

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il dibattito su **come migliorare le regole fiscali dell'Unione Europea** entrerà nel vivo quest'anno. La letteratura sull'argomento si sta orientando verso limiti alla crescita della spesa primaria, calcolati in modo da consentire una graduale riduzione del rapporto debito/PIL in uno scenario di crescita del PIL pari al trend potenziale. Tuttavia, i tempi della riforma potrebbero essere lunghi, perché gli Stati membri non sono concordi sulla direzione. Probabilmente il 2023 sarà ancora gestito sulla base di un'interpretazione della Commissione Europea.

Stati Uniti – Pronti per il lancio (dei tassi)! I dati del mercato del lavoro segnalano che la massima occupazione è ormai raggiunta, a nostro avviso, anche se mancano ancora 3,6 mln di posti rispetto a febbraio 2020. Questo deficit è dovuto a carenza di offerta, e non è colmabile nel breve-medio termine. Attendiamo **il primo rialzo a marzo** e anticipiamo gli interventi previsti, con **4 rialzi nel 2022**. Il sentiero dei tassi sarà influenzato dal processo di riduzione del bilancio e dal suo impatto sulle condizioni finanziarie, ancora estremamente incerti.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana la prima tomata di indagini di fiducia relativa al mese di gennaio (ZEW tedesco, INSEE francese e stima flash del morale dei consumatori per l'Eurozona) dovrebbe dare indicazioni miste. La produzione nelle costruzioni nell'Eurozona è attesa in calo a novembre, in coerenza con i dati già diffusi per Germania e Francia. Infine, la seconda lettura dell'inflazione di dicembre vedrà la conferma della stima preliminare sia in Germania (5,7%), che in Italia (4,2%) e nell'intera Eurozona (5%).

Questa settimana negli **Stati Uniti** sono in uscita le prime indagini del manifatturiero di gennaio, attese ancora in territorio espansivo. Le altre informazioni riguarderanno il mercato immobiliare residenziale, con vendite di case esistenti, cantieri e licenze in modesto calo a dicembre.

14 gennaio 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista - Italia

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli

Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone

Il punto

Il dibattito su **come migliorare le regole fiscali dell'Unione Europea** entrerà nel vivo quest'anno. La letteratura sull'argomento si sta orientando verso limiti alla crescita della spesa primaria, calcolati in modo da consentire una graduale riduzione del rapporto debito/PIL in uno scenario di crescita del PIL pari al trend potenziale. Tuttavia, i tempi della riforma potrebbero essere lunghi, perché gli Stati membri non sono concordi sulla direzione. Probabilmente il 2023 sarà ancora gestito sulla base di un'interpretazione della Commissione Europea.

- In un lavoro del febbraio 2021, [Blanchard, Leandro e Zettelmeyer](#) paragonarono le regole fiscali europee alla cattedrale di Àvila, dove "la struttura originale è ancora riconoscibile, ma le molte aggiunte rendono difficile cogliere la coerenza del tutto". In effetti, il sistema delle regole fiscali dell'Unione Europea è il risultato di una progressiva stratificazione di norme, che includono le disposizioni del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, il trattato noto come Fiscal Compact e il Six Pack di regolamenti attuativi. L'architettura attuale prevede due procedure diverse, una "preventiva" e la seconda "correttiva". La prima prescrive la convergenza del saldo strutturale (il saldo corretto per il ciclo e al netto di misure transitorie) a un obiettivo di medio termine; la seconda, prescrive un percorso di convergenza al 60% per il rapporto debito/PIL e un livello inferiore al 3% per il rapporto deficit/PIL. Malgrado le riforme intervenute negli anni, il sistema di regole non ha impedito che il rapporto debito/PIL crescesse nel tempo, né è stata corretta la tendenza del patto di stabilità ad agire in direzione prociclica. Inoltre, i saldi strutturali sono soggetti ad ampie revisioni.
- La Commissione Europea ha riavviato lo scorso anno la consultazione per la riforma delle regole fiscali, sospesa nel febbraio 2020 a causa della crisi pandemica. Il processo dovrebbe trovare coronamento nella presentazione di una iniziativa legislativa di riforma.
- Dal 2018, sono state avanzate **numerose proposte di revisione indipendenti**, alcune così radicali da implicare anche modifiche ai trattati, altre compatibili con interventi limitati ai soli regolamenti comunitari e quindi di implementazione più plausibile. Lo European Fiscal Board (EFB) ha presentato una sua proposta nel [2018](#), poi aggiornata nel [2020](#). Se si eccettua la proposta Blanchard-Leandro-Zettelmeyer, che vorrebbe eliminare le regole per sostituirle con un'analisi di sostenibilità del debito, le altre proposte sul tavolo presentano alcune **caratteristiche comuni**, che potrebbero rappresentare la base per una buona soluzione di compromesso:
 - primo, la **tendenza a utilizzare come indicatore di riferimento il tasso di crescita della spesa primaria** (normalmente al netto delle spese per sussidi di disoccupazione e, spesso, anche di una parte degli investimenti pubblici), vincolato entro un tetto coerente con una riduzione del debito nel medio termine specifica per ogni paese, e fissata in modo realistico;
 - secondo, l'**utilizzo di uno scenario economico di trend (crescita potenziale) come riferimento** per il calcolo dell'obiettivo; questa scelta può rendere le regole fiscali maggiormente anticicliche.
 - terzo, un rafforzamento del ruolo assegnato alle autorità di bilancio indipendenti.
- Includere una "**golden rule**" nel quadro fiscale è allettante ma non è semplice, come ha sottolineato l'EFB: in teoria, l'esenzione dovrebbe essere limitata alla spesa che ha aumentato il PIL potenziale. [Darvas, Martin and Ragot](#) hanno proposto nel 2018 di suddividere il costo dell'investimento sugli anni della vita utile dei progetti. Nel 2021 [Darvas and Wolff](#) hanno suggerito di escludere gli investimenti pubblici aggiuntivi necessari per raggiungere gli obiettivi climatici dell'UE. Anche [Giavazzi, Guerrieri, Lorenzoni and Weymuller](#) propongono di trattare in modo più indulgente gli investimenti pubblici che favoriscono le prospettive di crescita future, ma aggiungono pure la spesa in beni pubblici coerente con gli obiettivi UE. Nella loro proposta, sono esclusi dall'indicatore di spesa e in più vengono inseriti nella quota di debito caratterizzato da velocità di convergenza più bassa.

- Al margine della revisione delle regole fiscali, si aggiunga che non mancano proposte di centralizzare di una parte del potere di spesa, come è avvenuto (una tantum) con la Recovery and Resilience Facility (RRF): il rapporto EFB del 2020 conta 11 proposte, senza includere quelle dello stesso EFB. In aggiunta, lo scorso dicembre, Giavazzi, Guerrieri, Lorenzoni e Weymuller hanno proposto il trasferimento di una parte del debito pubblico a una agenzia europea, iniziando con quello oggi detenuto dalla BCE.
- Alcuni paesi hanno già messo le mani avanti, sostenendo che la qualità della riforma dovrà avere la priorità sulla velocità di azione: in pratica, non tutti hanno voglia di cambiare il PSC. Non è neppure scontato che la Commissione sia in condizione di presentare una proposta legislativa entro la fine del 2022. Al momento, lo scenario considerato più plausibile è che nel 2023 il patto di stabilità e crescita sarà ancora quello oggi in vigore, e che le deviazioni dalle regole dipenderanno piuttosto dall'interpretazione che ne sarà proposta dalla Commissione Europea questa primavera.

Stati Uniti – Pronti per il lancio (dei tassi)! I dati del mercato del lavoro segnalano che la massima occupazione è ormai raggiunta, a nostro avviso, anche se mancano ancora 3,6 mln di posti rispetto a febbraio 2020. Questo deficit è dovuto a carenza di offerta, e non è colmabile nel breve-medio termine. Attendiamo **il primo rialzo a marzo** e anticipiamo i successivi interventi, con **4 rialzi nel 2022**. Il sentiero dei tassi sarà influenzato dal processo di riduzione del bilancio e dal suo impatto sulle condizioni finanziarie, ancora estremamente incerti.

- La "massima occupazione", condizione mancante per avviare la svolta dei tassi, a nostro avviso è ormai raggiunta. Il mercato del lavoro è sotto pressione, con un tasso di disoccupazione inferiore al livello di lungo termine stimato dalla Fed, più posizioni aperte che disoccupati e un aumento, potenzialmente strutturale, di pensionamenti e di dimissioni volontarie. Lo stimolo monetario, in queste condizioni di eccesso di domanda, è controproducente. I dati, a nostro avviso, aprono la strada a una **svolta dei tassi a marzo e a una riduzione del bilancio della Fed entro settembre**.
- I tempi per la svolta dei tassi si stanno muovendo rapidamente, in linea con l'evoluzione dei dati macroeconomici. Nel comunicato stampa di dicembre, il FOMC ha affermato che, essendo già soddisfatta la condizione sui prezzi, **la svolta dei tassi dipende ora dal raggiungimento dell'obiettivo per il mercato del lavoro**. La Fed ha dichiarato che "quando valutiamo se siamo alla massima occupazione, guardiamo volutamente un'ampia gamma di indicatori". Nonostante la mancanza di un singolo criterio numerico, tutti gli indicatori che contribuiscono al raggiungimento della massima occupazione sono in miglioramento. La valutazione delle condizioni del mercato del lavoro deve essere condotta sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. I dati mostrano che la domanda rimane solida in tutti i comparti, e la sua dinamica è rallentata solo dalla carenza di offerta. Quest'ultima appare soggetta a freni che potrebbero essere duraturi, in particolare l'aumento dei pensionamenti e il continuo rialzo delle dimissioni volontarie, potenziali indicatori di cambiamenti strutturali delle preferenze degli individui in seguito alla pandemia. Pertanto, il calo del tasso di disoccupazione, la stagnazione dell'offerta e le pressioni verso l'alto sui salari, a nostro avviso, hanno ormai spostato l'ago della bilancia del mercato del lavoro verso la "massima occupazione" compatibile con la stabilità dei prezzi.
- Con l'inflazione ancora in aumento e il mercato del lavoro alla massima occupazione compatibile con i freni all'offerta, ora il nostro scenario centrale prevede una **svolta dei tassi alla riunione del 15-16 marzo**. I dati aggiuntivi che la Fed avrà a disposizione fra due mesi, del mercato del lavoro e dell'inflazione di gennaio e febbraio dovrebbero confermare il raggiungimento delle condizioni per la svolta dei tassi. Inoltre, l'offerta di beni e lavoro subirà un impatto negativo dalla diffusione di Omicron, rallentando ulteriormente la normalizzazione e aumentando le pressioni sui prezzi. Il FOMC dovrebbe anche preparare il terreno per l'avvio della **riduzione del bilancio della Fed dopo uno o due rialzi (quindi entro settembre)**.

