

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, la **riunione del FOMC** del 13-14 dicembre dovrebbe attuare un rialzo di 50pb, portando i tassi a 4,5%. Il grafico a punti e la conferenza stampa dovrebbero controbilanciare l'interpretazione dovish associata al rallentamento del ritmo dei rialzi con indicazioni di un punto di arrivo più elevato e di una pausa più prolungata. Il 2023 sarà un test per valutare la determinazione della Fed a perseguire l'obiettivo di inflazione al 2% a tutti i costi. Ex-ante, è difficile credere che non ci sia una rapida svolta verso il basso dei tassi con l'entrata in recessione prevista per il 2023. Perciò, **tassi più alti, ma non più a lungo**.

Il 15 dicembre, **la BCE dovrebbe alzare i tassi ufficiali di 50 punti base**, annunciare una **partenza più ravvicinata per la riduzione del portafoglio APP** e adottare una **comunicazione piuttosto aggressiva** riguardo alla futura evoluzione dei tassi ufficiali, segnalando che la fase di restrizione continuerà nel 2023 anche in caso di recessione.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, oltre alla riunione della BCE, il focus della settimana sarà sulle prime indagini congiunturali di dicembre (stime preliminari dei PMI, Insee francese e ZEW tedesco), che non sono attese modificare il quadro di moderata contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023. Le rilevazioni di ottobre sulla produzione industriale dovrebbero registrare un calo dell'output sia in Italia che nel complesso dell'Eurozona, in linea con quanto già emerso in Germania e Francia. In calendario anche le stime finali di inflazione di novembre.

Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà cruciale, in termini sia di dati sia di eventi. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un rialzo di 50pb, in rallentamento rispetto alle variazioni delle 4 riunioni precedenti, ma anche con un nuovo spostamento verso l'alto del grafico a punti. La conferenza stampa dovrebbe ribadire la necessità di frenare la domanda di lavoro per contenere l'inflazione nei servizi. Sul fronte dei dati, il CPI core di novembre è atteso in aumento di 0,4% m/m, le vendite al dettaglio sono previste in calo, sulla scia di una normalizzazione dopo il dato forte di ottobre, e la produzione industriale dovrebbe correggere per il secondo mese consecutivo. Le prime indagini di settore a dicembre dovrebbero confermare un quadro modestamente recessivo, con ulteriore ritracciamento degli ordini e dell'occupazione e segnali di rientro delle pressioni sui prezzi.

9 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

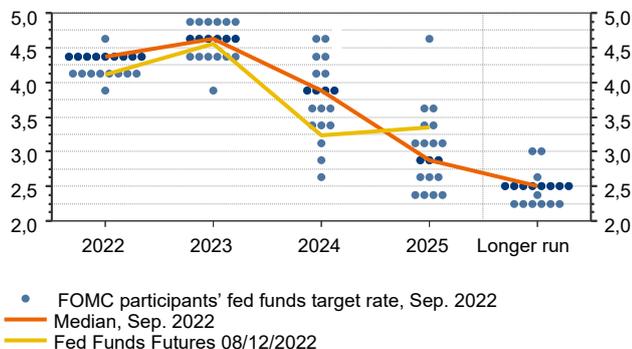
Il punto

Negli Stati Uniti, la **riunione del FOMC** del 13-14 dicembre dovrebbe attuare un rialzo di 50 pb, portando i tassi a 4,5%. Il grafico a punti e la conferenza stampa dovrebbero controbilanciare l'interpretazione dovish associata al rallentamento del ritmo dei rialzi con indicazioni di un punto di arrivo più elevato e di una pausa più prolungata. Il 2023 sarà un test per valutare la determinazione della Fed a perseguire l'obiettivo di inflazione al 2% a tutti i costi. Ex-ante, è difficile credere che non ci sia una rapida svolta verso il basso dei tassi con l'entrata in recessione prevista per il 2023. Perciò, **tassi più alti, ma non più a lungo**.

- La riunione del FOMC dovrebbe sancire il passaggio a una nuova fase della politica monetaria, con rialzi meno aggressivi, modulati più gradualmente per valutare gli effetti della restrizione già attuata. La comunicazione post-riunione dovrebbe essere mirata a controbilanciare la lettura dovish che il mercato dà a questa transizione. Il grafico a punti dovrebbe spostarsi verso l'alto, con proiezioni più elevate per il 2023-24, segnalando tassi più alti, più a lungo, in linea con le opinioni espresse dai partecipanti al FOMC nell'ultimo mese. La nostra previsione è di **rialzo di 50pb a dicembre a 4,5%, con un punto di arrivo a 5%, con rischi verso l'alto**, possibilmente a 5,25-5,5%, **a marzo 2023 e una svolta verso il basso fra fine 2023 e inizio 2024**.
- Gli elementi centrali della comunicazione post-riunione dovrebbero essere il punto di arrivo dei tassi e la relazione fra prezzi dei servizi e mercato del lavoro e riguardare:
 - lo spostamento verso l'alto del grafico a punti, con tassi più alti (e, forse, più a lungo) e dibattito sul livello "sufficientemente restrittivo" dei tassi: la nuova strategia di rialzi più moderati ridurrà i rischi di overshooting => **segnali hawkish, lettura semi-dovish**;
 - lo scenario di inflazione "duale", con prezzi dei beni sotto controllo e rischi sempre elevati sui prezzi dei servizi ex-abitazione: ruolo del mercato del lavoro nella determinazione dei prezzi dei servizi e rischi di una spirale salari/prezzi => **segnali hawkish**.
- La conferenza stampa dovrebbe sottolineare che c'è ancora molta strada da fare per raggiungere le condizioni necessarie a riportare la dinamica dei prezzi verso il 2%. Powell dovrebbe ribadire che, pur in presenza di sviluppi favorevoli già ottenuti per i prezzi dei beni core e molto probabili per i servizi abitativi, l'inflazione dei servizi ex-abitazione rimane elevata (v. fig. pagina successiva) e probabilmente non si piegherà fino a quando non ci sarà una marcata moderazione salariale. In sostanza, **l'inflazione è legata a filo doppio all'eccesso di domanda di lavoro**.
- I **dati di inflazione core** saranno relativamente favorevoli nei prossimi mesi e dovrebbero confermare la svolta per i beni core e i servizi abitativi. Il **CPI core di novembre, in uscita il 13 dicembre**, è previsto in aumento di 0,4% m/m e le stime di Inflation nowcasting della Cleveland Fed vedono un rialzo di 0,5% m/m (6,2% a/a) a dicembre. Per il deflatore core, la stima nowcasting è di 0,4% (4,9% a/a) e 0,4% m/m (4,7% a/a) nei prossimi due mesi.
- Invece i dati del **mercato del lavoro per ora non hanno dato segnali di svolta. A novembre, la crescita degli occupati si è stabilizzata** (263 mila, media a tre mesi: 272 mila), e la variazione dei salari orari è riaccelerata (0,6% m/m, 5,1% a/a). La media mobile a 3 mesi dell'Atlanta wage growth tracker, che aggiusta le variazioni salariali correggendo per la composizione dell'occupazione, registra una variazione di 6,4% a/a a ottobre, sempre incompatibile con un'inflazione del 2%. I job openings di ottobre, se pure al di sotto del picco della primavera restano eccessivamente elevati, con il rapporto posizioni aperte/disoccupati a 1,7.
- Una riduzione della domanda di lavoro sarà necessaria per riequilibrare il mercato in presenza di un'offerta rigida e insufficiente. La nostra previsione è che, con tassi "sufficientemente restrittivi" e il risparmio in eccesso in via di esaurimento, la domanda si riduca, generando una **recessione a metà 2023**. E' possibile che il rallentamento della dinamica salariale ottenuto a quel punto sia compatibile con un'inflazione più vicina al 3% che al 2%. Fino ad allora, il mantra della Fed sarà "tassi più alti più a lungo". Tuttavia, riteniamo improbabile che, di fronte a una svolta ciclica, se pure moderata, il Comitato non risponda con una svolta dei tassi,

