

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro. I chiarimenti forniti dalla **BCE** dopo la riunione del 3 febbraio confermano che lo scenario previsionale sta evolvendo in modo tale da rendere più probabile un rialzo dei tassi entro fine anno. A marzo la BCE potrebbe quindi annunciare ritocchi al piano di riduzione degli acquisti netti APP, in modo da liberarsi le mani per un rialzo dei tassi nel quarto trimestre 2022.

Stati Uniti. Il genio dell'inflazione è ormai uscito dalla lampada. L'inflazione a gennaio ha sorpreso di nuovo verso l'alto con variazioni di 0,6% m/m sia per l'indice headline sia per il core. La dinamica mensile dei prezzi nel 2022 determinerà il ritmo di rimozione dello stimolo monetario. Le pressioni derivano dall'eccesso di domanda di beni e di lavoro. Quest'ultimo sarà, a nostro avviso, l'elemento cruciale per il sentiero dei tassi quest'anno, e non farà sconti, mantenendo l'inflazione core sopra il 3,5% a/a fino a fine anno. **Alziamo la nostra previsione dei Fed Funds, incorporando una variazione di 50pb a marzo, seguita da due rialzi consecutivi da 25pb a maggio e giugno, per un totale di 150pb nel 2022.** Il punto di arrivo previsto per i tassi è in territorio marginalmente restrittivo, a 2,75% nel 2023. La rimozione dello stimolo monetario è resa molto incerta dalla contemporaneità dei rialzi dei tassi e della riduzione del bilancio della Fed.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, l'indice ZEW (prima indagine relativa al mese di febbraio) potrebbe tornare a flettere a febbraio, sulla scia della dinamica rialzista dei prezzi energetici e delle tensioni geopolitiche legate alla crisi ucraina. La produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe risultare in aumento a dicembre, in coerenza con i dati già diffusi per i principali Paesi. Il calendario economico dell'area vedrà, inoltre, la seconda stima del dato sul PIL Eurozona, attesa confermare il rallentamento a 0,3% t/t a fine 2021, e la prima lettura del PIL olandese, visto in calo (-0,2% t/t) nello stesso trimestre. È in uscita anche il dato sulla disoccupazione francese del 4° trimestre, atteso in lieve calo all'8%. Infine, la stima finale dell'inflazione di gennaio in Francia dovrebbe confermare la stima flash.

Negli **Stati Uniti**, l'evento centrale della settimana sarà la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di gennaio, che dovrebbe dare informazioni sui sentieri possibili per i tassi e il bilancio e confermare l'aspettativa di una svolta dei Fed Funds a marzo. Fra i dati in uscita, le prime indagini del manifatturiero di febbraio dovrebbero confermare l'espansione dell'attività nel settore. Riguardo a gennaio, vendite al dettaglio e produzione industriale dovrebbero essere in ripresa dopo la debolezza di dicembre. I cantieri residenziali e le vendite di case esistenti sono previsti in modesto calo a gennaio, sulla scia della mancanza di scorte, dei prezzi elevati e dei tassi sui mutui in rialzo.

11 febbraio 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

Il punto

Area euro. I chiarimenti forniti dalla BCE dopo la riunione del 3 febbraio confermano che lo scenario previsionale sta evolvendo in modo tale da rendere più probabile un rialzo dei tassi entro fine anno. A marzo la BCE potrebbe quindi annunciare ritocchi al piano di riduzione degli acquisti netti APP, in modo da liberarsi le mani per un rialzo dei tassi nel quarto trimestre 2022.

- Non ci sono dubbi che **la BCE è un po' più vicina di prima al rialzo dei tassi ufficiali**. Il [discorso della presidente Lagarde](#) al Parlamento Europeo, la sua [intervista](#) dell'11 febbraio e le dichiarazioni di tre banchieri centrali nazionali (Knot, Kazaks e Nagel) confermano che l'ipotesi di anticipare al 2022 il primo rialzo dei tassi ufficiali è sul tavolo, così come una chiusura un po' più rapida dei programmi di acquisto rispetto a quella del piano ribadito ancora nell'indirizzo di politica monetaria (*forward guidance*) del 3 febbraio.
- L'avviso 'informale' del 3 febbraio non è soltanto il riflesso dei dati sui prezzi di dicembre e gennaio, molto più forti rispetto alle previsioni dello staff. La [conferenza stampa](#) del 3 febbraio, il [blog post di Lane](#) sul sito BCE e le dichiarazioni successive evidenziano il ruolo giocato anche da altri fattori: il ritorno delle aspettative di mercato e delle previsioni di inflazione di lungo termine nella Survey of Professional Forecasters al 2%; il calo più rapido del previsto del tasso di disoccupazione (che potrebbe preludere a una dinamica salariale più robusta); l'indicazione raccolta dalla BCE nel suo sondaggio telefonico che le imprese si attendono nel 2022 aumenti dei salari più robusti (oltre il 3% in media); il superamento dell'ultima ondata pandemica con effetti negativi limitati sulla crescita; infine, la persistenza degli shock esogeni sui costi, che aumenta il rischio di osservare un innalzamento delle aspettative di inflazione o effetti "di seconda battuta". Si badi: non c'è nulla che faccia pensare alla necessità di dover attuare politiche monetarie *restrittive*. Tuttavia, sta venendo rapidamente meno la giustificazione per una politica monetaria espansiva.
- Quanto più rapido potrebbe diventare l'avvicinamento al primo rialzo dei tassi? I mercati scontano oggi un rialzo di 25pb il 21 luglio con probabilità superiore al 50%. Poiché la sequenza delle misure resta un punto fermo, ciò implicherebbe di chiudere gli acquisti netti APP non oltre il 30 giugno, e di annunciare che le condizioni per il rialzo dei tassi previste dalla *forward guidance* sono realizzate già alla riunione del 9 giugno. Non si tratta di uno scenario impossibile, in linea di principio, considerando che in mezzo ci sono due punti di revisione dello scenario e che le proiezioni di inflazione partono già da 1,8%. In fondo, il consiglio ha avvisato che le nuove parole d'ordine sono "opzionalità" e "flessibilità". Tuttavia, la presidente Lagarde ha parlato più volte anche di "aggiustamento graduale" della politica monetaria, e accorciare la transizione da 7 o più mesi a 3 non pare così 'graduale'. Inoltre, un governatore normalmente non accomodante come Klaas Knot ha detto di attendersi il primo rialzo dei tassi nel quarto trimestre 2022. Il neo-governatore della Bundesbank, Joachim Nagel, ha parlato genericamente di rialzi dei tassi "entro la fine di quest'anno", ma anche questa espressione sembra indicare una data di intervento meno ravvicinata rispetto a quanto scontato nella curva OIS.
- Lo scenario più coerente con queste dichiarazioni potrebbe vedere a marzo l'accorciamento dell'indirizzo sugli acquisti netti, con ridimensionamento a partire da luglio a 15-20 miliardi mensili – senza indicazione di una data di conclusione del programma. Per il secondo trimestre, potrebbe esserci o la conferma dei 40 miliardi mensili o una riduzione a 30 miliardi. Successivamente, il 9 giugno o l'8 settembre la BCE potrebbe annunciare che le condizioni per il rialzo dei tassi sono soddisfatte e che il programma di acquisti sarà quindi sospeso il 30 settembre. Poi, il 27 ottobre (al più tardi: il 15 dicembre) sarebbe avviato il rialzo dei tassi ufficiali. Lo scenario di "panico", con abbandono della gradualità e rialzo dei tassi in estate, potrebbe realizzarsi in caso di significative sorprese sfavorevoli dal fronte dei salari (crescita in eccesso rispetto a inflazione di medio periodo e produttività), delle aspettative di inflazione o della trasmissione dei rincari energetici agli altri prezzi.