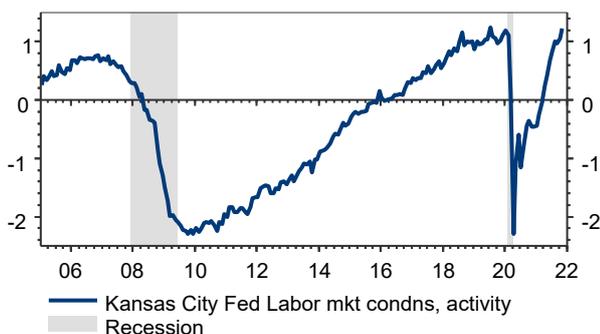
■ Negli ultimi giorni il flusso di comunicazione dalla Fed ha segnalato un consenso diffuso a favore della svolta a marzo (Bostic, Bullard, Barkin, Mester, George) e Powell in Senato ha detto che "è veramente ora" di abbandonare la stance super-espansiva della politica monetaria. A questo punto, **l'incertezza non è sul timing della svolta, ma sul numero di rialzi**. Durante l'estate, al più tardi a settembre, è probabile, secondo noi, **l'inizio del processo di riduzione del bilancio**, con l'annuncio di un piano che limiti i riacquisti dei titoli in scadenza.

"E' veramente ora di muoversi dalle condizioni di emergenza a un livello più normale"

Il raggiungimento della massima occupazione era il tassello mancante per dare avvio alla svolta dei tassi, ma l'andamento dell'inflazione rimane l'elemento centrale per la determinazione del sentiero successivo. Alla luce delle informazioni correnti, che vedono un ulteriore aumento della persistenza delle pressioni sui prezzi, i rischi verso l'alto per il sentiero dei tassi si stanno materializzando. **Pertanto, rivediamo ancora il numero di rialzi previsto per il 2022, da 3 a 4**. Riteniamo che la Fed voglia ridurre rapidamente lo stimolo monetario nel 2022. La discussione sulla riduzione del bilancio diventerà centrale nei prossimi mesi, quando dovrebbe essere chiarito se la Banca centrale intende ridurre il bilancio principalmente per normalizzare le riserve, come nell'esperienza precedente, o anche per restringere le condizioni finanziarie. Questo punto sarà determinante per il sentiero dei tassi.

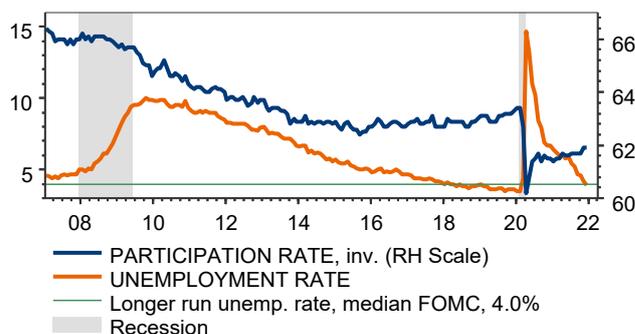
"Se vedremo l'inflazione persistere su livelli elevati più a lungo di quanto atteso e dovremo alzare di più i tassi nel tempo, lo faremo" J. Powell, 11.01.2022

Fig. 1 – Il mercato del lavoro nel suo complesso è tornato alle condizioni di massima occupazione prevalenti prima di Covid



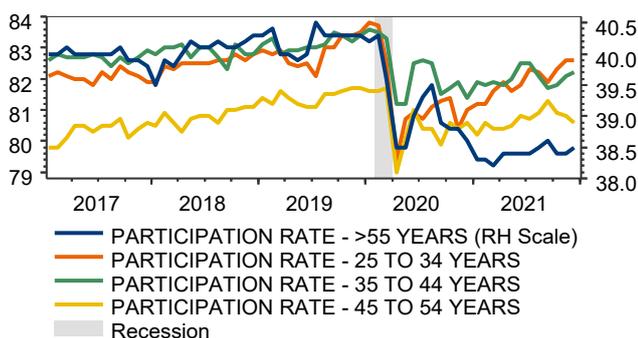
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Tasso di disoccupazione al 3,9%: rischi di una spirale salari-prezzi per via della mancanza di offerta



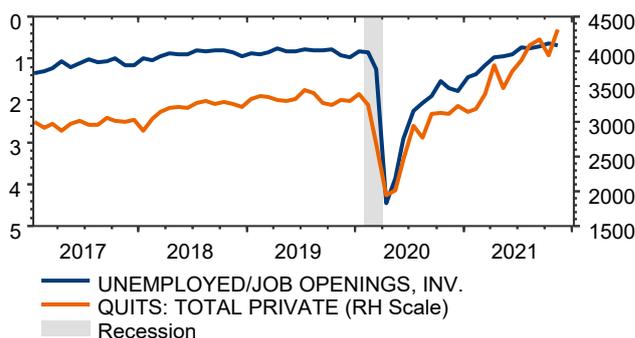
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Il grande pensionamento...



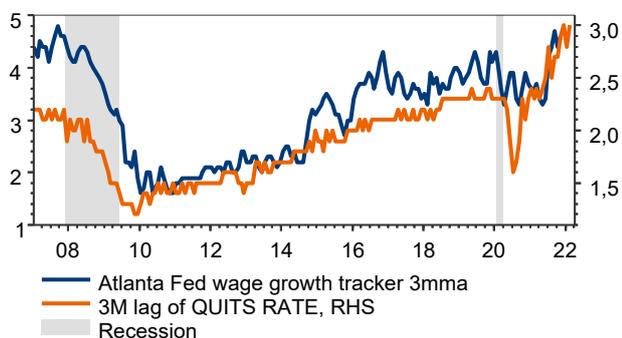
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – ...e le grandi dimissioni



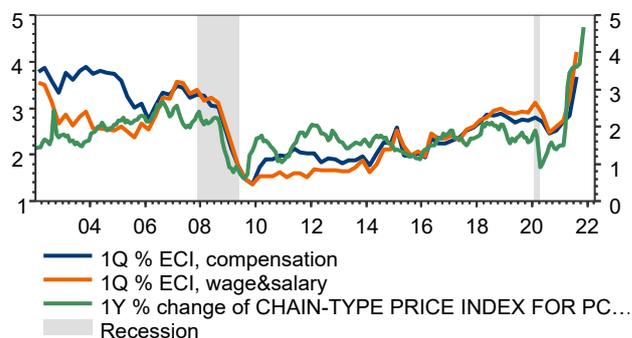
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – La carenza di offerta si trasferisce sulla dinamica salariale



Fonte: Refinitiv-Datastream

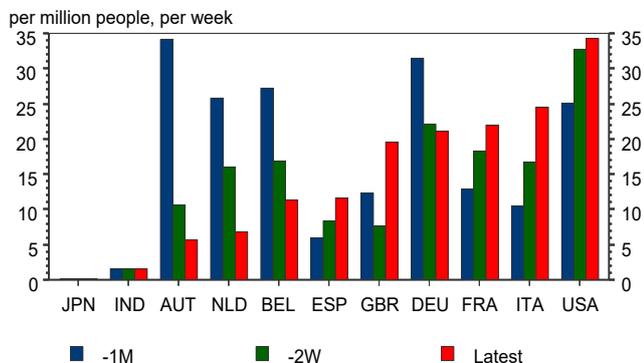
Fig. 6 – I rischi di una spirale salari-prezzi aumentano



Fonte: Refinitiv-Datastream

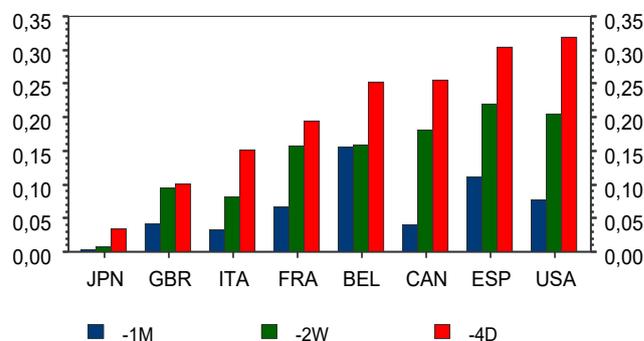
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



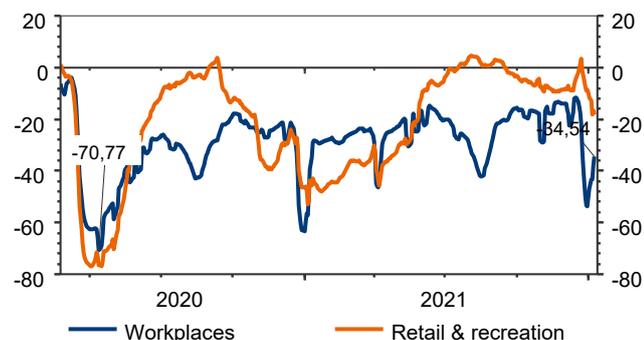
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



