

Weekly Economic Monitor

Il punto

Mentre negli ultimi giorni sui mercati la stima del livello di picco dei **tassi ufficiali BCE** è calata, abbiamo deciso di rivedere decisamente al rialzo la nostra previsione: 3,5% per il tasso sui depositi alla fine del ciclo di rialzi. Il motivo è legato alla prospettiva di minor rallentamento dell'economia europea in questi mesi e a stime meno favorevoli sulla dinamica dell'inflazione nel medio termine.

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, i dati sull'attività industriale di ottobre in Germania dovrebbero evidenziare una flessione sia della produzione che degli ordinativi. La seconda lettura del PIL dell'Eurozona nel 3° trimestre potrebbe rivedere marginalmente al rialzo la prima stima, dopo gli inattesi miglioramenti registrati in Germania e Belgio. La lettura definitiva del PMI composito di novembre è attesa confermare la stima flash. Infine, le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono viste tornare a calare significativamente a ottobre dopo la crescita moderata di settembre.

Questa settimana, l'agenda degli **Stati Uniti** ha pochi dati. L'ISM dei servizi a novembre dovrebbe correggere ulteriormente, segnalando rallentamento della domanda senza però scendere sotto la soglia di 50. La bilancia commerciale di settembre dovrebbe mostrare un ampliamento del deficit, con importazioni in crescita ed esportazioni in calo. A novembre, il PPI dovrebbe confermare il trend di rallentamento della dinamica dei prezzi dei beni, e la fiducia dei consumatori dovrebbe restare debole.

2 dicembre 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

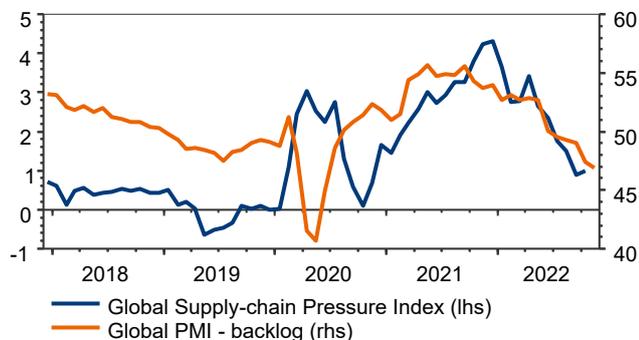
Il punto

Mentre negli ultimi giorni sui mercati la stima del livello di picco dei **tassi ufficiali BCE** è calata, abbiamo deciso di rivedere decisamente al rialzo la nostra previsione: 3,5% per il tasso sui depositi alla fine del ciclo di rialzi. Il motivo è legato alla prospettiva di minor rallentamento dell'economia europea in questi mesi e a stime meno favorevoli sulla dinamica dell'inflazione nel medio termine.

- Il rallentamento dell'inflazione emerso dai dati di ottobre negli Stati Uniti ha dato avvio a un processo di revisione al ribasso anche delle attese sui tassi BCE, che poi ha compiuto ulteriori progressi questa settimana con il dato di inflazione europea di novembre. Oggi la probabilità di osservare un rialzo di 75pb a dicembre è calata fino quasi a scomparire, mentre il rialzo cumulato nelle prossime 3 riunioni è sceso ad appena 119pb. Il picco è ora a 2,75%, conseguito soltanto a maggio. Per inciso, i dati inflattivi di novembre non ci paiono poi così rassicuranti: se l'incremento dell'indice generale è stato inferiore alle stime di consenso, invece le pressioni sull'inflazione core sono apparse più forti che in ottobre.
- **In merito alla riunione di politica monetaria del 15 dicembre, riteniamo ragionevoli le aspettative del mercato**, pur attribuendo all'opzione di 75 punti base una probabilità di realizzazione maggiore di quella incorporata oggi nei prezzi di mercato. Il Consiglio direttivo appare nettamente più diviso rispetto a fine ottobre, quando pochi membri avevano sostenuto l'opportunità di procedere con rialzi più gradualisti. Se un numeroso gruppo di governatori di banche centrali nazionali sostiene l'opportunità di continuare con rialzi dei tassi veloci, spalleggiato in questo da Schnabel, altri hanno espresso l'opinione che sia opportuno rallentare il passo. Inoltre, sul tavolo del Consiglio sta per arrivare anche il tema della **riduzione del portafoglio APP**, che fornisce qualche spazio di compromesso in più: il rialzo dei tassi di dicembre potrebbe limitarsi a 50pb, in cambio di una partenza più rapida del Quantitative Tightening (QT).
- Per quanto riguarda il percorso successivo, non dobbiamo scordarci **che per la fine della restrizione monetaria non basta che l'inflazione cessi di salire: è necessario che la probabilità di osservarne il calo al 2% nell'orizzonte di previsione diventi molto alta**. Le attuali proiezioni di inflazione vedono la crescita dell'indice generale dei prezzi calare al 4,5% nel 4° trimestre 2023 e al 2,6% a fine 2024. La discesa sotto il 2% si verificherebbe soltanto nel 2025, anno in cui anche l'inflazione core dovrebbe tornare vicina al 2%. Con questo profilo di inflazione, **con un picco al 3,50%, il rialzo dei tassi ufficiali si fermerebbe a livelli reali ancora ampiamente negativi**, abbondantemente inferiori rispetto a quelli che hanno caratterizzato le fasi restrittive del 2000-01 (2,8%) e del 2006-08 (2,6%), e simile alla falsa partenza del 2011 (-1,1%), che però non era associata a pressioni inflazionistiche né intense né diffuse, e che era avvenuta nel mezzo di una crisi finanziaria. In effetti, **stiamo comunque ipotizzando uno scenario virtuoso** in cui una fase di moderata restrizione monetaria è sufficiente a conseguire in tempi piuttosto rapidi il completo riassorbimento delle pressioni inflazionistiche grazie a moderazione salariale, dinamiche virtuose dei mark-up e allentamento delle pressioni inflazionistiche globali per la stretta monetaria della Fed. Un ragionevole recupero di potere d'acquisto da parte dei lavoratori nei prossimi anni potrebbe portare a una discesa dell'inflazione più lenta nei servizi, a meno di non ipotizzare anomali incrementi di produttività, mentre una recessione più profonda o un calo più rapido delle attese del prezzo del gas potrebbero accelerare la disinflazione. La cautela delle precedenti stime era anche connessa alla possibilità (oggi svanita) che si materializzassero scenari economici molto più negativi, caratterizzati da razionamento delle forniture di gas e da contrazione profonda del PIL.
- Lo scenario centrale della nostra proiezione include quindi altri 2 rialzi di 50pb a febbraio e marzo 2023, seguiti da un paio di ulteriori ritocchi nel corso dei mesi seguenti. Inutile dire che l'incertezza intorno a questi numeri resta altissima: se così non fosse, d'altronde, la stessa BCE non avrebbe adottato l'approccio delle decisioni *meeting by meeting*.

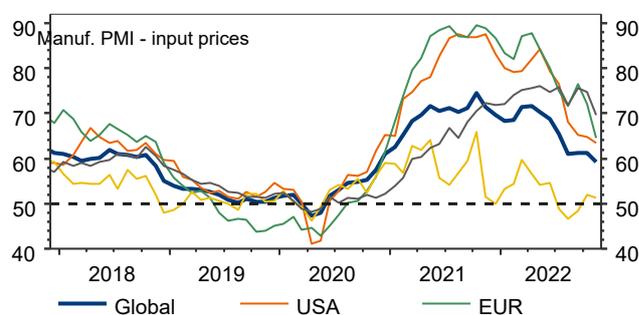
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



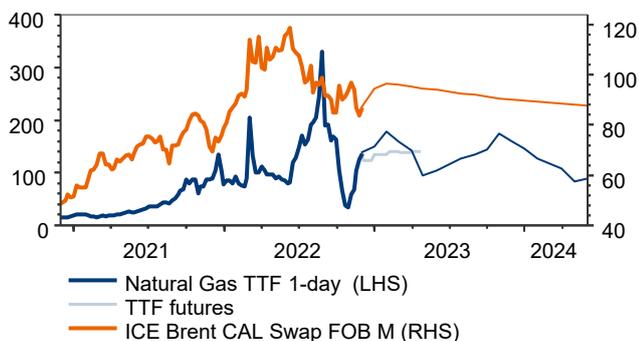
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



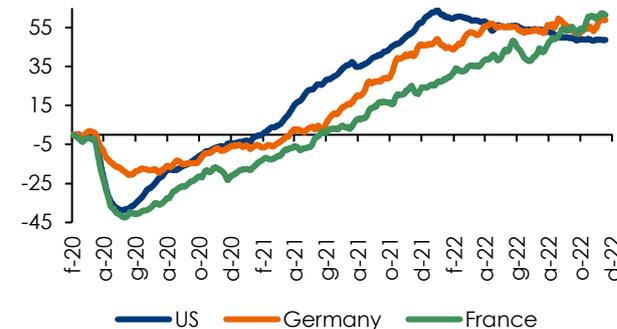
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



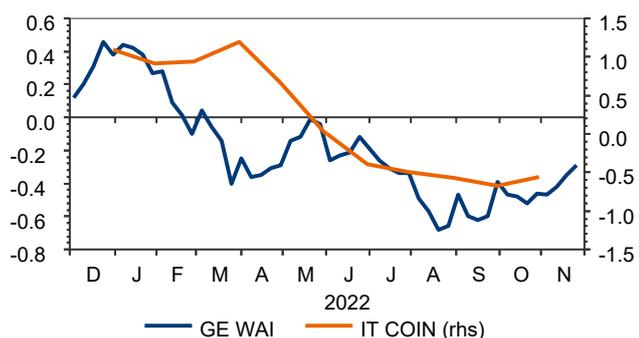
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % rispetto a febbraio 2020)