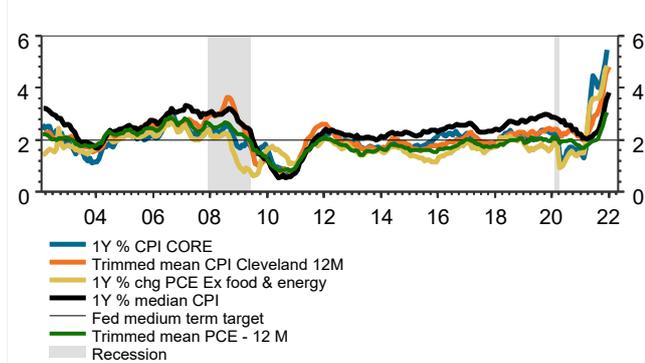
Stati Uniti. Il genio dell'inflazione è ormai uscito dalla lampada. L'inflazione a gennaio ha sorpreso di nuovo verso l'alto con variazioni di 0,6% m/m sia per l'indice headline sia per il core. La dinamica mensile dei prezzi nel 2022 determinerà il ritmo di rimozione dello stimolo monetario. Le pressioni derivano dall'eccesso di domanda di beni e di lavoro. Quest'ultimo sarà, a nostro avviso, l'elemento cruciale per il sentiero dei tassi quest'anno, e non farà sconti, mantenendo l'inflazione core sopra il 3,5% a/a fino a fine anno. **Alziamo la nostra previsione dei Fed Funds, incorporando una variazione di 50pb a marzo, seguita da due rialzi consecutivi da 25pb a maggio e giugno, per un totale di 150pb nel 2022.** Il punto di arrivo previsto per i tassi è in territorio marginalmente restrittivo, a 2,75% nel 2023. La rimozione dello stimolo monetario è resa molto incerta dalla contemporaneità dei rialzi dei tassi e della riduzione del bilancio della Fed.

- L'inflazione ha toccato il massimo da 40 anni, raggiungendo il 7,5% a/a a gennaio e il 6% a/a per l'indice core. Da aprile il trend sarà probabilmente in calo per via dell'effetto confronto con il 2021, che era stato spinto dagli aumenti dei prezzi energetici e dal picco delle strozzature all'offerta. Il focus dovrà restare sulle **variazioni mensili**, dipendenti dall'evoluzione dell'eccesso di domanda di beni e di lavoro.
- Il **CPI** a gennaio ha registrato un rialzo di 0,6% m/m, sia per l'indice headline sia per quello core. Per la settima volta in dieci mesi il CPI core è cresciuto di almeno 0,5% m/m. Le variazioni elevate sono diffuse e non si può parlare di aggiustamenti di prezzi relativi: emerge ormai un concatenamento di rialzi che si trasmette da un settore all'altro e si collega anche all'andamento dei salari.
- L'inflazione core a gennaio è spinta sia dai beni sia dai servizi. I **beni core** hanno prezzi in rialzo dell'1% m/m (11,7% a/a), e confermano le pressioni alimentate da una domanda sempre elevata e da un'offerta frenata da persistenti colli di bottiglia. Per i **servizi ex-energia**, la variazione complessiva è di 0,4% m/m (4,1% a/a) spinta dagli affitti e affitti figurativi (0,4% m/m) e dai servizi medici (0,6% m/m). L'abitazione è frenata dalle tariffe alberghiere (-4,2% m/m) in calo nel pieno di Omicron, ma in probabile ripresa nei prossimi mesi. I trasporti svoltano con un rialzo di 0,9% m/m, sulla scia di tariffe aeree in ripresa di 2,3% m/m. Un esempio della trasmissione dei rialzi dei prezzi fra i settori viene dall'aumento delle tariffe dell'assicurazione auto, +0,9% m/m, per via degli incrementi dei costi delle riparazioni e dei prezzi delle auto.
- Qual è lo scenario per il resto dell'anno? Nel 2022, la domanda dovrebbe spostarsi dai beni ai servizi, in seguito all'evoluzione della pandemia verso una fase endemica. Ciononostante, per gran parte del 2022 gli aumenti mensili dei **prezzi dei beni core, se pure in via di ridimensionamento**, dovrebbero mantenersi intorno a 0,4-0,5% m/m, al di sopra della media storica, vicina a zero. Dal lato dei **servizi-ex energia**, i rischi sono in aumento e dipendono dall'andamento del mercato del lavoro e della componente abitazione. Finora, in questo ciclo l'inflazione nei servizi ex-energia si è mantenuta nella parte alta dell'intervallo di fluttuazione visto negli ultimi 20 anni, ma il sentiero nel prossimo biennio è in probabile ulteriore rialzo. La componente **abitazione di residenza** riflette il trend dei prezzi delle case, che si trasferisce con ritardo su affitti e affitti figurativi. L'accelerazione di fine 2021 dovrebbe persistere per gran parte del 2022 e determinare variazioni mensili comprese fra 0,3 e 0,4% nel comparto. Per gli **altri servizi**, domineranno le pressioni derivanti dagli aumenti salariali e dalla trasmissione dei costi, in una fase di domanda in aumento. Questo è evidente dall'andamento parallelo di salari e prezzi nella ristorazione, nell'ospitalità, nella sanità, spinto dall'eccesso di domanda di manodopera e dal trasferimento dell'aumento dei costi. In conclusione, anche nella seconda metà del 2022 i prezzi core dovrebbero registrare aumenti vicini in media a 0,4% m/m e **compatibili con un'inflazione core vicina al 3,5% a/a a fine anno**, richiedendo, a nostro avviso, rialzi dei tassi verso livelli superiori alla neutralità.
- Il **FOMC ha ancora due dati importanti** da valutare prima della riunione di metà marzo: l'**inflazione** e l'employment report, in particolare i **salari**, di febbraio. Al momento, la stima *nowcasting* della Cleveland Fed per febbraio è una variazione di 0,65% m/m (7,7% a/a) per il CPI headline e di 0,5% m/m (6,4% a/a) per l'indice core. Alla luce dei dati disponibili finora,

è chiaro che i rialzi fra marzo e giugno non saranno “graduali”, cioè saranno più rapidi rispetto al ritmo di 25pb a trimestre visto nel 2015. Questo significa, a nostro avviso, che **entro giugno sono in arrivo rialzi per 100pb**, con un rialzo di 50pb a marzo seguito da un rialzo di 25pb a maggio e giugno. Questo scenario è già contemplato dal ramo *hawkish* del FOMC. Infatti, **Bullard** (St Louis Fed) ha dichiarato ieri di essere favorevole a un intervento da 50pb a marzo, seguito da due rialzi consecutivi che portino l'incremento complessivo dei Fed Funds a 100pb entro giugno, suggerendo anche la possibilità di una mossa fra una riunione e l'altra (che ci pare decisamente improbabile).

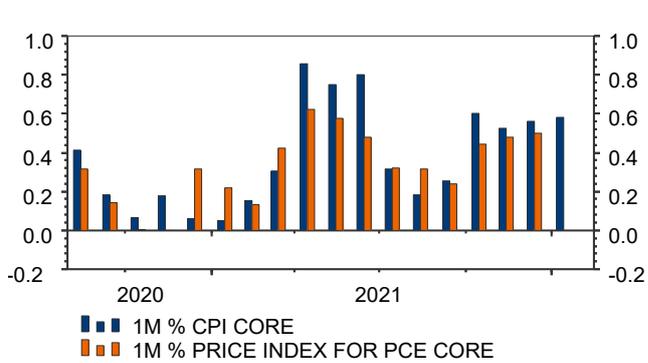
- Con l'inizio della **riduzione del bilancio**, il cui annuncio è previsto per giugno e il cui sentiero è del tutto incerto, pensiamo che il FOMC prenda una pausa per valutare gli effetti dei minori rinnovi dei titoli in scadenza. A nostro avviso, il punto di arrivo dei tassi dovrebbe essere in territorio marginalmente restrittivo, a 2,75% nel 2023. I rischi sono di anticipo dei rialzi fra la parte finale del 2022 e l'inizio del 2023, se non ci saranno intoppi collegati all'attuazione del *Quantitative Tightening*.

