

Weekly Economic Monitor

Il punto

La BCE ha alzato i tassi di 50pb, la minore delle opzioni plausibili, ma allo stesso tempo ha segnalato che i mercati non stanno adeguatamente scontando il potenziale di rialzo dei tassi ufficiali nei prossimi mesi; ci saranno altri aumenti "significativi", condotti a passo "sostenuto". Inoltre, la riduzione del portafoglio APP partirà a marzo.

FOMC: rialzi più lenti, tassi più alti. La riunione del FOMC si è conclusa con un rialzo dei fed funds di 50pb a 4,5% e uno spostamento verso l'alto del grafico a punti, con un picco a 5,25% e una svolta nel 2024. Dal 2023, a nostro avviso, si aprirà una fase di rialzi "normali", da 25pb. La velocità dei rialzi non è più importante, e il focus è ora sul punto di arrivo dei tassi e sulla durata della restrizione. Il picco verrà deciso in base alla "totalità" dei dati in arrivo, tenendo conto anche dei ritardi della trasmissione della restrizione monetaria.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana pre-natalizia è piuttosto povera di indicatori congiunturali. Il dato più importante in calendario è l'IFO tedesco, atteso in recupero per il terzo mese consecutivo a dicembre, così come la stima flash della fiducia dei consumatori diffusa dalla Commissione Europea (entrambi gli indicatori resterebbero comunque su livelli ben inferiori alla media di lungo periodo). Nell'Eurozona la crescita dei salari dovrebbe aver accelerato durante l'estate mentre il dato sulla produzione nelle costruzioni in ottobre potrebbe beneficiare di temperature superiori alla media. In calendario anche le stime finali sulla crescita del PIL nel 3° trimestre in Spagna e Paesi Bassi.

In settimana, negli **Stati Uniti**, saranno pubblicate le principali informazioni di novembre relative al settore immobiliare residenziale, con vendite di case e cantieri sempre in ampio calo. Gli ordini di beni durevoli a novembre dovrebbero essere sostenuti dall'aeronautica civile, ma essere deboli negli altri comparti. La spesa e il reddito personale a novembre dovrebbero aumentare a ritmi più contenuti rispetto a ottobre, mentre il deflatore dovrebbe confermare il rallentamento della dinamica mensile dell'indice core.

16 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

La **BCE** ha alzato i tassi di 50pb, la minore delle opzioni plausibili, ma allo stesso tempo ha segnalato che i mercati non stanno adeguatamente scontando il potenziale di rialzo dei tassi ufficiali nei prossimi mesi; ci saranno altri aumenti "significativi", condotti a passo "sostenuto". Inoltre, la riduzione del portafoglio APP partirà a marzo.

■ **La BCE ha alzato i tassi di 50pb, la minore delle opzioni plausibili, ma allo stesso tempo ha segnalato che i mercati non stanno adeguatamente scontando il potenziale di rialzo dei tassi ufficiali nei prossimi mesi.** Il comunicato avvisa che ci saranno altri "significativi" rialzi, attuati a "ritmo sostenuto". Il ritmo "sostenuto" dovrebbe indicare **mosse di 50pb**, che **appaiono l'opzione più probabile per le riunioni di febbraio e marzo**. Ciò è più di quanto i mercati stavano scontando prima della riunione; dopo la riunione, l'aggiustamento delle aspettative di mercato è stato solo parziale.

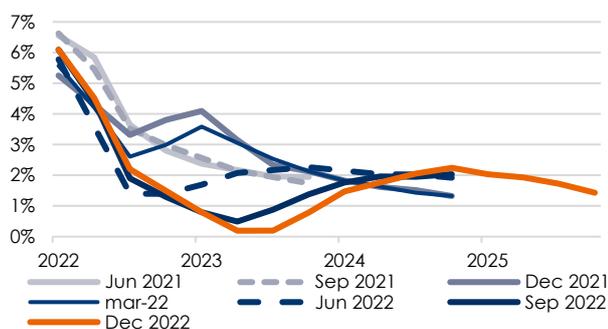
■ La restrizione della politica monetaria sarà presto rafforzata anche dalla **riduzione del portafoglio APP**: da marzo, infatti, i reinvestimenti delle scadenze saranno ridotti in media di 15 miliardi di euro al mese. Tale passo sarà mantenuto fino a giugno, e potrebbe essere confermato o variato in seguito. Assieme al rientro dei prestiti TLTRO, accelerato con il recente cambio delle condizioni applicate al programma, ciò causerà nel 2023 un netto calo dell'eccesso di liquidità.

