

Weekly Economic Monitor

Il punto

FOMC: anno nuovo, politica monetaria nuova. La massima occupazione è raggiunta, e l'inflazione elevata mette a rischio l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il FOMC si prepara alla rimozione dello stimolo monetario. Prevediamo la svolta dei tassi a marzo, un sentiero di graduali rialzi verso (almeno) livelli neutrali e l'inizio della riduzione del bilancio entro l'estate. Possibile un'ulteriore accelerazione del tapering a febbraio. **Rischi per i tassi: verso l'alto.**

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di gennaio: saranno diffusi l'IFO tedesco, gli indici Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona e gli indici di fiducia della Commissione; le survey, soprattutto nel settore dei servizi, dovrebbero evidenziare un chiaro rallentamento. Le prime stime sul PIL del 4° trimestre potrebbero mostrare una crescita negativa in Germania e solo di poco al di sopra dello zero in Francia e Belgio, mentre in Spagna l'attività economica, pur in decelerazione rispetto ai mesi precedenti, dovrebbe risultare più sostenuta che negli altri principali Paesi dell'Eurozona.

Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà dominata dalla riunione del FOMC, che dovrebbe aprire la strada a una probabile svolta dei tassi attesa per marzo. In termini di dati, per gennaio i PMI flash dovrebbero flettere modestamente sulla scia degli effetti (transitori) di Omicron e la fiducia dei consumatori dovrebbe correggere ancora per i timori relativi all'inflazione. Fra i dati di dicembre, le vendite di case nuove sono attese in rialzo: la spesa personale dovrebbe essere in modesto aumento e il reddito dovrebbe proseguire sul sentiero positivo. Il deflatore dei consumi core dovrebbe segnare un nuovo ampio rialzo, con l'inflazione core sui massimi dal 1982. La prima stima del PIL del 4° trimestre è attesa a 5% t/t ann. mentre l'Employment Cost Index a fine 2021 dovrebbe confermare la netta accelerazione del costo del lavoro.

21 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

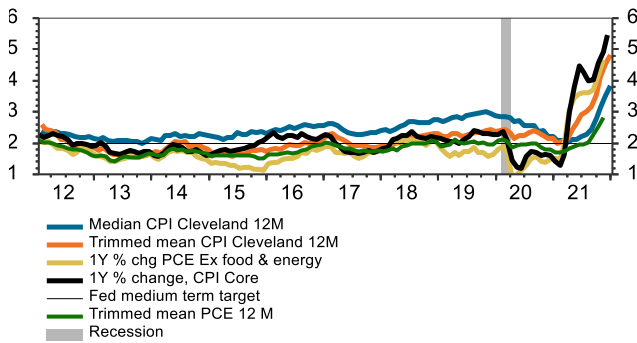
Silvia Guizzo
Economista – Asia Ex Giappone

Il punto

FOMC: anno nuovo, politica monetaria nuova. La massima occupazione è raggiunta, e l'inflazione elevata mette a rischio l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il FOMC si prepara alla rimozione dello stimolo monetario. Prevediamo la svolta dei tassi a marzo, un sentiero di gradual rialzi verso (almeno) livelli neutrali e l'inizio della riduzione del bilancio entro l'estate. Possibile un'ulteriore accelerazione del tapering a febbraio. **Rischi per i tassi: verso l'alto.**

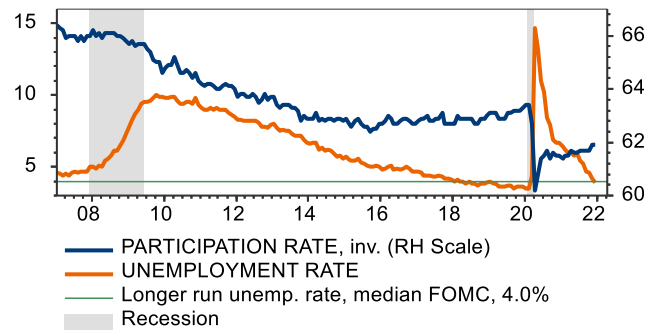
- La **riunione del FOMC** del 25-26 gennaio dovrebbe preparare l'avvio dei rialzi a marzo, ormai segnalato esplicitamente dal Comitato nei discorsi delle ultime settimane. Comunicato e conferenza stampa dovrebbero dare indicazioni coerenti con un rialzo imminente, segnalando che le **condizioni per la svolta dei tassi sono ormai praticamente raggiunte per la massima occupazione e superate per la stabilità dei prezzi**. In questo contesto, il quadro economico sarebbe, a nostro avviso, in contrasto con un ulteriore aumento dello stimolo monetario. Pertanto, il FOMC potrebbe decidere di **accelerare ulteriormente il ritmo del tapering**, che ora prevede per gennaio una riduzione degli acquisti mensili di 20 mld per i Treasury e 10 mld per i MBS. Nel comunicato di dicembre si affermava che il ritmo degli acquisti potrebbe essere aggiustato "se giustificato da variazioni dello scenario". Il Comitato potrebbe aumentare il ritmo di riduzione, terminando gli acquisti netti a febbraio o, quanto meno, ridimensionandoli ulteriormente.
- In assenza dell'aggiornamento delle proiezioni economiche, non ci dovrebbero essere informazioni precise sul sentiero dei tassi. Tuttavia, ci aspettiamo che Powell sottolinei la necessità di una **graduale rimozione dello stimolo monetario** per controllare l'inflazione e ridurre gli squilibri di domanda e offerta, evidenziando l'impegno della Fed ad agire per **riportare i tassi verso un "livello più normale"**, come affermato da Williams.
- Il FOMC a dicembre riteneva possibile un **parziale aggiustamento endogeno degli eccessi di domanda**: questo potrebbe giustificare un sentiero dei tassi inferiore alla neutralità. A nostro avviso, l'allentamento dei vincoli all'offerta sia per i beni sia per il lavoro è ancora lontano e per questo i **tassi dovrebbero riavvicinarsi a livelli neutrali**, con rischi verso l'alto. L'espansione dell'offerta di beni e lavoro potrà probabilmente migliorare solo per la parte legata all'ondata dovuta a Omicron, ma non abbastanza da colmare gli eccessi di domanda nel 2022. Per questo, **prevediamo 4 rialzi nel 2022, con rischi verso l'alto, e 4 nel 2023.**
- La conferenza stampa e, successivamente, i verbali, dovrebbero dare molto spazio al bilancio, discutendo modi e tempi di una sua riduzione a breve. Powell dovrebbe confermare che la fase di riacquisti solo parziali dei titoli in scadenza è prevista dopo uno o due rialzi. L'**aggiornamento dello "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy"** dovrebbe però ribadire che "i principali mezzi per aggiustare la stance della politica monetaria sono i cambiamenti nell'intervallo obiettivo dei fed funds".
- Alla riunione di gennaio il Comitato dovrebbe entrare nei **dettagli del processo di normalizzazione del bilancio**. In particolare, la discussione riguarderà i tempi dell'inizio della riduzione, la stima del punto di arrivo per il bilancio e il livello del tetto ai riacquisti. Quest'ultimo dovrebbe essere più elevato rispetto al passato, con un possibile ritmo di riduzione di circa 100 mld al mese a regime, ma con un probabile inizio su livelli più contenuti. Uno scenario centrale per il sentiero del bilancio potrebbe includere: 1) inizio della riduzione entro l'estate; 2) ritmi di riduzione intorno a 100 mld al mese, con possibili aumenti se consentito dal mercato; 3) punto di arrivo intorno a 4-5 tln. La storia insegna che la flessibilità dovrà regnare sovrana, anche se i nuovi strumenti ora disponibili (standing repo facility, overnight reverse repo facility) potranno contribuire a un andamento più regolare della normalizzazione.
- In conclusione, la nostra previsione è che **l'intervallo obiettivo dei fed funds resti lo strumento principale per la rimozione dello stimolo monetario**, da modulare in base all'evoluzione dello scenario. La **normalizzazione del bilancio** dovrebbe invece procedere in modo lineare e, per quanto possibile, prevedibile. A nostro avviso, il persistente eccesso di domanda di beni e di lavoro, e le pressioni sui prezzi e sui salari in generale, implicano **rischi per il sentiero dei tassi di interesse orientati verso l'alto nel 2022.**

Fed: obiettivo superato per la stabilità dei prezzi...



