sulla tornata di indagini di gennaio.

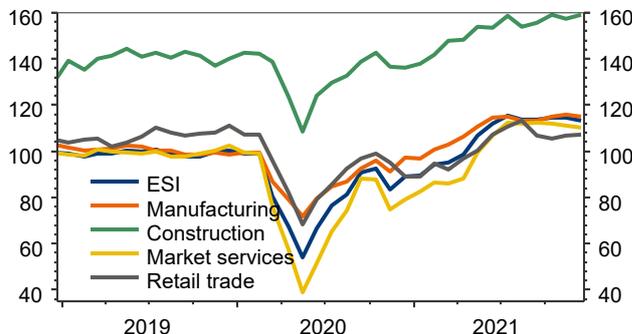
A nostro avviso, l'economia è già entrata in una fase di rallentamento, dopo il balzo visto nei trimestri centrali dell'anno, essendo svanito l'"effetto riapertura" che aveva sostenuto il PIL nei mesi primaverili ed estivi, e visti gli ultimi sviluppi della situazione sanitaria. **Il nostro scenario centrale include una crescita del PIL di 0,3% t/t a fine 2021** e 0,7% t/t a inizio 2022; tuttavia, i rischi al ribasso su queste stime appaiono in crescita, proprio in relazione agli sviluppi sul fronte sanitario. **Pensiamo in ogni caso che possa trattarsi di una pausa all'interno di un trend di ripresa**, e che il PIL possa riaccelerare nei trimestri centrali del prossimo anno, per attestarsi a 4,3% a/a in media nel 2022.

A dicembre corregge il morale delle imprese mentre avanza marginalmente quello delle famiglie



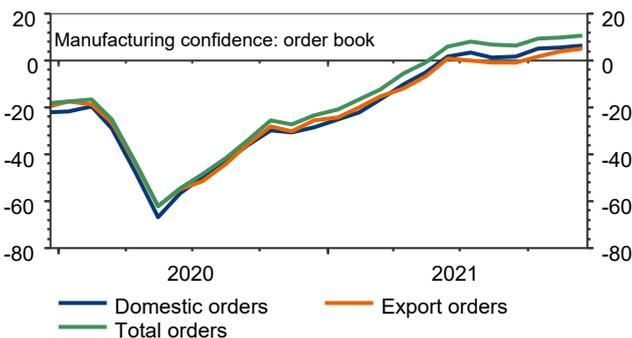
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le costruzioni si confermano il settore dove l'attività economica è più vivace



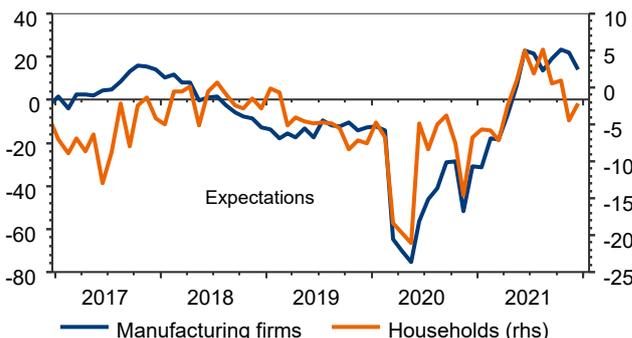
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

I giudizi sugli ordinativi correnti delle imprese manifatturiere confermano che la domanda di beni manufatti resta solida



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Le imprese manifatturiere restano relativamente ottimiste sul clima economico generale, mentre i consumatori iniziano a subire lo shock inflazionistico