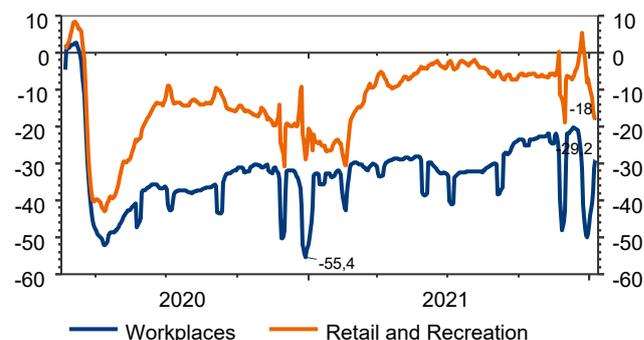
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



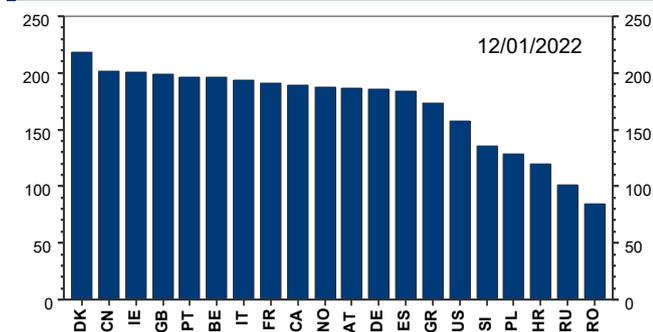
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



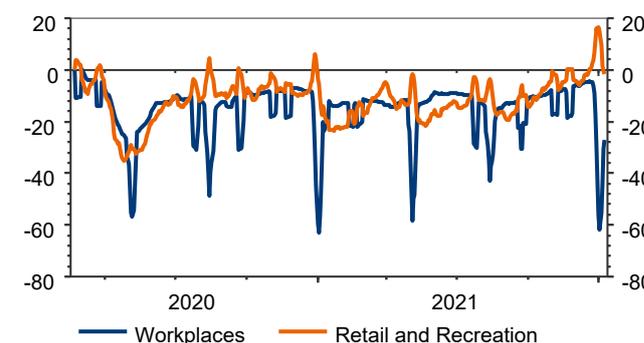
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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**, in settimana la prima tornata di indagini di fiducia relativa al mese di gennaio (ZEW tedesco, l'INSEE francese e stima flash del morale dei consumatori per l'Eurozona) dovrebbe dare indicazioni miste. La produzione nelle costruzioni nell'Eurozona è attesa in calo a novembre, in coerenza con i dati già diffusi per Germania e Francia. Infine, la seconda lettura dell'inflazione di dicembre vedrà la conferma della stima preliminare sia in Germania (5,7%), che in Italia (4,2%) e nell'intera Eurozona (5%).

Questa settimana negli **Stati Uniti** sono in uscita le prime indagini del manifatturiero di gennaio, attese ancora in territorio espansivo. Le altre informazioni riguarderanno il mercato immobiliare residenziale, con vendite di case esistenti, cantieri e licenze in modesto calo a dicembre.

Lunedì 17 gennaio

Area euro

■ **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di dicembre dovrebbe confermare la stima preliminare, con un'inflazione annua in salita a 4,2% a/a da 3,9% sull'indice armonizzato e a 3,9% da 3,7% sul NIC. Nel mese si dovrebbe registrare un incremento dei listini dello 0,4% m/m su base nazionale e di mezzo punto sull'indice armonizzato. La media annua, invece, si attesta all'1,9% su entrambe le misure. Nel nostro scenario centrale, l'inflazione toccherà il picco nel trimestre invernale per poi scendere nel corso dell'anno.

Stati Uniti

■ **Mercati chiusi** per Martin Luther King's Day.

Martedì 18 gennaio

Area euro

■ **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso migliorare marginalmente in gennaio, nonostante la persistenza di fattori di rischio quali la diffusione della variante Omicron, i colli di bottiglia nella catena produttiva, e la dinamica dei prezzi energetici. L'indice generale è visto crescere a 31 da 29,9 punti; l'indice sulla situazione corrente dovrebbe salire a -5 punti da -7,4 di dicembre.

Stati Uniti

■ L'indice **Empire della NY Fed** a gennaio è previsto a 25 da 31,9 di dicembre. L'indice coincidente a dicembre era salito, in controtendenza rispetto alle altre indagini del settore, e dovrebbe registrare una moderata correzione, pur continuando a segnalare espansione del manifatturiero. Gli indici di prezzo e dei tempi di consegna dovrebbero indicare la persistenza di strozzature all'offerta e di significative pressioni verso l'alto sui prezzi pagati e ricevuti.

Mercoledì 19 gennaio

Area euro

■ **Area euro.** A novembre la **produzione nelle costruzioni** è attesa correggere di -0,4% m/m dopo l'ampio rimbalzo di +1,6% m/m registrato nel mese precedente. Il primo calo dopo due mesi consecutivi di rialzo lascerebbe comunque l'output in crescita nel 4° trimestre, mentre le indagini congiunturali sono coerenti con una dinamica sottostante ancora espansiva per il settore.

■ **Germania.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di dicembre dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in salita a 5,3% da 5,2% di novembre sull'indice nazionale e in discesa a 5,7% sull'indice armonizzato UE da 6% precedente. Sul mese i listini dovrebbero essere confermati in aumento di tre decimi sull'indice armonizzato e di mezzo

punto su quello nazionale. Il 2021 si chiuderebbe con una media annua al 3,1% (3,2% armonizzato).

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** a dicembre sono previsti a 1,665 da 1,679 mln di novembre. Gli occupati nel settore sono rimasti circa invariati il mese scorso. Le licenze dovrebbero essere poco variate a 1,710 mln da 1,712 mln. Nonostante il recente aumento dei tassi sui mutui, la domanda di finanziamenti per l'acquisto di una casa si mantiene in rialzo, con indicazioni espansive per l'attività edilizia residenziale.

Giovedì 20 gennaio

Area euro

- **Francia.** INSEE comunica il dato relativo all'**Indice di fiducia delle imprese**, per il mese di gennaio. La stima è accompagnata da una certa alea - connessa all'evoluzione dello scenario pandemico - certificata dai livelli riportati dall'indice di incertezza della Banque de France, relativo a industria e servizi, sui massimi di periodo. Ci attendiamo un progresso di 2 punti, a 113, per il manifatturiero e una sostanziale stabilità per l'indice aggregato, sui precedenti livelli, a 110. In questa prima parte dell'anno, ipotizziamo un moderato miglioramento del morale, sebbene i rischi siano necessariamente orientati verso il basso.
- **Area euro.** La **stima finale** di dicembre dovrebbe confermare un'**inflazione** ancora in crescita, da 4,9% a 5% a/a (0,4% m/m); si tratta del massimo storico da quando esistono dati comparabili (ovvero almeno dal 1998). Anche l'indice core dovrebbe essere cresciuto di un decimo al 2,7% a/a, guidato dall'accelerazione dei prezzi dei beni manufatti. Secondo le nostre previsioni, il trend per l'inflazione sarà discendente ma il ritorno sotto quota 2% è previsto solo nel primo trimestre 2023; ad ogni modo, la forte incertezza sull'andamento dei prezzi energetici rende le proiezioni molto instabili.

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** per il manifatturiero a gennaio dovrebbe risalire a 19,5 da 15,4 di dicembre. Anche questa indagine dovrebbe dare informazioni positive riguardo all'attività del manifatturiero, con possibili freni temporanei per via dell'aumento dei contagi. Le pressioni verso l'alto sui prezzi e i colli di bottiglia dovrebbero essere ancora problematici per le imprese, anche se potrebbero esserci segnali di stabilizzazione su livelli elevati.
- Le **vendite di case esistenti** a dicembre sono attese in calo a 6,39 mln da 6,46 mln, alla luce della correzione dei contratti di compravendita di novembre. Il trend sottostante delle vendite non dovrebbe essere intaccato e restare verso l'alto, pur in presenza dei consistenti rialzi dei tassi sui mutui in atto da inizio anno.

Venerdì 21 gennaio

Area euro

- **Area euro.** La stima flash di gennaio dovrebbe riportare un calo dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea a -8,9 da -8,3 precedente. L'elevata incertezza relativa alla situazione sanitaria e il rincaro del costo della vita dovrebbero erodere i redditi e la capacità di spesa e risparmio dei nuclei familiari durante l'inverno.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (17-21 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	17/1	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		nov	3.8	%	1.4	
		03:00	CN	PIL a/a	*	T4	4.9	%	3.6	
		03:00	CN	PIL s.a. t/t		T4	0.2	%	1.1	
		03:00	CN	PIL cumulato a/a		T4	9.8	%		
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	dic	5.2	%	4.8	
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		dic	13.7	%		
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		dic	10.1	%		
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		dic	3.8	%	3.6	
		03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	dic	3.9	%	3.7	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale		dic	prel 0.4	%		0.4
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.5	%		0.5
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		dic	prel 4.2	%	4.2	4.2
10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		dic	prel 3.9	%		3.9		
Mar	18/1	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		nov	prel 7.2	%		
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		nov	4.2	%		
		08:00	GB	Retribuzioni medie		nov	4.9	%		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		nov	3.9	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		nov	0.3	Mld €		
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	gen	29.9		32.0	31.0
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		gen	-7.4		-7.5	-5.0
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	gen	31.9		27.5	25.0
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		gen	84.0		85.0	
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		nov	7.1	Mld \$				
Mer	19/1	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.3	%		0.3
		08:00	GER	CPI a/a finale		dic	prel 5.3	%	5.3	5.3
		08:00	GER	IPCA a/a finale		dic	prel 5.7	%	5.7	5.7
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	dic	prel 0.5	%		0.5
		08:00	GB	CPI m/m		dic	0.7	%		
		08:00	GB	CPI a/a	*	dic	5.1	%		
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	dic	1.679	Mln	1.660	1.665
		14:30	USA	Licenze edilizie		dic	1.717	Mln	1.710	1.710
Gio	20/1	00:50	GIA	Bilancia commerciale		dic	-955.6	Mld ¥ JP	-784.1	
		02:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	gen	4.7	%		
		02:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	gen	3.8	%		
		08:00	GER	PPI a/a		dic	19.2	%		
		08:00	GER	PPI m/m		dic	0.8	%		
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	gen	111.0			113.0
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		dic	prel 2.7	%		2.7
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	dic	prel 5.0	%	5.0	5.0
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	dic	prel 0.4	%	0.4	0.4
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	230	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.559	Mln		
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	gen	15.4		18.5	19.5
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		dic	6.46	Mln	6.44	6.39
Ven	21/1	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	dic	0.6	%		
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	dic	0.5	%	0.6	
		07:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	1.4	%		
		07:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		dic	4.7	%		
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		dic	1.1	%	0.8	
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	gen	-8.3		-9.0	-8.9