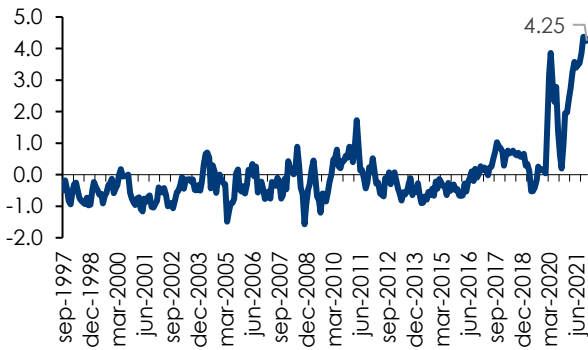
Fonte: Refinitiv Datastream

...e raggiunto per la massima occupazione



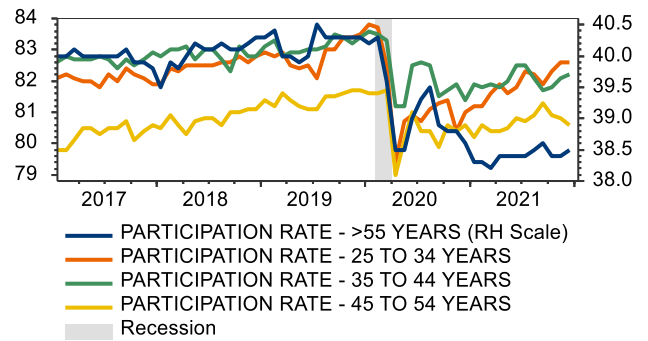
Fonte: Refinitiv Datastream

Il barometro delle pressioni sulla catena globale del valore non segnala miglioramenti in arrivo, nella migliore delle ipotesi solo una stabilizzazione



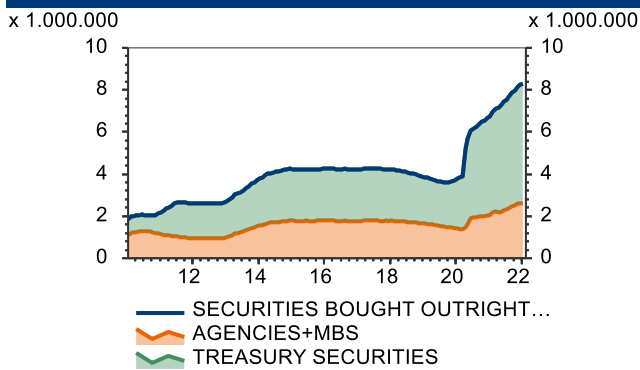
Fonte: NY Fed

L'offerta di lavoro è frenata da cambiamenti comportamentali e alimenta rischi di spirale salari/prezzi



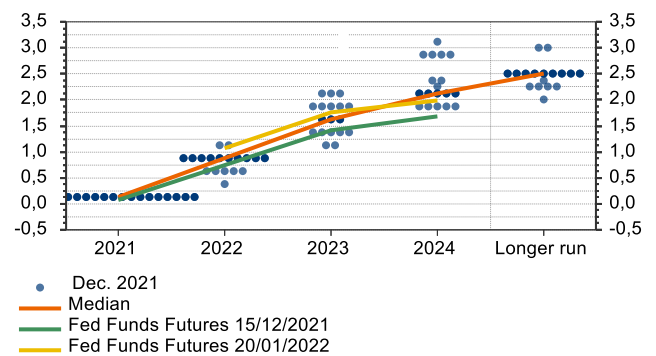
Fonte: Refinitiv Datastream

La svolta del bilancio dovrebbe essere più rapida che in passato



Fonte: Refinitiv Datastream

Il grafico a punti si sposterà probabilmente verso l'alto a marzo

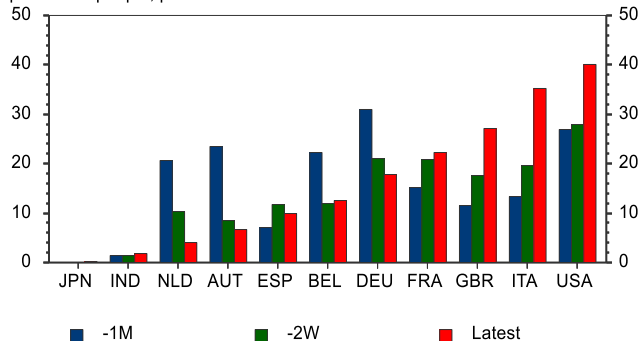


Fonte: Refinitiv Datastream

Monitor dell'impatto COVID

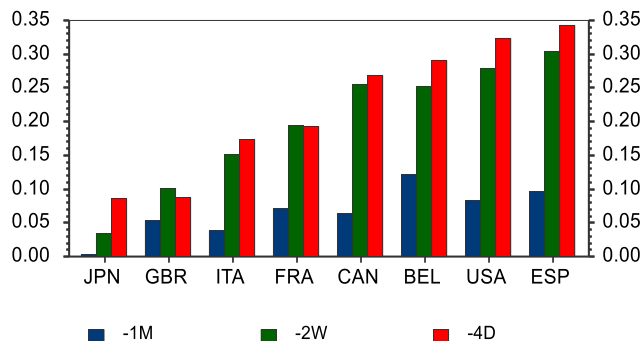
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



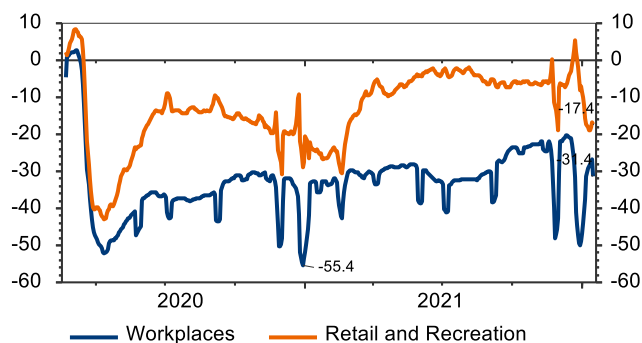
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



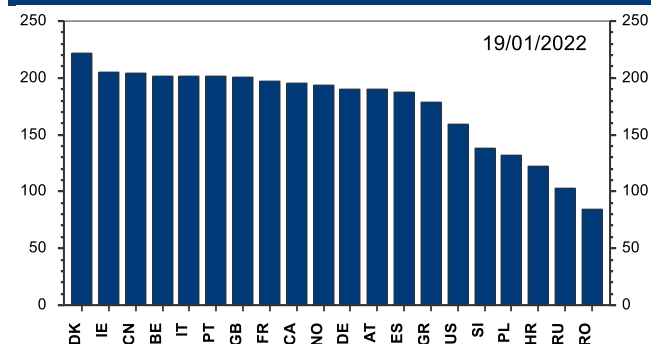
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di gennaio: saranno diffusi l'IFO tedesco, gli indici Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona e gli indici di fiducia della Commissione; le survey, soprattutto nel settore dei servizi, dovrebbero evidenziare un chiaro rallentamento. Le prime stime sul PIL del 4° trimestre potrebbero mostrare una crescita negativa in Germania e solo di poco al di sopra dello zero in Francia e Belgio, mentre in Spagna l'attività economica, pur in decelerazione rispetto ai mesi precedenti, dovrebbe risultare più sostenuta che negli altri principali Paesi dell'Eurozona.

Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà dominata dalla riunione del FOMC, che dovrebbe aprire la strada a una probabile svolta dei tassi attesa per marzo. In termini di dati, per gennaio i PMI flash dovrebbero flettere modestamente sulla scia degli effetti (transitori) di Omicron e la fiducia dei consumatori dovrebbe correggere ancora per i timori relativi all'inflazione. Fra i dati di dicembre, le vendite di case nuove sono attese in rialzo: la spesa personale dovrebbe essere in modesto aumento e il reddito dovrebbe proseguire sul sentiero positivo. Il deflatore dei consumi core dovrebbe segnare un nuovo ampio rialzo, con l'inflazione core sui massimi dal 1982. La prima stima del PIL del 4° trimestre è attesa a 5% t/t ann. mentre l'Employment Cost Index a fine 2021 dovrebbe confermare la netta accelerazione del costo del lavoro.

Lunedì 24 gennaio

Area euro

■ **Area euro.** Le indagini **PMI** di gennaio dovrebbero suggerire come la risalita dei contagi a inizio anno abbia penalizzato l'attività economica, ma in misura minore rispetto a precedenti ondate. L'indice relativo ai servizi è visto calare a 51,2 da un precedente 53,1. Nell'industria, oltre alla recrudescenza pandemica, peseranno i rincari dei costi energetici: prevediamo una correzione del morale manifatturiero a 57,1 da 58 di dicembre. Il PMI composito è quindi atteso portarsi a 51,4 da 53,3 precedente, su livelli coerenti con una brusca frenata della ripresa a cavallo d'anno.