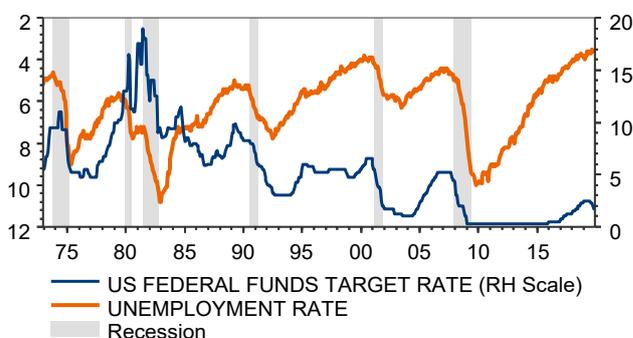
anche se non sarà garantito un ritorno dell'inflazione al 2%. Quindi, **se ci sarà una recessione, il calo dei fed funds seguirà poco dopo: a nostro avviso, tassi più alti, ma non più a lungo.**

Il grafico a punti si sposterà verso l'alto, ma i tempi della svolta e il picco nel 2023 resteranno incerti



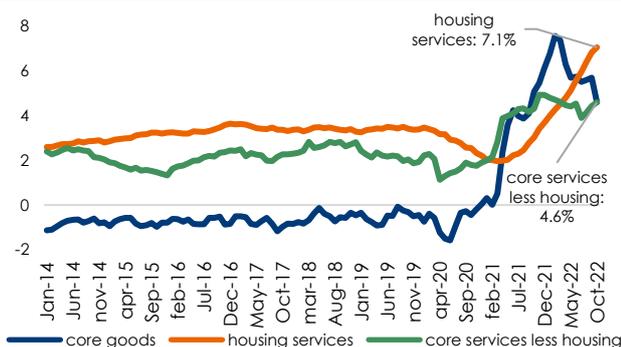
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

Quando il tasso di disoccupazione sale, la Fed taglia i tassi: questa volta sarà diverso?



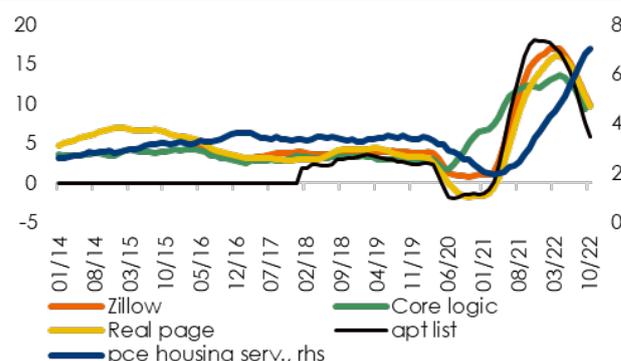
Fonte: Federal Reserve Board, BLS

I servizi sono la chiave per la futura discesa dell'inflazione: variazioni a/a delle principali componenti del deflatore core



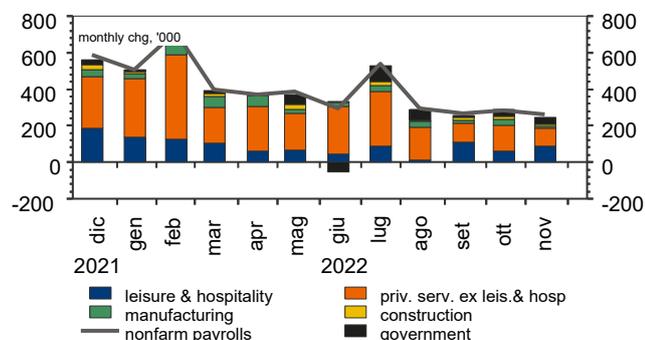
Fonte: Federal Reserve Board su dati BEA

I servizi abitativi svolteranno entro qualche trimestre: variazioni a/a della componente abitazione e degli affitti di mercato



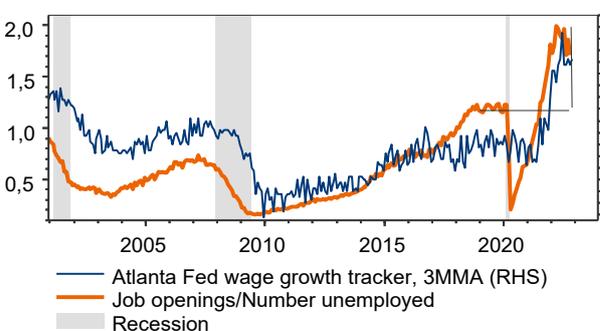
Nota: Zillow, Real page, Core logic, apt list sono misure di affitti di mercato, in tempo reale. La componente affitti degli indici dei prezzi viene aggiornata in modo scaglionato, sia nel tempo, sia per aree geografiche, ed è quindi una misura ritardata dell'andamento del mercato degli affitti. Fonte: Federal Reserve Board

Occupati ancora in rialzo sostenuto a novembre



Fonte: BLS

Il rapporto posizioni aperte/disoccupati ha superato il picco, ma rimane straordinariamente elevato, a 1,7



Fonte: BLS

Il 15 dicembre, **la BCE dovrebbe alzare i tassi ufficiali di 50 punti base**, annunciare una **partenza più ravvicinata per la riduzione del portafoglio APP** e adottare una **comunicazione piuttosto aggressiva** riguardo alla futura evoluzione dei tassi ufficiali, segnalando che la fase di restrizione continuerà nel 2023 anche in caso di recessione.

- Ci attendiamo che la prossima settimana la BCE annunci un rialzo dei tassi inferiore rispetto alle due precedenti occasioni (50pb invece che 75pb), ma che mantenga una retorica aggressiva, orientata a evitare un calo delle attese di rialzo incorporate nelle curve dei tassi, e che prepari il terreno per un prossimo avvio del *quantitative tightening* (QT).
- Per quanto riguarda il **rialzo dei tassi ufficiali**, la vasta maggioranza degli analisti nei sondaggi Bloomberg e Reuters si attende un rialzo di 50 punti base. Anche la curva OIS attribuisce una probabilità di oltre il 70% a una mossa di mezzo punto, rispetto a poco meno del 30% a un rialzo di 75pb. Lo spostamento al ribasso delle attese è avvenuto in scia ai dati di inflazione, ma si è consolidato soprattutto grazie all'emergere di un ampio fronte di governatori favorevoli al rallentamento del passo che include ora anche Villeroy de Galhau di Banque de France e Makhlof della banca centrale irlandese, oltre al gruppo 'mediterraneo'.
- L'indicazione sull'**orientamento di politica monetaria** resterà chiaramente al rialzo: il consiglio non lascerà spazio ai dubbi riguardo alla prospettiva che anche le prossime riunioni si chiuderanno con rialzi dei tassi ufficiali, pur senza fornire indicazioni riguardo alla dimensione e al numero degli stessi.
- **Due elementi compenseranno il rallentamento nel rialzo dei tassi: l'annuncio delle modalità del prossimo QT e una comunicazione orientata al contenimento delle aspettative di inflazione.** La maggioranza degli analisti si aspetta ora l'avvio del **QT** tra marzo e aprile, implementato mediante mancato rinnovo di scadenze e inizialmente a un ritmo di 15 miliardi al mese in media.
- Per quanto riguarda la **comunicazione**, ci aspettiamo che la BCE riveda ulteriormente al rialzo le proiezioni di inflazione 2023 e 2024, e che collochi la proiezione 2025 a un livello appena superiore al 2%, in modo da evitare che i mercati valutino come imminente la fine dei rialzi dei tassi. Inoltre, **il giudizio sul bilancio dei rischi resterà ancora al rialzo**. La presidente Lagarde potrebbe citare il rischio di una "seconda onda" di inflazione legata al recupero di potere d'acquisto da parte dei lavoratori e al trasferimento dei rincari dei costi da parte delle imprese, menzionato da Lane in una recente intervista. La presidente ribadirà che **i rialzi dei tassi continueranno anche in caso di recessione, se questa sarà poco profonda**. Infine, saranno reiterati gli **inviti alla disciplina sul fronte della politica fiscale**, oltre che dei rinnovi salariali, con la minaccia di dover alzare maggiormente i tassi in caso di politiche fiscali troppo accomodanti.