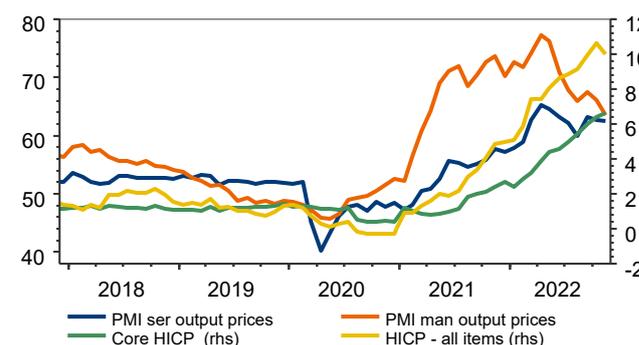
Fonte: Indeed

Indici coincidenti di attività in Germania e Italia



Nota: l'indice tedesco WAI misura il tasso di crescita del PIL nelle ultime 13 settimane rispetto alle 13 settimane precedenti, l'indicatore italiano ITA-coin fornisce una stima mensile della crescita tendenziale dell'attività economica sottostante. Fonte: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia

Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, i dati sull'attività industriale di ottobre in Germania dovrebbero evidenziare una flessione sia della produzione che degli ordinativi. La seconda lettura del PIL dell'Eurozona nel 3° trimestre potrebbe rivedere marginalmente al rialzo la prima stima, dopo gli inattesi miglioramenti registrati in Germania e Belgio. La lettura definitiva del PMI composito di novembre è attesa confermare la stima flash. Infine, le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono viste tornare a calare significativamente a ottobre dopo la crescita moderata di settembre.

Questa settimana, l'agenda degli **Stati Uniti** ha pochi dati. L'ISM dei servizi a novembre dovrebbe correggere ulteriormente, segnalando rallentamento della domanda senza però scendere sotto la soglia di 50. La bilancia commerciale di settembre dovrebbe mostrare un ampliamento del deficit, con importazioni in crescita ed esportazioni in calo. A novembre, il PPI dovrebbe confermare il trend di rallentamento della dinamica dei prezzi dei beni, e la fiducia dei consumatori dovrebbe restare debole.

Lunedì 5 dicembre

Area euro

- **Area euro.** La lettura flash ha mostrato una stabilizzazione del **PMI servizi** a 48,6 a novembre e le **stime finali** non dovrebbero registrare revisioni significative. I dati già pubblicati relativi a Francia e Germania (che hanno entrambi mostrato una correzione rispetto al mese precedente) sono coerenti con un aumento degli indici in Italia e Spagna. In **Italia** stimiamo un incremento del PMI servizi a 48,5 da 46,4 di ottobre.
- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere tornate a calare in misura piuttosto marcata ad ottobre dopo la crescita di settembre e la stagnazione di agosto. I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con una flessione di -1,7% m/m (-2,6% a/a). Rispetto al mese precedente i prezzi dei carburanti sono sostanzialmente invariati ma le pressioni inflattive relative alle altre componenti di spesa, soprattutto alimentari, sono rimaste severe e hanno frenato i consumi dei nuclei familiari (in coerenza con i livelli ancora depressi delle indagini di fiducia).
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi flettere nuovamente a ottobre, stimiamo di -0,4% m/m dopo il crollo registrato tra agosto e settembre (-2% e -4% m/m rispettivamente). Le indagini di fiducia stanno segnalando un progressivo indebolimento della domanda, in particolare dall'estero.

Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a novembre è previsto in calo a 51,5 da 54,4 di ottobre. Le indicazioni dell'indagine a ottobre erano già in via di deterioramento, con occupazione e ordini in territorio recessivo. Le altre indagini dei servizi a novembre sono state omogeneamente deboli e anche l'ISM dovrebbe segnalare un'ulteriore frenata della domanda.

Martedì 6 dicembre

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** potrebbe calare a ottobre, di -0,8% m/m da +0,6% m/m di settembre. Le indagini IFO e PMI puntavano entrambe ad una flessione dell'attività nel mese, con il livello degli ordini in territorio ampiamente negativo. La variazione annua dell'output passerebbe a -1% da 2,5% precedente. La produzione sarebbe in rotta per una contrazione di -1,5% t/t nel trimestre autunnale, dopo la sostanziale stagnazione estiva. L'indebolimento della domanda estera potrebbe aggravare la contrazione del manifatturiero tedesco nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a settembre dovrebbe registrare un deficit di -78,5 mld, da -73,3 mld di agosto, con un calo delle esportazioni di -1,5% m/m concentrato nel comparto delle materie prime, a fronte di un aumento delle importazioni di 0,8% m/m, spinto da beni di consumo e auto. Nel 4° trimestre, il contributo del canale estero è stimato ora a 0,6pp, in netto calo rispetto a +2,8pp del 3° trimestre.

Mercoledì 7 dicembre

Area euro

- **Area euro.** La crescita del **PIL** nel 3° trimestre potrebbe essere rivista al rialzo di un decimo allo 0,3% t/t (2,2% a/a), dopo gli inattesi miglioramenti registrati in Germania e Belgio. Dovrebbe essere stata la domanda interna, sia per consumi che per investimenti, ad aver sostenuto la crescita, mentre il canale estero dovrebbe aver fornito un apporto negativo a causa di importazioni in crescita a ritmi superiori alle esportazioni. Anche nell'ipotesi di una (probabile) contrazione dell'economia nel trimestre in corso, il PIL Eurozona potrebbe chiudere il 2022 con un'espansione, in media annua, al 3,3%.

Venerdì 9 dicembre

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a dicembre (prel.) dovrebbe rimanere debole, a 56,5. Le indagini di fiducia a fine novembre hanno confermato i trend verso il basso. Il rialzo dei prezzi della benzina e le correzioni dei mercati azionari dovrebbero mantenere l'indice di Univ. of Michigan circa stabile vicino ai livelli estivi. Le aspettative di inflazione dovrebbero essere poco variate e restare all'interno degli intervalli di fluttuazione degli ultimi trimestri.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (5 – 9 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	5/12	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	nov	48.4		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	nov	46.4	47.5	48.5
	09:50	FRA	PMI servizi finale		nov	prel 49.4	49.4	49.4	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	nov	prel 46.4	46.4	46.4	
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	nov	prel 47.8	47.8	47.7	
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	nov	prel 48.6	48.6	48.6	
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	nov	48.8			
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ott	0.4	% -1.7	-1.7	
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		nov	46.3			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		nov	46.1			
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ott	0.3	% 0.8		
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ott	prel 0.5	%		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	nov	54.4		51.5	
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ott	prel 1.0	%		
	Mar	6/12	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ott	2.3	% 1.0
08:00			GER	Ordini all'industria m/m	*	ott	-4.0	% 0.5	-0.4
14:30			USA	Bilancia commerciale		ott	-73.3	Mld \$	-78.5
Mer	7/12	04:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	nov	85.2	Mld \$ 79.1	
		04:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	nov	-0.3	% -3.6	
		04:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	nov	-0.7	% -5.0	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ott	0.6	% -0.5	-0.8
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ott	4.1	%	
		11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T3	0.2	% 0.2	0.2
		11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.2	% 0.2	0.3
		11:00	EUR	PIL a/a finale		T3	prel 2.1	% 2.1	2.2
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T3	prel 3.5	%	
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T3	prel 0.3	%	
Gio	8/12	00:00	CN	Riserve in valuta estera		nov	3.052	1000Mld \$	
		00:50	GIA	PIL t/t finale	*	T3	prel -0.3	% -0.3	
		00:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T3	prel -1.2	% -1.1	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	225	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.608	Mln	
Ven	9/12	02:30	CN	CPI a/a	*	nov	2.1	%	
		02:30	CN	PPI a/a	*	nov	-1.3	%	
		02:30	CN	CPI m/m		nov	0.1	%	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ott	3.6	%	
		14:30	USA	PPI m/m		nov	0.2	%	
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	nov	0.0	%	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		dic	56.8		56.5

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 (5 – 9 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	5/12	02:45	EUR * Discorso di Lagarde (BCE)
		09:00	EUR Discorso di Villeroy (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Makhoul (BCE)
		17:00	EUR Discorso di Wunsch (BCE)
			EUR * Riunione Eurogruppo
Mar	6/12	10:00	ITA * L'Istat diffonde le "Prospettive per l'economia italiana, anni 2022-2023"
			UE * Riunione Ecofin
Gio	8/12	13:00	EUR * Discorso di Lagarde (BCE)
		17:00	EUR Discorso di Villeroy (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	set	13.1	%	10.8	10.4
Indice dei prezzi delle case m/m	set	-0.7	%		0.1
Nuovi occupati: stima ADP	nov	239	x1000	200	127
Deflatore consumi core t/t prelim.	T3	4.5	%	4.5	4.6
PIL t/t ann. prelim	T3	2.6	%	2.7	2.9
PIL, deflatore t/t ann. prelim.	T3	4.1	%	4.1	4.3
Bilancia commerciale prelim.	ott	-91.91	Mld \$		-99.00
PMI (Chicago)	nov	45.2		47.0	37.2
Richieste di sussidio	settim	241	(240) x1000	235	225
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.551	Mln	1.573	1.608
Deflatore consumi (core) a/a	ott	5.2	(5.1) %	5.0	5.0
Deflatore consumi a/a	ott	6.3	(6.2) %		6.0
Spesa per consumi (nominale) m/m	ott	0.6	%	0.8	0.8
Redditi delle famiglie m/m	ott	0.4	%	0.4	0.7
Deflatore consumi (core) m/m	ott	0.5	%	0.3	0.2
Markit PMI Manif. finale	nov	47.6			47.7
Spesa in costruzioni	ott	0.1	(0.2) %	-0.3	-0.3
Indice ISM manifatturiero	nov	50.2		49.8	49.0
Tasso di disoccupazione	nov	3.7	%	3.7	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	nov	261	x1000	200	
Salari orari m/m	nov	0.4	%	0.3	

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

La stima ADP degli occupati non agricoli privati di novembre ha registrato un incremento di solo 127 mila unità, con segnali di svolta nel manifatturiero (-100 mila) e nelle costruzioni (-2 mila), a fronte di una crescita solida per i servizi (213 mila) e l'estrattivo (16 mila). Nei servizi si riscontra ampia variabilità, con contrazioni nella finanza (-34 mila), nell'IT (-23 mila), nei servizi alle imprese (-77 mila), e rialzi concentrati nel tempo libero e ricreazione (224 mila) e in sanità/istruzione (55 mila). Per quanto riguarda i salari, l'indagine riporta ulteriore moderazione, anche se la dinamica rimane forte: per i job-stayers i salari sono in aumento di 7,6% a/a, per i job switchers la variazione è di 15,1% a/a. La chief economist di ADP rileva che la restrizione monetaria sta generando una riduzione della dinamica occupazionale e salariale e del numero di dimissioni volontarie.