Stati Uniti

■ Il **PMI manifatturiero flash** è previsto in modesto calo a 56 a gennaio, da 57,7 di dicembre. Il **PMI dei servizi** dovrebbe correggere più ampiamente, sulla scia degli effetti di Omicron, da 57 di dicembre a 54 a gennaio. L'attività nel 1° trimestre dovrebbe continuare ad espandersi grazie alla domanda sempre solida, nonostante la nuova ondata di contagi, mentre dal lato delle strozzature all'offerta le politiche di restrizione sanitaria adottate in Cina dovrebbero impedire miglioramenti nei prossimi mesi.

Martedì 25 gennaio

Area euro

■ **Germania.** L'indagine **IFO** di gennaio potrebbe restituire un quadro economico quasi immutato rispetto al mese precedente, caratterizzato, tra l'altro, da forte incertezza derivante dalla diffusione della variante Omicron. Gli indicatori delle aspettative e della situazione corrente dovrebbero seguire una dinamica simile a quella registrata dalle medesime componenti dell'indagine ZEW: le attese potrebbero migliorare a 94,5 da 92,6, mentre l'indice sulla situazione corrente dovrebbe mostrare una nuova contrazione (a 96,1 da 96,9 punti). L'indice sintetico è atteso in lieve miglioramento da 94,7 a 95,3 punti.

Stati Uniti

■ La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board dovrebbe flettere a 111 a gennaio, da 115,8 di dicembre, con una nuova correzione dovuta ancora una volta ai timori per l'inflazione, in linea con i segnali delle altre indagini.

Mercoledì 26 gennaio

Area euro

- **Francia.** L'**indice di fiducia dei consumatori** INSEE relativo al mese di gennaio dovrebbe riportare una discesa di tre punti (da 100 a 97), sulla scia di un peggioramento delle opinioni rispetto a standard di vita, inflazione percepita negli ultimi 12 mesi e maggiori timori di disoccupazione (sebbene questi ultimi restino su livelli storicamente bassi). Più in generale, sul morale dovrebbe incidere negativamente sia il peggioramento del quadro sanitario - che ha reso necessario introdurre nuove misure di contenimento dei contagi - sia l'erosione del potere d'acquisto delle famiglie, solo parzialmente mitigata dai provvedimenti del Governo.

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a dicembre sono attese a 765 mila, da 744 mila di novembre. La scarsità di case in vendita, l'elevato livello dei prezzi e l'aumento dei tassi sui mutui continueranno a frenare la dinamica delle vendite di case, nonostante il livello solido della fiducia dei costruttori.
- L'evento principale della settimana sarà la **riunione del FOMC**, che dovrebbe preparare l'avvio dei rialzi a marzo, ormai segnalato esplicitamente dal Comitato nei discorsi delle ultime settimane. Comunicato e conferenza stampa dovrebbero dare indicazioni coerenti con un rialzo imminente, segnalando che le **condizioni per la svolta dei tassi sono ormai praticamente raggiunte per la massima occupazione e superate per la stabilità dei prezzi**. In questo contesto, il quadro economico sarebbe, a nostro avviso, in contrasto con un ulteriore aumento dello stimolo monetario. Pertanto, il FOMC potrebbe decidere di **accelerare ulteriormente il ritmo del tapering**. La conferenza stampa e, successivamente, i verbali, dovrebbero dare molto spazio al **bilancio**, discutendo modi e tempi di una sua riduzione a breve. Powell dovrebbe confermare che la fase di riacquisti solo parziali dei titoli in scadenza è prevista dopo uno o due rialzi. L'**aggiornamento dello "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy"** dovrebbe però ribadire che "i principali mezzi per aggiustare la *stance* della politica monetaria sono i cambiamenti nell'intervallo obiettivo dei fed funds". L'espansione dell'offerta di beni e lavoro potrà probabilmente migliorare solo per la parte legata all'ondata dovuta a Omicron, ma non abbastanza da colmare gli eccessi di domanda nel 2022. Per questo, **prevediamo 4 rialzi nel 2022, con rischi verso l'alto, e 4 nel 2023**.

Giovedì 27 gennaio

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a dicembre (prel.) sono previsti in calo di -0,2% m/m, dopo 2,6% m/m di novembre, in seguito all'indebolimento nel comparto dell'aeronautica civile. Al netto di trasporti, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,4% m/m. La dinamica del fatturato, attesa in rialzo più contenuto rispetto agli ordini, dovrebbe confermare persistente difficoltà a soddisfare la domanda a causa delle strozzature dal lato dell'offerta.
- La prima stima del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe registrare una crescita di 5% t/t ann., dopo 3,2% t/t ann. del 3° trimestre, con accelerazione attesa per consumi, investimenti e un ampio contributo delle scorte. I dati disponibili puntano a un rallentamento significativo dei consumi a inizio 2022, che però dovrebbe essere transitorio e causato in parte da problemi di destagionalizzazione e in parte dagli effetti temporanei della nuova ondata pandemica.

Venerdì 28 gennaio

Area euro

- **Area euro.** Le indagini della Commissione Europea di gennaio dovrebbero riportare una correzione dell'indice composito di fiducia economica **ESI** a 114,5 da 115,3 di dicembre, sui minimi da aprile. La risalita dei contagi dovrebbe penalizzare il morale nei settori più esposti al rischio sanitario, come commercio al dettaglio e servizi (l'indice relativo è atteso a 7,5 da

11,2 di dicembre) mentre la fiducia nell'industria è vista solo in lieve calo, su livelli storicamente elevati, a 14,5 da un precedente 14,9.

- **Germania.** Nel 4° trimestre il **PIL** dovrebbe aver registrato una contrazione di -0,4% t/t (1,4% a/a), spiegata dalla debolezza del valore aggiunto nell'industria e (dal lato della domanda) dal commercio estero. Un contributo positivo dovrebbe arrivare invece dalla domanda interna. La crescita potrebbe tornare positiva nel 1° trimestre 2022 (0,6% t/t), ma i rischi su questa previsione sembrano al momento al ribasso.
- **Belgio.** Prevediamo un marcato rallentamento della crescita del **PIL** nel 4° trimestre, a 0,2% t/t (5,3% a/a) dal 2% t/t registrato durante l'estate. La risalita dei contagi tra novembre e dicembre dovrebbe aver frenato la ripresa nei servizi, mentre l'industria potrebbe aver fornito un apporto negativo al valore aggiunto per il secondo trimestre consecutivo. L'espansione dovrebbe rimanere fiacca anche a inizio 2022, ancora penalizzata da contagi e rincari energetico, prima di riprendere vigore nei trimestri centrali dell'anno. Dopo il 6,1% stimato per il 2021, vediamo una decelerazione della crescita al 2,6% nel 2022.
- **Francia.** La **spesa per consumi**, a dicembre, è attesa in calo di -0,4% m/m, sulla scia della progressiva reintroduzione di misure di contenimento dei contagi da COVID-19, unita ad una accresciuta percezione dell'inflazione. Il dato, se confermato, lascerebbe la spesa privata per beni in progresso di appena 0,2% t/t nel trimestre finale dell'anno.
- **Francia.** La lettura preliminare del **PIL** relativa al quarto trimestre dovrebbe riportare una crescita poco più che stagnante (nostra stima: 0,2% t/t), dopo l'ampio progresso del trimestre estivo (3% t/t). Il dato consentirebbe al PIL di portarsi, sia pure marginalmente, al di sopra dei livelli di fine 2019; la crescita 2021 si attesterebbe a 6,6%, ben al di sopra delle stime iniziali. Il PIL è visto in crescita su livelli moderati anche nel primo trimestre del 2022, prima di riaccelerare dal trimestre primaverile.
- **Spagna.** La lettura preliminare del **PIL** relativa al quarto trimestre dovrebbe riportare una crescita congiunturale di 1,4% t/t. La crescita 2021 si attesterebbe a 4,8%; l'attività economica rimarrebbe più bassa di -4,6% rispetto ai livelli pre-crisi. A inizio 2022, la ripresa potrebbe risultare ancora frenata dalle criticità connesse alla risalita dei contagi, alle strozzature all'offerta e ai rincari energetici, nonché ai ritardi nell'attuazione del PNRR. Nel 2022 ci attendiamo un recupero di +5,6%, che consentirebbe di chiudere il gap rispetto al 2019, nel quarto trimestre dell'anno.
- **Italia.** La **fiducia di imprese e consumatori** è attesa in calo a gennaio, soprattutto per effetto della nuova recrudescenza pandemica. Il morale delle famiglie è visto a 116,5 dopo il sorprendente lieve rialzo a 117,7 del mese di dicembre. La fiducia delle aziende dovrebbe rallentare soprattutto nel settore dei servizi (a 108,8 da 110,2), ma anche le imprese industriali potrebbero evidenziare un minore ottimismo (a 114,5 da 115,2), sulla scia dei rincari energetici; l'indice composito di fiducia delle aziende (IESI) è visto attestarsi a 112 da 113,1 di dicembre.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a dicembre dovrebbe essere assai debole, alla luce delle vendite al dettaglio ampiamente negative e del probabile freno esercitato dai contagi sui servizi, nonostante la spinta verso l'alto causata dal rialzo dei prezzi. La previsione è di aumento di 0,1% m/m in termini nominali, corrispondente a una correzione di -0,6% m/m in termini reali. La spesa per i beni dovrebbe essere in calo di circa -2% m/m, ma essere più che controbilanciata dall'aumento nei servizi, colpiti solo parzialmente dagli effetti di Omicron a dicembre, e nelle utility. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,4% m/m. Il **deflatore dei consumi core** è previsto in rialzo di 0,5% m/m, alla luce delle informazioni del CPI e del PPI, con una variazione annua di 4,8% a/a, sui massimi dal 1982.
- L'**Employment Cost Index** del 4° trimestre, atteso in aumento di 1,2% t/t, dopo 1,3% in estate, dovrebbe confermare il trend verso l'alto del costo del lavoro, in rapida accelerazione da