■ Il messaggio è stato rafforzato dalle proiezioni dello staff, che assumono un'evoluzione dei tassi in linea con i tassi a termine, e collocano l'inflazione al 2,3% nel 2025 (2,4% per l'indice che esclude l'energia e gli alimentari), cioè significativamente sopra il 2%. In effetti, **le revisioni operate dallo staff della BCE alle previsioni macroeconomiche** sono meno ampie rispetto alle precedenti occasioni, ma **sono significative**. Per quanto riguarda la **crecita**, la proiezione 2023 è stata rivista al ribasso a 0,5%, e include due trimestri di modesta contrazione del PIL. Nessuna variazione alla proiezione 2024 (1,9%), mentre il 2025 è previsto a 1,8%. La tenuta della crescita dipende anche da politiche fiscali più accomodanti rispetto a quelle ipotizzate in settembre: la misura della *stance* fiscale (variazione del saldo primario corretto per il ciclo, rettificato per i sussidi NGEU) si colloca infatti a -0,3% del PIL, contro il +0,7% di settembre. Le proiezioni 2024-25 non sono compatibili con un aumento del tasso di disoccupazione, che effettivamente è previsto in calo al 6,6% alla fine del periodo e contribuisce a peggiorare le prospettive di inflazione.

Infatti, ora lo staff ritiene che l'**inflazione** rallenterà nel 2023 al 6,3% (core: 4,2%) e nel 2024 al 3,4% (core: 2,8%): si tratta di livelli ampiamente superiori rispetto a quelli previsti in settembre, malgrado ipotesi molto meno aggressive sull'andamento del prezzo del gas naturale e un profilo del cambio più forte. **La convergenza al 2% non si realizzerrebbe quindi neppure nel 2025**, quando l'inflazione è prevista a 2,3% (core: 2,4%). Le stime risentono di una valutazione più pessimistica delle prospettive per la produttività del lavoro e di una revisione al rialzo delle proiezioni sui salari.

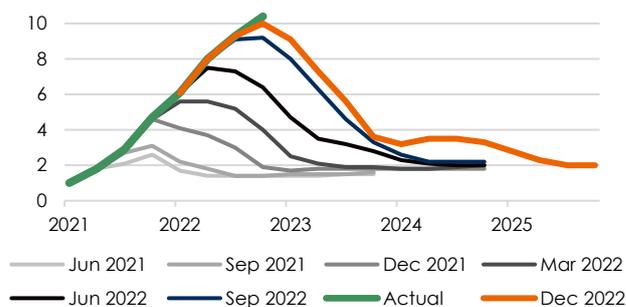
■ Ci attendiamo un nuovo rialzo dei tassi di 50 punti base alla prossima riunione del 2 febbraio 2023, e quindi altri 50 o 25pb il 16 marzo. Manteniamo una stima centrale di 3,5% per il livello di picco del tasso sui depositi, che pensiamo sarà conseguito entro la fine del 3° trimestre 2023.

Evoluzione delle previsioni BCE di crescita del PIL...



Fonte: BCE (proiezioni dello staff)

...e inflazione



Fonte: BCE (proiezioni dello staff) ed Eurostat

FOMC: rialzi più lenti, tassi più alti. La riunione del FOMC si è conclusa con un rialzo dei fed funds di 50pb a 4,5% e uno spostamento verso l'alto del grafico a punti, con un picco a 5,25% e una svolta nel 2024. Dal 2023, a nostro avviso, si aprirà una fase di rialzi "normali", da 25pb. La velocità dei rialzi non è più importante, e il focus è ora sul punto di arrivo dei tassi e sulla durata della restrizione. Il picco verrà deciso in base alla "totalità" dei dati in arrivo, tenendo conto anche dei ritardi della trasmissione della restrizione monetaria.

La **riunione del FOMC** si è conclusa in linea con le attese: il tasso sui fed funds è stato alzato di 50pb a 4,5% e il grafico a punti si è mosso verso l'alto. Il punto di arrivo per i tassi è salito a 5,25% nel 2023, con la svolta prevista nel 2024. Il comunicato stampa è invariato rispetto a novembre, sia in termini di valutazione delle condizioni attuali sia in termini di scenario, e mantiene la previsione di "ulteriori" rialzi dei tassi. La comunicazione nel complesso ha avuto **un'intonazione hawkish, mirata a controbilanciare il messaggio implicitamente dovish associato al rallentamento del ritmo dei rialzi**. Pur riconoscendo i progressi compiuti recentemente sul fronte dell'inflazione, Powell ha ribadito che "c'è ancora lavoro da fare" e che la Fed "manterrà la rotta finché il lavoro sarà concluso".

■ **Proiezioni macroeconomiche hawkish.** Lo scenario previsivo è stato modificato su diverse dimensioni (v. tabella pag. seguente), con implicazioni complessivamente hawkish.