La **Job Openings and Labor Turnover Survey** di ottobre mostra un ulteriore calo delle posizioni aperte, a 10,3 mln (-353 mila), guidate soprattutto da costruzioni e manifatturiero e una modesta riduzione delle dimissioni volontarie. Il job openings rate, il quits rate e il rapporto posizioni vacanti/disoccupati (su un livello sempre elevato, ma in calo a 1,7) sono ora sui minimi da metà 2021.

La seconda stima del **PIL del 3° trimestre** è stata più solida delle attese, con una variazione di 2,9% t/t ann.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a novembre ha mostrato un calo a 100,2 da 102,2 di ottobre, con correzioni sia della situazione corrente sia delle aspettative. Le famiglie sono particolarmente preoccupate per il nuovo rialzo del prezzo della benzina. L'indice delle aspettative si mantiene al di sotto di 80, soglia associata a un'elevata probabilità di recessione. Le aspettative di inflazione sono in rialzo da luglio e le intenzioni di acquisto di beni durevoli sono in calo.

La **spesa personale** ha sorpreso verso l'alto con un incremento di 0,8% m/m (0,5% m/m in termini reali), spinta in prevalenza dai beni (1,4% m/m), soprattutto durevoli, ma anche dai servizi (0,5% m/m). Il **reddito personale** è cresciuto di 0,7% m/m, più di quanto atteso dal consenso (0,4% m/m), in parte per via dell'effetto una tantum di crediti d'imposta statali. Il **reddito disponibile reale** è cresciuto di 0,4% m/m e il **tasso di risparmio** è calato ancora, a 2,3%, confermando il progressivo esaurimento dello stock accumulato durante la pandemia. Il **deflatore dei consumi** è cresciuto di 0,3% m/m (6% a/a) e l'indice **core** ha sorpreso verso il basso, con una variazione di 0,2% m/m

(5% a/a), ma i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti verso l'alto (in particolare nei comparti della sanità e della finanza). La **mediana** è in rialzo di 0,3% m/m (5,7% a/a).

L'**ISM manifatturiero** a novembre è sceso sotto 50 per la prima volta da metà 2020, calando a 49 da 50,2 di ottobre. L'indagine è omogeneamente debole, con ordini a 47,2 e occupazione a 48,4. La produzione è ancora in territorio espansivo, grazie alla fine delle strozzature all'offerta, e i tempi di consegna si accorciano, grazie alla combinazione di domanda più debole e offerta non più vincolata. Anche l'indice dei prezzi conferma la fase disinflazionistica, calando ulteriormente a 43, da 46,6.

La **spesa in costruzioni** a ottobre ha corretto di -0,3% m/m, con una contrazione significativa nel settore privato (-0,5% m/m), con contributi negativi sia del comparto residenziale sia di quello non residenziale.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 26 novembre sono calate a 225 mila, tornando sui livelli di due settimane fa, dopo l'aumento della settimana scorsa.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	ott	1.34	1.35	1.35
Tasso di disoccupazione	ott	2.6	%	2.5
Vendite al dettaglio a/a	ott	4.8 {4.5}	%	5.0
Produzione industriale m/m prelim	ott	-1.7	%	-1.5
PMI manifatturiero finale	nov	49.4		49.0
Fiducia delle famiglie	nov	29.9		28.6

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

La **produzione industriale** a ottobre (prel.) è calata di -2,6% m/m, dopo -1,7% m/m di settembre. Lo scenario per i prossimi mesi è di ripresa, con aspettative delle imprese di incrementi di 3,3% m/m e 2,4% m/m a novembre e dicembre, rispettivamente, grazie alla riapertura delle attività dopo l'ondata estiva di Covid, alla fine delle strozzature all'offerta e all'approvazione di un nuovo pacchetto di stimolo fiscale.

Il **tasso di disoccupazione** a ottobre è rimasto stabile a 2,6%, restando a ridosso di 2,5% di agosto, minimo dal 2020, con modeste correzioni di occupati e disoccupati, a fronte di una forza lavoro circa stabile. Il **job-to-applicants ratio** è aumentato modestamente a 1,35 da 1,34, segnalando la persistenza di una domanda di lavoro solida.

Le **vendite al dettaglio** a ottobre sono aumentate di 4,3% a/a da 4,8% a/a di settembre, con una variazione di 0,2% m/m, la quarta consecutiva in territorio positivo, anche se in via di rallentamento.

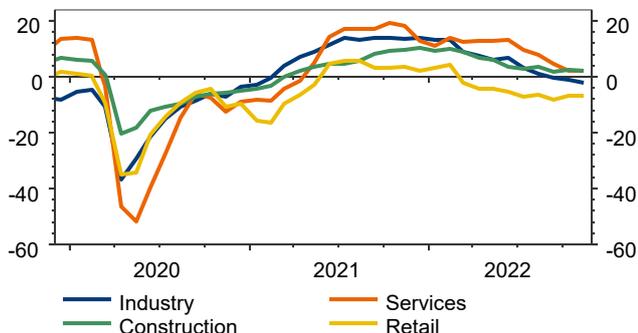
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
BEL	PIL t/t finale	T3	-0.1	%		0.2	
EUR	M3 dest. a/a	ott	6.3	%	6.2	5.1	
EUR	Fiducia consumatori finale	nov	-23.9		-23.9	-23.9	
EUR	Fiducia servizi	nov	2.1	{1.8}	2.0	2.3	
EUR	Indice di fiducia economica	nov	92.7	{92.5}	93.5	93.7	
EUR	Fiducia industria	nov	-1.2		-0.5	-2.0	
EUR	CPI a/a stima flash	nov	10.6	%	10.4	10.0	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	nov	6.4	%	6.3	6.6	
EUR	PMI manifatturiero finale	nov	47.3		47.3	47.1	
EUR	Tasso di disoccupazione	ott	6.6	%	6.6	6.5	
EUR	PPI a/a	ott	41.9	%	31.5	30.8	
FRA	Spese per consumi m/m	ott	1.3	{1.2}	%	-0.6	-2.8
FRA	IPCA a/a prelim	nov	7.1	%	7.1	7.1	
FRA	PMI manifatturiero finale	nov	49.1		49.1	48.3	
FRA	Produzione industriale m/m	ott	-0.9	{-0.8}	%		-2.6
GER	IPCA m/m prelim	nov	1.1	%	0.1	0.0	
GER	IPCA a/a prelim	nov	11.6	%	11.3	11.3	
GER	CPI (Lander) a/a prelim	nov	10.4	%	10.4	10.0	
GER	CPI (Lander) m/m prelim	nov	0.9	%	-0.2	-0.5	
GER	Tasso di disoccupazione	nov	5.5	%	5.5	5.6	
GER	Variazione n° disoccupati	nov	9	{8} x1000	13	17	
GER	Vendite al dettaglio a/a	ott	-0.9	%	-2.8	-5.0	
GER	Vendite al dettaglio m/m	ott	1.2	{0.9}	%	-0.6	-2.8
GER	PMI manifatturiero finale	nov	46.7		46.7	46.2	
GER	Prezzi import a/a	ott	29.8	%	23.3	23.5	
GER	Bilancia commerciale destag.	ott	2.8	{3.7} Mld €	5.2	6.9	
ITA	PIL a/a finale	T3	2.6	%	2.6	2.6	
ITA	PIL t/t finale	T3	0.5	%	0.5	0.5	
ITA	IPCA m/m prelim	nov	3.8	%	0.2	0.6	
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	nov	11.8	%	11.3	11.8	
ITA	IPCA a/a prelim	nov	12.6	%	12.0	12.5	
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	nov	3.4	%		0.5	
ITA	PMI manifatturiero	nov	46.5		47.0	48.4	
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ott	7.9	%	8.0	7.8	
SPA	IPCA a/a prelim	nov	7.3	%	7.5	6.6	

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

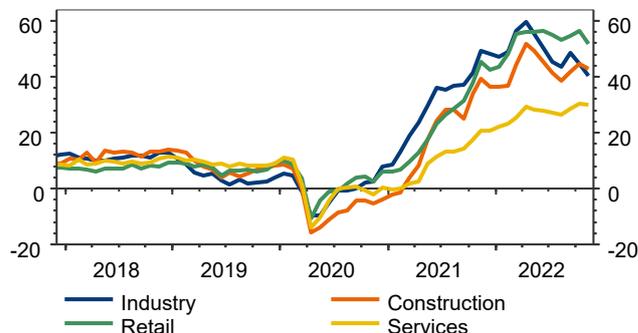
Area euro. Le indagini di fiducia della Commissione Europea di novembre hanno registrato un miglioramento di un punto dell'indice composito ESI relativo al complesso dell'Eurozona, che torna a salire (a 93,7) dopo otto mesi di calo. Oltre alla conferma del secondo incremento consecutivo del morale dei consumatori (a -23,9 da -27,5), si registra anche una lieve risalita della fiducia nei servizi (2,3 da 2,1). In calo invece gli indici relativi all'industria (da -1,2 a -2, un minimo da gennaio 2021) e alle costruzioni (da 2,6 a 2,3), a fronte di una stabilità nel commercio al dettaglio (-6,7). Le indagini confermano che lo scenario si sta evolvendo in maniera meno negativa del previsto, ma restano coerenti con una moderata contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023. Nonostante il recupero di novembre, il morale nei servizi resta infatti inferiore alla media storica ed in brusco calo rispetto alla media registrata nel trimestre estivo, mentre lo spaccato dell'indagine industriale conferma il quadro di decisa frenata della domanda con un calo degli ordini, un aumento delle scorte di prodotti finiti ed una contrazione della produzione. Anche le indicazioni sulle aspettative produttive, sebbene in progressivo recupero dopo il minimo toccato a settembre, restano coerenti con una contrazione dell'output tra l'autunno e l'inverno.