fine 2020. Su base tendenziale l'indice dovrebbe superare il 4% a/a, e portarsi sui massimi dal 2001.

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a gennaio (finale) dovrebbe flettere ulteriormente, a 68,2 da 68,8 della lettura preliminare, mentre le aspettative di inflazione a 5-10 anni dovrebbero mantenersi su livelli elevati, a 3,1%.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (24 – 30 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 24/1	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		gen	54.3			
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	gen	57.0	55.3	55.3	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	gen	55.6	55.5	55.7	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	gen	48.7	48.0	48.0	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	gen	57.4	57.0	56.7	
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	gen	53.1	52.1	51.2	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	gen	58.0	57.6	57.1	
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	gen	53.3	52.6	51.4	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		dic	4.2	Mld €		
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	gen	57.9	57.8		
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	gen	53.6	53.7		
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	gen	57.7		56.0	
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		gen	57.0			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	gen	57.6		54.0	
	Mar 25/1	10:00	GER	IFO	**	gen	94.7	94.5	95.3
10:00		GER	IFO (sit. corrente)		gen	96.9	95.8	96.1	
10:00		GER	IFO (attese)		gen	92.6	93.0	94.5	
15:00		BEL	Indice ciclico BNB		gen	3.6			
15:00		USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		nov	18.4	%		
15:00		USA	Indice dei prezzi delle case m/m		nov	1.1	%		
16:00		USA	Fiducia consumatori (CB)	*	gen	115.8	113.3	111.0	
Mer 26/1	08:45	FRA	Fiducia consumatori		gen	100	98	97	
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		dic	-97.8	Mld \$		
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	dic	0.744	Mln	0.765	
Gio 27/1	08:00	GER	Fiducia consumatori		feb	-6.8	-7.5		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	286	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.635	Mln		
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	dic	2.6	%	-0.2	
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	dic	0.9	%	0.5	
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T4	2.3	%	5.8	
Ven 28/1	00:00	ITA	Fatturato industriale m/m		nov	2.8	%		
	00:00	ITA	Fatturato industriale a/a		nov	16.9	%		
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	dic	0.8	%	-0.4	
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T4	3.0	%	0.6	
	08:00	GER	Prezzi import a/a		dic	24.7	%		
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T4	2.6	%	1.4	
	10:00	ITA	PPI a/a		dic	22.1	%		
	10:00	ITA	PPI m/m		dic	1.2	%		
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		gen	117.7	117.0	116.5	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	gen	115.2	115.8	114.5	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	dic	7.3	%	7.0	
	10:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T4	1.7	%	-0.2	
	10:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T4	2.5	%	1.9	
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	gen	115.3	114.5	114.5	
	11:00	EUR	Fiducia servizi		gen	11.2		7.5	
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		gen	-8.3			
	11:00	EUR	Fiducia industria		gen	14.9	14.9	14.5	
	11:00	BEL	PIL t/t prelim		T4	2.0	%	0.2	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	dic	0.5	%	0.5	
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	dic	0.6	%	0.1	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	dic	4.7	%	4.8	
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	dic	5.7	%		
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		dic	0.4	%	0.4	
	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T4	1.3	%	1.2	
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		gen	prel 68.8	68.8	68.2	
	Dom 30/1	02:00	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	gen	50.3		
		02:00	CN	PMI composito - Caixin		gen	52.2		
02:45		CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	gen	50.9			

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 (24 – 28 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mer 26/1	20:00	USA	* Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0.0% - 0.25%)
	20:30	USA	* Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio 27/1	14:30	EUR	Discorso di Scicluna (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	gen	31.9		25.0	-0.7
Indice Mercato Immobiliare NAHB	gen	84		84	83
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	nov	7.1	Mld \$		137.4
Licenze edilizie	dic	1.717	Mln	1.701	1.873
Nuovi cantieri residenziali	dic	1.678 (1.679)	Mln	1.650	1.702
Richieste di sussidio	settim	231 (230)	x1000	220	286
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.551 (1.559)	Mln	1.580	1.635
Indice Philadelphia Fed	gen	15.4		20.0	23.2
Vendite di case esistenti (mln ann.)	dic	6.48 (6.46)	Mln	6.44	6.18
Indice anticipatore m/m	dic	1.1	%	0.8	

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

L'indice **Empire della NY Fed** di gennaio ha segnato un brusco calo, a -0,7 da 31,9, indicando stallo dell'attività per la prima volta da metà 2020, mentre sono in rialzo gli ordini inevasi. Tuttavia, gli indici a 6 mesi sono su livelli ampiamente espansivi e i piani di investimento sono forti. Gli indici di prezzo continuano a indicare significative pressioni verso l'alto.

L'indice della **Philadelphia Fed** a gennaio aumenta di 8 punti, a 23,2, con indicazioni di espansione moderata per l'attività, le consegne, gli ordini e l'occupazione. Gli indici di prezzo continuano a mostrare significative pressioni verso l'alto, soprattutto per gli input. Gli indicatori a 6 mesi segnalano proseguimento atteso della crescita. Le imprese prevedono ampi aumenti dei costi nel prossimo anno, con +8,9% per le materie prime e 6,4% per le retribuzioni, in netto rialzo rispetto all'anno precedente.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 15 gennaio sono in rialzo di 55 mila unità, a 286 mila, probabilmente in parte per via dei problemi di destagionalizzazione dopo le festività e in parte per gli effetti di Omicron sull'attività delle imprese e sulla disponibilità di lavoratori.

Le **vendite di case esistenti** a dicembre sono calate a 6,18 mln (-4,6% m/m), da 6,48 mln di novembre, ma restano elevate e sempre superiori ai livelli pre-pandemici. Le scorte di case invendute toccano un nuovo minimo, a 1,8 mesi di vendite, e confermano le pressioni del mercato immobiliare. I prezzi sono in rialzo di 14% a/a e mantengono rischi verso l'alto per la componente abitazione del CPI e del deflatore.

I **cantieri residenziali** di dicembre hanno mostrato un aumento di 1,4% m/m, a 1,702 mln; il balzo delle **licenze**, a 1,873 mln (+9,1% m/m) dà indicazioni molto favorevoli per l'attività nelle costruzioni nei primi mesi del 2022.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	nov	3.8	%	1.4	3.4
Produzione industriale m/m finale	nov	7.2	%		7.0
Bilancia commerciale	dic	-955.6	Mld ¥ JP	-784.1	-582.4
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	dic	0.5	%	0.6	0.5
CPI (naz.) a/a	dic	0.6	%		0.8

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

Il **CPI core** a dicembre è aumentato di 0,5% a/a. L'indice è in rialzo di 0,1% m/m ed, escludendo anche l'energia, è invariato (-0,7% a/a). Il sentiero dell'inflazione nella prima parte del 2022 sarà spinto verso l'alto dal contributo dell'energia e dalla fine degli effetti negativi delle tariffe della telefonia mobile, che dovrebbero concludersi ad aprile. La variazione annua dovrebbe mantenersi fra 0,7 e 0,8% a/a fra febbraio e marzo, per poi balzare a 1,7% a/a ad aprile. Successivamente, sulla scia dell'atteso calo dell'energia e di un andamento moderato per i prezzi core ex-energia, l'inflazione dovrebbe tornare a scendere su livelli di poco superiori all'1%, con rischi verso il basso in caso di reintroduzione dei sussidi governativi alle attività ricreative e al

turismo, in parte compensati dal deprezzamento dello yen. Per ora la BoJ ha arginato le speculazioni su una possibile svolta dei tassi con le affermazioni esplicite di Kuroda, secondo cui "i prezzi non stanno crescendo stabilmente verso il 2%" e, pertanto, non è il caso di alzare i tassi né di discuterne.