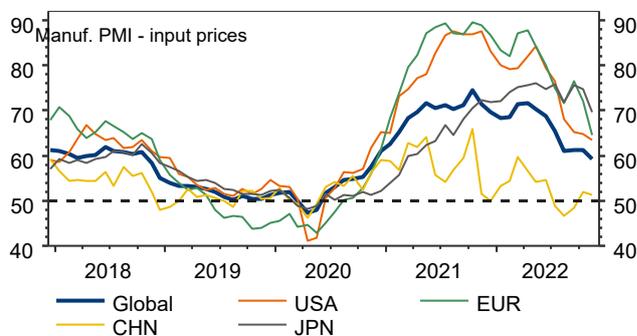
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



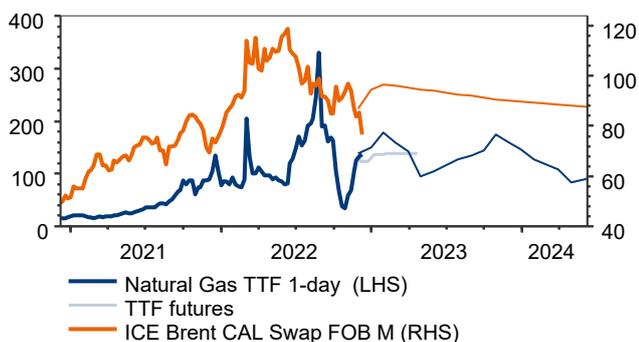
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



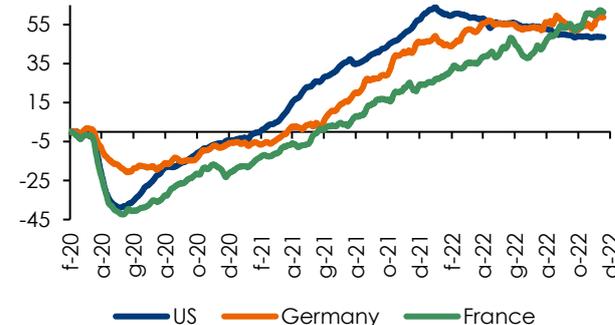
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



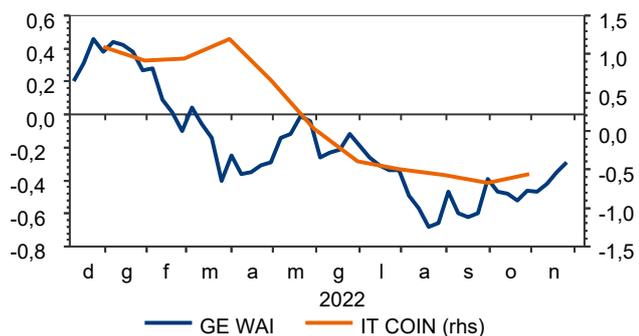
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % rispetto a febbraio 2020)



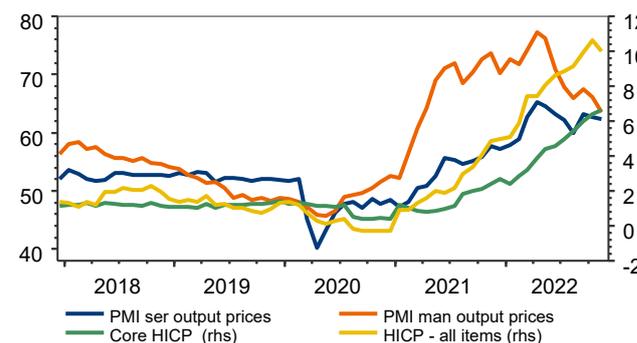
Fonte: Indeed

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, Banco d'Italia

Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, oltre alla riunione della BCE, il focus della settimana sarà sulle prime indagini congiunturali di dicembre (stime preliminari dei PMI, Insee francese e ZEW tedesco), che non sono attese modificare il quadro di moderata contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023. Le rilevazioni di ottobre sulla produzione industriale dovrebbero registrare un calo dell'output sia in Italia che nel complesso dell'Eurozona, in linea con quanto già emerso in Germania e Francia. In calendario anche le stime finali di inflazione di novembre.

Negli **Stati Uniti**, la settimana sarà cruciale, in termini sia di dati sia di eventi. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un rialzo di 50pb, in rallentamento rispetto alle variazioni delle 4 riunioni precedenti, ma anche con un nuovo spostamento verso l'alto del grafico a punti. La conferenza stampa dovrebbe ribadire la necessità di frenare la domanda di lavoro per contenere l'inflazione nei servizi. Sul fronte dei dati, il CPI core di novembre è atteso in aumento di 0,4% m/m, le vendite al dettaglio sono previste in calo, sulla scia di una normalizzazione dopo il dato forte di ottobre, e la produzione industriale dovrebbe correggere per il secondo mese consecutivo. Le prime indagini di settore a dicembre dovrebbero confermare un quadro modestamente recessivo, con ulteriore ritracciamento degli ordini e dell'occupazione e segnali di rientro delle pressioni sui prezzi.

Martedì 13 dicembre

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso correggere marginalmente in dicembre, per la risalita dei prezzi energetici. L'indice sulle aspettative è atteso scendere a -40 da -36,7 precedente; l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe risultare poco variato a -66 da -64,5 di novembre.
- **Germania.** La **stima finale** dovrebbe confermare che 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. La variazione congiunturale risulterebbe di -0,5% sulla misura nazionale, mentre i prezzi sarebbero rimasti stabili sull'indice armonizzato. L'inflazione potrebbe essere a un punto di svolta, ma la discesa nel corso del 2023 sarà lenta. Il calo potrebbe essere anche più graduale sulla componente core, visti i rinnovi contrattuali in corso finalizzati alla difesa del potere d'acquisto. Ci aspettiamo che l'inflazione armonizzata si attesti in media al 7,9% nel 2023, dopo l'8,8% stimato per il 2022.
- **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe flettere per il secondo mese ad ottobre dopo la brusca flessione già registrata nel mese precedente. Le indagini manifatturiere sono calate ancora da livelli già depressi, mentre temperature superiori alla media, nonché gli sforzi di efficientamento, dovrebbero aver frenato la produzione di energia. Stimiamo una diminuzione di -0,5% m/m da un precedente -1,8%, che riporterebbe l'output sui livelli dello scorso agosto. Dopo aver contribuito negativamente alla crescita del valore aggiunto già durante il trimestre estivo, l'industria potrebbe frenare il PIL in misura ancora maggiore nei trimestri autunnale e invernale.

Stati Uniti

- Il **CPI** di novembre è previsto in rialzo di 0,4% m/m sia per l'indice headline sia per quello core, con le variazioni annue a 7,4% a/a e 6,2% a/a, rispettivamente. I rialzi per gli alimentari dovrebbero circa controbilanciare gli effetti del calo del prezzo della benzina sull'indice headline. Per i beni core si dovrebbe registrare un moderato aumento del prezzo delle auto, sia usate sia nuove, ma negli altri comparti il trend dovrebbe essere debole (ma modestamente positivo, dopo il calo di -0,4% m/m di ottobre), alla luce degli annunci di ampie promozioni mirate a ridurre eccessi di scorte, in alcuni casi, e a mantenere competitività, in altri. Il focus sarà sui servizi ex-energia, che dovrebbero registrare una variazione circa in linea con il dato di ottobre (0,5% m/m), sulla scia di una stabilizzazione della componente abitazione fra 0,7% e 0,8% m/m (con un temporaneo ritracciamento nel

settore alberghiero, molto volatile), una ripresa nella sanità, dopo il calo di ottobre, e nei trasporti aerei. I servizi ricreativi e gli "altri servizi" dovrebbero mantenere una dinamica sostenuta, spinta dalla domanda sempre solida e dall'elevato costo del lavoro. I dati dovrebbero dare supporto alla previsione di graduale rallentamento della dinamica mensile rispetto all'estate, senza però eliminare i rischi di persistenza dell'inflazione nei servizi abitazione.