A novembre il morale delle imprese migliora nei servizi ma cala nel manifatturiero e nelle costruzioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

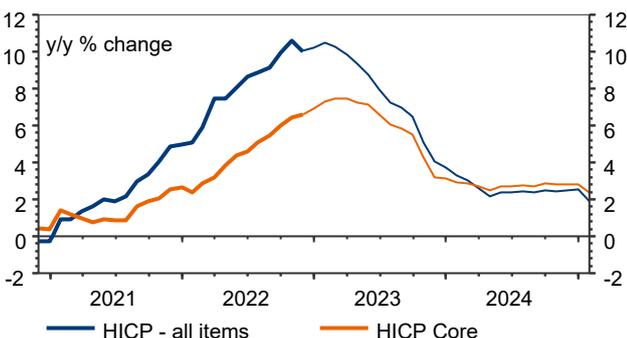
Le aspettative sui prezzi potrebbero aver toccato un picco, ma restano su livelli elevati



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

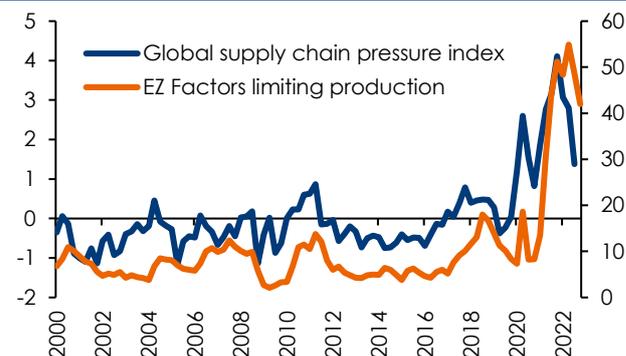
Area euro. L'inflazione nell'area euro a novembre è calata per la prima volta da giugno 2021, passando al 10% da 10,6% di ottobre; il dato è più basso sia delle attese di consenso (10,4%), che, in minor misura, delle nostre previsioni (10,2%). La flessione di novembre sembra rafforzare l'ipotesi di un'inflazione oramai vicina al punto di svolta. Di contro, continua il trend rialzista dell'inflazione core, cresciuta al 6,6% dal 6,4% (in linea con le nostre previsioni), segnale che il raffreddamento dell'indice sottostante avverrà con ritardo. **I prezzi al consumo hanno registrato una flessione di -0,1% m/m, mentre l'indice core è cresciuto di 0,2% m/m.** La contrazione congiunturale è dovuta alle componenti energia (-1,9% m/m) e servizi (-0,3%); sul mese crescono, invece, alimentari (+0,9%) e beni manufatti non energetici (+0,4% m/m). Sulla variazione tendenziale, l'energia (in flessione a 34,9% da 41,5% precedente) spiega oramai meno del 40% dell'inflazione complessiva; scendono i servizi (4,2% da 4,3% precedente), sulla scia del calo della domanda. In aggiunta, la riduzione della pendenza nel trend di alimentari e beni manufatti rifletterebbe un rallentamento del meccanismo di trasmissione dei rincari energetici e un allentamento delle strozzature sulle catene del valore.

Dinamica dei prezzi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Il picco dei colli di bottiglia è oramai alle spalle

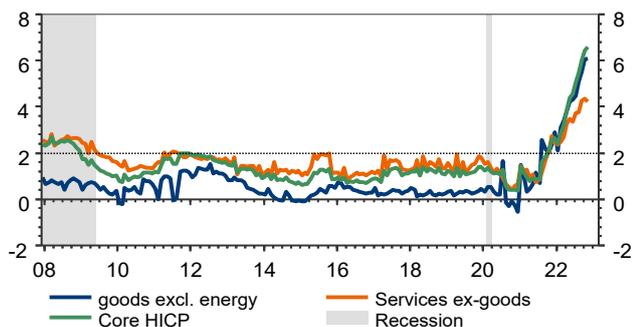


Nota: % degli intervistati che indicano la carenza di attrezzature/materiali come fattore limitante per la produzione. Fonte: Commissione UE, Haver Analytics

L'inflazione generale potrebbe tornare a salire a dicembre e a gennaio, ma ci sono pochi dubbi sul fatto che il trend nel 2023 sarà al ribasso. Il rallentamento, atteso da febbraio, dovrebbe essere più pronunciato rispetto alla dinamica core e legato ad effetti base negativi della componente energia. Il picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 1° trimestre 2023, intorno al 7,4%, ma un ritorno vicino la soglia del 2% si avrebbe solo verso la fine del 2025. In media annua, l'inflazione dovrebbe moderare al 7,5% nel 2023 dopo aver toccato l'8,5% quest'anno, mentre l'inflazione

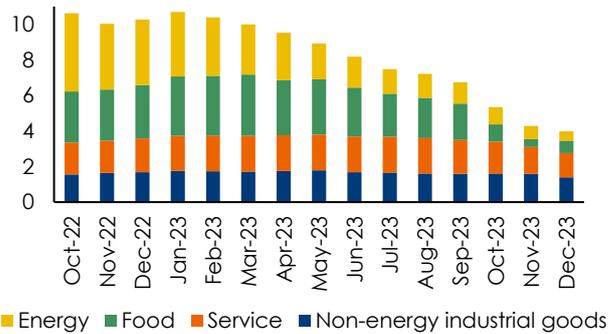
core dovrebbe accelerare al 5,9% dal 4,8% di quest'anno. **I rischi sul nostro scenario previsionale sono lievemente verso l'alto sulla componente core.** Pressioni al rialzo potrebbero arrivare nei prossimi mesi dal costo del lavoro, dato che la dinamica salariale è vista in salita per effetto dei rinnovi contrattuali finalizzati a un parziale recupero di potere d'acquisto, nonché degli aumenti del salario minimo decisi da alcuni governi nazionali.

Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

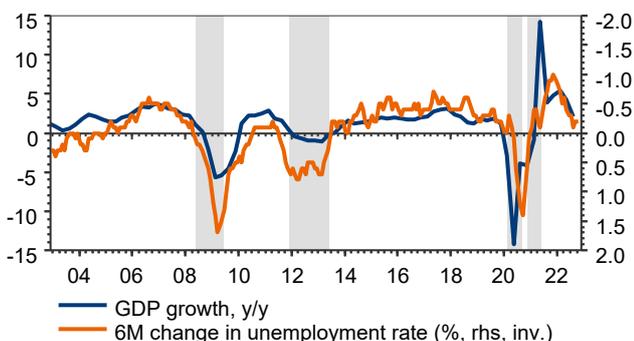
Nei prossimi mesi si ridurrà il contributo dell'energia



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

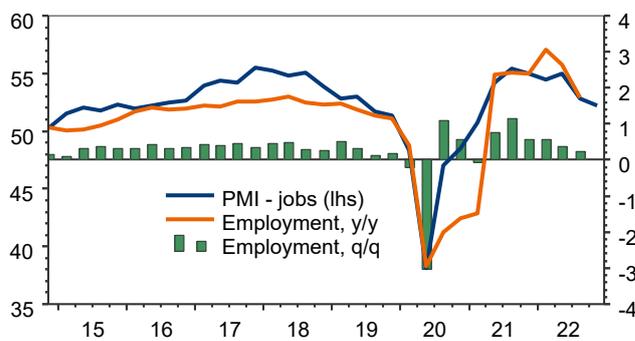
Area euro. La crescita di **M3** ha frenato più del previsto a ottobre, al 5,1% a/a da un precedente 6,3%. Il dato di settembre era stato gonfiato da fattori tecnici temporanei (un'ampia posizione temporanea dell'Eurosistema nei confronti di una clearing house). Tra le controparti, si registra una decelerazione dei prestiti ai consumatori (4,2% a/a da 4,4%), mentre resta stabile la crescita del credito alle imprese (8,9%). La restrizione in atto suggerisce che l'aggregato monetario rallenterà ancora nei prossimi mesi.