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 (17 – 21 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	17/1	--	EUR * Riunione Eurogruppo
Mar	18/1	18:00	EUR Discorso di Villeroy (BCE)
		--	GIA * Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
		--	EUR * Riunione Ecofin
Gio	20/1	13:30	EUR * La BCE pubblica i verbali della riunione di dicembre
Ven	21/1	00:50	GIA * BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di dicembre
		14:00	GB Discorso di L Mann (BoE)
		15:00	ITA * Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	dic	0.8		% 0.4	0.5
CPI a/a	dic	6.8		% 7.0	7.0
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	dic	4.9		% 5.4	5.5
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	dic	0.5		% 0.5	0.6
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	dic	+0.9	(0.7)	% 0.5	+0.5
PPI m/m	dic	+1.0	(0.8)	% 0.4	+0.2
Richieste di sussidio	settim	207	x1000	200	230
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.753	(1.754)	Mln 1.733	1.559
Prezzi all'import m/m	dic	0.7		% 0.3	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	dic	0.3		% 0.2	
Vendite al dettaglio m/m	dic	0.3		% 0.0	
Produzione industriale m/m	dic	0.5		% 0.3	
Impiego capacità produttiva	dic	76.8		% 77.0	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	gen	70.6		70.0	
Scorte delle imprese m/m	nov	1.2		% 1.3	

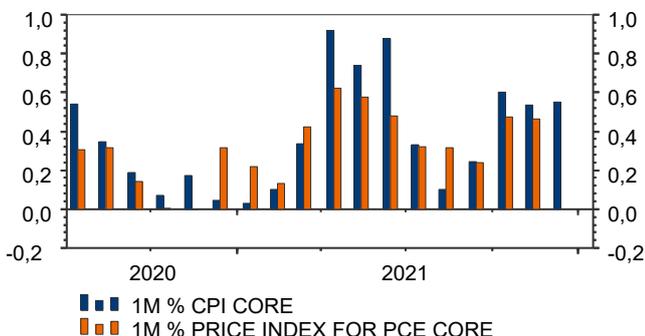
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **CPI** a dicembre ha registrato un rialzo di 0,5% m/m. **L'indice core è aumentato di 0,6% m/m**, un decimo al di sopra delle aspettative di consenso; per la sesta volta in nove mesi il CPI core è cresciuto di almeno 0,5% m/m. L'inflazione headline, a 7% a/a, e quella core, a 5,5% a/a, sono ora sui massimi dal 1982. Le variazioni sono diffuse ai principali comparti ed evidenziano persistenti rischi verso l'alto. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dalle auto nuove e usate, come nei mesi scorsi. Gli alimentari sono in rialzo di 0,5% m/m, mentre l'energia cala di -0,4% m/m, sulla scia di correzioni per la benzina e il gas naturale.

L'inflazione **core** è spinta sia dai beni sia dai servizi. I **beni core** hanno prezzi in rialzo di 1,2% m/m (10,7% a/a), e confermano le pressioni alimentate in questo comparto da una domanda molto elevata e da un'offerta frenata da persistenti colli di bottiglia. I rialzi più solidi riguardano le auto nuove (1% m/m, 11,8% a/a) e usate (3,5% m/m, 37,3% a/a), l'abbigliamento (1,7% m/m, 5,8% a/a). Per i **servizi ex-energia**, la variazione complessiva è di 0,3% m/m (3,7% a/a) spinta dall'abitazione ex-energia (0,4% m/m) e dai servizi medici (0,3% m/m). I trasporti segnano una correzione di -0,3% m/m per via delle tariffe aeree, che però potrebbe essere solo temporanea.

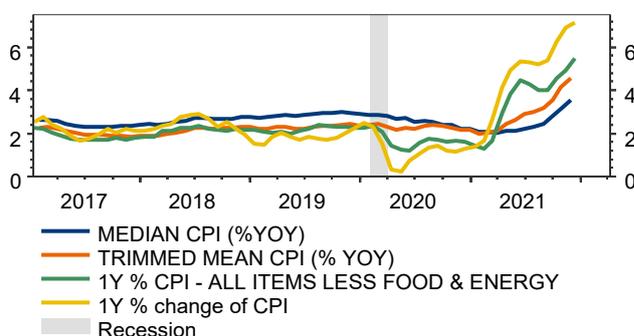
Guardando avanti, le **pressioni verso l'alto per i beni durevoli** e, in particolare, le auto, restano significative, come evidenziato dai prezzi alla produzione, dai bassi livelli delle scorte e dai tempi di consegna sempre elevati, oltre che dal peggioramento sul fronte della logistica causato da Omicron sia in Cina sia negli USA. Le auto usate dovrebbero continuare a spingere i prezzi verso l'alto a ritmi sostenuti ancora per molti mesi. Sul fronte dei servizi, rimane dominante il **rischio verso l'alto per la componente abitazione ex-energia**, collegato al rialzo dei prezzi delle case e alla carenza di immobili sul mercato sia per l'acquisto sia per l'affitto. Gli aumenti degli affitti, rilevati a intervalli maggiori di un mese, potrebbero generare ulteriori accelerazioni della componente abitazione nei prossimi trimestri. Più in generale, i prezzi dei servizi risentiranno ancora della **scarsità di manodopera**, aggravata ora dal massiccio rialzo dei contagi. Lo **scenario dell'inflazione** nel 2022 continua a essere caratterizzato da una "gobba" con un **probabile picco a febbraio-marzo** poco sopra il 7% a/a, e da un successivo calo, dovuto all'effetto confronto con il 2021 (prezzi dell'energia permettendo). Il 2022 si dovrebbe chiudere con un'inflazione core intorno al 3% a/a, ma i **rischi sono verso l'alto**, rafforzati dalla mancata risoluzione dei problemi della logistica e dagli effetti ancora significativi della pandemia sulla partecipazione alla forza lavoro.

Fig. 1 – Variazioni mensili dei prezzi core ancora in linea con inflazione in rialzo



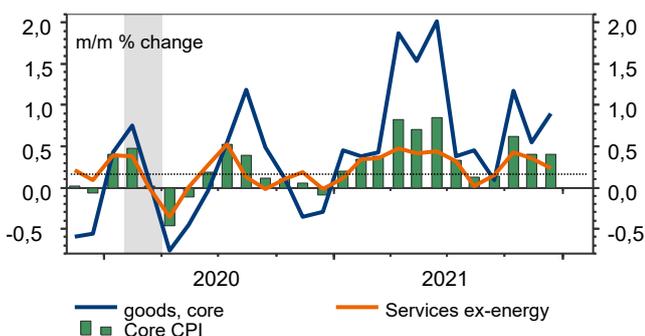
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Il rialzo di tutte le misure di inflazione conferma l'ampia diffusione degli incrementi dei prezzi



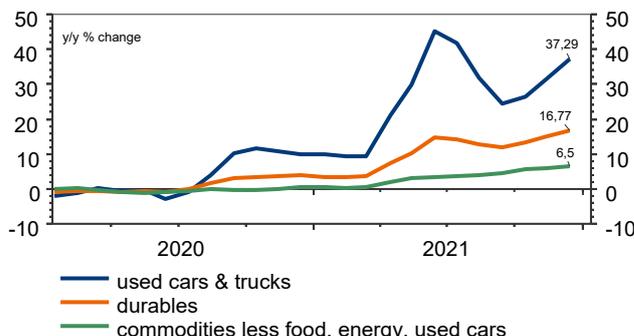
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Aumenti elevati sia per i beni core sia per i servizi ex-energia



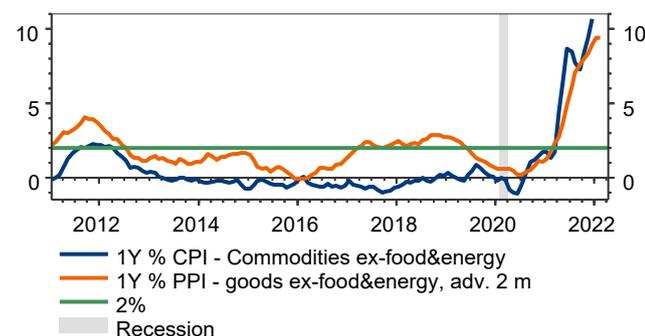
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Inflazione dei beni core ancora trainata dai durevoli, specialmente auto usate



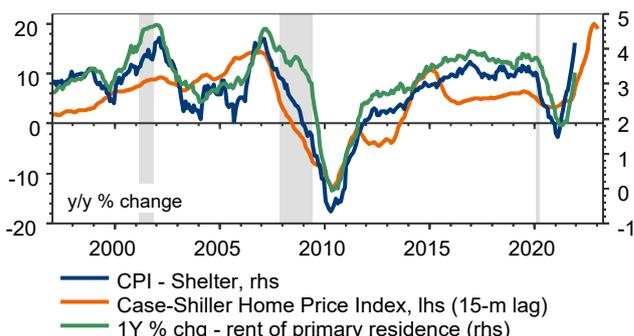
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – I prezzi alla produzione puntano a ulteriore accelerazione dell'inflazione dei beni core



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Il trend dei prezzi delle case non lascia spazio all'ottimismo per l'andamento della componente abitazione ex-energia



Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PPI** di dicembre ha registrato una variazione di 0,2% m/m, sulla scia di correzioni di energia e alimentari; il core è aumentato di 0,4% m/m, con ampi rialzi dei beni (0,6% m/m). Le informazioni da CPI e PPI puntano a un aumento del deflatore core di 0,5% m/m a dicembre.

Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** a inizio gennaio sono aumentate a 230 mila, in parte a causa di difficoltà di destagionalizzazione nel periodo delle festività.

Area euro

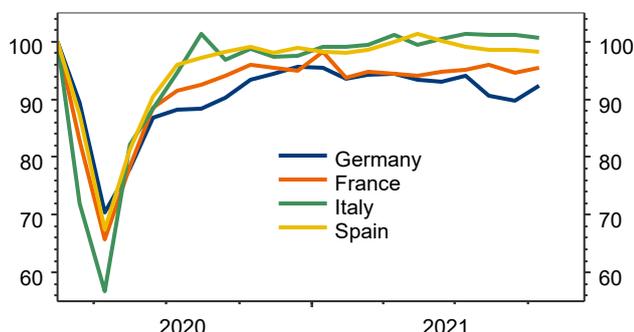
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	nov	-1.3	(+1.1)	%	+2.3
FRA	IPCA m/m finale	dic	0.2		%	0.2
FRA	IPCA a/a finale	dic	3.4		%	3.4
FRA	CPI m/m Ex Tob	dic	0.4		%	+0.2
GER	PIL annuale	2021	-4.6	(-5.0)	%	2.7
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	nov	9.4		%	9.2
ITA	Vendite al dettaglio a/a	nov	+4.0	(3.70)	%	+12.5
ITA	Produzione industriale m/m	nov	-0.5	(-0.6)	%	1.9
SPA	Produzione industriale a/a	nov	-0.7	(-0.9)	%	+4.8
SPA	IPCA a/a finale	dic	6.7		%	6.6

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

Area euro. A novembre il **tasso di disoccupazione** è calato di un decimo al 7,2% con una diminuzione delle persone in cerca di occupazione di 222 mila unità. Tra le principali economie il calo risulta diffuso a Germania (3,2% da 3,3%), Francia (7,5% da 7,6%), Italia (9,2% da 9,4%) e Spagna (14,1% da 14,4%). Il tasso dei senza lavoro è ormai tornato al di sotto dei livelli pre-Covid e le indagini congiunturali e i dati sulle posizioni vacanti sono coerenti con ulteriori progressi nei prossimi mesi. A cavallo d'anno il deterioramento della situazione sanitaria potrebbe frenare temporaneamente la ripresa delle assunzioni, ma difficilmente ci sarà un ritorno a più severe restrizioni tali da generare un'inversione del mercato del lavoro. Nel corso del 2022 il calo del tasso di disoccupazione dovrebbe rallentare dopo la rapida dinamica registrata nella seconda metà del 2021, ma il trend dovrebbe comunque restare discendente sostenuto da una solida domanda di lavoro da parte delle imprese che iniziano anche a segnalare una crescente difficoltà nel reperire manodopera.

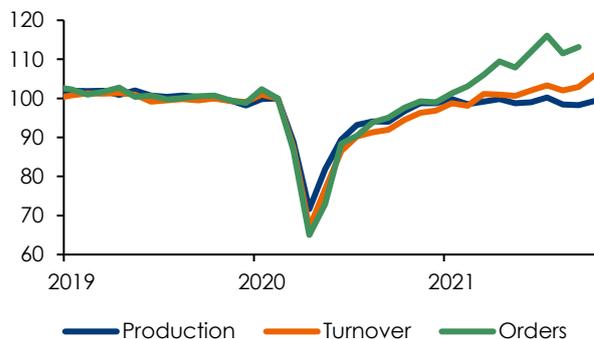
La **produzione industriale** è cresciuta ben oltre le attese a novembre (+2,3% m/m), mentre il dato di ottobre è stato rivisto drasticamente verso il basso a -1,3% m/m da +1,1% della stima precedente. La variazione tendenziale cala dunque in territorio negativo: -1,5% da un precedente +0,2% (rivisto da +3,3%). Il divario con i livelli pre-Covid è pari -0,4%. La sorpresa è spiegata dall'inclusione, da parte di Eurostat, dei dati irlandesi (-32,1% m/m a ottobre e +37,3% m/m a novembre) dopo che non erano stati inseriti nella precedente rilevazione per via di problematiche relative alla procedura di destagionalizzazione. Nonostante l'ampio rialzo di novembre la revisione dei dati di ottobre lascia la produzione in rotta, nel caso di una stagnazione a dicembre, per una contrazione (intorno al -0,9% t/t) anche nel 4° trimestre dopo la flessione già registrata durante l'estate. Se si escludono i dati irlandesi, quelli relativi agli altri paesi membri sarebbero invece coerenti con un più contenuto incremento di +0,2% m/m e l'output rimarrebbe in rotta per una modesta espansione (intorno a +0,1% t/t) nel 4° trimestre. Le problematiche statistiche limitano le possibilità di interpretazione, ma quel che emerge dai dati nazionali è che i rischi al ribasso per l'industria non sono ancora pienamente esauriti. Le più recenti indagini congiunturali hanno mostrato segnali di allentamento delle strozzature, ma la risalita dei contagi e il forte rincaro delle tariffe energetiche potrebbero contribuire ad irrigidire ulteriormente le filiere produttive e frenare l'attività a inizio 2022. Le indicazioni delle imprese sulle commesse inevase e sulle scorte offrono comunque spunti incoraggianti per il medio termine, mentre il divario esistente tra i dati reali su fatturato e ordinativi con quelli relativi alla produzione sono coerenti con un ampio potenziale di recupero per la manifattura quando si saranno riassorbite le tensioni all'offerta. Una volta superato l'inverno vediamo un progressivo recupero dell'industria nel corso del 2022, soprattutto a partire dalla seconda metà dell'anno.

Tra le principali economie il dato è trainato dall'ampio rimbalzo spagnolo, mentre torna a calare l'output in Germania e Francia



Nota: 2019M02 = 100 Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

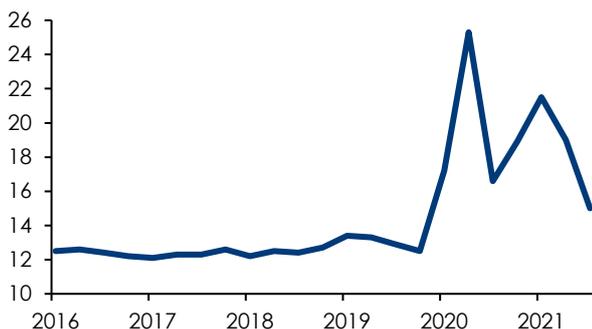
Il gap tra produzione e ordinativi offre fondamentali incoraggianti per la manifattura nel 2022, soprattutto nella seconda metà dell'anno



Nota: 2019M02 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Il **tasso di risparmio** nel 3° trimestre è calato al 15% dal 19% del trimestre precedente, sui minimi dall'inizio della pandemia, ma ancora al di sopra dei livelli medi registrati nel quinquennio pre-Covid di oltre 2 punti percentuali. Il ridimensionamento del tasso di risparmio è spiegato da un'accelerazione della crescita dei consumi (+5,8% t/t da +4,6%) a fronte di un rallentamento per quella dei redditi (+0,8% t/t da +1,4%). Vediamo un graduale calo del tasso di risparmio nel corso del 2022, ma è ancora incerto il grado di supporto per i consumi privati. I risparmi accumulati durante la pandemia sono infatti concentrati tra i nuclei familiari più abbienti o più anziani, i consumatori sono di norma caratterizzati da una minore propensione alla spesa. Tuttavia, l'accumulo non è stato programmato ed è quindi possibile che verranno riassorbiti più rapidamente del previsto. Di contro, però, l'elevata incertezza sul fronte sanitario potrebbe limitare la propensione alla spesa, mentre il forte rincaro del costo della vita, soprattutto per quanto riguarda le componenti energetica e alimentare, potrebbe erodere le disponibilità delle famiglie, limitando il potenziale di supporto per i consumi privati.

Area euro: il tasso di risparmio nel 3° trimestre è calato ai minimi dall'inizio della pandemia ma è ancora elevato rispetto alla media pre-Covid



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

I risparmi accumulati durante la pandemia sono concentrati tra i nuclei familiari più abbienti e con una minore propensione al consumo



Nota: accumulo di risparmio per quintile di reddito, dati relativi al periodo gennaio 2020-maggio 2021. Fonte: BCE

Germania. La crescita del PIL tedesco nel 2021, secondo la stima provvisoria fornita da Destatis, è stata di **+2,7%**, dopo la contrazione di -4,9% registrata nel 2020. Il livello risulta più basso del 2% rispetto al 2019, anno antecedente lo scoppio della pandemia da COVID-19. Un quadro sanitario ancora preoccupante e la presenza di strozzature all'offerta hanno rallentato la ripresa tedesca nell'anno appena concluso. Dal lato dell'offerta tutti i settori hanno contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto ad eccezione delle costruzioni (-0,4% nel 2021), quest'ultimo

comparto maggiormente resiliente allo shock pandemico nel 2020. Il manifatturiero è cresciuto del 4,4%; anche i servizi hanno fatto registrare buone performance nel 2021. Dal lato della domanda, è stata la componente interna al netto delle scorte (+1,9%) a fornire il maggior contributo alla crescita. **Il principale motore della ripresa è stato la spesa pubblica (+3,4%)**; rimbalzano anche gli investimenti (+1,3% da -2,2%) a fronte di una stagnazione dei **consumi delle famiglie**, ancora lontani dai livelli pre-Covid. Migliorano le condizioni del commercio internazionale (+0,9%), con **esportazioni** in crescita del 9,4% da -9,3% t/t precedente ed **importazioni** in aumento di +8,6% da -8,6%.