- La **crescita** è rivista verso il basso in misura significativa per il 2023, con una revisione a 0,5% a/a a fine anno, da 1,2% a/a, e marginalmente per il 2024 (a 1,6% da 1,7%), con il dato previsto per il 2024 invariato a 1,8%, in linea con il potenziale. Il **tasso di disoccupazione** è più alto di 2 decimi su tutto l'orizzonte previsivo, 4,6% nel 2023 e nel 2024, 4,5% nel 2025.
- L'**inflazione** attesa è più elevata rispetto alle previsioni di settembre. Il deflatore core resta persistentemente sopra l'obiettivo del 2%, con un sentiero che va da 4,8% nel 2022, a 3,5% nel 2023, a 2,5% nel 2024 e arriva a 2,1% nel 2025. Un tasso di inflazione sempre al di sopra dell'obiettivo implica **tassi più elevati fino al 2025**, con un picco a 5,25% nel 2023 e una discesa graduale a 4,1% nel 2024 e 3,1% nel 2025. Diciassette partecipanti su 19 prevedono un picco dei tassi uguale o maggiore del 5%, mentre nessuno prevedeva tassi al 5% a settembre. La distribuzione dei punti, molto concentrata nel 2023, rivela anche che 7 partecipanti vedono il punto di arrivo sopra la mediana. La mediana è più elevata nel 2023 (+50pb), ma lo è anche quella per i due anni successivi (+25pb in ciascun anno). In sostanza, il FOMC vuole comunicare che il rallentamento del ritmo dei rialzi non va letto come un segnale dovish. Anzi, la **restrizione** ancora da attuare sarà modulata più gradualmente ma **sarà maggiore** di quanto segnalato a settembre.

■ **Conferenza stampa hawkish.** Nella conferenza stampa, Powell ha ribadito che, nonostante i progressi recenti sull'inflazione, è necessaria "evidenza significativamente maggiore per essere convinti che l'inflazione sia su un sentiero duraturo verso il basso". Pertanto, la Fed dovrà attuare "ulteriori" rialzi, come indicato nel testo del comunicato e nel grafico. Powell ha riconosciuto che gli ultimi due dati di inflazione hanno mostrato un "benvenuto" rallentamento, ma ha sottolineato che i rischi verso l'alto per i prezzi sono ancora ampi, e collegati allo squilibrio del mercato del lavoro e a una dinamica salariale sempre incompatibile con l'inflazione al 2%.

Powell ha ripercorso l'analisi presentata nel suo discorso a Brookings qualche settimana fa, che divide **l'inflazione core in tre "blocchi"** con dinamiche e tempi differenti (v. figure pagina seguente). I **beni core** hanno già svoltato e sono su un sentiero verso il basso. I **servizi abitativi** sono ancora in forte rialzo, ma affitti, tassi sui mutui e prezzi delle case puntano a una svolta in arrivo. Invece, i **servizi ex-abitazione** non danno segnali di rallentamento e sono legati direttamente all'eccesso di domanda di lavoro. Su questo fronte, Powell ha manifestato grande incertezza per le previsioni e indicato che la Fed deve attuare passi decisi per generare un "periodo duraturo di crescita sotto il potenziale e un po' di indebolimento delle condizioni del mercato del lavoro". La **dinamica salariale e la domanda di lavoro** saranno quindi gli osservati speciali dei prossimi mesi.

Discutendo il sentiero futuro dei tassi, Powell ha affermato che le decisioni verranno prese "riunione per riunione", e che **la velocità dei rialzi non è più cruciale**: i veri temi sono il **punto**

di arrivo e la durata della pausa su livelli restrittivi. A una domanda relativa alle condizioni finanziarie di mercato, ultimamente meno restrittive per via di rialzi del mercato azionario e riduzioni dei rendimenti, Powell ha risposto che mediamente è necessaria maggiore restrizione, anche se nel breve termine le condizioni finanziarie sono volatili. A nostro avviso, una risposta dei mercati tale da allentare ulteriormente le condizioni finanziarie potrebbe rivelarsi controproducente e spingere i tassi più in alto di quanto atteso.

■ In conclusione, a nostro avviso, il messaggio molto hawkish del FOMC è mirato a convincere i mercati dell'impegno a riportare l'inflazione al 2% e a segnalare "umiltà" di fronte a un'inflazione ostinatamente più elevata delle attese (persistentemente sbagliate). In ogni caso, il passaggio a una fase in cui la velocità dei rialzi non è più centrale, dopo un periodo di rialzi super-concentrati, apre la strada a **rialzi da 25pb nel 2023**.