Il mercato del lavoro non potrà non risentire del rallentamento ciclico...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

...ma al momento la domanda di lavoro resta positiva: l'aumento della disoccupazione atteso per i prossimi mesi potrebbe rivelarsi moderato



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Area euro. Il **tasso di disoccupazione** è calato per il terzo mese ad ottobre, toccando un nuovo minimo storico dall'introduzione dell'euro, a 6,5% da un precedente 6,6%. Tra le principali economie, il tasso del senza lavoro è rimasto invariato in Germania e Francia (rispettivamente al 3% e al 7,1%) mentre è calato in Italia (7,8% da 7,9%) e Spagna (12,5% da 12,7%), ma si registrano flessioni anche in altri paesi, tra cui Grecia (11,6% da 12%; minimo da febbraio 2010), Paesi Bassi (3,7% da 3,8%) e Austria (4,6% da 5,1%). I dati confermano che il mercato del lavoro appare resiliente. Probabilmente, l'aggiustamento sta agendo sull'elevato numero di posizioni vacanti, consentendo il mantenimento di elevati livelli occupazionali. Una volta esaurito questo effetto, però, anche il tasso di disoccupazione potrebbe risalire, sia pure, riteniamo, in misura solo moderata nei prossimi mesi, con un picco intorno al 6,9% nei trimestri centrali del 2023.

Area euro. Ad ottobre i **prezzi alla produzione** sono scesi di -2,9% m/m: è il primo calo da oltre due anni. Rispetto a un anno prima la crescita del PPI rallenta al 30,8% da un precedente 41,9%. La flessione dei prezzi è interamente spiegata dall'energia (-6,9% da 3,1% m/m); al netto di questa componente i prezzi sono infatti in rialzo di 0,5% m/m. In particolare, sono i beni di consumo non durevoli (soprattutto alimentari) a guidare i rincari (1,1% m/m da 0,9%), mentre le altre componenti, come i beni intermedi, seppur in aumento da oltre tre anni, registrano tassi di crescita mensile più moderati rispetto a quelli registrati nella prima metà dell'anno. Le pressioni a monte della filiera produttiva potrebbero aver toccato un picco e anticipare un calo dell'inflazione dei beni industriali core nel corso del 2023.

Germania. A novembre, l'**inflazione** è scesa all'11,3% a/a dall'11,6% di ottobre sull'indice armonizzato e al 10% dal 10,4% sulla misura domestica. Il calo tendenziale è spiegato dalla flessione di energia (38,4% a/a da 43% precedente) e servizi (3,7% da 4%), cui si contrappone un aumento dei listini alimentari (21% da 20,3%). Sale all'1,9% a/a dall'1,8% l'inflazione degli affitti. La stima flash dai *Länder* indica che il rallentamento tendenziale è dovuto a carburanti, abbigliamento e calzature e servizi. La variazione congiunturale è stata di -0,5% sulla misura nazionale, mentre i prezzi hanno registrato una stagnazione sull'indice armonizzato. L'inflazione potrebbe continuare a crescere nei mesi a cavallo d'anno, per poi spostarsi su un trend di moderata discesa. Il calo potrebbe essere più lento sulla componente core, visti i rinnovi contrattuali in corso finalizzati alla difesa del potere d'acquisto (recentemente, i sindacati dei metalmeccanici hanno firmato un accordo che prevede un aumento del salario del 5,2% da giugno 2023 e del 3,3% nel 2024). Ci aspettiamo che l'inflazione armonizzata si attesti in media al 7,9% nel 2023, dopo l'8,8% stimato per il 2022.

Germania. Il **tasso di disoccupazione** a novembre è salito di un decimo, al 5,6%. Le indagini congiunturali segnalano una sostanziale stabilizzazione delle intenzioni di assunzione nei prossimi mesi. Come nel 2020-21, ci aspettiamo che l'aggiustamento passi più per una riduzione delle ore lavorate che attraverso una massiccia espulsione di occupati. Prevediamo, quindi, una crescita del tasso dei senza lavoro al 5,5% il prossimo anno (da 5,3% del 2022); il punto di svolta per la dinamica occupazionale dovrebbe vedersi solo verso la fine dell'estate 2023, dato l'usuale ritardo rispetto al ciclo.

Germania. I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di ottobre hanno evidenziato una contrazione sia delle esportazioni (-0,6% m/m) che, in maggior misura, delle importazioni (-3,7% m/m). L'**avanzo commerciale** è risultato pari a 6,9 mld di euro (in termini destagionalizzati) in ottobre, da 2,8 mld di settembre.

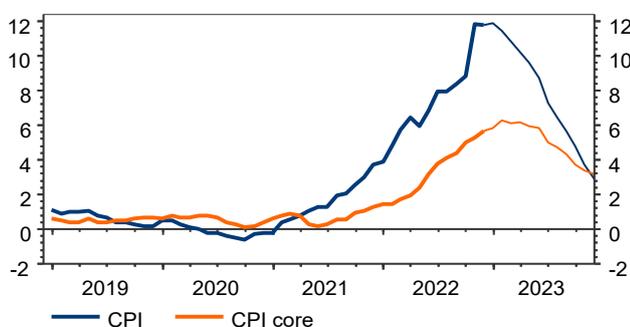
Germania. I **prezzi all'import** sono scesi nuovamente ad ottobre, di -1,2% m/m (da -0,9% precedente). La variazione tendenziale, pur calando, resta su livelli elevati, a 23,5% (da 29,8% a settembre); crolla la componente energia, a 84,7% da 135,1% precedente.

Germania. Le **vendite al dettaglio** in termini reali sono calate di -2,8% m/m ad ottobre, dopo il +1,2% di settembre (rivisto al rialzo da 0,9% precedente), per una flessione su base annua di -5% (era -0,9% a settembre). Le vendite sono in rotta per una contrazione di circa -2,5% nel trimestre autunnale.

Francia. La **stima flash** indica che l'**inflazione** è risultata stabile al 6,2% sull'indice nazionale e al 7,1% sull'armonizzato a novembre. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento dello 0,4% m/m sull'indice nazionale e di mezzo punto sull'armonizzato. Lo spaccato parziale sul CPI mostra come l'accelerazione di alimentari (12,2% da 12% precedente) e beni manufatti (4,4% da 4,2% di ottobre) sia stata spiazzata dal rallentamento di energia (18,5% da 19,1%) e servizi (3% da 3,1%). L'inflazione potrebbe spostarsi su un trend di lenta discesa già da inizio inverno: in media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare intorno al 5% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver sfiorato il 6% in media d'anno nel 2022.

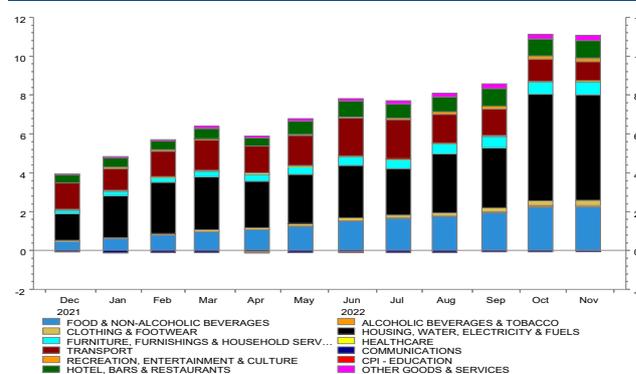
Italia. Secondo la **stima flash** pubblicata dall'Istat, a novembre l'**inflazione** calcolata sull'indice nazionale è risultata stabile all'11,8%, mentre l'inflazione armonizzata è calata al 12,5% dal 12,6% di ottobre. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,5% m/m sul NIC e di 0,6% m/m sull'IPCA. Il calo tendenziale dell'energia (da 71,1% a 67,3%; +2,3% m/m), spiegato dalla componente non regolamentata (da 79,4% a 69,9%; +2,2% m/m) per effetto soprattutto dei prezzi dell'energia elettrica sul mercato libero, è stato compensato dall'aumento di alimentari e beni manufatti al netto dell'energia; sono rimasti stabili al 4,3% i servizi, in quanto l'accelerazione dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 5,2% a 5,5%; -0,4% m/m) è stata bilanciata dal calo dei servizi relativi ai trasporti (da 7,2% a 6,8%; -0,2% m/m). L'inflazione di fondo è salita al 5,7% a/a da un precedente 5,3%; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. L'indice headline, invece, potrebbe iniziare a calare già da gennaio 2023; un riavvicinamento al 2% è atteso solo a fine 2024. La media d'anno dovrebbe attestarsi al 7,5% nel 2023 (sull'indice armonizzato), dall'8,8% del 2022, in un contesto di ampia incertezza.

L'inflazione italiana è attesa calare da gennaio 2023



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo da dicembre 2022

Il maggior contributo alla variazione tendenziale viene ancora dall'energia



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia. Il **fatturato industriale** è diminuito di -1,2% m/m a settembre, dopo un balzo di 3,4% m/m ad agosto; si registrano flessioni di pari entità sia sul mercato interno che per quello estero. La contrazione più ampia è quella del settore energetico (-4,5% m/m), verosimilmente amplificata dall'effetto-prezzi. Al netto dell'energia il fatturato risulta comunque in diminuzione di -0,9% m/m, con flessioni diffuse a tutte le componenti ad eccezione dei beni di consumo durevoli. Su base annua, si registra un rallentamento a 18% da 22,9% precedente. Il fatturato in volume nel settore manifatturiero ha subito anch'esso un calo di -1,2% m/m, con una crescita tendenziale ben più contenuta rispetto al fatturato in valore (4,6% contro 18%).