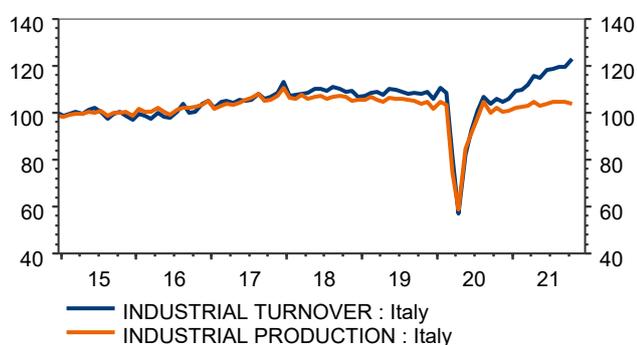


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Italia. Ad ottobre il **fatturato industriale** è cresciuto per il quinto mese consecutivo, accelerando a 2,8% m/m da 0,2%, con un aumento delle vendite diffuso al mercato interno (3,4% m/m da 0,2%) ed estero (1,4% m/m da 0,3%). La crescita congiunturale è trainata dall'energia (5,4%), al netto della quale l'incremento è ben più contenuto (2,6%). Si registrano comunque solidi progressi per i beni strumentali (3,9%) e intermedi (2,3%), mentre la crescita mensile del fatturato nel comparto dei beni di consumo (1,8%) è guidata dai beni non durevoli (2,2%) a fronte di una stagnazione per i durevoli. In termini tendenziali e corretti per effetti di calendario la variazione si

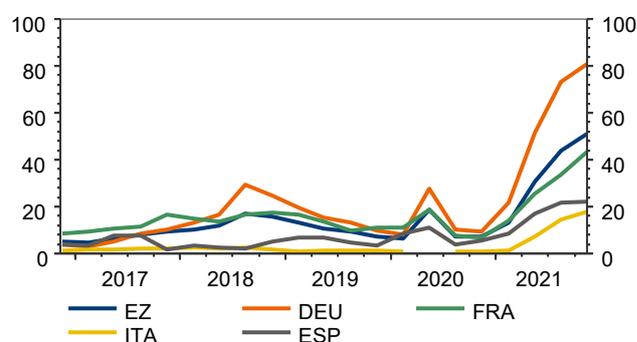
porta invece al 16,9% da un precedente 15,1%. Su base settoriale tutti i comparti sono in crescita rispetto allo scorso anno ad eccezione dei mezzi di trasporto. I settori più vivaci sono raffinazione, metallurgia e chimica. I dati sull'attività industriale sono coerenti con un quadro in cui la produzione non riesce a tenere il passo della domanda, sebbene le strozzature all'offerta in Italia appaiano meno severe che in altri Paesi. Rispetto ai livelli pre-COVID il fatturato industriale è più elevato di oltre il 13% mentre la dinamica produttiva negli ultimi mesi è risultata decisamente più fiacca e con un maggior grado di volatilità, che ha portato l'indice dell'output al di sopra dei livelli precedenti la pandemia di un più modesto 0,7%. Il gap tra fatturato e produzione e le indicazioni sugli ordinativi inevasi che emergono dalle indagini di fiducia sono coerenti con una riaccelerazione della ripresa industriale una volta che si saranno ridimensionate le tensioni all'offerta.

La divergenza tra fatturato e produzione conferma l'eccesso di domanda...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

... sebbene le strozzature all'offerta in Italia siano meno severe rispetto ad altri Paesi



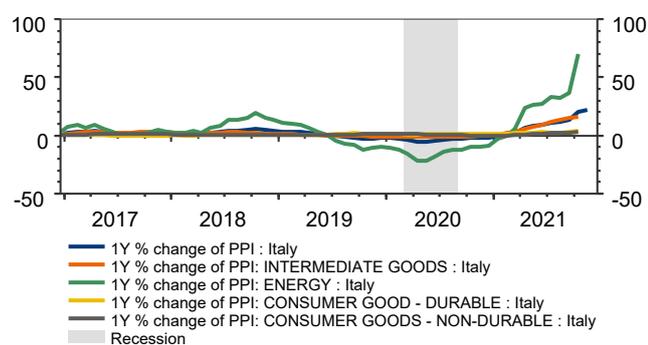
Nota: indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere, % di risposte che segnala la carenza di impianti e/o materiali come ostacolo alla produzione.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Italia. Ad ottobre la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di 0,8% m/m, in leggera decelerazione rispetto all'1,3% m/m registrato a settembre, ma comunque in aumento per il terzo mese consecutivo. Su base tendenziale e corretta per i giorni lavorativi, la crescita è pari al 13,9% da un precedente 11,8%: le costruzioni sono il settore più vivace in questa fase, a fronte di una più fiacca dinamica nella manifattura e nei servizi. Il dato positivo di ottobre lascia l'output in rotta per un'accelerazione nel 4° trimestre; il comparto, rispetto ai livelli pre-COVID, è in crescita di quasi il 12%. Le indagini di fiducia sono coerenti con un'espansione del settore nei prossimi mesi, sostenuta anche da misure fiscali favorevoli.