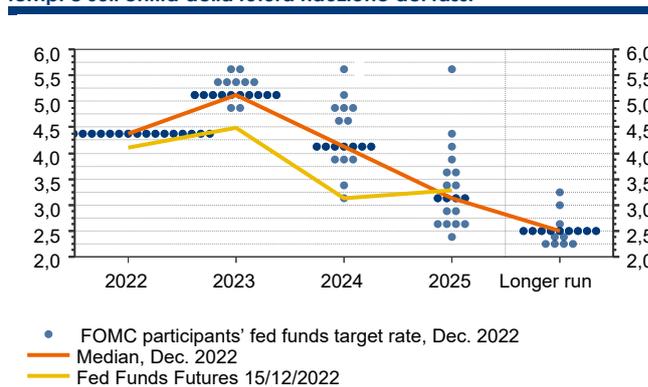
■ Manteniamo la previsione di due **aumenti di 25pb ciascuno a febbraio e marzo**, per arrivare al **5% alla fine del 1° trimestre**. La vera incertezza riguarda, come ha detto Powell, il punto di arrivo e i tempi della svolta. Per ora manteniamo anche la previsione di un **picco dei tassi a 5% a marzo**, sulla base di un'aspettativa di allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro e di netto indebolimento dei consumi fra il 1° e il 2° trimestre. I **rischi restano però ampiamente verso l'alto**, soprattutto in caso di ulteriore, prematuro **allentamento delle condizioni finanziarie di mercato**. Per quanto riguarda la svolta, in base alla previsione di recessione, se pure mite, riteniamo che il Comitato non resisterà a mantenere tassi restrittivi a oltranza anche se l'inflazione non sarà ancora vicina al 2% e inizierà una fase espansiva, graduale, fra fine 2023 e inizio 2024.

Proiezioni macroeconomiche dei Presidenti delle Federal Reserve Banks regionali e dei membri del Board

Variable	Median				Longer run
	2022	2023	2024	2025	
Real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
Sept. projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
Sept. projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
Sept. projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation	4.8	3.5	2.5	2.1	2.0
Sept. projection	4.5	3.1	2.3	2.1	2.0
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
Sept. projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

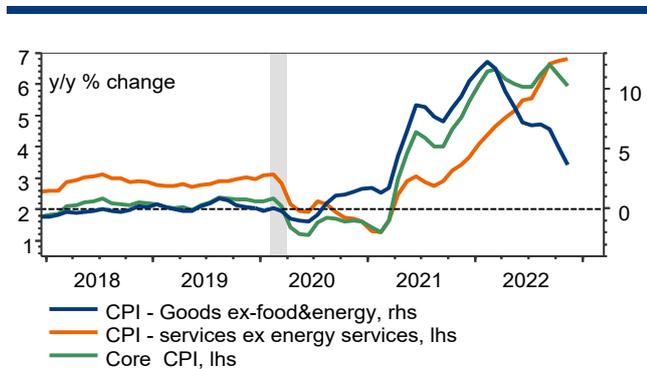
Fonte: Federal Reserve Board, dicembre 2022

Proiezioni dei tassi: la divergenza fra FOMC e mercato ora è sui tempi e sull'entità della futura riduzione dei tassi



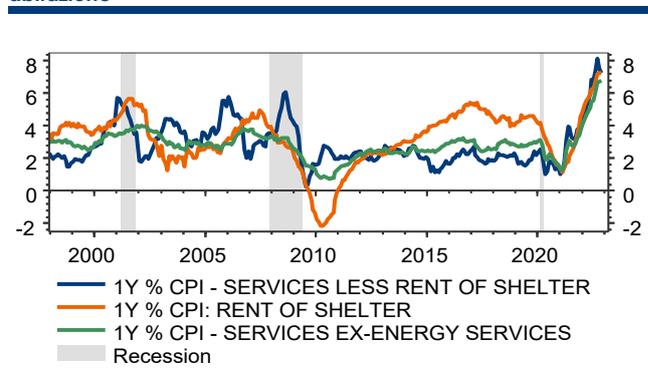
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datstream