Gli **ordini di macchinari** a novembre sono aumentati di 3,4% m/m, tornando sui livelli di fine 2019, con una solida ripresa nel manifatturiero e un modesto calo nel non manifatturiero. Il freno esercitato da Omicron sui servizi dovrebbe essere transitorio.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	dic	5.0	%	5.0
EUR	CPI m/m finale	dic	0.4	%	0.4
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	dic	2.7	%	2.7
EUR	Fiducia consumatori flash	gen	-8.3		-9.0
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	gen	110	(+11)	111
GER	ZEW (Sit. corrente)	gen	-7.4		-8.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	gen	29.9		32.0
GER	PPI m/m	dic	0.8	%	0.8
GER	PPI a/a	dic	19.2	%	19.4
ITA	IPCA a/a finale	dic	4.2	%	4.2
ITA	IPCA m/m finale	dic	0.5	%	0.5
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	dic	0.4	%	0.4
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	dic	3.9	%	3.9
ITA	Bilancia commerciale (totale)	nov	3.891	(3.888) Mld €	4.163
ITA	Bilancia commerciale (EU)	nov	0.294	(0.291) Mld €	-0.060

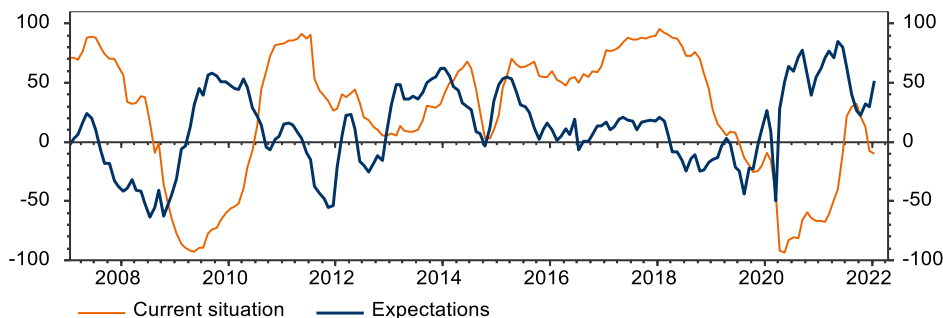
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. A novembre la **produzione nelle costruzioni** è calata di -0,2% m/m mentre la crescita di ottobre è stata rivista al ribasso a +0,6% m/m da +1,6% m/m precedente. Le flessioni più ampie sono state registrate in Belgio (-3,7% m/m), Francia (-1,4% m/m), Germania (-0,8% m/m) e Spagna (-0,7% m/m), mentre a livello settoriale è stata soprattutto l'edilizia (-0,7% m/m da +1,1% precedente) a frenare l'attività, nonostante un rimbalzo nell'ingegneria civile (+1% da -0,4% m/m). Le indagini congiunturali sono ancora coerenti con una dinamica espansiva per il settore nei prossimi mesi; anche nel caso di una stagnazione a dicembre, l'output chiuderebbe il trimestre in espansione dopo la flessione estiva.

Area euro. La **seconda lettura** conferma l'accelerazione dell'**inflazione** nel mese di dicembre, da 4,9% a **5% a/a (0,4% m/m)**; si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili ovvero almeno dal 1998. Sulla variazione tendenziale, la componente energetica, nonostante il rallentamento, spiega direttamente poco più della metà dell'inflazione osservata. Ad ogni modo, riteniamo che il trend nel corso del nuovo anno sarà discendente; effetti base legati al taglio dell'IVA in Germania causeranno un ribasso a gennaio 2022, ma il ritorno sotto la soglia del 2% è previsto solamente nel 1° trimestre 2023. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è cresciuto al 2,7% a/a dal 2,6% precedente; il rialzo riflette l'accelerazione tendenziale dei beni manufatti, al 2,9% dal 2,4% di novembre. La componente principale dell'indice sottostante, i servizi, ha, invece, registrato un rallentamento (2,4% a/a da 2,7%), a causa dell'introduzione di nuove misure restrittive. In prospettiva, l'impatto della nuova variante Omicron potrebbe intensificare i colli di bottiglia dall'offerta e allungare i tempi della "normalizzazione" della produzione. Di conseguenza, l'inflazione core è attesa su livelli alti anche nel 2022. Secondo le nostre previsioni, nel 2022 in media d'anno l'indice generale dei prezzi dovrebbe crescere del 3,5%, in accelerazione dal 2,6% del 2021. Anche l'inflazione core potrebbe vedere un'accelerazione, intorno al 2,1% nel 2022 dall'1,5% registrato lo scorso anno. Riteniamo che i rischi sul nostro scenario previsivo siano al momento bilanciati, in un contesto di ampia incertezza.

Germania. L'indice **ZEW** di gennaio ha registrato una crescita ben oltre le attese, con le aspettative salite a 51,7 da 29,9 di dicembre; il dato indica un maggiore ottimismo degli analisti finanziari per i prossimi sei mesi. Di contro, l'incertezza legata ad un quadro sanitario ancora preoccupante ha comportato una nuova contrazione dell'indice sulla situazione corrente (a -10,2 punti da -7,4 precedente). Dall'indagine emerge anche che il 58% degli operatori vede un calo dell'inflazione nell'Eurozona nei prossimi sei mesi, confermato anche dalla flessione dell'indice delle aspettative sui prezzi, sceso di 5,4 punti.

ZEW: le aspettative migliorano a gennaio



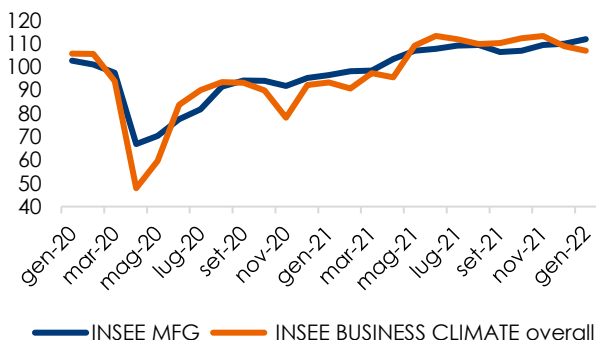
Fonte: ZEW

Germania. La stima finale ha confermato che a dicembre l'**inflazione** nazionale è salita a 5,3% a/a da 5,2% di novembre, mentre quella armonizzata è calata a 5,7% a/a da 6% precedente. Sul mese, i prezzi hanno segnato un aumento di mezzo punto sull'indice nazionale e di tre decimi sull'armonizzato. In dicembre hanno registrato un'accelerazione i prezzi dei degli alimentari (+6% da +4,5% di novembre) e dei servizi (+3,1% da 2,9% precedente) a fronte di un rallentamento di quelli dell'energia (+18,3% da +22,1% di novembre). L'inflazione tedesca è attesa in calo da gennaio ma riteniamo resterà al di sopra del 2% per tutto il prossimo anno. In media annua ci aspettiamo un'inflazione al 3,9% (3,8% sull'armonizzato) nel 2022, dopo il 3,1% (3,2% armonizzato) registrato nel 2021.

Germania. In dicembre il **PPI** ha registrato una crescita del 5% m/m, di gran lunga più marcata della stima di consenso. L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria è quindi salita al 24,2% a/a, il ritmo più forte mai registrato dall'inizio delle rilevazioni, sostenuta dal forte rincaro dei prezzi energetici e dei beni intermedi, soprattutto metalli. Nel 2021 in media annua il dato si è attestato a 10,5%.

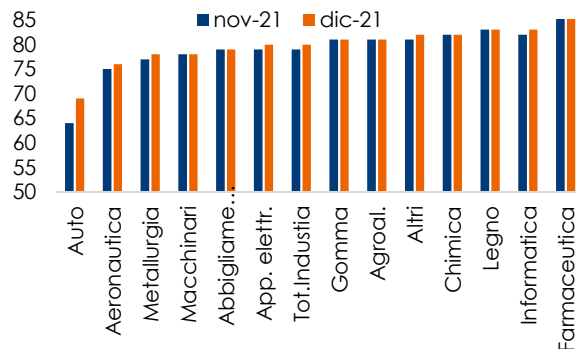
Francia. L'**indice di fiducia delle imprese** INSEE, per gennaio, ha confermato la buona tenuta dell'industria manifatturiera, risultando in crescita di 2 punti, a 112, anche grazie al balzo registrato nel settore dei mezzi di trasporto (+14 punti), tornato per la prima volta sopra i 100 punti, dall'inizio della crisi. L'indice generale, viceversa, è stato nuovamente frenato dai servizi, segnatamente nei servizi ricettivi e di ristorazione (-10 punti), penalizzati dall'attuale contesto sanitario. Nel breve termine, lo scenario resta espansivo per l'industria, atteso accelerare nella seconda parte dell'anno. L'attività economica complessiva potrebbe risultare solo poco più che stagnante tra fine 2021 e inizio 2022.