Italia. I dati sul **commercio estero extra-UE** di beni a novembre hanno registrato un'accelerazione della crescita delle esportazioni (2,9% m/m da 1,6% precedente) a fronte di un più contenuto incremento per le importazioni (0,6% m/m da 2,9%), il che porta il saldo commerciale a +4.210 milioni di euro (+6.626 un anno prima). I dati sul commercio internazionale continuano comunque ad essere influenzati dall'energia, al netto della quale l'avanzo sale a +8.132 milioni da +8.092 milioni dello scorso anno. Sul mese, infatti, sia l'export che l'import sono guidati dal comparto energetico (44,1% e 5% m/m, rispettivamente), al netto del quale le esportazioni sono in crescita di 1,3% m/m, sostenute da beni intermedi e strumentali, e le importazioni in contrazione di -0,9% m/m (i progressi registrati da beni di consumo e strumentali non sono sufficienti a compensare la flessione di quelli intermedi). In termini tendenziali l'import risulta comunque in crescita a ritmi ben superiori all'export: 37,7% contro 13,3%. Rispetto allo scorso anno sono in aumento le esportazioni verso Stati Uniti, Paesi OPEC, Mercosur, Turchia, Giappone e Russia, mentre calano quelle verso la Cina e gli altri Paesi asiatici, nonché verso Regno Unito e Svizzera.

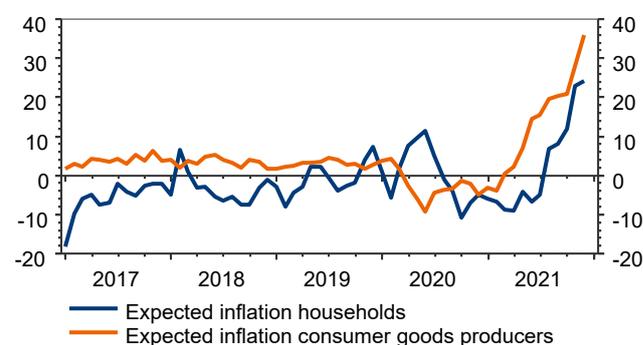
Italia. A novembre i **prezzi alla produzione nell'industria** sono cresciuti di 1,2% m/m, in rallentamento rispetto al record di 7,1% m/m registrato ad ottobre, ma al dodicesimo mese consecutivo di rincaro. L'inflazione dei prezzi alla produzione è salita al 22,1% a/a (27,1% sul mercato interno e 9,2% su quello estero) da un precedente 20,4%: si tratta di un nuovo massimo storico dopo quelli già aggiornati nei cinque mesi precedenti. Come per le scorse rilevazioni, sono ancora energia (1,5% m/m, 74,1% a/a) e beni intermedi (1,5% m/m, 17,5% a/a) a trainare i rincari, ma con aumenti di prezzi diffusi anche agli altri raggruppamenti di industrie. In sintesi, il dato conferma la presenza di forti pressioni sui prezzi a monte della catena produttiva che solo recentemente hanno iniziato ad essere trasferiti sui consumatori finali, confermando i rischi al rialzo sullo scenario di inflazione per i prossimi mesi.

Nuovo record per l'inflazione dei prezzi alla produzione a novembre, ancora trainata da energia e beni intermedi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

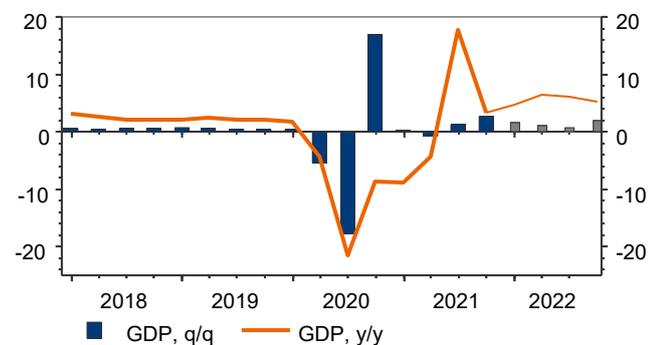
Le imprese stanno iniziando a trasferire i maggiori costi di produzione ai consumatori finali