Inflazione core: i beni core hanno svoltato, i servizi volano ancora



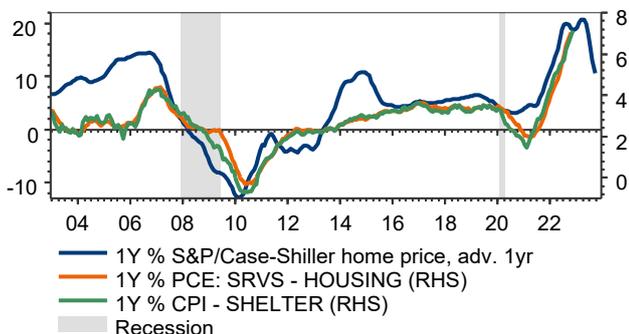
Fonte: BLS

I rischi per i prezzi dei servizi sono concentrati nel comparto abitazione



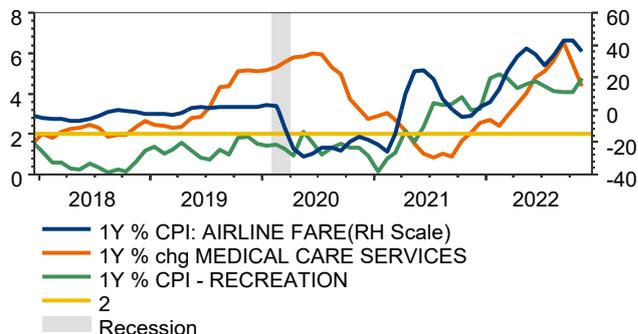
Fonte: BLS

La componente servizi abitativi svolgerà nel 2023



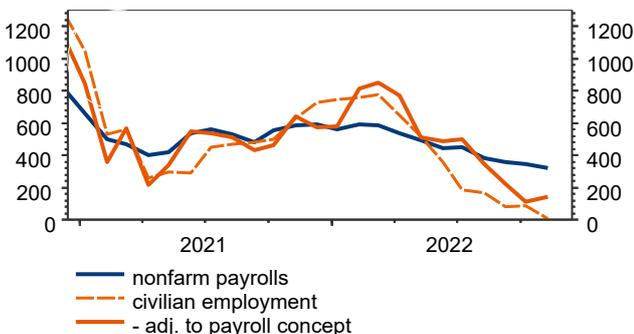
Fonte: BEA, BLS

I prezzi dei servizi ex-abitazione sono dominati dal costo del lavoro



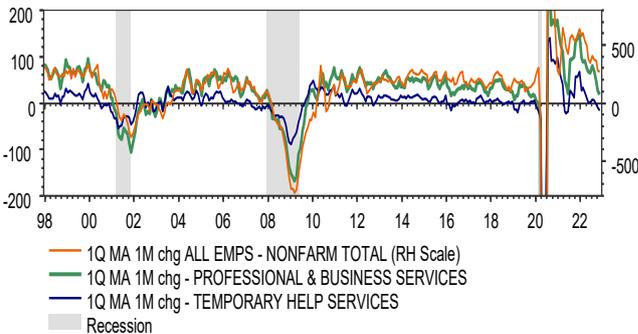
Fonte: BLS

Quanto forte è il mercato del lavoro?



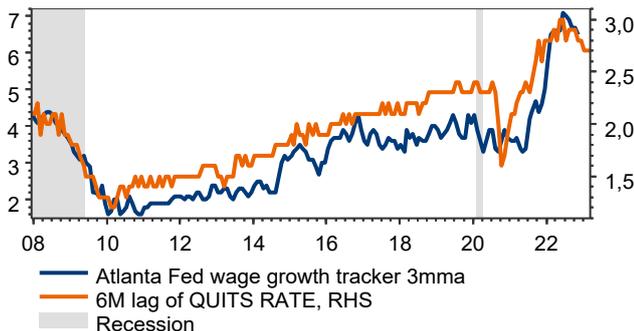
Fonte: BLS

Segnali di indebolimento in alcuni servizi anticipatori



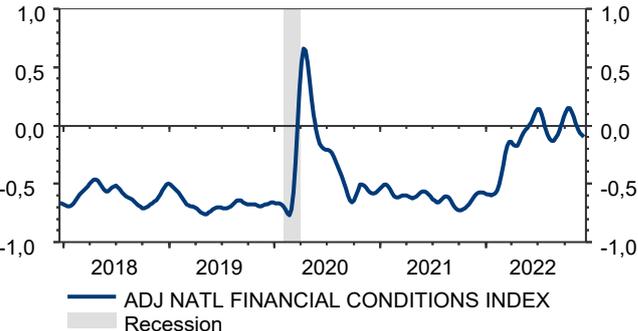
Fonte: BLS

Le dimissioni volontarie sono il miglior predice della dinamica salariale



Fonte: Atlanta Fed, BLS

Il mercato si è portato avanti e ha allentato le condizioni finanziarie dopo la pubblicazione del CPI di ottobre



Fonte: Chicago Fed

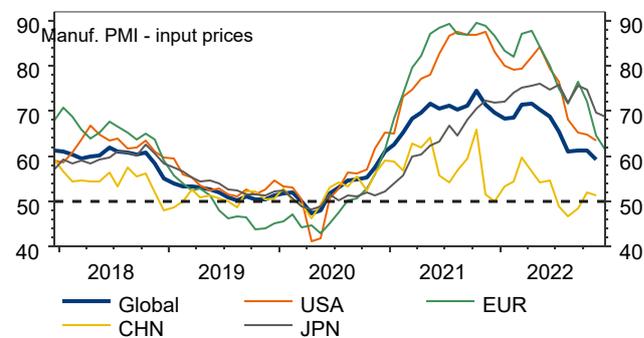
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