I rialzi dei prezzi sono diffusi e non sono compatibili con semplici aggiustamenti dei prezzi relativi



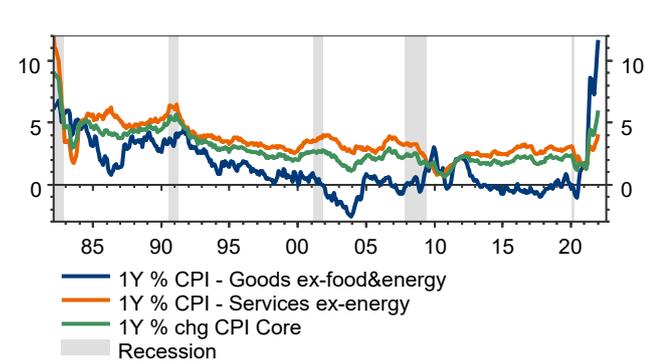
Fonte: Refinitiv-Datastream

Variazioni mensili dei prezzi core ancora sopra i livelli di guardia



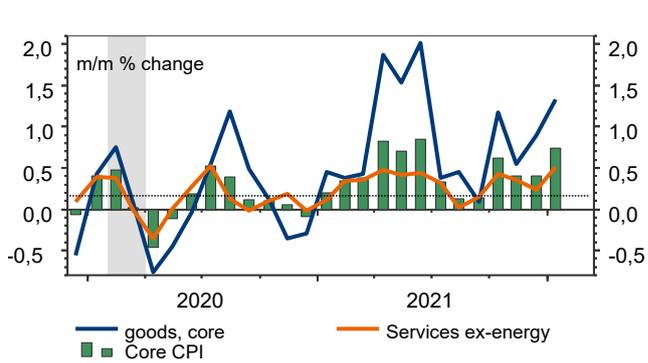
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'inflazione si sta disancorando



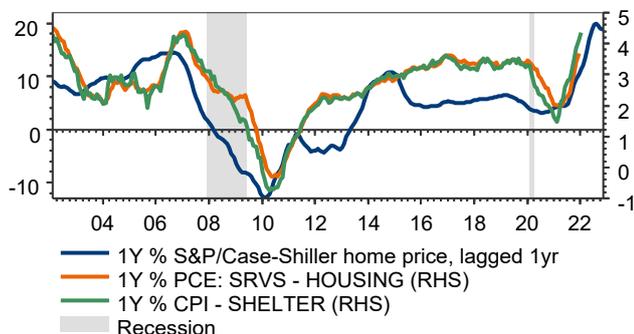
Fonte: Refinitiv-Datastream

Aumenti elevati sia per i beni core sia per i servizi ex-energia



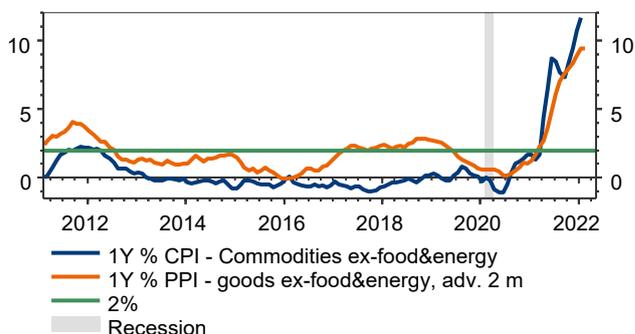
Fonte: Refinitiv-Datastream

Componente abitazione: cronaca di un aumento annunciato



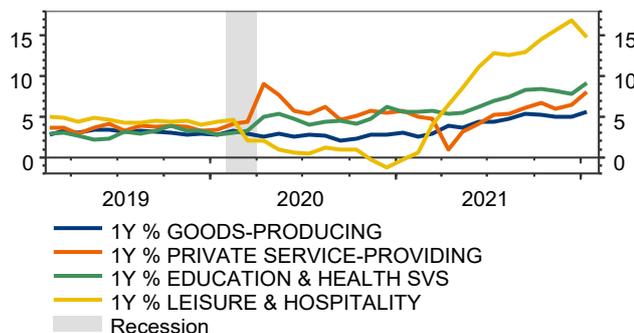
Fonte: Refinitiv-Datastream

I prezzi alla produzione puntano a ulteriore accelerazione dell'inflazione dei beni core



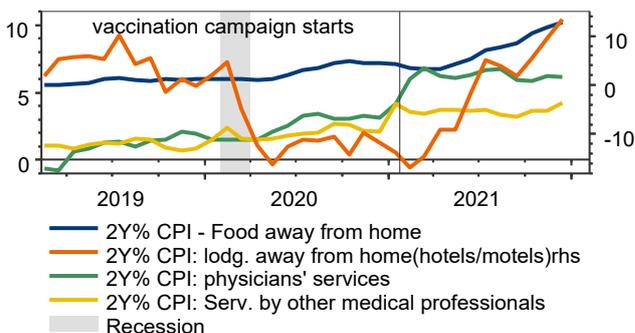
Fonte: Refinitiv-Datastream

Salari orari nei servizi in aumento molto più rapido che nell'industria



Fonte: Refinitiv-Datastream

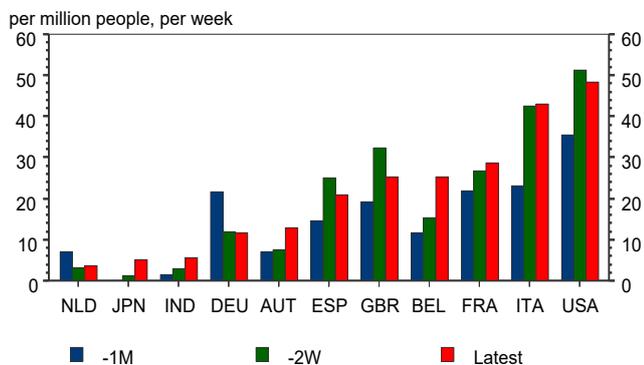
L'accelerazione dei prezzi nei servizi coincide con la riapertura delle attività e la ripresa della dinamica salariale



Fonte: Refinitiv-Datastream

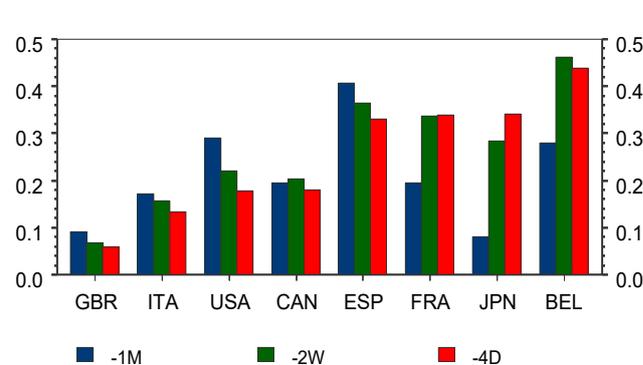
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



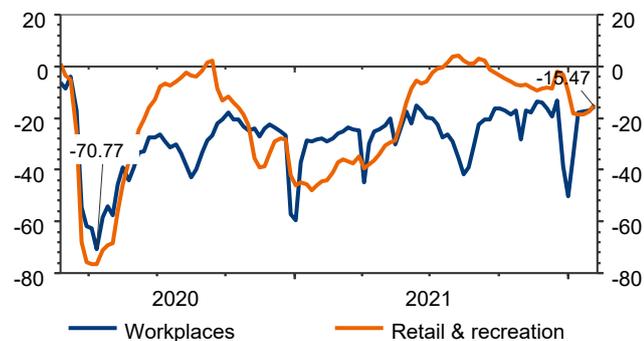
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



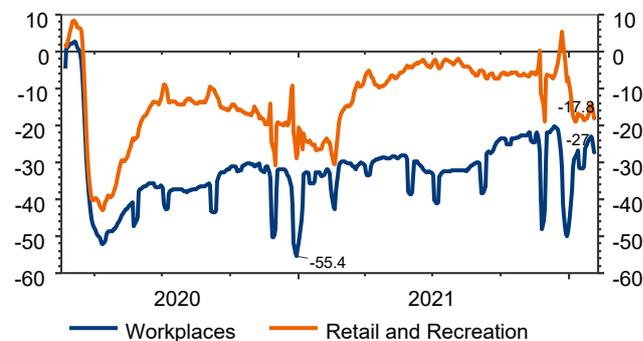
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



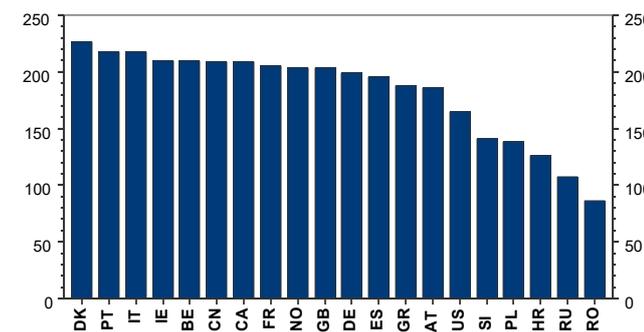
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



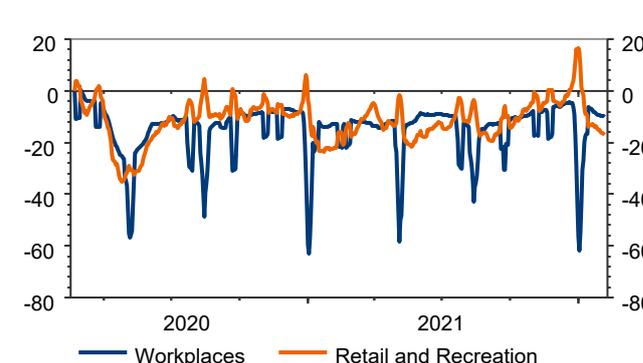
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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'**Eurozona**, l'indice ZEW (prima indagine relativa al mese di febbraio) potrebbe tornare a flettere a febbraio, sulla scia della dinamica rialzista dei prezzi energetici e delle tensioni geopolitiche legate alla crisi ucraina. La produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe risultare in aumento a dicembre, in coerenza con i dati già diffusi per i principali Paesi. Il calendario economico dell'area vedrà, inoltre, la seconda stima del dato sul PIL Eurozona, attesa confermare il rallentamento a 0,3% t/t a fine 2021, e la prima lettura del PIL olandese, visto in calo (-0,2% t/t) nello stesso trimestre. È in uscita anche il dato sulla disoccupazione francese del 4° trimestre, atteso in lieve calo all'8%. Infine, la stima finale dell'inflazione di gennaio in Francia dovrebbe confermare la stima flash.