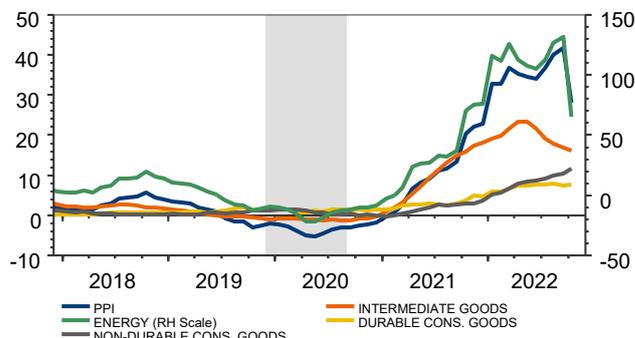
Italia. I **prezzi alla produzione** nell'industria sono scesi di -3,3% m/m a ottobre (prima flessione mensile in quasi due anni), rallentando al 28% a/a dal 41,7% di settembre. Il calo è concentrato sul mercato interno (-4,3% m/m) mentre sono rimasti sostanzialmente stagnanti i prezzi sul mercato estero (+0,4% m/m). La diminuzione congiunturale è esclusivamente imputabile all'energia (-8,9% m/m), al netto della quale il PPI è cresciuto di 0,5% m/m (12,3% a/a da 12,5%). I prezzi all'ingrosso delle materie prime energetiche sono recentemente tornati a salire per ragioni stagionali e sono attesi restare volatili nei prossimi mesi, seppur su livelli che potrebbero rivelarsi inferiori rispetto a quanto temevamo a fine estate. Il picco per le pressioni a monte della catena produttiva dall'energia potrebbe essere già stato raggiunto, ma il rallentamento della domanda sembra già iniziare a riflettersi sugli altri comparti (a cominciare dai beni intermedi).

A settembre torna a calare il fatturato manifatturiero, sia in valore che in volume



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Rallenta l'inflazione dei prezzi alla produzione ad ottobre, grazie alla correzione dei beni energetici



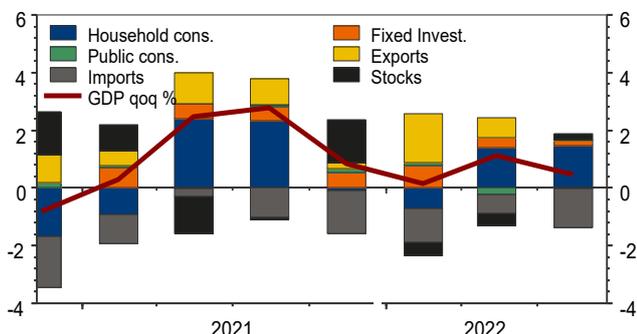
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. Nel 3° trimestre il **fatturato nei servizi** è cresciuto del 2,2% t/t, in rallentamento dal 3% t/t registrato nei mesi primaverili. Ad eccezione dei servizi di comunicazione ed informazione il fatturato è decelerato in tutti gli altri comparti (pur mantenendo ritmi di espansione piuttosto solidi), suggerendo come già a fine estate il rimbalzo post-pandemico nel settore stesse perdendo vigore. Tale trend è atteso amplificarsi nei mesi a cavallo d'anno.

Italia. La seconda stima ha confermato che nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,5% t/t (2,6% a/a). Come atteso, la crescita è risultata trainata dai consumi privati, che hanno confermato l'ampio rialzo di 2,5% t/t visto nei tre mesi precedenti, mentre sono calati per il secondo trimestre i consumi pubblici (-0,2% t/t da -1,2%). In decelerazione gli investimenti fissi (0,8% t/t da 1,5%), frenati dalla contrazione delle costruzioni (-1,3% t/t da 0,8%) a fronte di una riaccelerazione per la spesa in macchinari (2% t/t da 1,9%) e in mezzi di trasporto (10,1% t/t da 4,5%). La domanda interna ha contribuito positivamente alla crescita per +1,6% t/t mentre le scorte hanno fornito un apporto positivo di due decimi. Ampiamente negativo invece il contributo della domanda estera netta (-1,3% t/t), per via di un ritmo di crescita ancora molto sostenuto per l'import (4,2% t/t) a fronte di un export sostanzialmente stagnante.

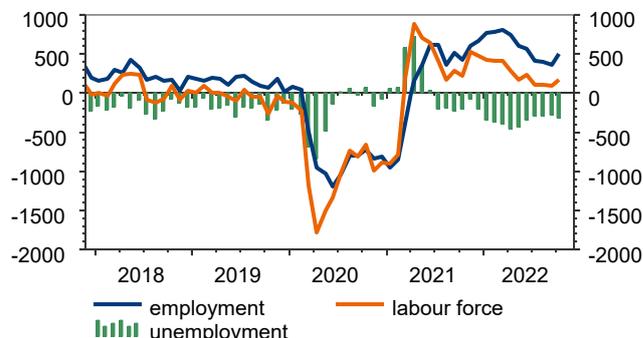
Italia. Ad ottobre il **tasso di disoccupazione** è calato di un decimo al 7,8%: se si escludono i mesi del primo lockdown, è un minimo da giugno 2009. Rispetto al mese precedente sono diminuite le persone in cerca di occupazione (-0,4%, -8 mila unità) e gli inattivi (-0,5%, -62 mila), mentre sono aumentati gli occupati (+0,4%, +82 mila unità), con il tasso di occupazione che ha toccato un massimo dall'inizio delle rilevazioni (quindi almeno dal 1977) al 60,5%. La crescita degli occupati riguarda sia le donne (+0,6% m/m, +56 mila) che gli uomini (+0,2% m/m, +26 mila), ma è concentrata esclusivamente tra gli ultracinquantenni. Crescono i dipendenti permanenti (+117 mila), mentre calano quelli a termine (18 mila) e gli autonomi (-17 mila). I dati confermano la tenuta del mercato del lavoro nonostante il rallentamento ciclico: le imprese continuano a segnalare difficoltà nel reperire manodopera in alcuni settori (anche se l'eccesso di domanda pare essersi ridimensionato ultimamente), mentre il tasso di posizioni vacanti ha toccato un picco nei mesi centrali dell'anno ma rimane su livelli storicamente elevati. Ci aspettiamo dunque un aumento solo moderato del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi: è possibile che le imprese rispondano alla minore attività riducendo, oltre alle ore lavorate come di consueto, le posizioni aperte, con un impatto relativamente contenuto sul numero di occupati.

Nel trimestre estivo, come già nei mesi primaverili, sono stati i consumi privati a trainare la crescita del PIL



Nota: contributi in pp alla crescita del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Ad ottobre calano i disoccupati e torna a crescere la forza lavoro

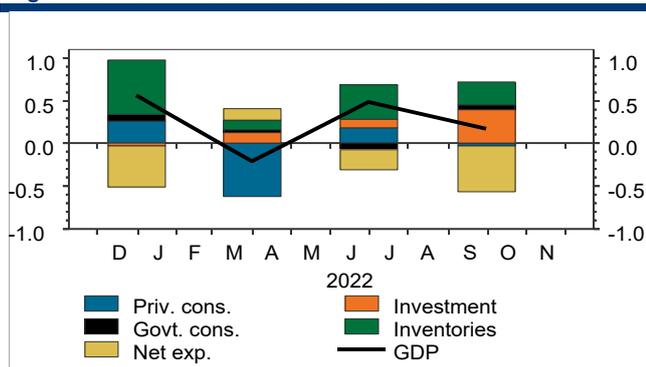


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Belgio. La crescita del **PIL** nel 3° trimestre è stata rivista al rialzo a 0,2% t/t (1,9% a/a) da una prima lettura a -0,1% t/t. La crescita dei consumi privati (0,7% t/t da 1,2% del 2° trimestre) ha compensato la seconda contrazione consecutiva degli investimenti fissi (-0,5% t/t da -1,6%), mentre sono rimasti stagnanti i consumi pubblici. Anche le scorte hanno contribuito positivamente, mentre le esportazioni nette hanno frenato la crescita (l'import è cresciuto del 2,2% t/t contro l'1,9% t/t dell'export). Dopo sette trimestri di espansione ci aspettiamo una contrazione del PIL tra l'autunno e l'inverno: la crescita in media annua potrebbe scendere in territorio negativo, prevediamo a -0,2%, nel 2023 (dopo il 3% stimato per il 2022).

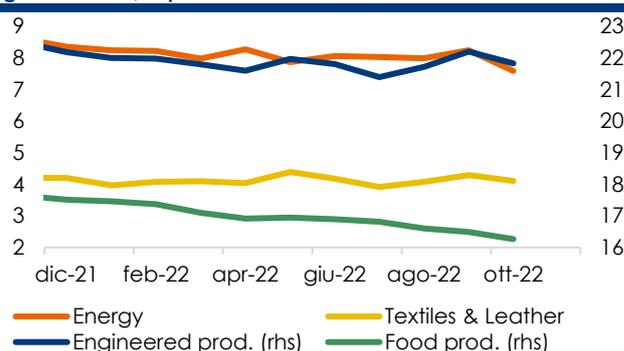
Francia. La lettura finale ha confermato che nel 3° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,2% t/t, dopo lo 0,5% dei tre mesi precedenti. La crescita registrata nel trimestre è dovuta agli investimenti (+1,7% t/t), mentre i consumi delle famiglie hanno registrato una lieve contrazione (-0,1% t/t). In modesto aumento i consumi pubblici (+0,2% t/t). Ancor più negativo che nei tre mesi precedenti invece il contributo del canale estero (-0,5% da -0,2%). Ci aspettiamo una sostanziale stagnazione dell'attività economica nei due trimestri a cavallo d'anno. Nel 2023, il PIL potrebbe rallentare a 0,4% dopo il 2,5% stimato per quest'anno.

Il PIL ha mostrato un rallentamento nel terzo trimestre, sostenuto dagli investimenti ma frenato dal canale estero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

I consumi delle famiglie mostrano una chiara tendenza al ribasso negli ultimi mesi, in particolare nel settore alimentare



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Francia. I **consumi delle famiglie** sono crollati di -2,8% m/m a ottobre (da +1,3% a settembre); si tratta della più ampia variazione negativa da aprile 2021. Il maggior contributo negativo viene dalla spesa energetica (-7,9% da +3,1%), ma la flessione ha riguardato tutte le voci e in particolare il tessile (-4,1%), i beni durevoli (-1,7%) e gli alimentari (-1,4%, in calo da cinque mesi consecutivi). La tendenza negativa potrebbe continuare nei prossimi mesi.