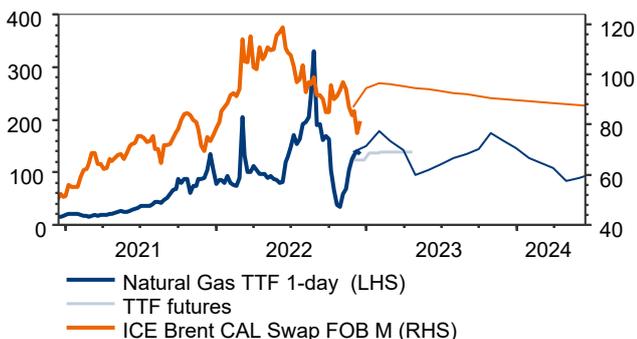
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



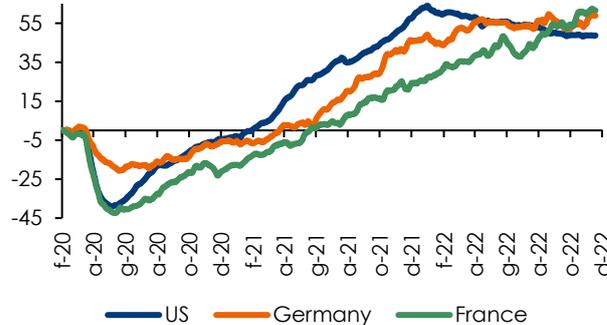
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



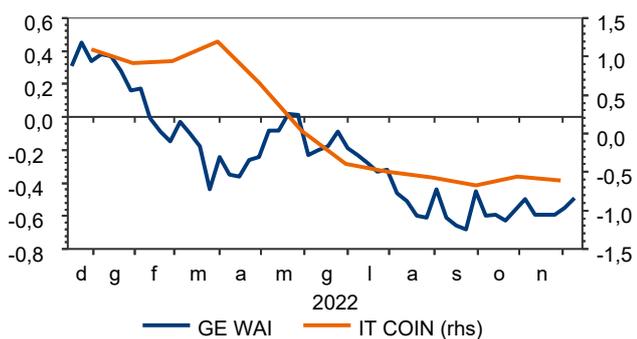
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % rispetto a febbraio 2020)



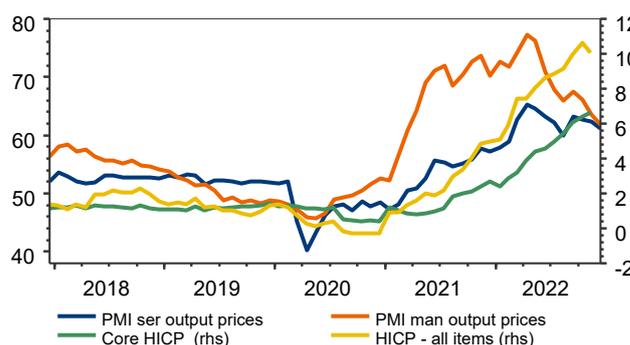
Fonte: Indeed

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

Nell'**area euro**, la settimana pre-natalizia è piuttosto povera di indicatori congiunturali. Il dato più importante in calendario è l'IFO tedesco, atteso in recupero per il terzo mese consecutivo a dicembre, così come la stima flash della fiducia dei consumatori diffusa dalla Commissione Europea (entrambi gli indicatori resterebbero comunque su livelli ben inferiori alla media di lungo periodo). Nell'Eurozona la crescita dei salari dovrebbe aver accelerato durante l'estate, mentre il dato sulla produzione nelle costruzioni in ottobre potrebbe beneficiare di temperature superiori alla media. In calendario anche le stime finali sulla crescita del PIL nel 3° trimestre in Spagna e Paesi Bassi.

In settimana, negli **Stati Uniti**, saranno pubblicate le principali informazioni di novembre relative al settore immobiliare residenziale, con vendite di case e cantieri sempre in ampio calo. Gli ordini di beni durevoli a novembre dovrebbero essere sostenuti dall'aeronautica civile, ma essere deboli negli altri comparti. La spesa e il reddito personale a novembre dovrebbero aumentare a ritmi più contenuti rispetto a ottobre, mentre il deflatore dovrebbe confermare il rallentamento della dinamica mensile dell'indice core.