Negli **Stati Uniti**, l'evento centrale della settimana sarà la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di gennaio, che dovrebbe dare informazioni sui sentieri possibili per i tassi e il bilancio e confermare l'aspettativa di una svolta dei Fed Funds a marzo. Fra i dati in uscita, le prime indagini del manifatturiero di febbraio dovrebbero confermare l'espansione dell'attività nel settore. Riguardo a gennaio, vendite al dettaglio e produzione industriale dovrebbero essere in ripresa dopo la debolezza di dicembre. I cantieri residenziali e le vendite di case esistenti sono previsti in modesto calo a gennaio, sulla scia della mancanza di scorte, dei prezzi elevati e dei tassi sui mutui in rialzo.

Martedì 15 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La seconda lettura del **PIL** dovrebbe confermare la crescita di 0,3% t/t (4,6% a/a) nel 4° trimestre già riportata dalla stima preliminare. Anche l'**occupazione** dovrebbe avere rallentato nel trimestre autunnale, a 0,3% t/t (2% a/a). Il PIL è atteso mantenere un ritmo di espansione simile nel 1° trimestre 2022.
- **Germania.** L'indice **ZEW** potrebbe tornare a flettere a febbraio, sulla scia della dinamica rialzista dei prezzi energetici e delle tensioni geopolitiche legate alla crisi ucraina. L'indice generale è visto scendere a 45 da 51,7 punti; l'indice sulla situazione corrente dovrebbe subire una correzione meno ampia a -11,5 punti da -10,2 di gennaio.
- **Paesi Bassi.** Nel trimestre finale dell'anno ci aspettiamo un calo marginale del **PIL** di -0,2% t/t (5% a/a), per via del contributo negativo sia dei consumi che del commercio estero, solo in parte compensato dal rimbalzo degli investimenti (1,2% t/t dopo il calo a sorpresa visto in estate). In media annua, stimiamo una crescita dell'attività economica del 4,5% nel 2021 ed una decelerazione al 3,2% nel 2022. I rischi su questo scenario previsivo sono al ribasso: in particolare, le stime a cavallo d'anno potrebbero risentire del peggioramento del quadro sanitario.

Stati Uniti

- Il **PPI** a gennaio è previsto in riaccelerazione, con un aumento atteso di 0,4% m/m, sia per l'indice headline sia per quello core, dopo 0,2% m/m di dicembre.
- L'indice **Empire** della NY Fed a febbraio dovrebbe aumentare a 12,5 da -0,7 di gennaio. Il mese scorso l'Empire aveva ritracciato più delle altre indagini, che avevano segnalato un rallentamento della crescita meno marcato. Il miglioramento del quadro pandemico dovrebbe contribuire a una moderata ripresa dell'espansione, che rimane frenata dalla scarsità di manodopera.

Mercoledì 16 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** è vista crescere di 0,7% m/m a dicembre. La variazione

tendenziale dovrebbe invece rimanere in territorio negativo a -0,5% da -1,5% precedente. Come nei mesi precedenti, la lettura dovrebbe risultare influenzata dall'ampia volatilità del dato irlandese e la seconda crescita mensile dell'output non dovrebbe essere sufficiente ad impedire all'industria di contribuire negativamente alla crescita del valore aggiunto nel 4° trimestre. Le più recenti indagini congiunturali sembrano suggerire che le filiere produttive nell'Eurozona non siano state, almeno per il momento, significativamente perturbate dalla diffusione su scala globale della variante Omicron, ma è possibile che anche a inizio 2022 l'attività rimanga debole, frenata dalla risalita dei prezzi energetici.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a gennaio dovrebbero tornare a crescere, con una variazione prevista di 1,7% m/m dopo il calo di -1,9% m/m di dicembre, spinta da un forte rimbalzo nel comparto auto. Le vendite di auto riportate dai concessionari sono aumentate in volume di 20,3% m/m, toccando i massimi da sette mesi, grazie anche al recente moderato riaccumulo di scorte. **Al netto delle auto**, la variazione attesa è di 0,5% m/m, ancora marginalmente negativa in termini reali, sulla base degli indicatori di mobilità e dell'utilizzo delle carte di credito usati dall'indice CARTS della Chicago Fed. I consumi nel 1° trimestre saranno frenati dalla debolezza di fine 2021, ma il trend dovrebbe mantenersi positivo sulla scia della crescita solida di occupazione e salari.
- La **produzione industriale** a gennaio è prevista in aumento di 0,4% m/m, dopo -0,1% m/m di dicembre, con un rimbalzo delle utility e un'espansione sia nel manifatturiero sia nell'estraattivo. Il settore auto dovrebbe dare un contributo positivo, come a dicembre, grazie a una moderata ripresa delle scorte.
- La Fed pubblica i **verbali della riunione del FOMC** di gennaio, che saranno una fonte importante di informazioni sulla distribuzione delle opinioni nel Comitato e sulle prospettive per i tassi e per il bilancio. Probabilmente lo staff avrà preparato un nuovo aggiornamento, con maggiori dettagli, sui possibili sentieri di riduzione del bilancio, che potrebbero fornire anche qualche segnale sul ritmo delle scadenze e sulle stime del punto di arrivo per il bilancio stesso. I verbali potrebbero riportare anche una discussione sul ritmo di aumento dei tassi, che potrebbe aver considerato sentieri "non graduati", con aumenti a riunioni consecutive e/o di entità più ampia dei tradizionali 25pb. Lo scenario di inflazione dovrebbe determinare un ampio consenso a favore di una rimozione rapida dello stimolo nella prima metà dell'anno, seguita da una possibile fase di valutazione, mentre inizierà la riduzione del bilancio, probabilmente in estate. Il ritmo dei rialzi dei tassi dall'estate in poi dipenderà dall'evidenza raccolta sulle variazioni dei prezzi e sull'andamento dell'offerta di beni e lavoro nella parte centrale dell'anno. Con l'aggiustamento verso l'alto delle aspettative di mercato generato dalla recente comunicazione della Fed e dalla sorpresa del CPI, il messaggio dei verbali potrebbe ancora risultare dietro la curva. Nelle prossime settimane, i partecipanti al FOMC potrebbero aggiornare il tenore della comunicazione in direzione più hawkish. La prossima svolta ufficiale della comunicazione è attesa per marzo, con la revisione dello scenario macro e dei tassi, che potrebbe segnalare un punto di arrivo più elevato per i Fed Funds rispetto a quello di dicembre (fra 2 e 2,25%, ancora marginalmente al di sotto della neutralità, stimata dalla Fed a 2,5%) e certamente un sentiero più ripido nel 2022.

Giovedì 17 febbraio

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a febbraio è atteso in marginale correzione a 21 da 23,2 di gennaio. Il Philly Fed a gennaio era stato in controtendenza rispetto alle altre indagini, con un modesto rialzo: a febbraio dovrebbe flettere, pur restando in territorio ampiamente espansivo. I sottoindici dovrebbero confermare il proseguimento della crescita e la persistenza di pressioni verso l'alto sui prezzi e di carenza di offerta di beni e lavoro.

- I **cantieri residenziali** a gennaio dovrebbero essere in marginale calo a 1,695 mln da 1,702 mln di dicembre, a causa di alcune ondate di maltempo nella seconda metà del mese. Le licenze dovrebbero correggere a 1,82 mln da 1,885 mln sulla scia del rialzo dei tassi sui mutui iniziato a fine 2021.