Il dato sul PIL del 4° trimestre sarà pubblicato il prossimo 28 gennaio e i dati disponibili sono ancora parziali, ma l'istituto Destatis ha affermato che è probabile che l'economia abbia registrato una contrazione tra lo 0,5% t/t e l'1% t/t nei mesi autunnali. In prospettiva, riteniamo che la ripresa sarà fiacca nel trimestre invernale (0,6% t/t) e che riprenderà forza solamente a partire dai mesi primaverili. Questo profilo si rifletterebbe in **un'espansione del PIL su base annua del 3,9% quest'anno**. Il recupero dei livelli pre-COVID, inizialmente previsto a fine 2021, è rimandato di 3-6 mesi. **È indubbio che i rischi verso il basso per la crescita stiano aumentando**. In primo luogo, la diffusione della variante Omicron potrebbe intensificare ulteriormente i colli di bottiglia all'offerta e allungare i tempi della "normalizzazione" della produzione. In aggiunta, non possiamo escludere nuovi rialzi del prezzo del gas nel 4° trimestre 2022: lo shock energetico cumulato potrebbe sottrarre circa mezzo punto alla crescita nel biennio 2022-23.

Francia. Le stime finali degli indici dei prezzi al consumo di dicembre hanno confermato la stabilità dell'inflazione rispetto al mese precedente sia sulla misura armonizzata, a 3,4% a/a, sia su quella nazionale, a 2,8% a/a. Sul mese, i listini hanno segnato un aumento di due decimi su entrambi gli indici. In dicembre hanno registrato una forte accelerazione i prezzi dei beni manifatturieri (+1,2% da +0,8% precedente) e degli alimentari (+1,4% da +0,5% di novembre) a fronte di un rallentamento di quelli dell'energia (+18,5% da +21,6% di novembre) e dei servizi (+1,8% da 1,9% precedente). In media d'anno, l'inflazione armonizzata è cresciuta al 2,1% nel 2021; ci aspettiamo un'accelerazione a 2,5% nel 2022. I rischi sul nostro scenario sono al momento verso l'alto.

Italia. Il **tasso di disoccupazione** nel mese di novembre è sceso di due decimi al 9,2%, sui minimi da settembre. Come nei due mesi precedenti prosegue il rientro degli inattivi nella forza lavoro che cresce di 21 mila unità (+0,1% m/m) e porta il tasso di partecipazione al 65%, sui massimi dall'inizio della pandemia. L'aumento della partecipazione non si scarica però su un aumento dei disoccupati, che al contrario diminuiscono di 43 mila unità (-1,8% m/m), ma in 64 mila nuovi posti di lavoro (+0,3% m/m). Rispetto al contesto pre-Covid però mancano ancora 115 mila occupati all'appello, mentre gli inattivi sono già tornati al di sotto dei livelli di febbraio 2020. Al momento quindi la domanda di lavoro sembra aver tenuto il passo con il recupero della forza lavoro ed è probabile che rimanga positiva anche nel corso del 2022. A cavallo d'anno la crescita dei contagi potrebbe temporaneamente frenare le assunzioni, soprattutto nei settori più esposti al rischio sanitario, ma il trend nel 2022 dovrebbe comunque rimanere espansivo e coerente con un graduale calo del tasso dei senza lavoro. Il rischio è che la crescita degli occupati continui ad essere concentrata in contratti precari (+165mila rispetto a febbraio 2020), mentre i dipendenti a tempo indeterminato e gli autonomi sono ancora ben al di sotto dei livelli precedenti alla pandemia (-71 mila e -210 mila rispettivamente).

A novembre le **vendite al dettaglio** sono calate di -0,4% m/m in valore (-0,6% m/m in volume), la prima flessione dopo tre rialzi mensili consecutivi. Sul mese si registra una contrazione delle vendite di beni alimentari (-0,9% in valore, -1,2% in volume) a fronte di una sostanziale stagnazione per quelle di altri beni (0% in valore, -0,1% in volume). La variazione tendenziale è invece balzata al +12,5% da un precedente +4,0% per via del confronto favorevole con lo scorso anno quando la reintroduzione di misure anti-Covid frenarono le spese. I comparti che registrano la più ampia crescita rispetto allo scorso anno sono infatti calzature (+57,8%), abbigliamento (+51,8%) e articoli

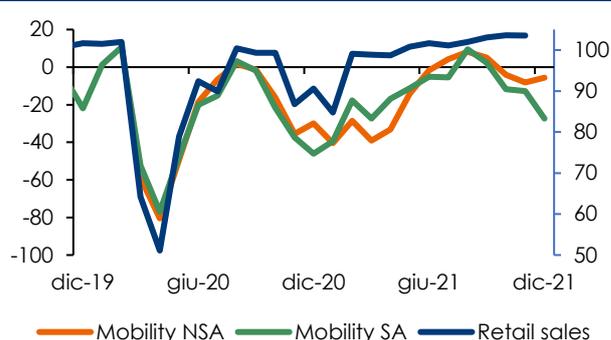
sportivi (+32,6%), mentre a calare sono solo le dotazioni informatiche (-0,9%). I più recenti dati ad alta frequenza sulla mobilità verso gli esercizi commerciali sono coerenti con una contrazione delle vendite al dettaglio, soprattutto di beni non alimentari, nel mese di dicembre e in media nel 4° trimestre. Nei mesi a cavallo d'anno la risalita dei contagi e il forte aumento delle tariffe energetiche e dei prezzi al consumo dovrebbero infatti frenare le spese, sia di beni di che di servizi. Le informazioni sulle immatricolazioni di auto e le indicazioni relative all'attività nei servizi, almeno fino a novembre, suggeriscono come le spese private possano comunque registrare un modesto incremento a fine 2021, su ritmi decisamente più fiacchi rispetto alla forte espansione estiva.

A novembre cala il tasso di disoccupazione mentre il tasso di attività sale ai massimi dall'inizio della pandemia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

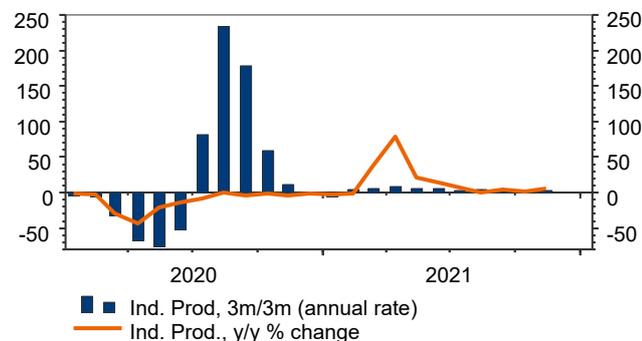
I dati sulla mobilità personale sono coerenti con un calo delle vendite, soprattutto per i beni non alimentari, a dicembre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Google

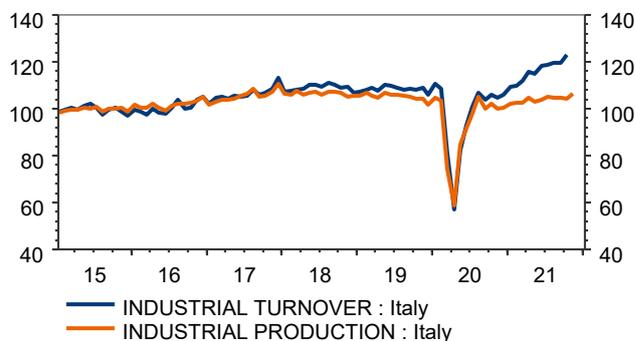
A novembre la **produzione industriale** è cresciuta di 1,9% m/m dopo essere calata di 0,5% m/m nel mese precedente (rivisto da -0,6%). Il dato rappresenta il maggior incremento congiunturale da ottobre 2020. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi la variazione è salita al +6,3% da un precedente +1,9%. Il progresso mensile è trainato dalla produzione di energia (+4,6% m/m) ma risulta comunque diffuso anche alle altre componenti con un incremento dell'output di beni strumentali (+2,0% m/m), intermedi (+0,8% m/m) e di consumo (+1,7% m/m). In particolare, si registra un aumento della produzione sia dei beni di consumo durevoli (+1,2% m/m) che non durevoli (+1,8% m/m). Se si esclude l'energia, la produzione nella sola manifattura è comunque cresciuta di un solido +1,7% m/m (+5,8% a/a). L'industria è quindi in rotta per un'espansione intorno allo 0,8% t/t nel 4° trimestre dopo essere già cresciuta di 1% t/t durante l'estate. I dati di novembre confermano la migliore performance relativa dell'industria italiana rispetto a quella delle altre principali economie europee, come Germania e Francia, dove peraltro l'attività nel settore non ha ancora recuperato i livelli pre-Covid. Non a caso, infatti, in Italia le strozzature all'offerta appaiono meno severe rispetto ad altri paesi. Tuttavia, la crescita dei contagi e il forte rincaro dei prezzi energetici potrebbero contribuire ad irrigidire ulteriormente i vincoli esistenti e frenare l'attività a inizio 2022. I rischi per la manifattura nel 1° trimestre appaiono quindi rivolti prevalentemente verso il basso, ma manteniamo uno scenario favorevole per il medio termine.