Francia. Dopo il calo già registrato a settembre (-0,9% m/m), la **produzione industriale** è crollata di -2,6% m/m a ottobre (-2% nel solo settore manifatturiero). La flessione è amplificata dal -46,3% m/m registrato nella raffinazione per via dei ripetuti scioperi nel settore, ma riguarda tutti i comparti produttivi, in particolare la produzione di energia (-5,6% m/m), i macchinari (-3,5%) e i mezzi di trasporto (-3,5%, con l'auto che fa segnare un -5,8% m/m). Tengono solo le costruzioni (+1,1% come il mese precedente). La debolezza dell'attività industriale, frenata dai rincari dei costi ma in misura crescente anche dal deterioramento delle prospettive di domanda sia domestica che estera, è destinata a continuare nei prossimi mesi.

Cina

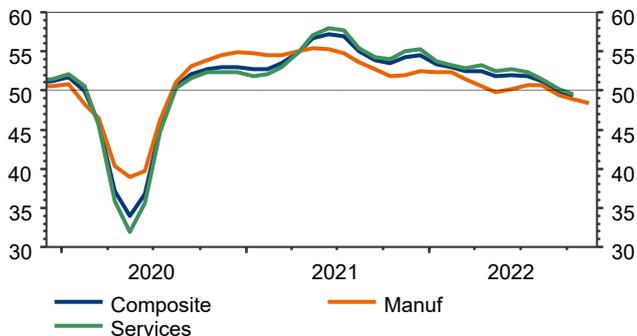
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	nov	49,0		47,1
PMI manifatturiero - NBS	nov	49,2	49,0	48,0
PMI non manifatturiero - NBS	nov	48,7		46,7
PMI manifatturiero - Caixin	nov	49,2	48,9	49,4

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

Gli indici **PMI rilevati dall'ufficio statistico (NBS)** sono stati inferiori alle attese, segnalando un rallentamento dell'attività economica anche nel mese di novembre. Il **PMI manifatturiero** è sceso da 49,2 in ottobre a 48 in novembre (consenso Bloomberg: 49), spinto al ribasso dalla contrazione della produzione e degli ordini, soprattutto interni (la componente degli ordini totali è scesa da 48,1 in ottobre a 46,4 in novembre, quella degli ordini esteri è passata da 47,6 a 46,7), ma anche dagli acquisti di input (scesi da 49,3 in ottobre a 47,1 in novembre). Le imprese segnalano un'ulteriore discesa dell'inflazione dei prezzi alla produzione e continuano a ridurre gli occupati. La contrazione dell'attività ha riguardato tutte le tipologie di aziende ma con maggiore intensità le piccole imprese. Il **PMI non manifatturiero** è sceso di due punti passando da 49,7 in ottobre a 46,7 in novembre (consenso Bloomberg: 48), spinto al ribasso dal calo dei PMI dei servizi e delle costruzioni. Il **PMI servizi** è calato da 47 in ottobre a 45,1 in novembre, toccando un minimo da maggio e segnalando un'ulteriore contrazione dell'attività nel settore. La componente delle aspettative è scesa di oltre tre punti, da 56,7 in ottobre a 53,1 in novembre, toccando anch'essa un minimo da maggio. Il **PMI delle costruzioni** è calato da 58,2 in ottobre a 55,4 in novembre. La flessione è imputabile alla contrazione degli ordini e dei prezzi degli input, e a un calo delle aspettative dopo quattro mesi di miglioramenti. Il **PMI composito** è dunque sceso da 49,0 in ottobre a 47,1 in novembre.

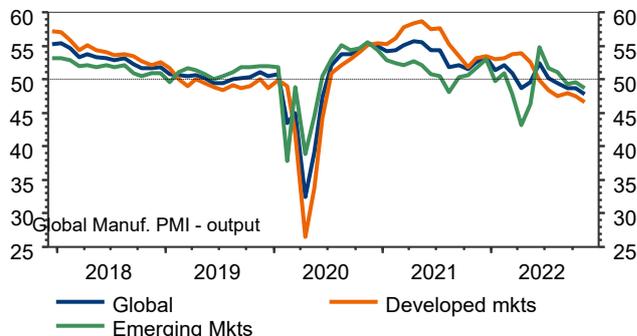
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



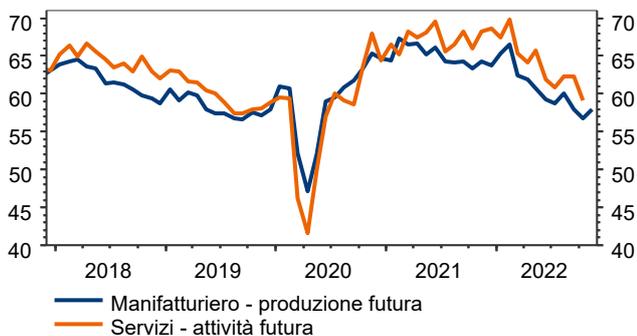
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



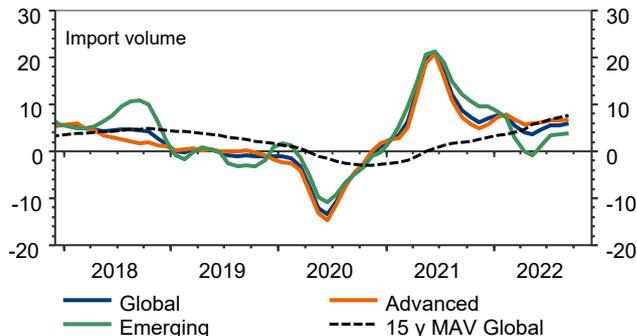
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



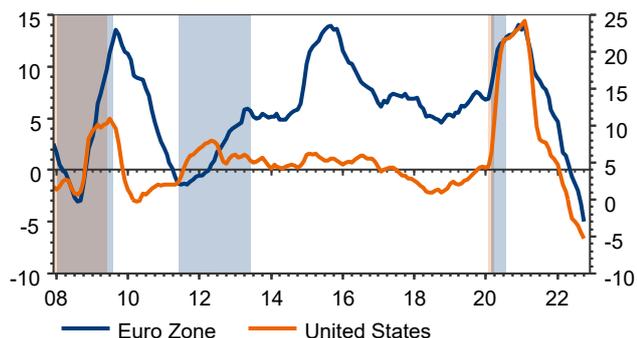
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



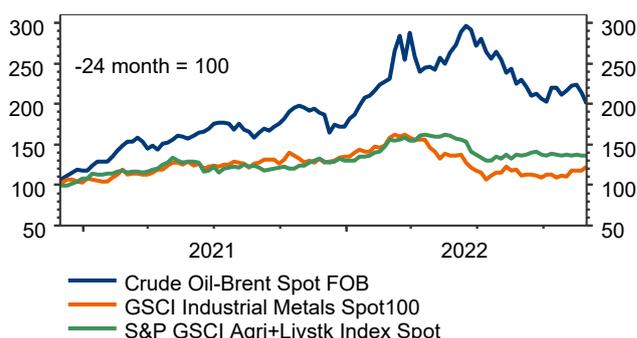
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

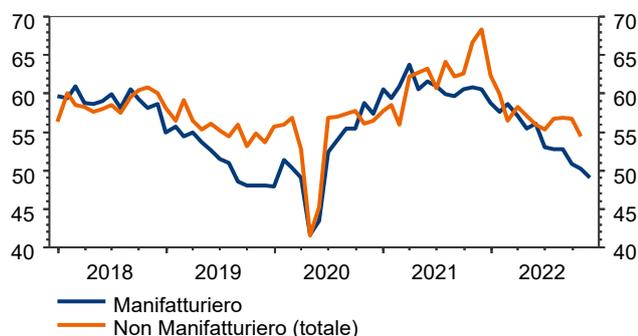
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

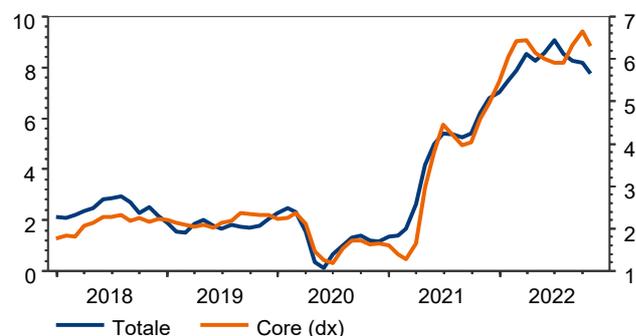
Stati Uniti

Indagini ISM



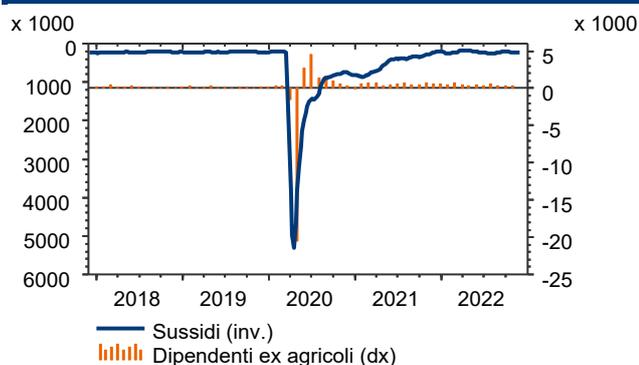
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



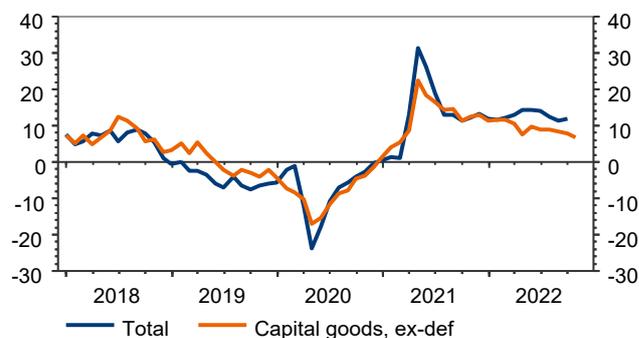
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