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

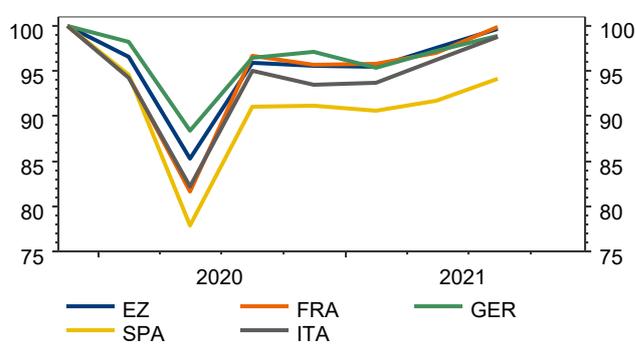
Spagna. La crescita del **PIL** nel 3° trimestre è stata rivista al rialzo al 2,6% t/t da un precedente 2,0% t/t. La variazione tendenziale passa quindi al 3,4% da 2,7% preliminare. La revisione non è del tutto sorprendente alla luce dell'elevata volatilità mostrata dai dati di contabilità nazionale spagnoli già negli scorsi trimestri. Rispetto alla precedente stima si registra una revisione al rialzo dei consumi privati (+1,0% t/t da -0,4% t/t) e pubblici (+0,5% t/t da +0,1% t/t), a fronte di una limatura per gli investimenti fissi (+1,2% t/t da +1,3% t/t), che risentono di un'attività edilizia più debole rispetto a quanto anticipato. Revisione al rialzo anche per esportazioni (+7,1% t/t da +6,4% t/t) e importazioni (+2,2% t/t da +0,7% t/t), con il canale estero che fornisce quindi un apporto positivo alla crescita del PIL a fronte di un contributo negativo da parte delle scorte. Nonostante la revisione al rialzo del dato relativo al trimestre estivo, la ripresa in Spagna resta in ritardo rispetto alle altre principali economie dell'area euro: il divario con i livelli di attività pre-COVID è, infatti, ancora pari al 6% e non ci aspettiamo un pieno recupero prima del 2° semestre del prossimo anno.

Spagna: crescita del PIL rivista al rialzo al 2,6% 1/t (3,4% a/a) nel 3° trimestre...



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

...ma la ripresa rimane in ritardo rispetto alle altre principali economie



Nota: 2019T4= 100 Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

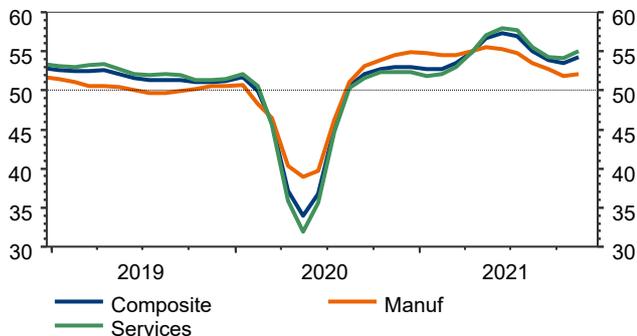
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	dic	3.85	%	3.80
Tasso prime rate a 5 anni	dic	4.65	%	4.65

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

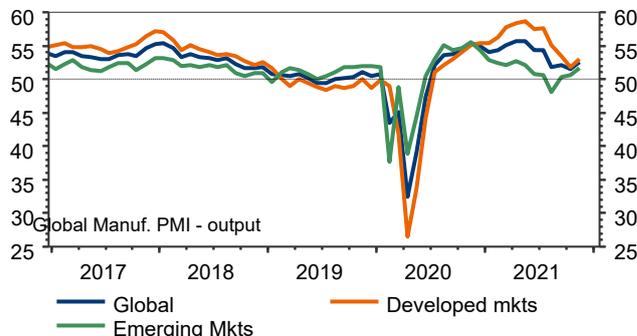
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



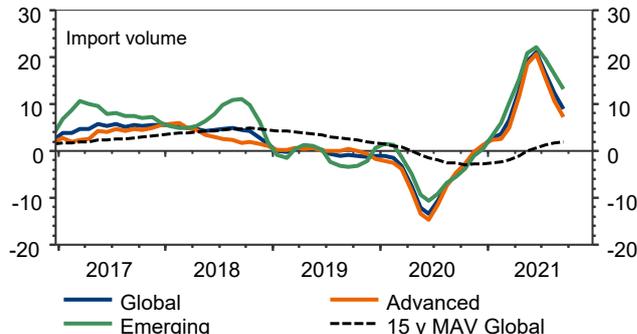
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