Prosegue il trend positivo del manifatturiero...



Fonte: INSEE - Refinitiv Datastream

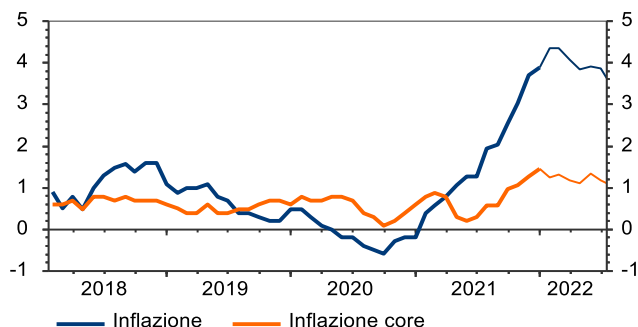
... anche grazie al miglioramento della capacità produttiva



Fonte: Banque de France

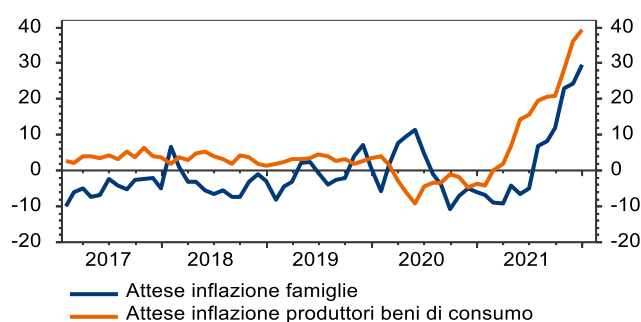
Italia. La stima finale relativa al mese di dicembre ha confermato la salita dell'**inflazione** al 4,2% a/a (da 3,9% di novembre) armonizzato e al 3,9% a/a (da 3,7%) sul NIC. L'inflazione core è salita di due decimi all'1,5%, il livello più elevato dal 2012. L'accelerazione tendenziale dei prezzi è spiegata, ancora una volta, soprattutto dalla componente energetica (+29,1%, in modesta decelerazione dal +30,7% di novembre) ma, rispetto allo scorso anno, anche gli altri principali comparti registrano una crescita dei listini. I più colpiti sono i servizi relativi ai trasporti, che risentono del rincaro dei carburanti, e i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona, sostenuti anche da un effetto di confronto favorevole rispetto allo stesso periodo del 2020 (quando le restrizioni erano ben più severe). Rispetto a novembre però si registra anche un aumento dell'inflazione dei beni al netto dell'energia (a 0,7% a/a da 0,5%); al momento la tendenza annua è ancora debole, ma la dinamica ha accelerato nella seconda metà del 2021 e le indicazioni che emergono dalle indagini di fiducia e dai prezzi alla produzione nell'industria segnalano la presenza di forti pressioni inflattive a monte della catena produttiva. Inoltre, il forte rincaro dell'energia dovrebbe continuare a spingere la crescita dei prezzi anche nel 1° trimestre del 2022 quando l'inflazione dovrebbe toccare un picco sopra il 4%. Abbiamo quindi rivisto al rialzo il profilo previsivo per l'inflazione nell'anno in corso: dopo l'1,9% registrato in media annua nel 2021, ci attendiamo ora una netta accelerazione al 3,4% (al 3,6% per la misura armonizzata) nel 2022.

L'inflazione potrebbe toccare un picco sopra il 4% a inizio 2022



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Le indagini di fiducia suggeriscono rischi al rialzo per l'inflazione

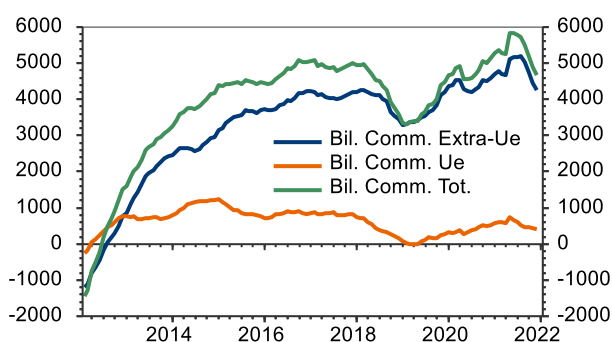


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

A novembre i dati sul **commercio internazionale di beni** hanno evidenziato che le esportazioni (+2,7% m/m) sono cresciute più delle importazioni (+1,7% m/m) con un incremento delle vendite sia all'interno che all'esterno dell'UE. La crescita congiunturale dell'export è stata guidata dall'energia (+38,5%) e dai beni intermedi (+4,3%), anche se una parte dell'incremento potrebbe

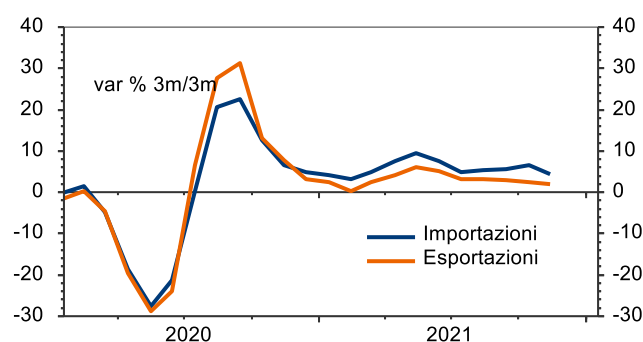
essere imputabile al forte rincaro dei prezzi. Crescono le esportazioni di beni strumentali (+1,3%) mentre calano quelle di beni di consumo (-1,0%), affossate in particolare dai durevoli (-1,7%). Anche le importazioni sono trainate dal comparto energetico (+4,2%) ma si registrano robusti incrementi anche per beni di consumo (+2,1%) e strumentali (+2,9%) mentre restano stagnanti gli acquisti di beni intermedi. Al netto dell'energia il differenziale di crescita tra export e import risulta quindi più contenuto (+1,5% m/m contro +1,4% rispettivamente). Nel 4° trimestre le importazioni restano comunque in rotta per un'espansione su ritmi superiori alle esportazioni. Il divario tra import ed export è confermato anche dalle dinamiche tendenziali: rispetto allo scorso anno le esportazioni sono in aumento del 16,8% mentre le importazioni crescono del 27,9%; il saldo commerciale è pari 4.163 milioni di euro, in calo dai 6.864 milioni di novembre dell'anno precedente, penalizzato dal deficit sul fronte energetico (-3,993 milioni).

Prosegue il calo dell'avanzo commerciale



Fonte: Refinitiv-Datastream

Nel 4° trimestre le importazioni di beni dovrebbero continuare a crescere a ritmi superiori alle esportazioni



Fonte: Refinitiv-Datastream

A novembre la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta per il quarto mese consecutivo, ad un ritmo dell'1% m/m dopo l'1,3% m/m registrato a ottobre. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi l'output è in aumento del 13,2%, da un precedente 14,6%. I dati sull'attività nel settore confermano come le costruzioni siano il comparto maggiormente in salute, in rotta per un'espansione a tassi superiori al 3% t/t nel 4° trimestre ed in crescita di oltre il 13% rispetto ai livelli precedenti alla pandemia.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T4	0.2	% 1.1	1.6
PIL cumulato a/a	T4	9.8	%	8.1
PIL a/a	T4	4.9	% 3.6	4.0
Produzione industriale cumulata a/a	dic	10.1	%	9.6
Vendite al dettaglio cumulate a/a	dic	13.70	%	12.46
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	dic	5.2	% 4.8	4.9
Produzione industriale a/a	dic	3.8	% 3.6	4.3
Vendite al dettaglio a/a	dic	3.9	% 3.7	1.7
Tasso prime rate a 1 anno	gen	3.80	%	3.70
Tasso prime rate a 5 anni	gen	4.65	%	4.60

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

Il **PIL** è salito del 4,0% a/a nel 4° trimestre 2021, molto più delle attese (consenso Bloomberg: 3,3% a/a), in rallentamento dal 4,9% a/a nel 3° trimestre. I consumi hanno fornito il maggior contributo positivo, seguiti dal canale estero, compensando l'apporto negativo degli investimenti. Da lato dell'offerta il rallentamento ha riguardato tutti i comparti ma in particolare l'industria. In termini congiunturali la crescita è accelerata sensibilmente da 0,7% t/t del 3° trimestre (rivisto da 0,2% t/t) a 1,6% t/t.