Mercoledì 14 dicembre

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe essere tornata a calare ad ottobre dopo un trimestre estivo che ha registrato una tenuta decisamente migliore delle attese. I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con una flessione di -1,5% m/m, mentre la tendenza annua dovrebbe decelerare al 3,5% da un precedente 4,9%. Il rallentamento della domanda e gli effetti dello shock energetico dovrebbero continuare a pesare sull'attività anche nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con un rialzo di 50pb e tassi al 4%. L'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche dovrebbe mostrare uno spostamento verso l'alto del grafico a punti, con la mediana per il 2023 probabilmente compresa fra 5 e 5,25%, e confermare la svolta verso il basso attesa per il 2024, prima che l'inflazione torni al 2%. La conferenza stampa di Powell, a nostro avviso, dovrebbe essere moderatamente hawkish soprattutto se prosegue il nuovo allentamento delle condizioni finanziarie in atto dal dato del CPI di ottobre, con riduzione dei rendimenti nominale e ora anche reali e deprezzamento del dollaro. Powell dovrebbe sottolineare che il mercato del lavoro rimane sotto pressione, con una dinamica salariale a rischio di generare una spirale salari/prezzi.

Giovedì 15 dicembre

Area euro

- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che in novembre i **prezzi al consumo** sono saliti di 0,4% m/m sull'indice nazionale e di mezzo punto sull'armonizzato. L'inflazione dovrebbe essere confermata stabile al 6,2% sull'indice nazionale e al 7,1% sull'armonizzato. Da gennaio potrebbe cominciare un trend di lento rientro delle pressioni inflazionistiche: in media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare al 5% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver sfiorato il 6% nel 2022.
- **Francia.** L'**indice di fiducia delle imprese** INSEE per dicembre è atteso riportare un calo a 100 (in linea con la media di lungo periodo) dal 102 registrato nei tre mesi precedenti. Il dato aggregato dovrebbe riflettere un deterioramento del morale nei servizi e nelle costruzioni. Il morale delle imprese manifatturiere è visto in calo a 100 da 101 precedente: si tratterebbe di un minimo da marzo 2021.
- La **BCE** è attesa alzare i tassi ufficiali di 50 punti base, annunciare una partenza più ravvicinata per la riduzione del portafoglio APP e adottare una comunicazione piuttosto aggressiva riguardo alla futura evoluzione dei tassi ufficiali.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di novembre sono previste in calo di -0,2% m/m, in rallentamento dopo il dato straordinariamente forte di ottobre (1,3% m/m). Le vendite settimanali a novembre hanno segnato un calo di -8,5% m/m, e le vendite di auto sono diminuite di -4% m/m nei volumi riportati dai concessionari. Al netto delle auto, le vendite sono previste in rialzo di 0,2% m/m. I consumi nel 4° trimestre dovrebbero comunque essere ancora in espansione solida, e dare un'entrata positiva al 1° trimestre 2023.

- L'indagine **Empire della NY Fed** a dicembre è prevista a -2 da 4,5 di novembre, con indicazioni di debolezza per gli ordini e l'occupazione, in presenza di un miglioramento dal lato dell'offerta. Gli indici di prezzo dovrebbero proseguire sul trend verso il basso e le indicazioni per le prospettive a 6 mesi dovrebbero segnalare condizioni recessive.
- La **produzione industriale** ad ottobre è attesa in calo di -0,2% m/m, con debolezza diffusa sia al manifatturiero sia all'estrattivo, nonostante l'esaurimento delle strozzature all'offerta.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a dicembre dovrebbe risalire a -12 da -19,4 di novembre. L'indagine dovrebbe confermare il quadro di debolezza della domanda, segnalando ordini e occupazione in calo e prezzi in rallentamento.

Venerdì 16 dicembre

Area euro

- **Area euro.** Le indagini **PMI** di novembre hanno registrato un leggero miglioramento dell'indice composito rispetto al mese precedente, ma sono rimaste su livelli coerenti con una contrazione del PIL intorno a -0,3% t/t nel 4° trimestre. Le stime finali sono state riviste al ribasso e ci aspettiamo che anche a dicembre vengano confermati i messaggi di generale debolezza del ciclo diffusa a manifattura e servizi. Il **PMI manifatturiero** potrebbe stabilizzarsi a 47,1 dopo il rimbalzo di ottobre mentre il **PMI servizi** è visto correggere a 48,3 da 48,5. Il **PMI composito** dovrebbe quindi attestarsi a 47,6 da un precedente 47,8.
- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che l'**inflazione** a novembre è calata per la prima volta da giugno 2021, passando al 10% da 10,6% di ottobre. I prezzi al consumo registrerebbero una flessione di -0,1% m/m. L'indice core BCE, al netto di alimentari freschi ed energia, dovrebbe confermare la lettura preliminare a 6,6% a/a (dal 6,4% precedente). Il trend nel corso del 2023 dovrebbe essere al ribasso, ma la discesa sarà lenta: 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.
- **Italia.** La **stima finale** di novembre potrebbe rivedere al rialzo di un decimo la crescita congiunturale dei **prezzi al consumo**, sia sull'indice NIC, allo 0,6% m/m, che sull'armonizzato, allo 0,7% m/m. Di conseguenza l'inflazione dovrebbe essere rivista a 11,9% da 11,8% sull'indice nazionale e a 12,6% da 12,5% sull'IPCA. La revisione sarebbe dovuta alla componente "gas mercato tutelato" vista la risalita dei prezzi dell'indice PSV a novembre rispetto al mese precedente. La componente di fondo (sul NIC) è attesa confermare il 5,7% a/a della stima preliminare. In prospettiva, l'inflazione headline 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.

Stati Uniti

- Gli indici **PMI Markit** flash di dicembre sono previsti ancora in territorio recessivo. L'indice manifatturiero dovrebbe essere poco variato a 48, da 47,7 di novembre, con ordini e tempi di consegna ancora in area recessiva e prezzi in contrazione. Il PMI dei servizi è previsto a 46,5, sotto 50 per il sesto mese consecutivo, con indicazioni di peggioramento delle prospettive per l'attività e i prezzi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (12 – 16 dicembre)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	12/12	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ott	-15.7	Mld £		
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ott	0.2	%	0.1	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ott	-8.6	Mld £		
Mar	13/12	00:00	CN	M2 a/a	*	nov	11.8	%	11.7	
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	nov	907.9	Mld ¥ CN	2100.0	
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	nov	615.2	Mld ¥ CN	1350.0	
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	nov	prel 0.0	%	0.0	0.0
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	nov	prel -0.5	%	-0.5	-0.5
		08:00	GER	CPI a/a finale		nov	prel 10.0	%	10.0	10.0
		08:00	GER	IPCA a/a finale		nov	prel 11.3	%	11.3	11.3
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ott	3.6	%	3.7	
		08:00	GB	Retribuzioni medie		ott	6.0	%		
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ott	-1.8	%		-0.5
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	dic	-36.7		-26.7	-40.0
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		dic	-64.5		-57.5	-66.0
		14:30	USA	CPI m/m	*	nov	0.4	%	0.3	0.4
		14:30	USA	CPI a/a		nov	7.7	%		7.4
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	nov	0.3	%	0.4	0.4
14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		nov	6.3	%		6.2		
Mer	14/12	00:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.	**	T4	14		17	
		00:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T4	8		6	
		00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ott	-4.6	%	2.6	
		05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ott	prel -2.6	%		
		08:00	GB	CPI m/m		nov	2.0	%	0.6	
		08:00	GB	CPI a/a	*	nov	11.1	%	10.9	
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		nov	prel 6.6	%		
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	ott	0.9	%	-1.1	-1.5
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		nov	-0.2	%		
Gio	15/12	00:50	GIA	Bilancia commerciale		nov	-2166,2	Mld ¥ JP	-1680.3	
		03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	nov	-0.5	%	-3.0	
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	nov	5.8	%	5.7	
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		nov	0.6	%		
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		nov	4.0	%		
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		nov	5.0	%	3.8	
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	dic	101		100	100
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	dic	4.5			-2.0
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	nov	1.3	%	-0.1	-0.2
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	nov	1.3	%	0.3	0.2
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	dic	-19.4			-12.0
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	230	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.671	Mln		
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		nov	79.9	%	79.8	
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		nov	-0.1	%	-0.2	-0.2
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ott	0.4	%				
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ott	118.0	Mld \$				