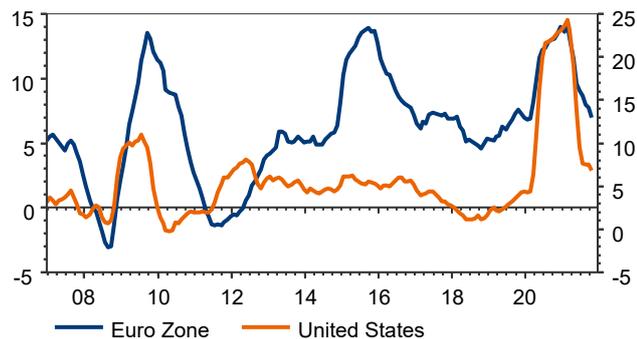
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



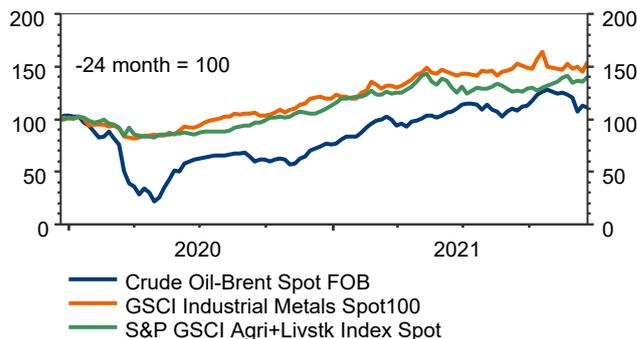
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

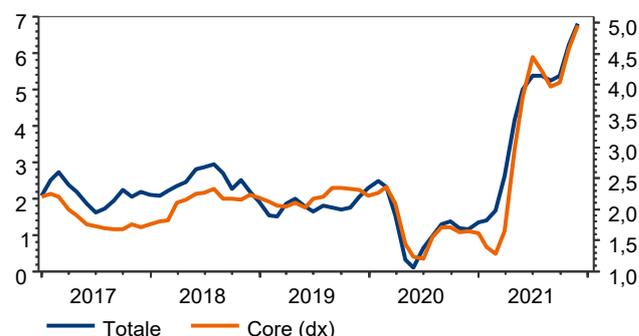
Stati Uniti

Indagini ISM



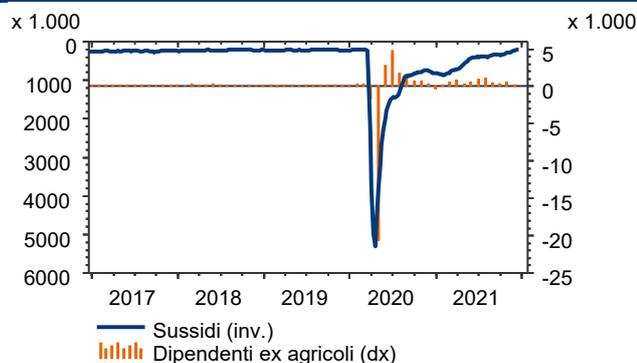
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



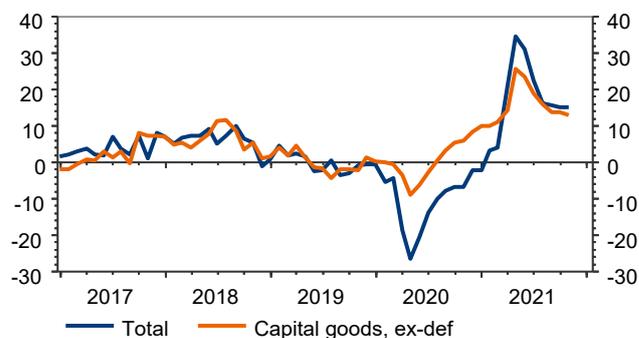
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