Lunedì 19 dicembre

Area euro

- **Area euro.** Nel 3° trimestre la crescita dei **salari orari** dovrebbe aver accelerato al 4,8% a/a dal 4,1% a/a registrato nei tre mesi precedenti. Il mercato del lavoro resta teso, ma i problemi di carenza di manodopera iniziano ad attenuarsi: i dati Indeed stimati sulla base delle offerte di lavoro suggeriscono che la crescita delle retribuzioni possa aver toccato un picco a fine estate.
- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe essere cresciuta di 1,4% m/m (2,3% a/a) ad ottobre, dopo la sostanziale stagnazione (0,1% m/m, 1,3% a/a) registrata il mese precedente. Condizioni metereologiche migliori rispetto alla media stagionale dovrebbero aver sostenuto l'attività. Tuttavia, i dati sui permessi di costruzione puntano verso un rallentamento dell'attività produttiva nei prossimi mesi, quando la restrizione monetaria potrebbe pesare sulla domanda di mutui.
- **Germania.** L'indice **IFO** potrebbe salire per il terzo mese a dicembre, a 88,4 da 86,3 precedente. I progressi dovrebbero riguardare soprattutto le aspettative (a 83,4 da 80); più limitato dovrebbe essere il recupero per la situazione corrente (a 94 da 93,1 di novembre). Ci aspettiamo un miglioramento del morale diffuso a tutti i principali settori produttivi.

Martedì 20 dicembre

Area euro

- **Area euro.** Dopo il minimo storico toccato a settembre, il morale delle famiglie è risalito negli ultimi due mesi, grazie al parziale rientro dell'inflazione attesa e a un mercato del lavoro ancora resiliente. Ci aspettiamo che questa tendenza possa continuare nel mese di dicembre: la stima flash dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea potrebbe salire ancora, pur rimanendo ben al di sotto della media di lungo periodo, a -22,7 da -23,9 di novembre.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** a novembre sono previsti in calo a 1,410 mln da 1,425 mln di ottobre e le **licenze** dovrebbero contrarsi ancora a 1,45 mln da 1,512 mln. La fiducia dei costruttori e le richieste di nuovi mutui per l'acquisto non danno ancora segnali di stabilizzazione.

Mercoledì 21 dicembre

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a novembre dovrebbero contrarsi ancora, calando a 4,1 mln da 4,43 mln di ottobre, alla luce dei dati dei contratti di compravendita, in costante calo e ora sui minimi da maggio 2020, e della debolezza delle domande di mutui.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a dicembre è attesa in modesto miglioramento a 100,5 da 100,2 di novembre, in linea con le indicazioni delle prime indagini di dicembre che hanno segnato marginali miglioramenti, associati in parte al calo del prezzo della benzina.

Giovedì 22 dicembre

Stati Uniti

- La stima finale del **PIL del 3° trimestre** dovrebbe confermare la variazione di 2,9% t/t ann. della seconda lettura.

Venerdì 23 dicembre

Area euro

- **Spagna.** La lettura finale dovrebbe confermare che nel terzo trimestre il **PIL** ha riportato una crescita di 0,2% t/t. La Spagna anche nel 2023, così come quest'anno, dovrebbe registrare una crescita superiore alla media dell'Eurozona, sia per la minore esposizione alla crisi energetica, sia perché si tratta dell'unica tra le principali economie ad avere ancora margini di recupero dei livelli di attività pre-pandemici, in particolare nei servizi.
- **Paesi Bassi.** La stima finale dovrebbe confermare il calo del **PIL** di -0,2% t/t nel trimestre estivo (dopo il 2,4% dei mesi primaverili). Sull'anno, la crescita è attesa rallentare al 3,1% a/a da un precedente 5,1%. Lo spaccato per componenti di spesa dovrebbe confermare che il calo è dovuto agli investimenti (-1,7% t/t), in presenza di consumi pressoché stagnanti. L'economia, dopo il 4,6% stimato per il 2022, è attesa in deciso rallentamento, a 0,5%, nel 2023.
- **Italia.** La **fiducia di consumatori e imprese** è attesa in recupero a dicembre, in linea con quanto visto negli altri principali Paesi europei. Il morale delle famiglie è visto a 98,5 da 98,1 precedente, grazie al recente parziale ridimensionamento delle attese di inflazione. La fiducia delle aziende manifatturiere è attesa a 103 da 102,5 di novembre. Il livello delle indagini resta comunque coerente con una possibile contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a novembre (prel.) sono previsti in aumento di 0,8% m/m, spinti dal comparto dell'aeronautica civile, dopo 1,1% m/m del mese scorso. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero essere deboli, in calo di 0,1% m/m, dopo 0,5% m/m precedente, con un ritracciamento dei prezzi e dei volumi. Le scorte sono in ripresa e gli ordini invece si stanno normalizzando, mentre la domanda è in fase di rallentamento.
- La **spesa personale** a novembre dovrebbe essere in aumento di 0,1% m/m, dopo l'ampio balzo di ottobre, sulla scia di una correzione dei beni (specialmente auto) e un modesto rialzo dei servizi. Il **reddito personale** dovrebbe segnare una variazione di 0,2% m/m, in rallentamento da 0,7% m/m di ottobre, che era stato gonfiato da fattori un tantum. Il **deflatore dei consumi** è atteso in aumento di 0,1% m/m (5,5% a/a), con l'indice core in rialzo di 0,2% m/m (4,7% a/a), con variazioni più sostenute per sanità e servizi-ex abitazione e stabilizzazione della dinamica degli affitti.
- Le **vendite di nuove case** a novembre sono previste in calo a 600 mila da 632 mila di ottobre. La fiducia dei costruttori di case continua a scendere, insieme alle domande di nuovi mutui e punta a una ulteriore ampia correzione del settore dell'edilizia residenziale.