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 dei dati macroeconomici (12 – 16 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Ven	16/12	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		dic	49.0			
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		nov	-6.1	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	nov	0.6	%	0.4	
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	dic	49.3		49.0	49.0
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	dic	48.3		48.0	48.1
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	dic	46.1		46.3	46.0
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	dic	46.2		46.2	46.3
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ott	-6.5	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		ott	-1.0	Mld €		
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	dic	48.5		48.5	48.3
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	dic	47.8		47.8	47.6
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	dic	47.1		47.1	47.1
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	dic	48.8		48.5	
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	dic	46.5		46.0	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	nov	prel 0.5		%	0.6
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		nov	prel 12.5		%	12.6
		11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	nov	prel 0.6		%	0.7
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		nov	prel 11.8		%	11.9
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	nov	prel -0.1		%	-0.1
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		nov	prel 6.6		%	6.6
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	nov	prel 10.0		%	10.0
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	dic	46.2			46.5
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	dic	47.7			48.0
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		dic	46.4			

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 (12 – 16 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mer	14/12	20:00	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds +50pb a 4,25% - 4,50%)
		20:30	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	15/12	13:00	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +50pb a 3,50%)
		14:15	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +50pb a 2,50%, depo rate +50pb a +2,00%)
		14:45	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
			* Consiglio europeo
Ven	16/12	10:00	EUR Discorso di Holzmann (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito finale	nov	46.3			46.4
Markit PMI Servizi finale	nov	46.1			46.2
Ordinativi industriali m/m	ott	0.3	%	0.7	1.0
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ott	1.0	%		1.1
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ott	0.5	%		0.5
Indice ISM non manifatturiero composito	nov	54.4		53.3	56.5
Bilancia commerciale	ott	-74.13	(-73.3) Mld \$	-80.0	-78.16
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T3	3.5	%	3.1	2.4
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T3	0.3	%	0.6	0.8
Richieste di sussidio	settim	226	(225) x1000	230	230
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.609	(1.608) Mln	1.600	1.671
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	nov	0.0	%	0.2	
PPI m/m	nov	0.2	%	0.2	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	dic	56.8		56.9	

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

L'**ISM dei servizi** di novembre ha sorpreso con un rimbalzo a 56,5 da 54,4 di ottobre, contro attese per un proseguimento del trend in calo. L'indagine è omogeneamente positiva, con ordini a 56, occupazione a 51,5 e attività a 64. L'indice dei prezzi corregge a 70, ma resta su livelli elevati. Le imprese riportano ancora scorte insufficienti e tempi di consegna lenti, con valutazioni positive della domanda. Sul mercato del lavoro si rileva una riduzione delle posizioni aperte e una minore difficoltà a reclutare manodopera. La relazione storica fra l'indice ISM dei servizi e PIL indica che al livello di novembre, 56,5, corrisponde una variazione del PIL di 2,3%, segnalando che il settore dei servizi continuerà a sostenere la crescita nel 4° trimestre.

La **bilancia commerciale** di ottobre ha registrato un ampliamento del deficit a -78,2 mld, da -74,1 mld di settembre, con importazioni in rialzo di 0,6% m/m, nonostante un'ampia contrazione nei beni di consumo del comparto elettronica, ed esportazioni in calo di -0,7% m/m, con un ampio calo nel comparto farmaceutico dovuto all'indebolimento della domanda di vaccini per Covid. Le esportazioni nette dovrebbero dare un contributo negativo alla crescita del PIL del 4° trimestre.

Le richieste di nuovi **sussidi di disoccupazione** al 3 dicembre sono aumentate modestamente a 230 mila, mantenendosi su un trend in rialzo molto graduale da ottobre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	ott	2.3	%	1.0	1.2
PIL t/t, ann. finale	T3	-1.2	%	-1.1	-0.8
PIL t/t finale	T3	-0.3	%	-0.3	-0.2

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

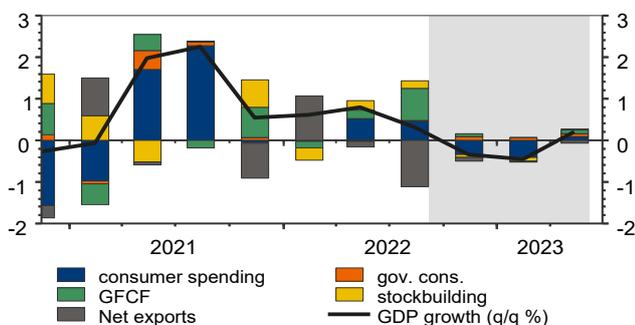
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI servizi finale	nov	48.6	48.6	48.5
EUR	PMI composito finale	nov	47.8	47.8	47.8
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ott	0.8	(-0.4)	% -1.7
EUR	PIL a/a finale	T3	4.2	(-2.1)	% 2.1
EUR	PIL t/t finale	T3	0.2	%	0.2
EUR	Occupazione t/t	T3	0.2	%	0.2
FRA	PMI servizi finale	nov	49.4	49.4	49.3
GER	PMI servizi finale	nov	46.4	46.4	46.1
GER	Ordini all'industria m/m	ott	-2.9	(-4.0)	% 0.1
GER	Produzione industriale m/m	ott	1.1	(-0.6)	% -0.6
ITA	PMI servizi	nov	46.4	48.3	49.5
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ott	4.0	(-4.10)	% 1.3
SPA	Produzione industriale a/a	ott	3.6	%	2.8

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

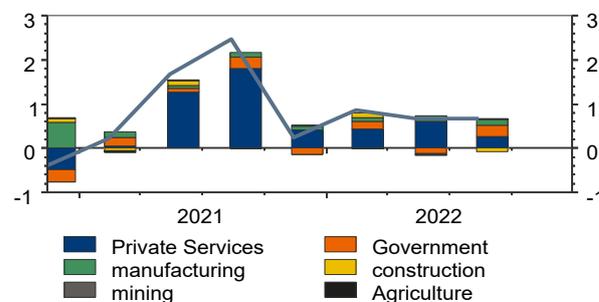
Area euro. La crescita del **PIL** nel 3° trimestre è stata rivista al rialzo di un decimo a 0,3% t/t (2,3% a/a). Il principale contributo alla crescita è venuto dagli investimenti fissi (+0,8pp) grazie al solido incremento di 3,6% t/t, ma anche i consumi privati hanno sostenuto l'espansione (+0,4pp, +0,9% t/t). La spesa pubblica è invece risultata sostanzialmente stagnante (0,1% t/t). Il canale estero netto ha frenato la crescita per -1,1pp per via di importazioni in crescita a ritmi superiori alle esportazioni (4,3% vs 1,7% t/t) mentre le scorte hanno fornito un apporto positivo (+0,2pp). Dal lato dell'offerta tutti i settori, ad eccezione delle costruzioni, hanno contribuito alla crescita del valore aggiunto, ma sono stati la pubblica amministrazione e il commercio a trainare l'espansione. Dopo sei trimestri di espansione l'economia dell'area euro dovrebbe entrare in contrazione tra il 4° trimestre del 2022 e il 1° trimestre del 2023.

Investimenti e consumi privati hanno trainato l'espansione, negativo l'apporto delle esportazioni nette



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

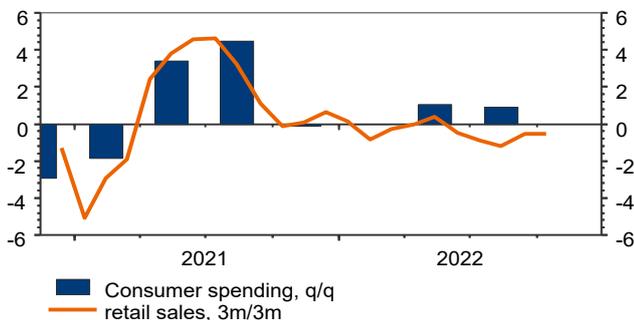
Dal lato dell'offerta tutti settori ad eccezione delle costruzioni hanno contribuito positivamente



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

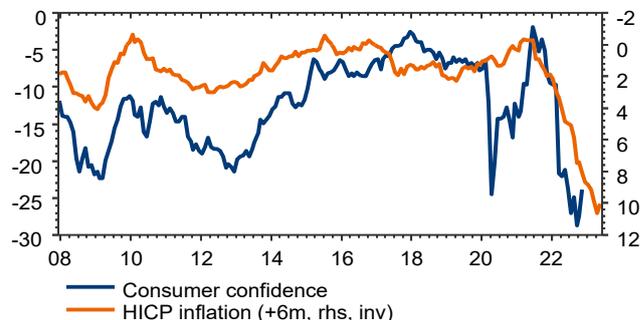
Area euro. Le **vendite al dettaglio** sono calate di -1,8% m/m (-2,7% a/a) ad ottobre, dopo che il dato di settembre è stato rivisto al rialzo di due decimi a 0,8% m/m. La flessione è diffusa a tutte le componenti di spesa ad eccezione dei carburanti, che aumentano però solo marginalmente, e conferma come l'elevata inflazione stia acquisendo via via più importanza nel frenare i consumi delle famiglie; tale trend dovrebbe proseguire nei prossimi mesi e coinvolgere non solo le vendite al dettaglio ma anche le altre componenti di spesa.