Venerdì 18 febbraio

Area euro

- **Area euro.** A febbraio la stima flash dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è vista risalire a -8,0 da -8,5 precedente. Il morale dovrebbe aver beneficiato del calo dei contagi, ma le famiglie potrebbero rimanere caute per via del rincaro dei prezzi che erode i redditi disponibili e frena i consumi.
- **Francia.** INSEE comunica il dato relativo alla **disoccupazione** nel quarto trimestre 2021. La lettura dovrebbe risultare in lieve calo a 8%, dopo l'8,1% dei tre mesi precedenti. La dinamica occupazionale rimane sostenuta nell'industria e nelle costruzioni, a fronte di un rallentamento nei servizi in relazione al peggioramento del quadro sanitario. La tendenza al calo del tasso di disoccupazione è attesa comunque continuare nei prossimi trimestri.
- **Francia.** La stima finale dell'**inflazione** di gennaio è attesa confermare l'accelerazione registrata sull'indice nazionale, a 2,9% a/a da 2,8% di dicembre, e il calo visto sulla misura armonizzata, a 3,3% a/a da 3,4% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo avrebbero fatto segnare un aumento di tre decimi sull'indice nazionale e di un decimo su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia. In media d'anno nel 2022 l'inflazione è vista a 2,8% sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a gennaio dovrebbero correggere per il secondo mese consecutivo, scendendo a 6,12 mln da 6,180 mln di dicembre, in linea con le indicazioni dei contratti di compravendita. La scarsità di scorte e i prezzi elevati continuano a frenare la domanda di abitazioni.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (14 – 18 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	* Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	14/2	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)	dic	4.2	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)	dic	-0.1	Mld €		
Mar	15/2	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	* T4	-3.6	%	5.8	
		00:50	GIA	PIL t/t prelim	* T4	-0.9	%	1.4	
		05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale	dic	prel -1.0	%		
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO	dic	4.1	%	4.1	
		08:00	GB	Retribuzioni medie	dic	4.2	%		
		09:00	SPA	IPCA a/a finale	gen	prel 6.1	%	6.1	
		09:30	OLA	PIL t/t prelim	* T4	2.1	%		-0.2
		09:30	OLA	PIL a/a prelim	* T4	5.1	%		5.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	** feb	51.7		55.0	45.0
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)	feb	-10.2		-4.3	-11.5
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	** T4	prel 0.3	%	0.3	0.3
		11:00	EUR	Occupazione t/t flash	T4	0.9	%		0.3
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	* T4	prel 4.6	%	4.6	4.6
		14:30	USA	PPI m/m	gen	0.2	%	0.4	0.4
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	* gen	0.5	%	0.4	0.4
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	* feb	-0.7			12.5
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	dic	137.4	Mld \$		
Mer	16/2	02:30	CN	CPI a/a	* gen	1.5	%	1.0	
		02:30	CN	PPI a/a	* gen	10.3	%	9.4	
		02:30	CN	CPI m/m	gen	-0.3	%	0.5	
		08:00	GB	CPI m/m	gen	0.5	%		
		08:00	GB	CPI a/a	* gen	5.4	%	5.5	
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	** dic	2.3	%	0.1	0.7
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m	gen	-0.2	%	1.4	1.4
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	** gen	-2.3	%	0.4	0.5
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	** gen	-1.9	%	1.7	1.7
		15:15	USA	Produzione industriale m/m	gen	-0.1	%	0.4	0.4
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva	gen	76.5	%	76.7	
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m	dic	1.3	%	1.8	
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB	feb	83		82	
Gio	17/2	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m	dic	3.4	%	-1.8	
		00:50	GIA	Bilancia commerciale	gen	-583.3 (-582.4)	Mld ¥ JP	-1607.0	
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	* gen	1.702	Mln	1.700	1.695
		14:30	USA	Licenze edilizie	gen	1.885	Mln	1.800	1.820
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	* feb	23.2			21.0
		14:30	USA	Richieste di sussidio	* settim	223	x1000		
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	* settim	1.621	Mln				
Ven	18/2	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	* gen	0.8	%		
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	* gen	0.5	%	0.3	
		07:30	FRA	Tasso di disoccupazione	T4	8.1	%		8.0
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	* gen	-3.7	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a	gen	-0.9	%		
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	* gen	prel 0.1	%	0.1	0.1
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	* gen	0.2	%		0.2
		08:45	FRA	IPCA a/a finale	gen	prel 3.3	%	3.3	3.3
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)	gen	6.18	Mln	6.10	6.12
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m	gen	0.8	%	0.4	
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	* feb	-8.5		-8.0	-8.0

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

Calendario degli eventi (14 – 18 febbraio)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun	14/2	17:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Mer	16/2	20:00	USA	** Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di gennaio
Gio	17/2	09:45	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		15:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		17:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		23:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Ven	18/2	16:45	USA	Evans e Waller (Fed) partecipano a tavola rotonda
		19:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)

Note: (**) molto importante; (*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	dic	-79.3 (-80.2)	Mld \$	-83.0	-80.7
Richieste di sussidio	settim	239 (238)	x1000	230	223
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.621 (1.628)	Mln	1.615	1.621
CPI m/m	gen	0.6 (0.5)	%	0.5	0.6
CPI a/a	gen	7.0	%	7.3	7.5
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	gen	5.5	%	5.9	6.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	gen	0.6	%	0.5	0.6
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	feb	67.2		67.5	

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

Il **CPI** a gennaio ha registrato un rialzo di 0,6% m/m, sia per l'indice headline sia per quello core. Per la settima volta in dieci mesi il CPI core è cresciuto di almeno 0,5% m/m. L'inflazione headline, a 7,5% a/a, e quella core, a 6% a/a, sono sui massimi dal 1982. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono da alimentari, elettricità, abitazione, oltre che da auto nuove e usate, sanità, abbigliamento. Gli alimentari sono in rialzo di 0,9% m/m, e anche l'energia riprende a salire, con una variazione di 0,9% m/m, guidata dall'elettricità e solo in parte compensata da correzioni per benzina e gas naturale. L'inflazione core è spinta sia dai beni sia dai servizi. I **beni core** hanno prezzi in rialzo dell'1% m/m (11,7% a/a), e confermano le pressioni alimentate in questo comparto da una domanda sempre elevata e da un'offerta frenata da persistenti colli di bottiglia. I rialzi più solidi riguardano le auto usate (1,5% m/m, 40,5% a/a), l'abbigliamento (1,1% m/m, 5,3% a/a), i prodotti sanitari (0,9% m/m), il cibo consumato fuori casa (0,7% m/m, 6,4% a/a), l'arredamento (1,6% m/m, 9,3% a/a). Per i **servizi ex-energia**, la variazione complessiva è di 0,4% m/m (4,1% a/a) spinta dagli affitti e affitti figurativi (0,4% m/m) e dai servizi medici (0,6% m/m). L'abitazione è frenata dalle tariffe alberghiere (-4,2% m/m) in calo nel pieno di Omicron, ma in probabile ripresa nei prossimi mesi. I trasporti svoltano con un rialzo di 0,9% m/m, sulla scia di tariffe aeree in ripresa di 2,3% m/m. Un esempio della trasmissione dei rialzi dei prezzi fra i settori viene dall'aumento delle tariffe dell'assicurazione auto, +0,9% m/m, per via degli incrementi dei costi delle riparazioni e dei prezzi delle auto.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 5 febbraio sono calate a 223 mila da 239 mila della settimana precedente, su livelli pre-pandemia e circa stabili nelle ultime settimane. I dati sono coerenti con un mercato del lavoro al pieno impiego.