Produzione industriale: +1,9% m/m (+6,3% a/a)



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

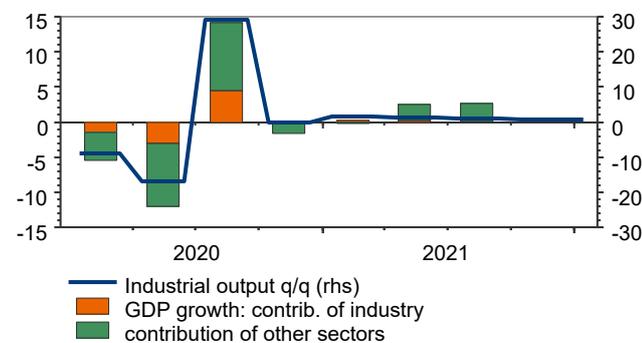
Il divario tra produzione e fatturato suggerisce che l'output ha ulteriore potenziale di crescita nel corso del 2022



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

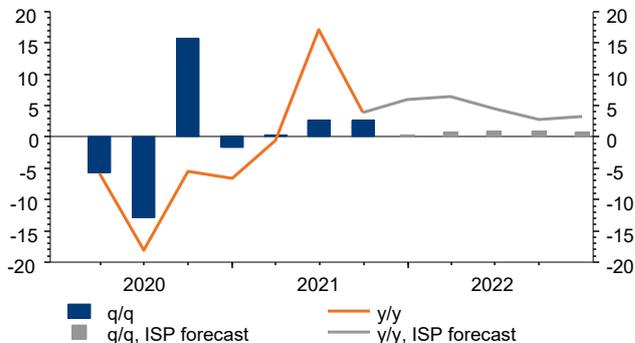
Nel 4° trimestre del 2021 prevediamo una crescita del PIL intorno allo 0,3% t/t: i dati industriali offrono indicazioni incoraggianti, ma riteniamo che sarà il rallentamento della dinamica dei servizi, soprattutto nei settori più esposti al rischio sanitario, a risultare determinante. La ripresa potrebbe riaccelerare modestamente a inizio 2022: l'attività economica a cavallo d'anno dovrebbe risultare debole, soprattutto a gennaio, ma ci aspettiamo un rimbalzo subordinato al miglioramento del contesto pandemico. In ogni caso lo scenario presenta ancora un ampio grado di incertezza e i rischi sul 1° trimestre del 2022 sono verso il basso. La ripresa dovrebbe poi riaccelerare nei trimestri centrali dell'anno e prevediamo una crescita in media del PIL al 4,3% nel 2022 dopo il 6,2% stimato per il 2021.

L'industria dovrebbe contribuire positivamente alla crescita nel 4° trimestre...



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

... ma continuiamo a prevedere un rallentamento della ripresa a fine anno. I rischi sul 1° trimestre del 2022 sono al ribasso



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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
CPI m/m	dic	0.4	%	0.2	-0.3
CPI a/a	dic	2.3	%	1.8	1.5
PPI a/a	dic	12.9	%	11.1	10.3
M2 a/a	dic	8.5	%	8.7	9.0
Nuovi prestiti bancari (flusso)	dic	1270.0	Mld ¥ CN	1250.0	1130
Finanza sociale aggregata (flusso)	dic	2610.00	Mld ¥ CN	2450.00	2370.00
Esportazioni in USD a/a	dic	22.0	%	20.0	20.9
Importazioni in USD a/a	dic	31.7	%	26.3	19.5
Bilancia commerciale USD	dic	71.72	Mld \$	74.50	94.46

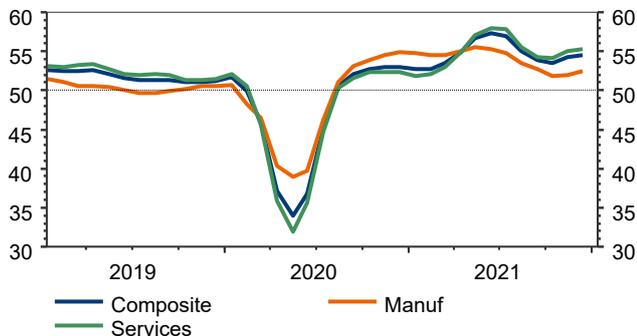
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è rallentata da 2,3% a/a in novembre a 1,5% in dicembre, ritornando sui livelli di ottobre e registrando un calo dello 0,3% m/m. La discesa, superiore alle attese (consenso Bloomberg 1,7% a/a), è stata aiutata da un effetto base favorevole e guidata dal comparto dei beni (-0,4% m/m in dicembre da +0,9% m/m in novembre rispetto a una variazione nulla nei servizi), in particolare dagli alimentari (-0,6% m/m e -1,2% a/a, escluso tabacco) e dal rallentamento dei prezzi dei carburanti (da 35% a/a in novembre a 22% a/a in dicembre, con un calo del 5,2% m/m). La mancanza di pressioni su altri comparti ha mantenuto stabile l'**inflazione core** a 1,2% a/a, mentre l'**inflazione dei prezzi alla produzione** è scesa più delle attese (consenso Bloomberg 11,3%) a 10,3% a/a in dicembre da 12,9% a/a in novembre, con un calo dell'1,2% m/m, il primo da maggio 2020, guidato dalle materie prime industriali. L'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe continuare a scendere nei prossimi mesi anche grazie a un forte effetto base favorevole. Quest'ultimo dovrebbe contrastare eventuali rischi al rialzo derivanti da possibili ulteriori interruzioni delle catene produttive in seguito all'ultima ondata di contagi. L'inflazione dei prezzi al consumo dovrebbe rimanere contenuta, al di sotto del 2% per gran parte dell'anno, grazie al rallentamento degli alimentari e all'assenza di pressioni da domanda.

La dinamica delle **esportazioni** è rimasta ancora robusta (a 20,9% a/a in dicembre) seppur in modesto rallentamento rispetto a novembre (+22% a/a), ancora fortemente trainata dai beni legati alla pandemia (beni medicali e farmaceutici, prodotti per l'elaborazione dei dati, elettronica e high tech) e, dal punto di vista geografico, dall'export verso gli Stati Uniti (+21,2% a/a in dicembre) e l'area euro (area euro3: Germania, Francia e Italia, +22,8% a/a). Al contrario le **importazioni** sono sensibilmente rallentate, da 31,7% a/a in novembre a 19,5% a/a in dicembre, spinte al ribasso dal calo tendenziale dell'import dal Giappone (-3,9% a/a), dall'area euro (area euro 3: -8,9% a/a) e una netta frenata delle importazioni dagli Stati Uniti, mentre le importazioni dall'area ASEAN6 hanno tenuto (+21,4% a/a). Dal punto di vista merceologico, i dati in volume evidenziano una decelerazione concentrata soprattutto sulle materie prime industriali (ferro, rame, acciaio), seguite da quelle agricole e dei circuiti integrati, in linea con il rallentamento della domanda interna guidato dal settore immobiliare e atteso continuare nei prossimi mesi. La parziale chiusura di alcuni porti legata all'aumento dei contagi (Dalian, Shanghai, Tianjin, Shenzhen) potrebbe esacerbare le difficoltà logistiche nel breve termine, con un impatto sulle consegne. L'atteso rallentamento delle esportazioni, in linea con la debolezza degli ordini esteri e l'aumento della domanda di servizi nei paesi industrializzati parallelo alla normalizzazione della situazione pandemica, potrebbe essere mitigato dalla recente entrata in vigore del trattato commerciale RCEP (1° gennaio 2022), che supporterà l'export verso i paesi asiatici.

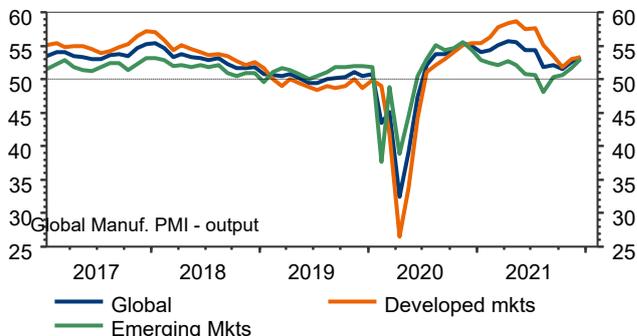
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



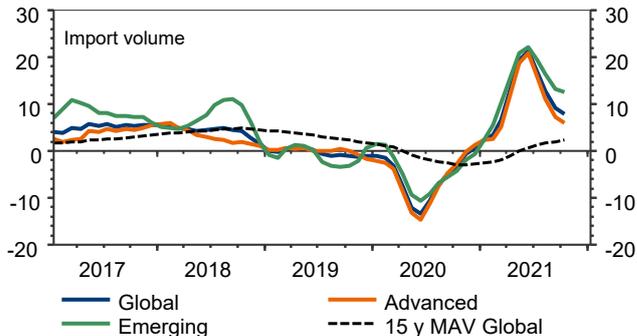
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



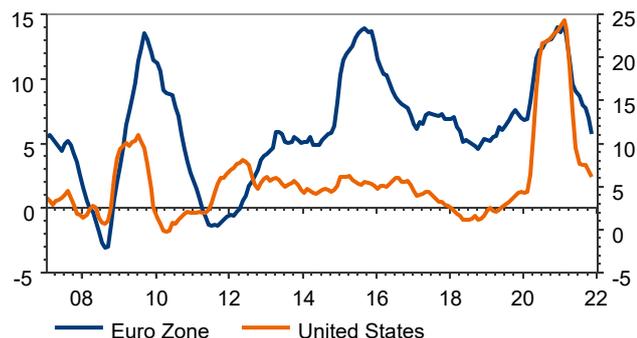
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



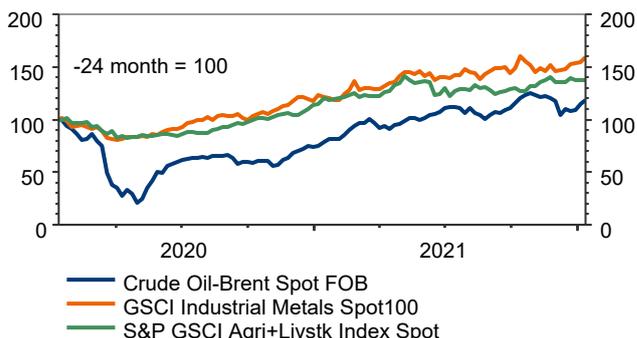
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

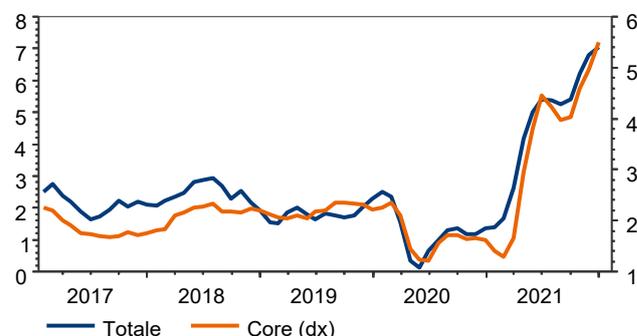
Stati Uniti

Indagini ISM



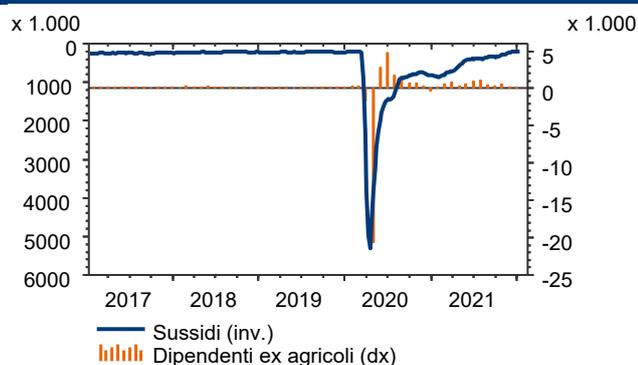
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