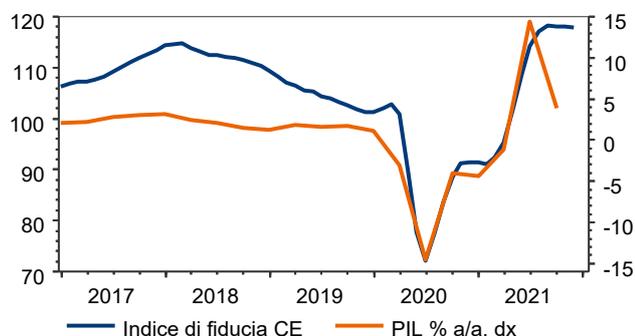
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.6	4.2	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.4	4.9	4.1	4.4
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.3	6.4	4.2	3.6	3.6
Consumi privati	-3.8	8.2	4.6	3.4	11.4	12.0	2.0	6.9	4.1	4.5	3.1
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.6	4.6	12.5	12.9	9.2	1.7	5.6	4.5	4.7	4.3
IFL - privati residenziali	6.8	9.1	-0.7	34.4	13.3	-11.7	-7.7	0.5	3.2	0.8	0.3
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.8	2.0	-0.5	4.2	-2.0	0.9	1.9	2.7	2.3	2.8
Esportazioni	-13.6	3.9	7.9	22.5	-2.9	7.6	-5.3	12.0	8.5	11.3	10.1
Importazioni	-8.9	13.1	3.9	31.3	9.3	7.1	4.7	3.8	1.0	5.1	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.2	0.0	1.4	-3.8	-1.7	2.1	1.7	-0.8	-1.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.4	-3.2								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.6	-12.0	-5.7								
Debito pubblico (% PIL)	161.6	153.2	147.2								
CPI (a/a)	1.2	4.7	4.0	1.2	1.9	4.8	5.3	6.5	6.0	4.4	3.4
Produzione Industriale	-7.2	5.5	3.2	2.0	1.0	1.6	1.0	0.8	0.3	1.0	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	3.5	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	3.7	3.5	3.5

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

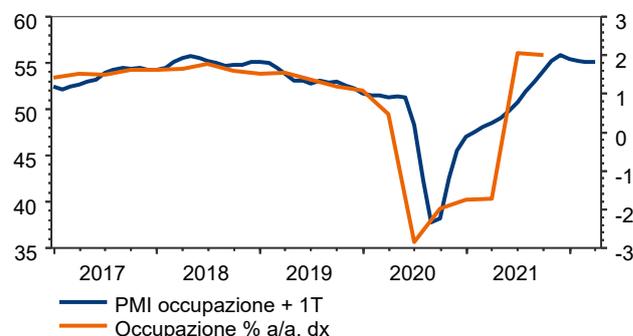
Area euro

PIL



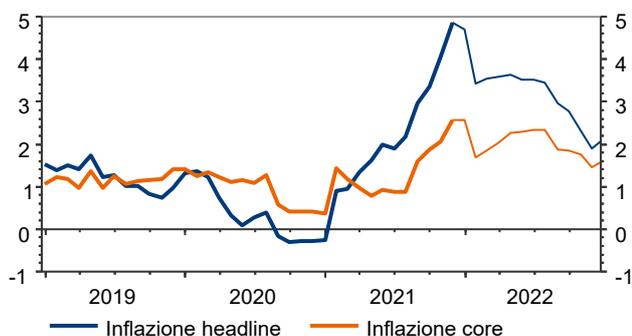
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

% 23.dic	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					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.1	3.9	-4.4	-1.1	14.4	3.9	4.5	5.2	4.0	2.9
- t/t				-0.4	-0.2	2.2	2.2	0.3	0.4	1.1	1.1
Consumi privati	-8.0	3.5	5.3	-3.0	-2.3	3.9	4.1	0.5	0.5	1.0	1.0
Investimenti fissi	-7.3	3.7	5.0	2.7	0.0	1.3	-0.9	1.5	1.6	1.7	1.3
Consumi pubblici	1.3	3.7	1.0	0.8	-0.6	2.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	-9.4	9.6	4.8	4.3	1.2	2.4	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
Importazioni	-9.3	7.1	5.4	4.8	1.0	2.9	0.7	1.4	1.4	1.3	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	-0.1	0.5	1.0	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	0.3
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	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.5	3.5	3.6	3.1
Produzione industriale (a/a)	-8.6	7.7	2.8	-1.5	3.5	22.4	5.9	1.5	0.6	1.9	3.6
Disoccupazione (%)	7.9	7.7	7.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.4	7.7	7.7	7.5
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.52	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.56	-0.53	-0.53	-0.52