La **bilancia commerciale** di dicembre ha mostrato un deficit in moderato rialzo a -80,7 da -79,3 miliardi, limitato dalla ripresa dell'esportazione di servizi legata alla riapertura del turismo internazionale. Per i beni, si registra un incremento dell'1,3% m/m delle esportazioni a fronte di un aumento più rapido delle importazioni (+2% m/m). Nel comparto dei servizi, l'export è in rialzo di 2% m/m (dopo 5,3% m/m a novembre) e l'import in calo di -0,7% m/m. Il contributo delle esportazioni nette alla crescita di fine 2021 è circa nullo.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	dic	-1.3	%	0.3	-0.2

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
GER	Produzione industriale m/m	dic	0.3	(-0.2)	%	0.4	-0.3
GER	CPI m/m finale	gen	0.4		%	0.4	0.4
GER	CPI a/a finale	gen	4.9		%	4.9	4.9
GER	IPCA m/m finale	gen	0.9		%	0.9	0.9
GER	IPCA a/a finale	gen	5.1		%	5.1	5.1
ITA	Vendite al dettaglio a/a	dic	12.4	(12.5)	%		9.4
ITA	Produzione industriale m/m	dic	2.1	(1.9)	%	-0.7	-1.0
SPA	Produzione industriale a/a	dic	4.6	(4.8)	%	4.4	1.3

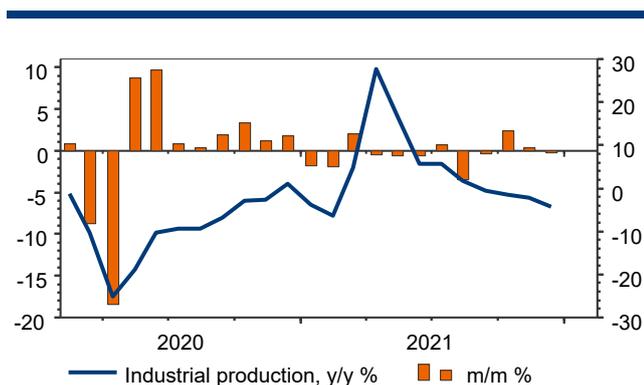
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Germania. La stima finale ha confermato che a gennaio l'**inflazione** è scesa al 4,9% dal 5,3%, mentre quella armonizzata al 5,1% da 5,7% precedente; rispetto al mese di dicembre, i prezzi al consumo sono cresciuti di quattro decimi sulla misura domestica e nove sull'armonizzato. Il rialzo di gennaio è spiegato principalmente dall'aumento dei prezzi dell'energia (a 20,5% da 18,3% precedente); i listini alimentari sono cresciuti del 5% a/a mentre i servizi del 2,9% a/a. L'indice al netto di energia ed alimentari ha visto una decelerazione al 2,9% a/a. In ogni caso, nei prossimi mesi le pressioni al rialzo sull'inflazione, in particolare sulla componente core, continueranno ad arrivare dai prezzi dei beni energetici e dagli effetti legati ai colli di bottiglia lungo le filiere produttive. Riteniamo che l'indice armonizzato possa attestarsi poco sotto il 4% (in media annua) nel 2022. Al momento, i rischi su questo scenario previsivo sono verso l'alto.

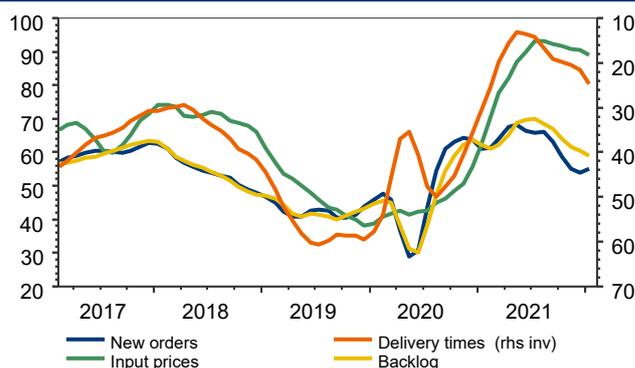
Germania. La **produzione industriale** ha registrato un lieve calo di -0,3% m/m a dicembre; la flessione è in parte spiegata dalla revisione al rialzo di cinque decimi del dato di novembre (da -0,2% a +0,3% m/m). Rispetto a febbraio 2020 l'*output* risulta più basso di -6,9% (dato destagionalizzato e corretto per gli effetti del calendario). Nel dettaglio, il manifatturiero ha visto una crescita di 1,2% m/m, dovuta soprattutto ai beni di investimento (2,5% m/m), mentre le costruzioni sono calate di -7,3% m/m. Nei prossimi mesi, l'allentamento delle strozzature all'offerta dovrebbe favorire una maggiore crescita della produzione, soprattutto nel manifatturiero.

Germania: produzione industriale in calo a dicembre...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

... ma emergono i primi segnali di allentamento delle strozzature all'offerta

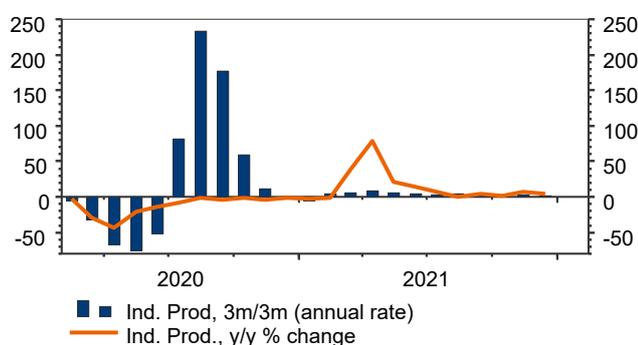


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Italia. La **produzione industriale è calata più del previsto a dicembre, di -1% m/m**, dopo il robusto incremento di 2,1% m/m (rivisto al rialzo da 1,9%) registrato a novembre. Su base tendenziale la crescita è rallentata al 4,4% da un precedente 6,6%. Il calo risulta diffuso a quasi tutti i principali raggruppamenti d'industrie, ad eccezione della produzione di prodotti energetici che è rimasta sostanzialmente stagnante (0,1% m/m). La più ampia contrazione è stata registrata dai beni di consumo durevoli (-4,8% m/m), ma anche l'output di beni strumentali è diminuito di un marcato -2,2% m/m che di fatto annulla il progresso messo a segno a novembre. La produzione di beni

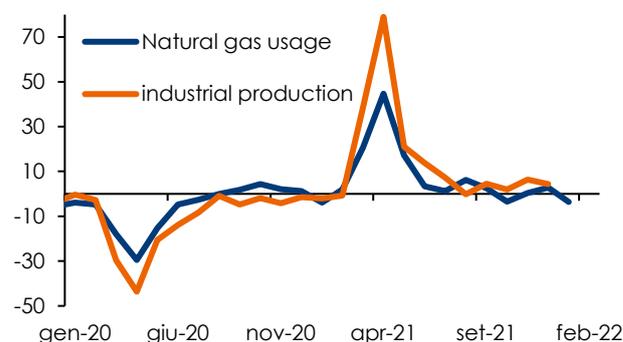
intermedi è invece scesa di -0,5% m/m mentre quella dei beni di consumo non durevoli ha registrato un più contenuto -0,1% m/m. **Nonostante la contrazione di dicembre, l'output è comunque salito di 0,5% t/t nel 4° trimestre del 2021**, in decelerazione dall'1% estivo. **Il 2021 è risultato un anno particolarmente robusto per l'industria italiana: la produzione è infatti cresciuta in media dell'11,8% rispetto al 2020** (che aveva registrato una contrazione di -11,4%). Rispetto all'anno precedente i settori che nel 2021 hanno mostrato il maggior dinamismo sono la gomma (+18,8%) le apparecchiature elettriche (+18,6%) e la metallurgia (+17,5%); la crescita risulta comunque diffusa a tutti i comparti ad eccezione dell'attività estrattiva (-7%). **Lo scenario per la manifattura italiana nei primi mesi del 2022 appare però meno promettente**: i dati sull'utilizzo di gas nel settore industriale suggeriscono che la produzione potrebbe essere calata anche a gennaio, mentre la recrudescenza dei contagi potrebbe aver inciso sulle ore lavorate per via delle quarantene. **I rischi per l'industria a inizio 2022 appaiono quindi rivolti verso il basso, ma le prospettive per il medio termine restano incoraggianti**: secondo la più recente indagine trimestrale della Commissione Europea, le imprese manifatturiere italiane, grazie all'elevato stock di ordinativi, dispongono di oltre 6 mesi di produzione assicurata (un dato tra i più elevati nell'intera Eurozona), suggerendo come l'industria disponga di un ampio potenziale di crescita una volta superate le problematiche correnti. Nel 4° trimestre del 2021 la crescita di 0,6% t/t del PIL è risultata più solida del previsto, ma **nel 1° trimestre del 2022 la ripresa potrebbe decelerare ulteriormente, stimiamo a 0,2% t/t**. L'espansione dovrebbe comunque riaccelerare a ritmi superiori all'1% su base congiunturale nei trimestri centrali dell'anno, coerentemente con una crescita in media annua superiore al 4% nel 2022; al momento, **i rischi sullo scenario appaiono moderatamente verso il basso**.