I dati sulle vendite al dettaglio sono coerenti con una contrazione dei consumi privati nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Le pressioni inflattive continuano a pesare sul morale dei consumatori

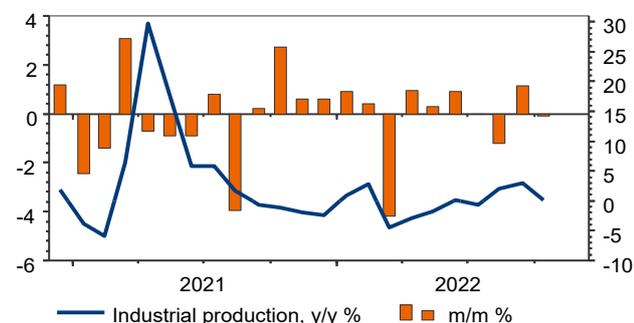


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission

Germania. I dati sugli **ordinativi industriali** di ottobre hanno mostrato un parziale recupero a +0,8% m/m dopo il -2,9% m/m di settembre (rivisto da -4% m/m). Il rimbalzo nel mese è dovuto alle commesse dall'estero (2,5% m/m) e ai beni capitali (3,2% m/m); di contro, scendono gli ordini domestici (-1,9% m/m) e i beni di consumo (-6,3% m/m). La variazione mensile è influenzata da ordini su larga scala, al netto dei quali si registra una diminuzione di -1,2% m/m. Inoltre, gli ordinativi su base annua restano in territorio negativo per l'ottavo mese consecutivo (a -3,2% da -9,8% precedente). Il fatturato è calato marginalmente di -0,2% m/m.

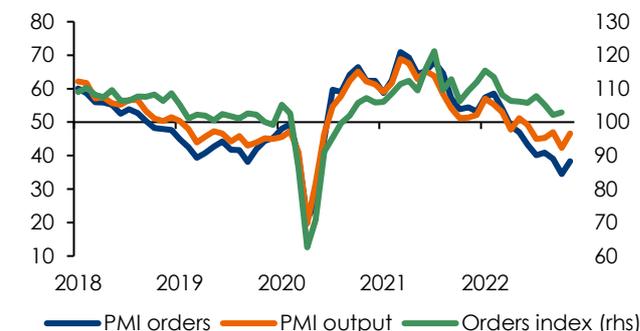
Germania. La **produzione industriale** ha registrato una quasi stagnazione in ottobre (-0,1% m/m), dopo il rimbalzo di +1,1% m/m a settembre (dato rivisto al rialzo da +0,6%). L'output è sugli stessi livelli di un anno fa. Il **manifatturiero** ha visto una flessione di -0,4% m/m, spiegata sia dai beni di consumo (-1,9% m/m) che intermedi (-1,8% m/m); all'opposto, hanno registrato una crescita i beni capitali (+1,4%). In ottobre, l'**automotive** è sceso di -2,1% m/m. Infine, è crollato il settore energia (-7,6% m/m), mentre le costruzioni sono salite di +4,2% m/m. I settori energivori hanno subito una contrazione di -3,6% m/m. Recentemente, sono emersi segnali che fanno pensare ad un'attività produttiva più resiliente di quanto atteso in precedenza. Le indagini congiunturali hanno mostrato un recupero a novembre, e l'introduzione di un tetto massimo per i prezzi di gas ed elettricità nel corso del 2023 potrebbe allentare la pressione sulle imprese energivore. In ogni caso, le prospettive per il settore rimangono negative.

Germania: produzione industriale in calo marginale ad ottobre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Le indagini PMI e i dati sugli ordini segnalano comunque una debolezza dell'attività produttiva nei trimestri a cavallo d'anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis, S&P Global

Italia. Ad ottobre le **vendite al dettaglio** sono calate di -0,4% m/m, ma la flessione è ancora più ampia (-1,2% m/m) se si considerano i dati in volume (cioè al netto dell'effetto della salita dei prezzi). Il volume di acquisti di beni alimentari, tra i comparti che registrano la maggiore crescita

dei prezzi dopo l'energia, è in flessione di ben -1,5% m/m, ma anche i beni non alimentari sono in diminuzione (-1% m/m). Su base tendenziale il volume delle vendite è in calo di -6,3%, un minimo da inizio 2021. I settori merceologici più penalizzati (nei dati in valore) restano gli elettrodomestici (-7,1% a/a), le calzature (-4,7% a/a) e l'abbigliamento (-4,6% a/a). L'aumento tendenziale in valore è dovuto unicamente a grande distribuzione (soprattutto discount di alimentari) e commercio elettronico. I livelli della fiducia dei consumatori sono coerenti con ulteriori cali delle vendite in volume nei prossimi mesi.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	nov	48.4		46.7
Esportazioni in USD a/a	nov	-0.3	%	-3.5
Importazioni in USD a/a	nov	-0.7	%	-6.0
Bilancia commerciale USD	nov	85.15	Mld \$	78.10
Riserve in valuta estera	nov	3.052	1000Mld \$	3.100
CPI m/m	nov	0.1	%	-0.2
CPI a/a	nov	2.1	%	1.6
PPI a/a	nov	-1.3	%	-1.4

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

Il **PMI servizi rilevato da Caxin-Markit** è sceso da 48,4 in ottobre a 46,7 in novembre, più delle attese di consenso, registrando la maggiore contrazione da maggio. Il PMI è stato spinto al ribasso dal netto calo delle componenti dell'occupazione (scesa da 51,4 in ottobre a 47,2 in novembre) e dei nuovi ordini (scesa da 49,4 in ottobre a 47,2 in novembre), fiaccate dall'impatto delle misure di contenimento del Covid-19. Le componenti dei prezzi sono rimaste sopra 50 e hanno registrato un calo più contenuto, segnalando un moderato rallentamento dell'inflazione dei prezzi sia di acquisto sia di vendita. Il calo dei PMI servizi ha trascinato verso il basso il **PMI composito**, sceso da 48,3 in ottobre a 47 in novembre. L'allenamento delle misure di contenimento, proseguito negli ultimi giorni a livello locale in particolare a Pechino e Shanghai e in altre grandi città, dovrebbe portare un po' di respiro al settore dei servizi, ma l'atteso aumento dei contagi e l'iniziale auto confinamento delle persone, specialmente nei mesi invernali, continueranno a mantenere deboli le prospettive nel breve termine.

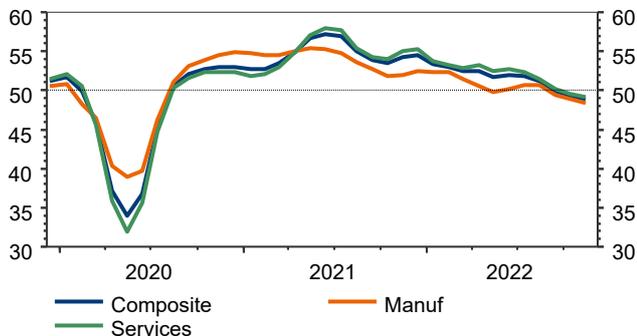
I dati di **commercio estero** hanno registrato una contrazione tendenziale ben superiore alle attese di consenso, in parte a causa di un effetto base sfavorevole ma in parte anche a causa di un calo congiunturale che evidenzia la debolezza della domanda sia estera sia interna. Le **esportazioni**, dopo un moderato calo dello 0,3% a/a in ottobre, sono scese dell'8,7% a/a in novembre. La contrazione ha riguardato le esportazioni verso tutti maggiori partner commerciali e soprattutto verso gli Stati Uniti (da -12,6% a/a in ottobre a -25,4% a/a in novembre), mentre le esportazioni verso l'area ASEAN6 sono bruscamente rallentate ma sono rimaste in crescita (da 19,9% a/a in ottobre a 5,2% a/a in novembre). Il calo dell'export ha riguardato tutte le tipologie di merci e in particolare il comparto dell'elettronica e dell'ICT. Le **importazioni** sono diminuite di -10,6% a/a in novembre da -0,7% a/a in ottobre, con un calo generalizzato a tutti i maggiori Paesi fornitori, guidato dal Giappone (-24,5% a/a) e dall'area dell'euro (Italia, Francia e Germania: -17% a/a in novembre da -4,1% a/a in ottobre). I dati in volume continuano a segnalare un calo delle importazioni di circuiti elettronici, fibre tessili e cereali, mentre registrano un aumento per le materie prime energetiche e industriali. La debolezza delle esportazioni è destinata a perdurare, a causa del rallentamento della domanda mondiale esacerbato dal peggioramento del ciclo nel settore dell'elettronica, mentre le importazioni dovrebbero risentire positivamente della ripresa della domanda interna solo successivamente dall'uscita della strategia di tolleranza zero, e dunque non nel breve termine.