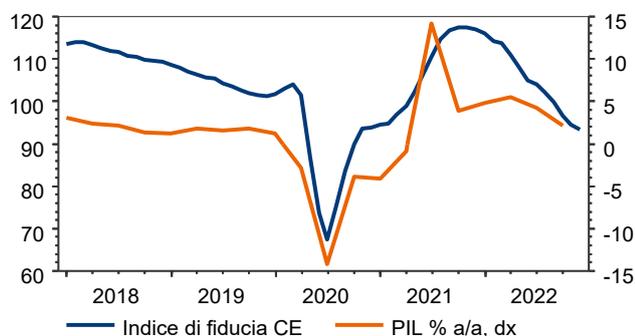
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022				2023		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	2.0	0.3	5.0	5.7	3.7	1.8	1.9	0.7	1.2	0.9
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.9	2.3	0.3	-1.9
Consumi privati	8.3	2.8	0.3	3.0	3.1	1.3	2.0	1.7	2.8	0.2	-2.3
IFL - privati non residenziali	6.4	3.7	1.6	0.6	1.1	7.9	0.1	5.1	4.2	1.5	-1.2
IFL - privati residenziali	10.7	-10.1	-12.2	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.8	-17.5	-7.2	-6.5
Consumi e inv. pubblici	0.6	-0.8	1.1	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	3.0	0.9	1.0	1.1
Esportazioni	6.1	7.6	1.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	15.3	3.1	-4.5	-2.1
Importazioni	14.1	8.5	-1.1	6.6	18.6	18.4	2.2	-7.3	1.1	-1.5	-2.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.6	-0.2	1.9	5.0	0.3	-2.1	-1.2	0.1	0.3	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-3.9	-3.9								
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.7	-4.1	-5.2								
Debito pubblico (% PIL)	148.7	145.4	147.2								
CPI (a/a)	4.7	8.1	3.4	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.4	5.6	3.3
Produzione Industriale	4.9	4.1	-2.1	0.9	1.2	1.2	1.3	0.5	0.0	-1.4	-1.3
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.5	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.8	4.0	4.4

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

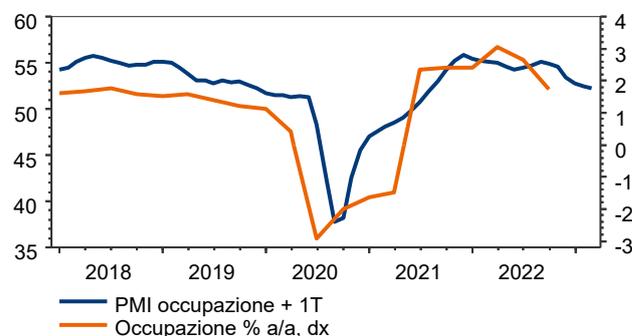
Area euro

PIL



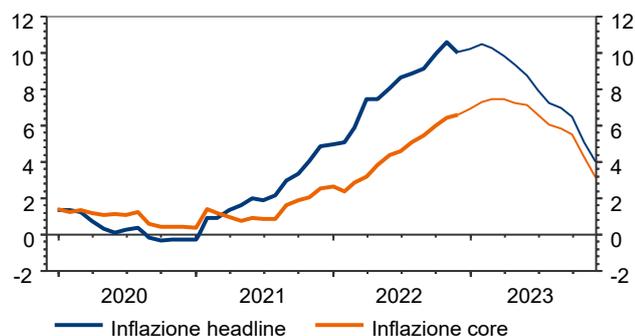
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	10.5
febbraio	0.9	5.9	10.3
marzo	1.3	7.4	9.8
aprile	1.6	7.4	9.4
maggio	2.0	8.1	8.7
giugno	1.9	8.6	8.0
luglio	2.2	8.9	7.3
agosto	3.0	9.1	7.0
settembre	3.4	9.9	6.5
ottobre	4.1	10.6	5.1
novembre	4.9	10.0	4.0
dicembre	5.0	10.2	3.7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023					
				T3	T4	T1					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.3	0.1	3.9	4.8	5.5	4.3	2.1	1.3	0.2	-0.4
- t/t				2.3	0.5	0.6	0.8	0.2	-0.3	-0.5	0.2
Consumi privati	3.7	4.0	-0.1	4.7	-0.2	-0.1	1.0	0.9	-0.7	-0.8	0.2
Investimenti fissi	3.7	2.9	1.7	-0.7	3.4	-0.8	0.7	0.8	0.3	0.0	0.4
Consumi pubblici	4.3	1.8	1.2	-0.2	0.7	0.2	0.6	0.1	0.5	0.3	0.3
Esportazioni	10.5	7.2	1.5	2.2	2.6	1.5	1.7	1.5	-0.1	0.0	0.1
Importazioni	8.3	7.9	2.4	2.3	4.7	-0.2	1.6	2.7	0.1	0.1	0.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.6	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.4	0.2	1.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.5	-2.8								
Debito pubblico (% PIL)	95.4	96.3	95.2								
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	8.5	7.5	2.8	4.6	6.1	8.0	9.3	10.3	10.2	8.7
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.7	-0.6	5.9	0.2	-0.3	0.4	1.7	0.9	-1.4	-0.5
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	7.5	7.1	6.8	6.7	6.6	6.6	6.8	6.9
Euribor 3 mesi	-0.55	0.34	3.38	-0.55	-0.57	-0.53	-0.36	0.48	1.75	2.73	3.46

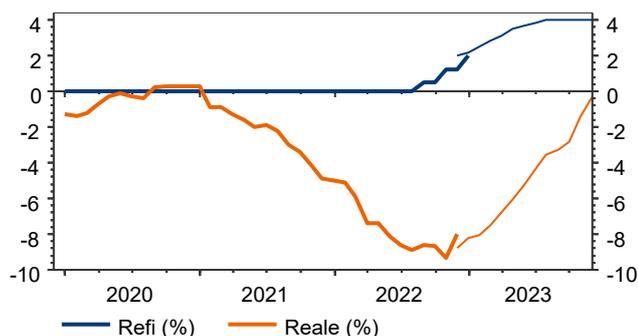
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	1/12	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	1.25	2.00	2.50	3.50	4.00	4.00
Euribor 1m	-0.53	-0.51	0.68	1.53	1.69	2.78	3.45	3.57
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	1.97	2.04	3.03	3.61	3.68

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

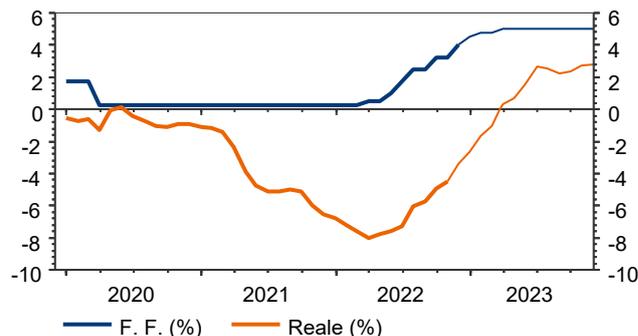


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	1/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	4.00	4.50	5.00	5.00	5.00
OIS 3m	0.72	2.18	3.66	4.45	4.61	5.12	5.13	5.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

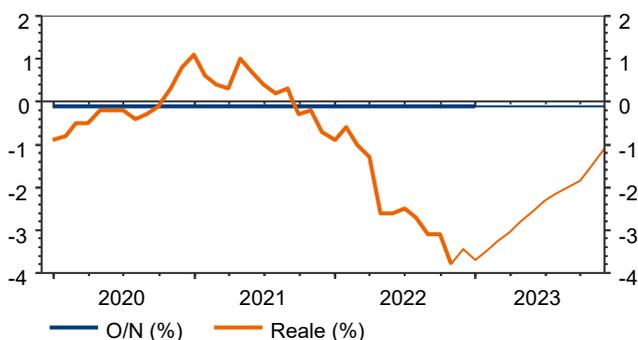


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	1/12	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	0.00	-0.03	-0.04	-0.05	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

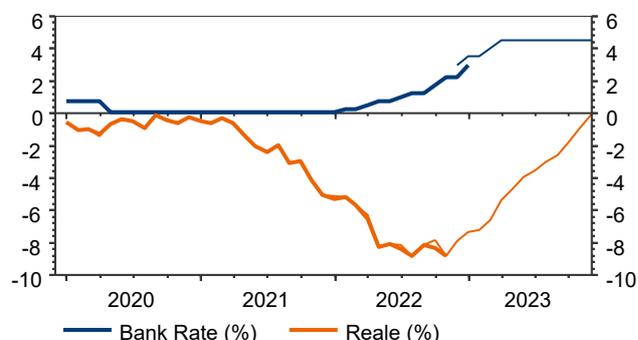


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	1/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	3.00	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	3.68	4.00	4.60	4.50	4.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	2/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.13	1.07	1.00	0.99	1.0531	1.00	1.05	1.08	1.10	1.12
USD/JPY	105	113	130	140	147	133.93	140	135	130	125	120
GBP/USD	1.33	1.33	1.25	1.16	1.15	1.2270	1.18	1.22	1.25	1.28	1.30
EUR/CHF	1.08	1.04	1.03	0.98	0.99	0.9863	0.97	0.98	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	126	128	139	140	146	141.06	140	142	140	138	134
EUR/GBP	0.90	0.85	0.85	0.86	0.86	0.8582	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86

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 S.p.A.-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 S.p.A. 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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Lorenzo Biagioli
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com