Produzione industriale: -1% m/m (+4,4% a/a)



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

I dati sul consumo di gas nel settore industriale suggeriscono che la produzione è calata anche a gennaio



Nota: dati espressi in variazione % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, SNAM

A dicembre le **vendite al dettaglio** sono tornate a crescere di 0,9% m/m (0,6% m/m in volume), dopo aver ceduto il -0,4% m/m a novembre. Sul mese il rimbalzo delle vendite risulta diffuso ai beni alimentari (+1,7% m/m da -0,5%) e non alimentari (+0,3% m/m da -0,1%). Su base annua gli acquisti sono in crescita del 9,4% dal 12,4% del mese precedente (la crescita in media nel 2021 è stata pari all'8%). In particolare, sono le vendite di mobili e arredamento a mostrare il maggior dinamismo tendenziale (26,1%), assieme all'abbigliamento (24,7%) e ai prodotti farmaceutici (22%); l'unico comparto in marginale calo è quello degli elettrodomestici. Le vendite al dettaglio hanno chiuso il 4° trimestre in crescita di 1,1% t/t, in rallentamento solo marginale dall'1,2% registrato durante l'estate. È però probabile che nel trimestre finale del 2021 i consumi di contabilità nazionale abbiano frenato in misura più marcata di quanto segnalato dalle vendite al dettaglio, in quanto la risalita dei contagi dovrebbe aver penalizzato i consumi di servizi. Il picco dell'ondata da Omicron dovrebbe essere stato raggiunto a gennaio, quando prevediamo una contrazione mensile dei consumi diffusa a beni e servizi. I consumi potrebbero tornare a crescere già a partire da febbraio anche se il rincaro dei prezzi, soprattutto per le spese

meno discrezionali come energia e alimentari, rappresenta un importante fattore di rischio per i prossimi mesi.

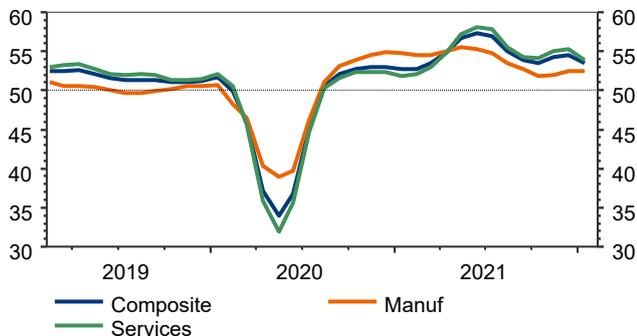
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	gen	3.250	1000Mld \$	3.260	3.222
M2 a/a	gen	9.0		% 9.2	9.8
Nuovi prestiti bancari (flusso)	gen	1130	Mld ¥ CN	3690	3980
Finanza sociale aggregata (flusso)	gen	2370	Mld ¥ CN	5460	6170

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

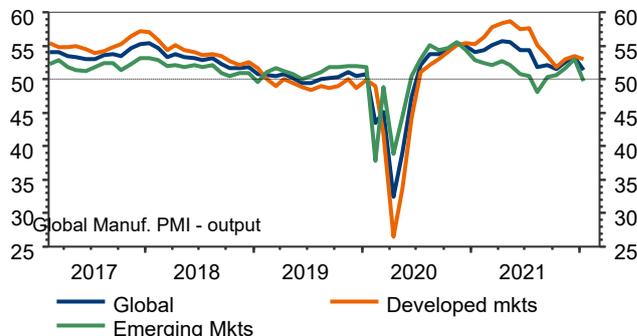
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



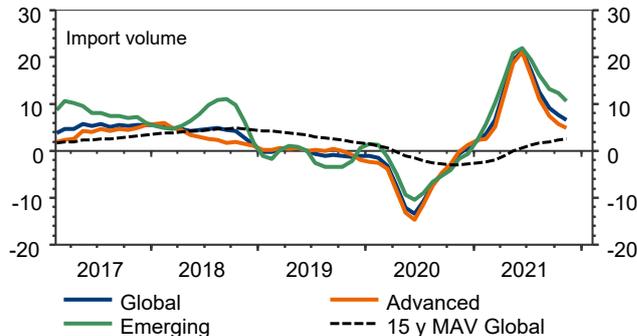
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



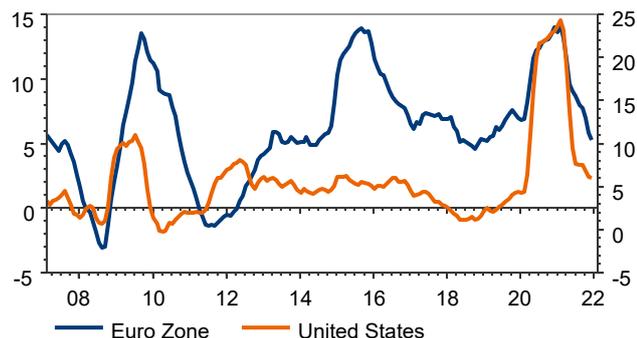
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



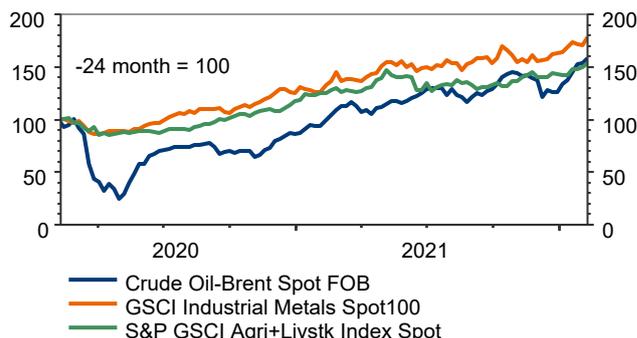
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

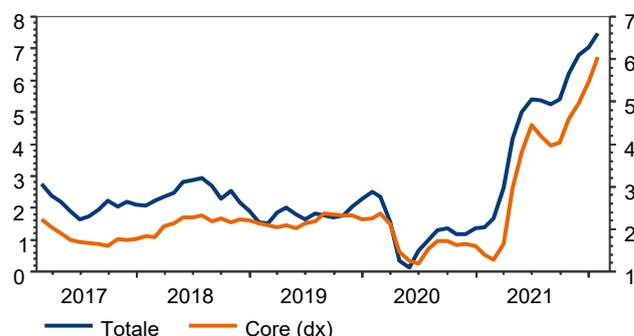
Stati Uniti

Indagini ISM



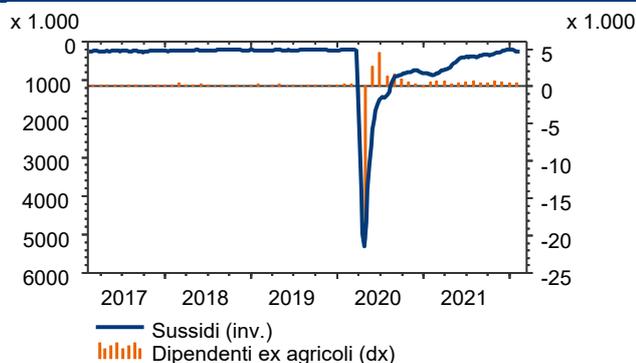
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



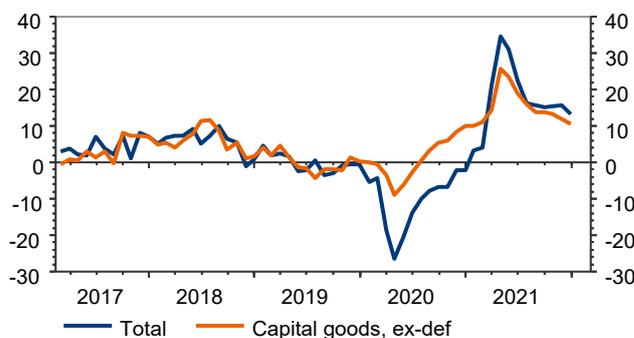
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