L'inflazione dei prezzi al consumo, in linea con le attese di consenso, è scesa da 2,1% a/a in ottobre a 1,6% a/a in novembre, toccando un minimo da aprile, spinta al ribasso da un calo di

-0,2% m/m e da un effetto base favorevole sull'anno. Il rallentamento dei prezzi alimentari (da 7% a/a in ottobre a 3,7% a/a in novembre, con un calo di -0,8% m/m), favorito dall'aumento dell'offerta di carne di maiale e di verdura, è stato il principale fattore che ha guidato la discesa, seguito da una moderazione dei prezzi nel comparto dei trasporti. L'**inflazione core** è rimasta invariata a 0,6% a/a per il terzo mese consecutivo, con una flessione congiunturale di -0,2% m/m, continuando a testimoniare l'assenza di pressioni da domanda. L'**inflazione dei prezzi alla produzione** è rimasta invariata a -1,3% a/a in novembre (consenso Bloomberg: -1,5% a/a), moderata dal calo tendenziale dei prezzi dei beni di produzione, in particolare del settore minerario e manifatturiero. Il rallentamento della domanda internazionale e la debolezza della domanda interna, destinata a permanere nel breve termine nonostante l'allentamento delle restrizioni anti-Covid-19, continueranno a mantenere l'inflazione contenuta anche il prossimo anno.

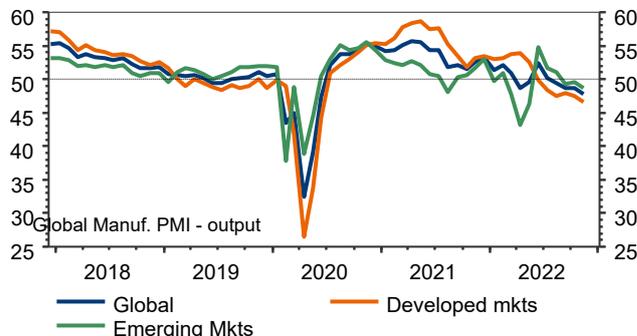
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



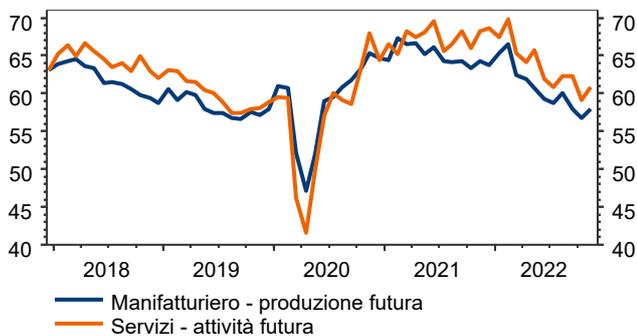
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



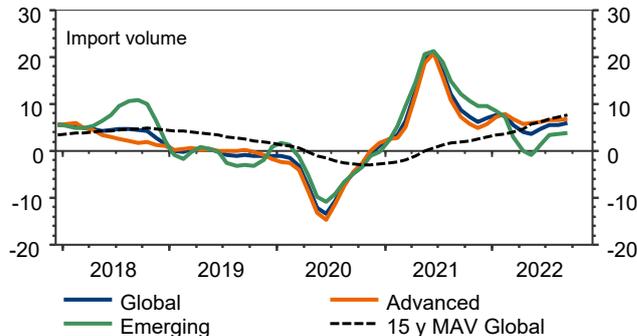
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



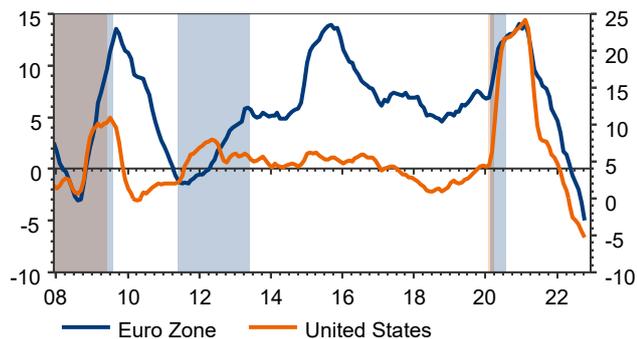
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



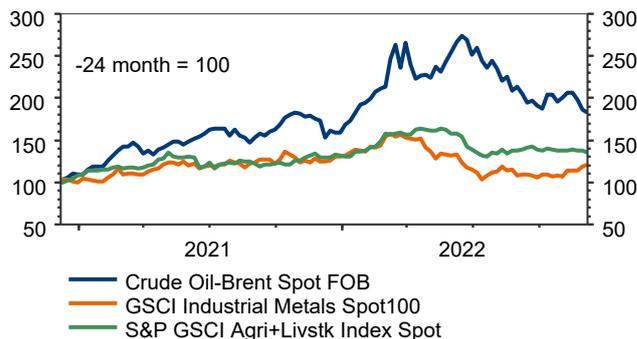
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

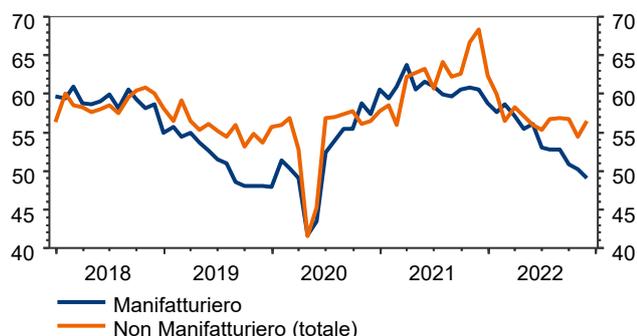
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

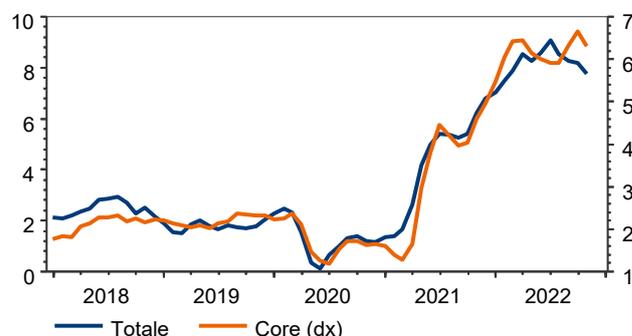
Stati Uniti

Indagini ISM



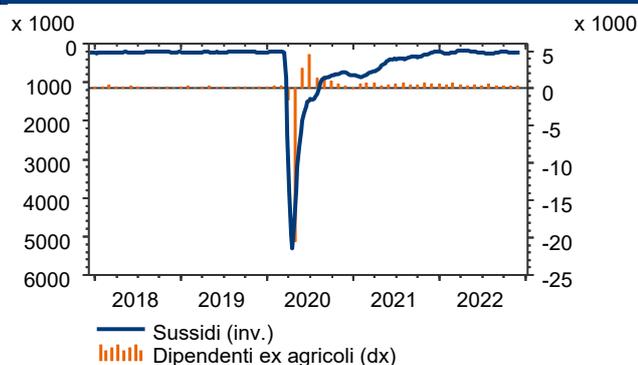
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