I dati di contabilità nazionale hanno dipinto un quadro molto più roseo rispetto ai dati mensili.

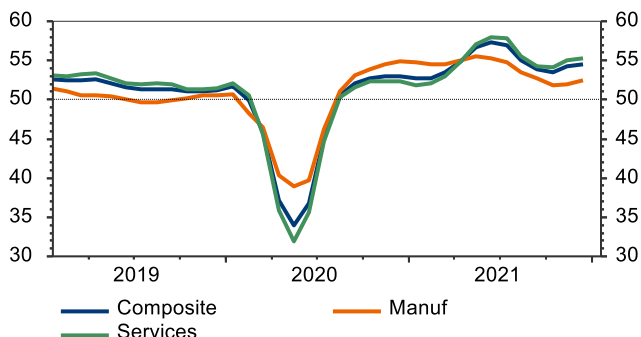
Questi ultimi mostrano un calo delle vendite al dettaglio e una sostanziale stabilità degli investimenti e della produzione industriale in dicembre, con una dinamica tendenziale in rallentamento nel corso del 4° trimestre per le vendite al dettaglio e gli investimenti fissi:

- La **produzione industriale** è salita del 4,3% a/a in dicembre da 3,8% a/a in novembre trainata dall'industria privata, con una variazione mensile di 0,4% m/m in dicembre, in marginale accelerazione da novembre.
- Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti dello 0,2% m/m in dicembre, come a novembre, registrando un aumento stimato del 2,2% a/a; mentre la dinamica tendenziale degli investimenti immobiliari resta fortemente negativa (-136% a/a in dicembre), quella delle infrastrutture è migliorata (+0,5% a/a in dicembre da -3,6% a/a).
- La maggiore sorpresa negativa è venuta dalle **vendite al dettaglio** che, con un calo dello 0,2% m/m in dicembre, sono salite solo dell'1,7% a/a, molto meno delle attese e in netta decelerazione rispetto a novembre (+3,9% a/a).
- In linea con le misure di contenimento dei contagi la **produzione dei servizi** ha registrato una lieve decelerazione da 3,1% a 3,0% in dicembre e le condizioni del mercato del lavoro sono lievemente peggiorate, con un aumento del **tasso di disoccupazione** dal 5,0 al 5,1% in dicembre e con un calo dei nuovi occupati.

Il peggioramento dei dati mensili su consumi e investimenti nel settore immobiliare e rischi al ribasso determinati dall'attuale ondata di contagi, la peggiore dopo la prima del 2020, hanno verosimilmente spinto la PBOC a tagliare i **tassi sulle operazioni di rifinanziamento** (a medio e lungo termine a 1 anno e repo a 7 anni annunciate oggi) di 10pb. Riteniamo che, dato l'aumento dei rischi al ribasso sullo scenario del 2022, il taglio dei tassi potrebbe essere seguito da ulteriori interventi per almeno altri 20pb in corso d'anno e da un nuovo taglio del coefficiente di riserva obbligatoria nel 1° trimestre.

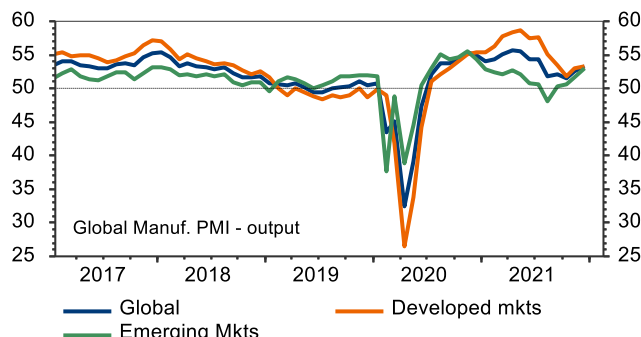
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



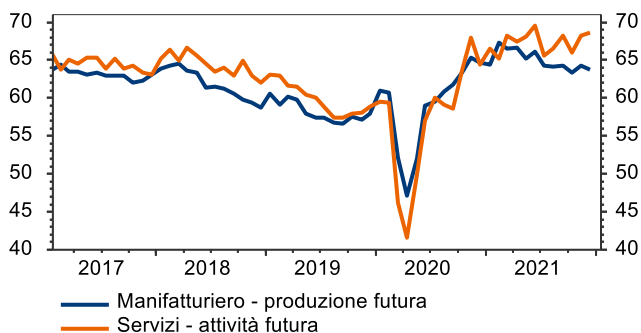
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



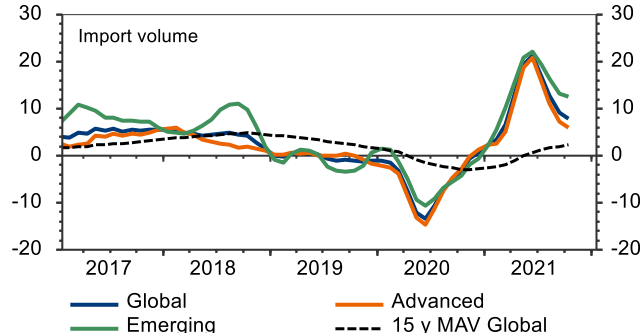
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



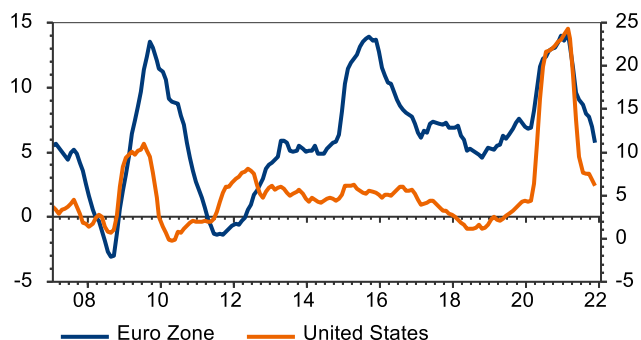
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



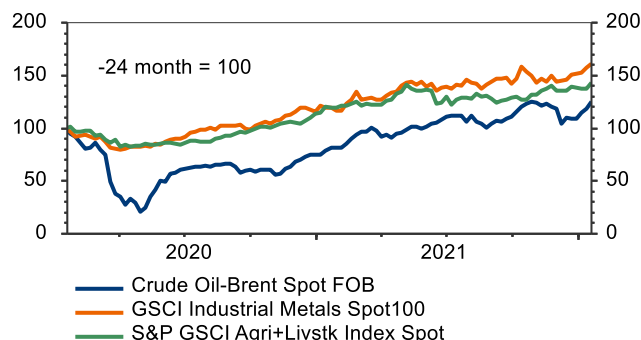
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

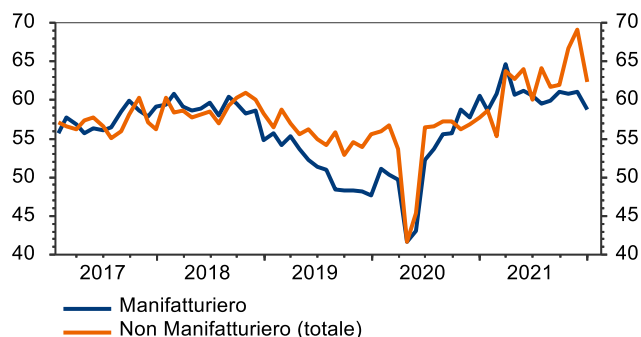
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

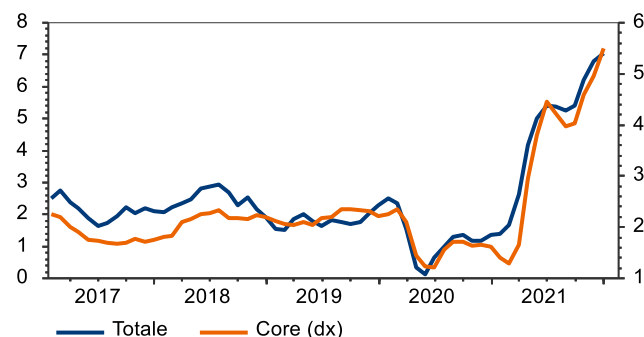
Stati Uniti

Indagini ISM



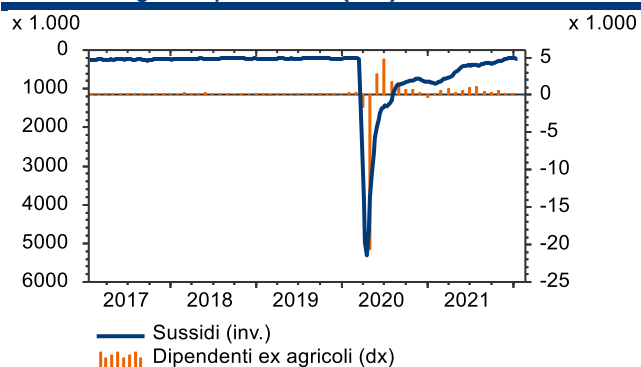
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