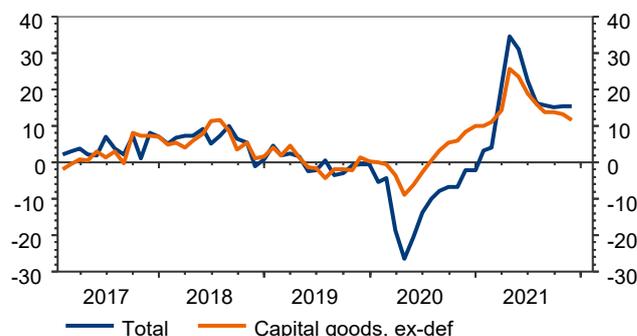
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

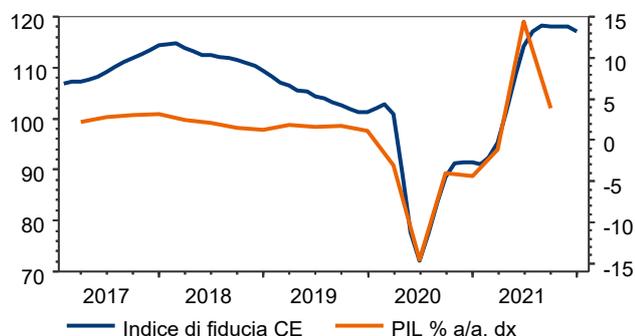
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.6	4.0	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.2	4.4	3.9	4.2
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.3	5.5	3.1	4.7	3.6
Consumi privati	-3.8	8.0	3.7	3.4	11.4	12.0	2.0	4.8	1.2	5.3	3.1
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.4	4.0	12.5	12.9	9.2	1.7	3.5	3.8	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	2.1	2.7	2.3	2.8
Esportazioni	-13.6	4.0	7.3	22.5	-2.9	7.6	-5.3	12.9	3.5	14.2	10.1
Importazioni	-8.9	13.3	3.2	31.3	9.3	7.1	4.7	6.5	-3.5	5.1	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.1	0.5	1.4	-3.8	-1.7	2.1	2.9	0.0	-0.8	-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	4.4	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	6.6	4.9	3.8
Produzione Industriale	-7.2	5.6	3.5	2.0	1.0	1.6	0.9	1.2	0.3	1.0	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	3.5	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.5

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

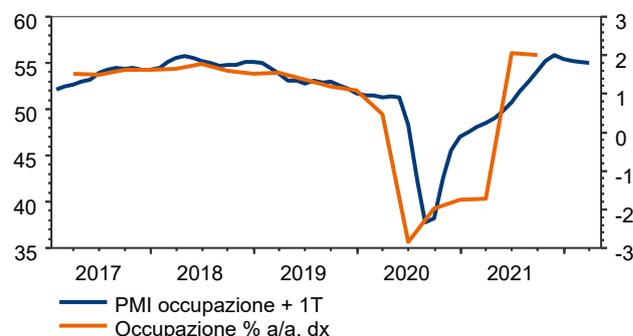
Area euro

PIL



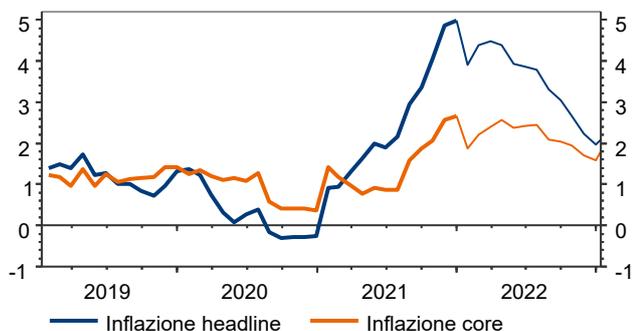
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	3.9
febbraio	1.2	0.9	4.4
marzo	0.7	1.3	4.5
aprile	0.3	1.6	4.4
maggio	0.1	2.0	3.9
giugno	0.3	1.9	3.9
luglio	0.4	2.2	3.8
agosto	-0.2	3.0	3.3
settembre	-0.3	3.4	3.0
ottobre	-0.3	4.1	2.7
novembre	-0.3	4.9	2.2
dicembre	-0.3	5.0	2.0

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	0.2	0.4	1.1	1.1
Consumi privati	-8.0	3.5	5.1	-3.0	-2.3	3.9	4.1	0.4	0.4	1.0	1.0
Investimenti fissi	-7.3	3.7	4.5	2.7	0.0	1.3	-0.9	1.4	1.4	1.6	1.3
Consumi pubblici	1.3	3.8	1.1	0.8	-0.6	2.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	-9.4	9.6	4.9	4.3	1.2	2.4	1.2	1.2	1.0	1.2	1.2
Importazioni	-9.3	7.1	5.3	4.8	1.0	2.9	0.7	1.4	1.3	1.3	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	0.0	0.5	1.0	-0.4	-0.1	-0.2	0.0	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.5	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	3.5	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	4.3	4.1	3.4
Produzione industriale (a/a)	-7.9	7.6	1.4	-0.5	4.7	23.1	6.1	-0.8	-1.0	0.3	2.2
Disoccupazione (%)	7.9	7.7	7.1	8.2	8.1	8.0	7.5	7.2	7.2	7.1	7.0
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.55	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.57	-0.57	-0.55

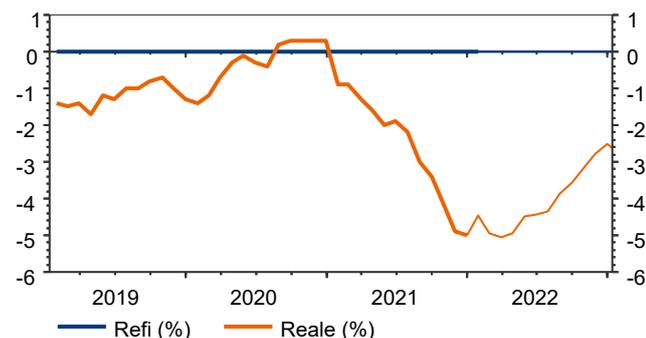
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	13/1	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.57	-0.56	-0.58	-0.57	-0.57	-0.56	-0.55	-0.54
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	-0.57	-0.57	-0.57	-0.54	-0.54

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

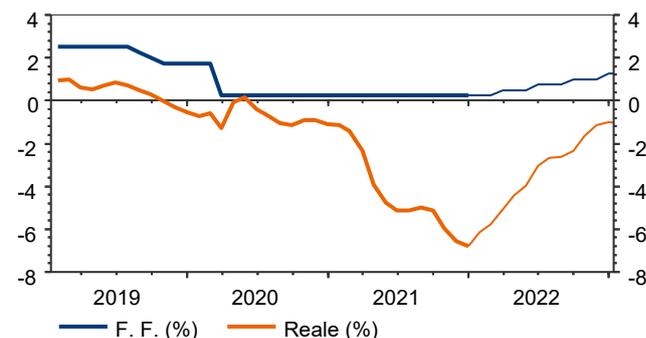


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	13/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	0.17	0.30	0.57	0.82	1.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

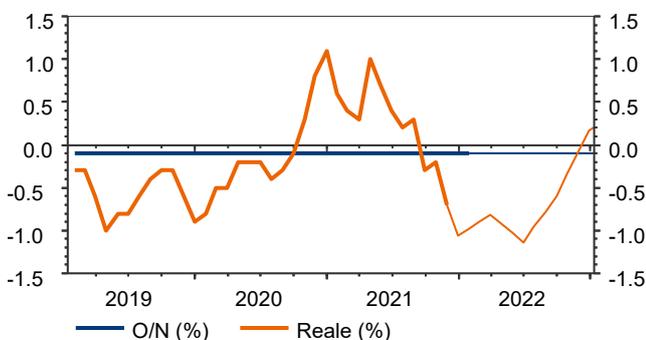


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	13/1	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.08	-0.08	-0.02	-0.04	-0.07	-0.06	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

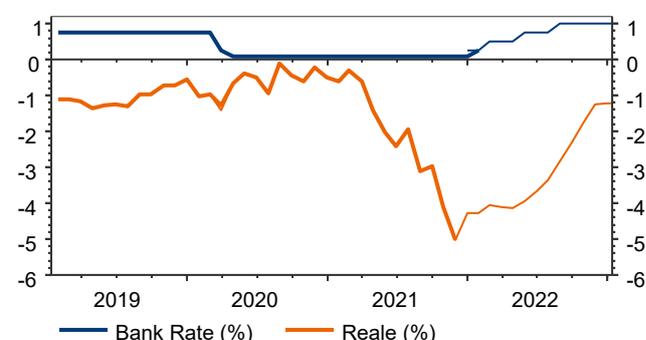


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	13/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.00
Libor GBP 3m	0.08	0.08	0.26	0.51	0.70	0.90	1.10	1.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	14/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.21	1.18	1.16	1.13	1.1458	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	110	104	110	114	114	113.88	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.30	1.37	1.39	1.37	1.32	1.3728	1.33	1.37	1.41	1.44	1.48
EUR/CHF	1.08	1.08	1.08	1.07	1.04	1.0436	1.05	1.07	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	122	126	130	132	128	130.48	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.86	0.89	0.85	0.85	0.85	0.8345	0.83	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
---------------	-------	---------------------------------