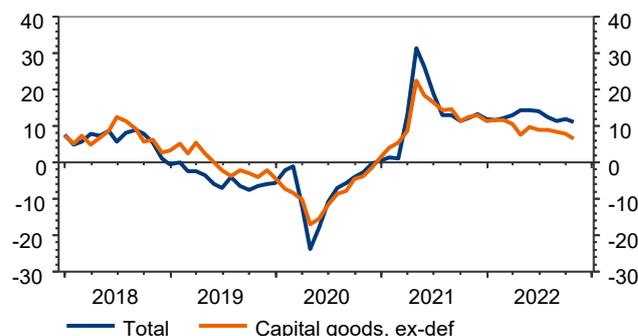
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

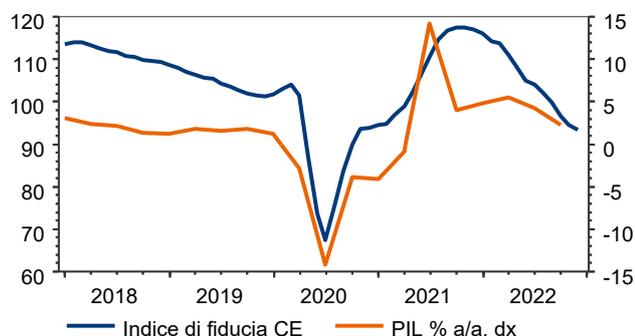
Previsioni

	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	0.6	1.2	0.9
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.9	1.8	0.5	-1.4
Consumi privati	8.3	2.8	0.5	3.0	3.1	1.3	2.0	1.7	2.5	0.5	-1.1
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	7.8	5.3	-1.1	23.5	-4.6	13.8	15.3	4.8	4.1	2.5
Importazioni	14.1	8.8	1.8	6.6	18.6	18.4	2.2	-7.3	5.5	3.5	2.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.7	-0.2	1.9	5.0	0.3	-2.1	-1.2	0.4	0.2	-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	7.3	5.3	3.3
Produzione Industriale	4.9	4.1	-2.4	0.9	1.2	1.2	1.3	0.5	0.0	-1.4	-1.7
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.4	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.7	3.9	4.4

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

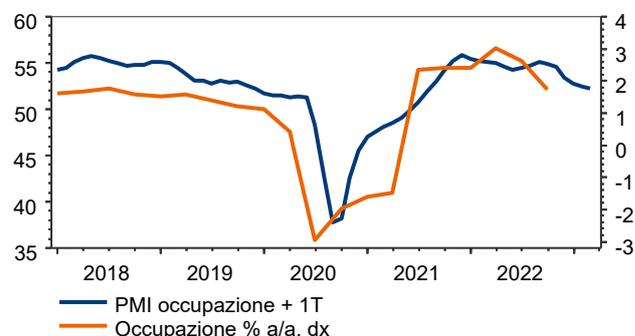
Area euro

PIL



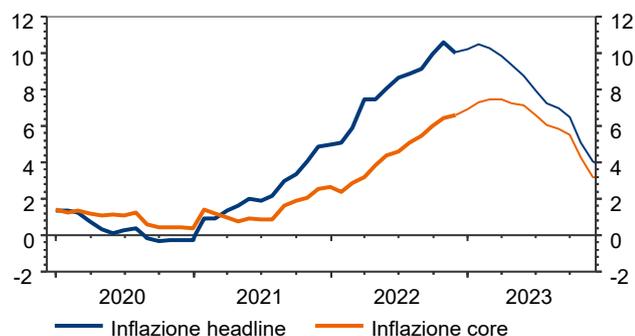
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.3	0.1	3.9	4.8	5.5
- t/t				2.3	0.5	0.6
Consumi privati	3.7	4.0	-0.1	4.5	-0.1	0.0
Investimenti fissi	3.7	4.5	2.9	-0.8	3.4	-0.7
Consumi pubblici	4.3	1.2	1.0	0.5	0.4	0.0
Esportazioni	10.4	7.2	1.6	1.9	2.6	1.4
Importazioni	8.2	8.5	3.3	2.1	4.7	-0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.3	0.1	0.0	0.7	-0.3
Partite correnti (% PIL)	2.4	-0.8	0.4			
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.2	-3.5			
Debito pubblico (% PIL)	95.4	93.6	94.7			
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	8.5	7.5	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.7	-0.6	5.9	0.2	-0.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	7.5	7.1	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.34	3.38	-0.55	-0.57	-0.53

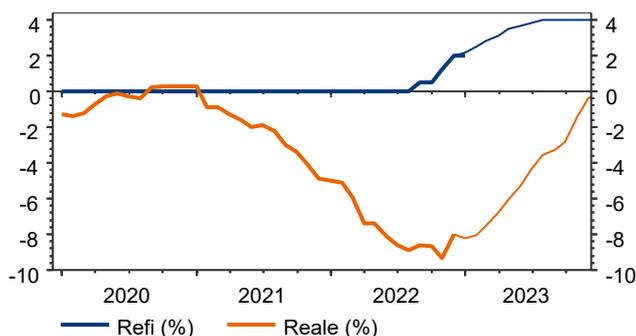
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	8/12	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	1.61	1.69	2.78	3.45	3.57
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	2.01	2.04	3.03	3.61	3.68

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

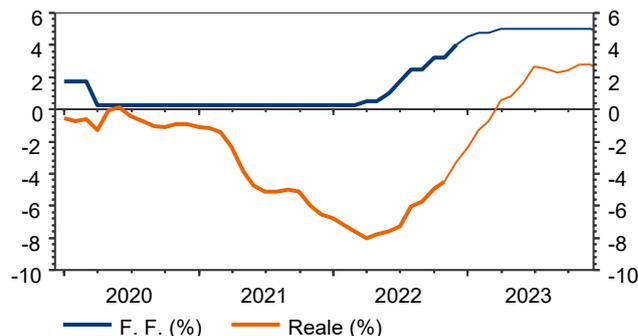


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	8/12	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	4.52	4.61	5.12	5.13	5.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

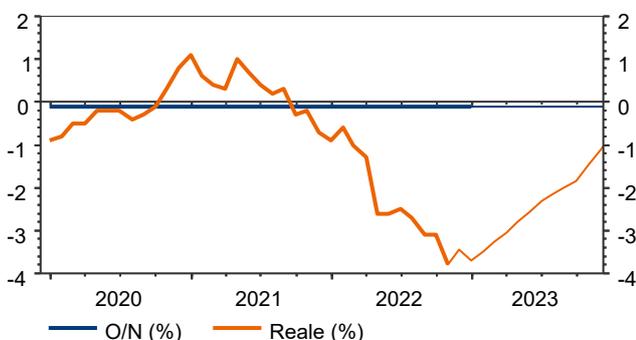


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	8/12	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

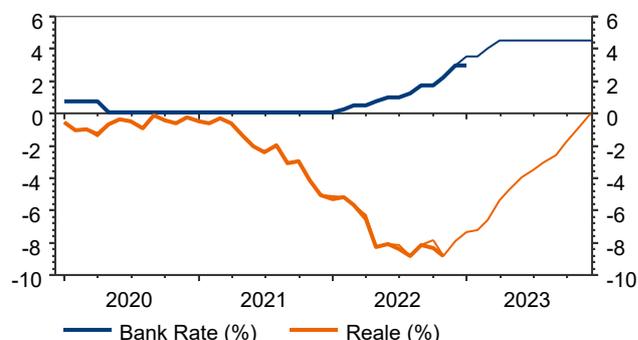


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	8/12	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	3.73	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	9/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.13	1.07	1.00	1.00	1.0560	1.03	1.07	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	104	113	134	142	146	136.11	138	132	126	120	118
GBP/USD	1.34	1.32	1.25	1.16	1.14	1.2251	1.20	1.23	1.25	1.28	1.30
EUR/CHF	1.08	1.04	1.05	0.97	0.99	0.9849	0.97	0.98	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	126	128	144	143	147	143.74	142	141	139	134	135
EUR/GBP	0.90	0.86	0.86	0.87	0.88	0.8618	0.86	0.87	0.88	0.88	0.88

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