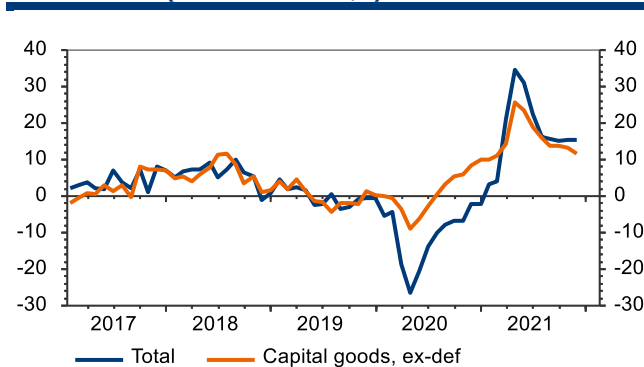
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

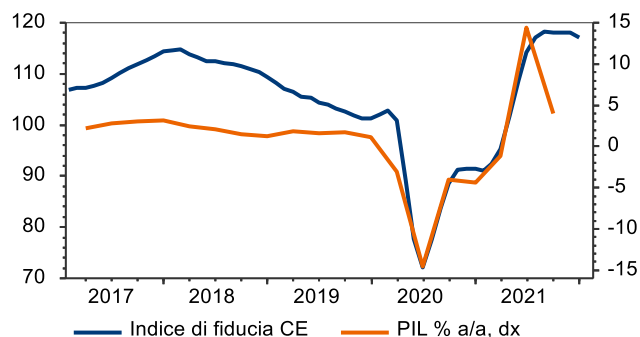
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			2022		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.5	3.7	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.0	4.1	3.6	3.9
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.3	4.9	2.5	4.6	3.6
Consumi privati	-3.8	7.9	3.1	3.4	11.4	12.0	2.0	3.2	0.8	4.3	3.1
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.5	4.2	12.5	12.9	9.2	1.7	4.7	3.8	4.7	4.3
IFL - privati residenziali	6.8	9.2	-0.3	34.4	13.3	-11.7	-7.7	2.6	3.2	0.8	0.3
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.8	2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	2.5	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	13.2	3.6	31.3	9.3	7.1	4.7	6.0	-1.5	5.1	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.1	0.6	1.4	-3.8	-1.7	2.1	3.1	0.0	-0.3	-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.

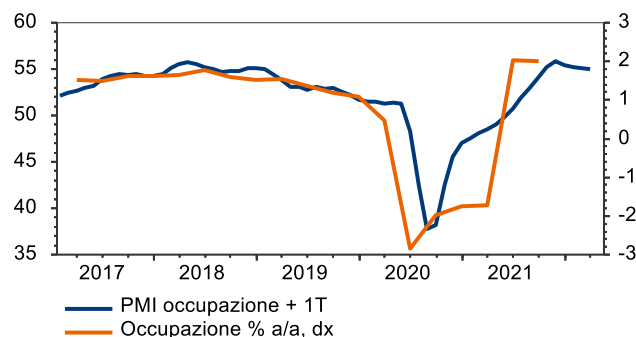
Area euro

PIL



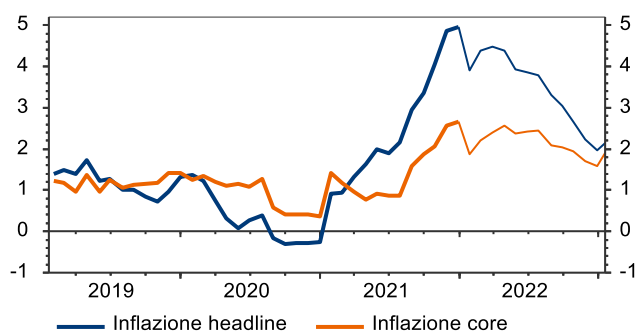
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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			2022	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	4.4	5.1	4.0	2.9
- t/t				-0.3	-0.2	2.2	2.3	0.1	0.4	1.2	1.2
Consumi privati	-8.0	3.6	5.2	-3.0	-2.3	3.9	4.3	0.4	0.3	1.1	1.1
Investimenti fissi	-7.3	3.6	4.5	2.7	0.0	1.2	-0.9	1.3	1.3	1.6	1.3
Consumi pubblici	1.2	3.8	1.2	0.8	-0.6	2.0	0.5	0.2	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	-9.4	9.7	5.1	4.3	1.2	2.5	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
Importazioni	-9.3	7.4	5.5	4.8	1.0	3.0	1.0	1.7	1.2	1.2	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	2.5	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

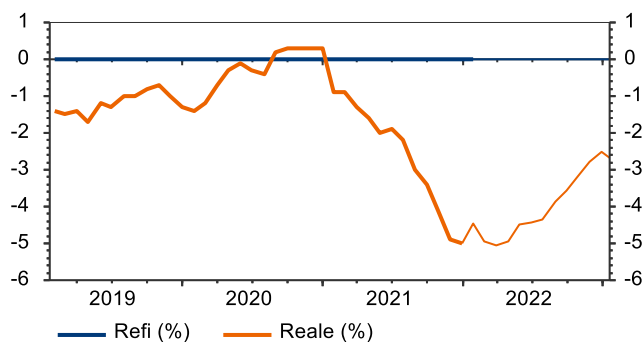
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	20/1	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	-0.56	-0.57	-0.56	-0.55	-0.54
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	-0.55	-0.57	-0.57	-0.54	-0.54

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

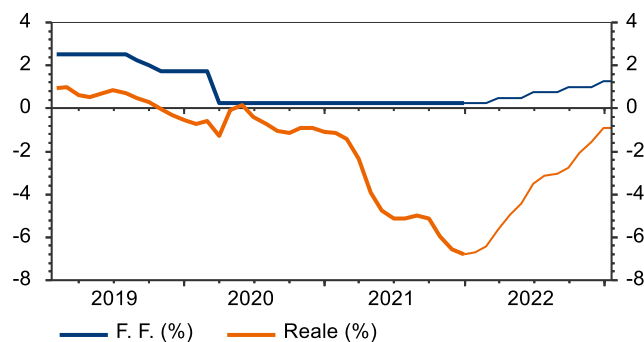


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	20/1	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	0.20	0.30	0.57	0.82	1.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

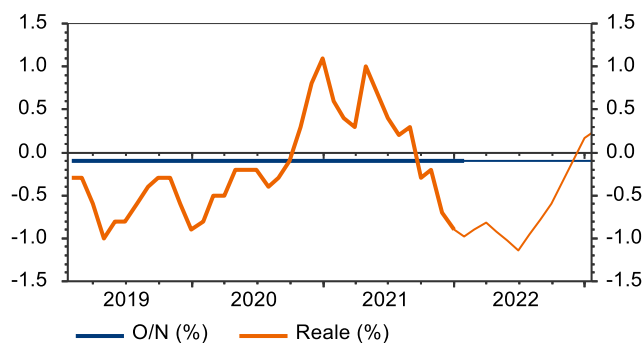


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	20/1	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

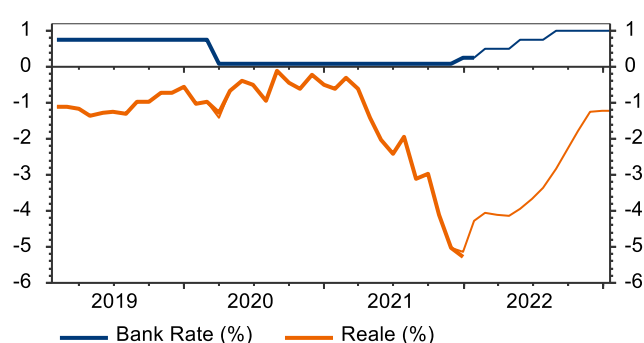


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	20/1	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	0.56	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	21/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.22	1.18	1.16	1.13	1.1339	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	110	104	110	114	114	113.90	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.31	1.37	1.37	1.38	1.32	1.3568	1.33	1.37	1.41	1.44	1.48
EUR/CHF	1.07	1.08	1.08	1.07	1.04	1.0347	1.05	1.07	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	122	126	130	133	128	129.15	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.85	0.89	0.86	0.84	0.85	0.8356	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.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
---------------	-------	----------------------------------