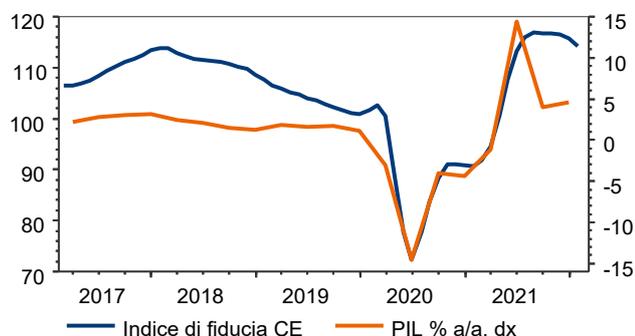
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti,a/a)	-3.4	5.7	3.7	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.5	4.2	3.7	4.0
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.3	6.9	1.1	4.7	3.6
Consumi privati	-3.8	7.9	3.3	3.4	11.4	12.0	2.0	3.3	1.5	4.3	3.1
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.3	3.8	12.5	12.9	9.2	1.7	2.0	3.8	4.8	4.3
IFL - privati residenziali	6.8	9.0	-1.0	34.4	13.3	-11.7	-7.7	-0.8	3.2	0.8	0.3
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.5	1.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	-2.9	2.7	2.3	2.8
Esportazioni	-13.6	4.6	9.2	22.5	-2.9	7.6	-5.3	24.5	3.5	14.2	10.1
Importazioni	-8.9	14.0	5.6	31.3	9.3	7.1	4.7	17.7	-1.5	5.1	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	0.0	1.1	1.4	-3.8	-1.7	2.1	4.9	0.3	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.6	-3.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.6	-12.1	-6.0								
Debito pubblico (% PIL)	161.7	150.7	145.3								
CPI (a/a)	1.2	4.7	5.2	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	7.3	5.7	4.6
Produzione Industriale	-7.2	5.5	3.2	2.0	1.0	1.6	0.9	1.0	0.3	1.2	0.6
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	3.5	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	3.7	3.5	3.5

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

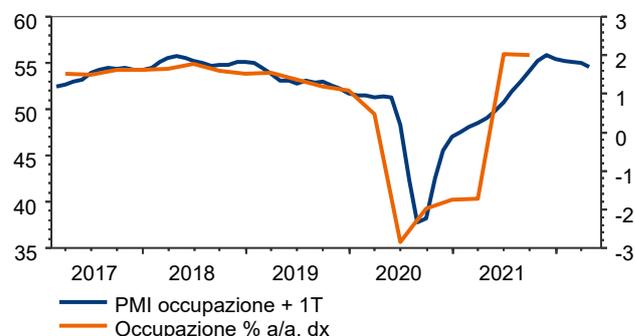
Area euro

PIL



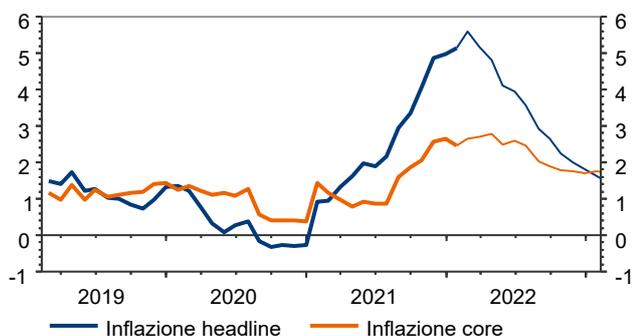
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	5.1
febbraio	1.2	0.9	5.6
marzo	0.7	1.3	5.2
aprile	0.3	1.6	4.8
maggio	0.1	2.0	4.1
giugno	0.3	1.9	3.9
luglio	0.4	2.2	3.6
agosto	-0.2	3.0	2.9
settembre	-0.3	3.4	2.6
ottobre	-0.3	4.1	2.2
novembre	-0.3	4.9	2.0
dicembre	-0.3	5.0	1.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			2022		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.2	3.9	-4.4	-1.1	14.4	3.9	4.6	5.1	4.1	2.9
- t/t				-0.3	-0.2	2.2	2.3	0.3	0.2	1.2	1.2
Consumi privati	-8.0	3.4	4.8	-3.0	-2.3	3.9	4.3	-0.2	0.1	1.2	1.2
Investimenti fissi	-7.3	3.7	4.7	2.7	0.0	1.2	-0.9	1.7	1.3	1.7	1.2
Consumi pubblici	1.2	3.9	1.3	0.8	-0.6	2.0	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	-9.4	9.8	5.4	4.3	1.2	2.5	1.4	1.6	1.2	1.2	0.8
Importazioni	-9.3	7.5	5.5	4.8	1.0	3.0	1.0	2.0	1.2	1.1	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	-0.1	0.5	1.0	-0.4	-0.1	0.1	-0.2	0.1	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	3.6	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	5.3	4.3	3.0
Produzione industriale (a/a)	-7.9	7.6	1.6	-0.5	4.7	23.1	6.1	-0.6	-0.8	0.5	2.6
Disoccupazione (%)	8.0	7.7	6.9	8.3	8.2	8.0	7.5	7.1	7.0	7.0	6.9
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.51	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.55	-0.56	-0.54

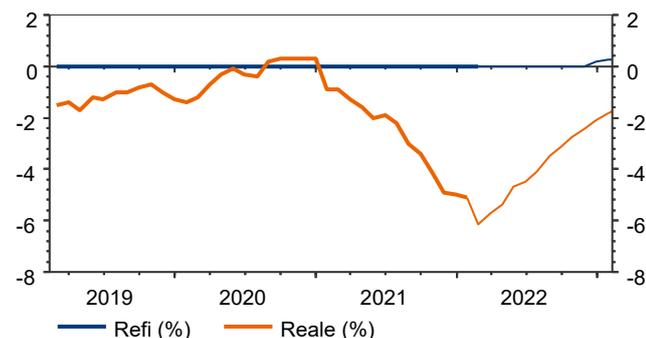
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	10/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
Euribor 1m	-0.57	-0.56	-0.58	-0.55	-0.56	-0.56	-0.55	-0.34
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.56	-0.56	-0.51	-0.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

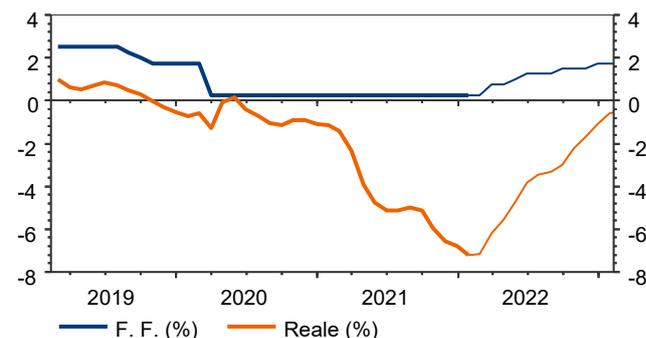


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	10/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.25	1.50
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	0.46	0.31	0.84	1.09	1.40

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

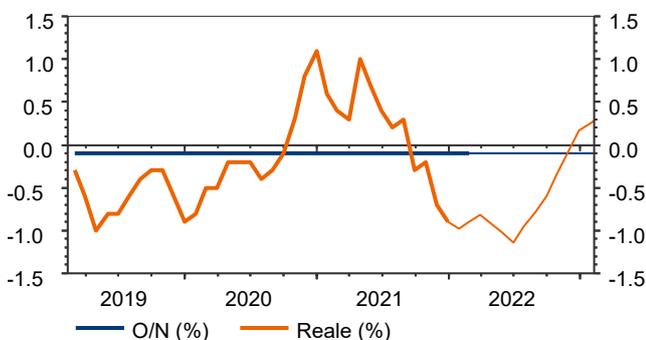


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	10/2	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

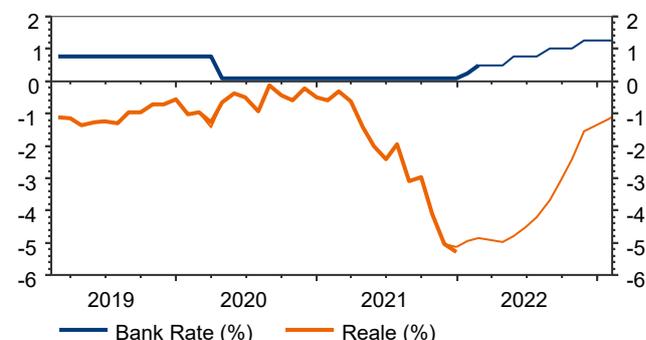


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	10/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.25	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25
Libor GBP 3m	0.08	0.08	0.26	0.78	0.70	0.90	1.20	1.30

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	11/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.21	1.17	1.15	1.13	1.1387	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	110	105	110	114	115	116.06	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.29	1.38	1.39	1.34	1.36	1.3557	1.33	1.38	1.42	1.44	1.48
EUR/CHF	1.07	1.08	1.08	1.06	1.05	1.0567	1.03	1.06	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	120	127	130	131	131	132.18	127	130	136	141	147
EUR/GBP	0.84	0.88	0.85	0.86	0.83	0.8398	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
---------------	-------	---------------------------------