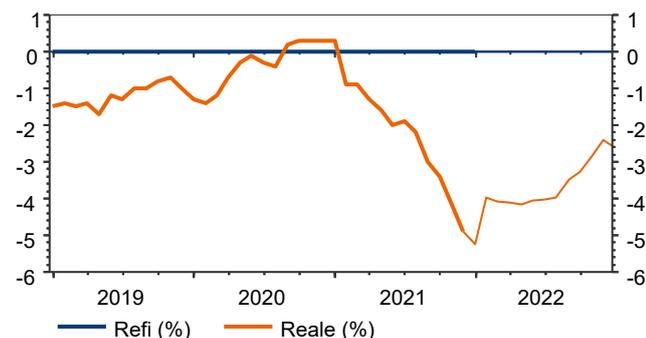
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	22/12	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	-0.64	-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

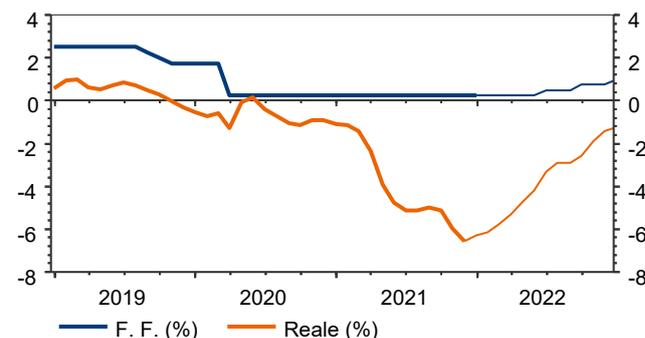


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	22/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75
OIS 3m	0.07	0.09	0.08	0.11	0.08	0.09	0.30	0.54

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

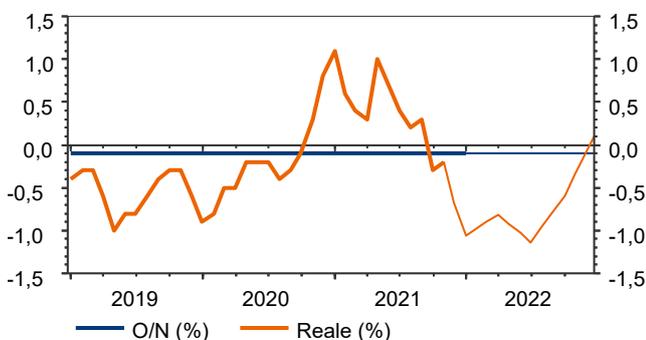


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	22/12	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	-0.08	-0.08	-0.07	-0.07	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

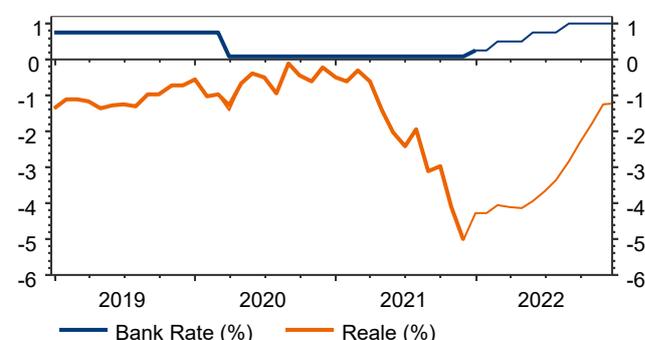


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	22/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00
Libor GBP 3m	0.09	0.08	0.08	0.23	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	23/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.22	1.20	1.17	1.13	1.1323	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	109	104	111	110	115	114.27	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.29	1.35	1.40	1.37	1.34	1.3366	1.31	1.37	1.41	1.44	1.48
EUR/CHF	1.09	1.08	1.10	1.08	1.05	1.0417	1.05	1.07	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	121	126	132	129	129	129.40	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.86	0.91	0.85	0.85	0.84	0.8469	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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

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

Macroeconomic Research

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

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

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