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a dicembre (finale) dovrebbe confermare il modesto rialzo a 59 visto con la lettura preliminare, grazie al calo dei prezzi della benzina che dovrebbe anche riflettersi in un ulteriore ritracciamento delle aspettative di inflazione.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (19 – 23 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 19/12	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		dic	93.1	93.5	94.0	
	10:00	GER	IFO (attese)		dic	80.0	82.0	83.4	
	10:00	GER	IFO	**	dic	86.3	87.4	88.4	
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T3	4.0	%		
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		dic	33			
Mar 20/12	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	dic	4.3	%		
	02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	dic	3.7	%		
	08:00	GER	PPI a/a		nov	34.5	%	29.9	
	08:00	GER	PPI m/m		nov	-4.2	%	-2.6	
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	nov	1.425	Mln	1.415	1.410
	14:30	USA	Licenze edilizie		nov	1.512	Mln	1.470	1.450
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	dic	-23.9		-22.3	-22.7
Mer 21/12	08:00	GB	PIL t/t finale		T3	prel -0.2	%	-0.2	
	08:00	GER	Fiducia consumatori		gen	-40.2		-38.0	
	14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T3	-251.1	Mld \$		
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	dic	100.2		100.0	100.5
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		nov	4.43	Mln	4.20	4.10
Gio 22/12	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ott	-1.2	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ott	18.0	%		
	12:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		nov	-2.0	Mld €		
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T3	prel 4.6	%		
	14:30	USA	PII, deflatore t/t ann. finale		T3	prel 4.3	%		
	14:30	USA	PII t/t ann. finale		T3	prel 2.9	%	2.9	2.9
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	211	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.671	Mln		
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		nov	-0.8	%	-0.4	
Ven 23/12	00:00	ITA	PPI m/m		nov	-3.3	%		
	00:00	ITA	PPI a/a		nov	28.0	%		
	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	nov	3.6	%	3.7	
	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	nov	3.7	%		
	06:30	OLA	PII t/t finale	*	T3	prel -0.2	%		-0.2
	09:00	SPA	PII t/t finale	*	T3	prel 0.2	%	0.2	0.2
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	dic	102.5			103.0
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		dic	98.1			98.5
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim.	*	nov	1.1	%		0.8
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp. m/m prelim.	*	nov	0.5	%		0.1
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	nov	5.0	%		4.7
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	nov	6.0	%		5.5
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	nov	0.2	%		0.2
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	nov	0.8	%		0.1
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		nov	0.7	%	0.2	0.2
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		dic	-16.6			
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	nov	0.632	Mln	0.608	0.600
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		dic	prel 59.1			59.0

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (19 – 23 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 19/12	09:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	09:00	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
Mar 20/12	10:00	EUR	Discorso di Kazimir (BCE)
	10:00	EUR	Discorso di Muller (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	nov	0.4		%	0.3	0.1
CPI a/a	nov	7.7		%	7.3	7.1
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	nov	6.3		%	6.1	6.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	nov	0.3		%	0.3	0.2
Prezzi all'import m/m	nov	-0.4	(-0.2)	%	-0.5	-0.6
Richieste di sussidio	settim	231	(230)	x1000	230	211
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.670	(1.671)	Mln	1.671	1.671
Indice Empire Manufacturing	dic	4.50			-1.00	-11.2
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	nov	1.2	(1.3)	%	0.2	-0.2
Vendite al dettaglio m/m	nov	1.3		%	-0.1	-0.6
Indice Philadelphia Fed	dic	-19.4			-10.0	-13.8
Produzione industriale m/m	nov	-0.1		%	0.1	-0.2
Impiego capacità produttiva	nov	79.9		%	79.8	79.7
Scorte delle imprese m/m	ott	0.2	(0.4)	%	0.4	0.3
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ott	117.7	(118.0)	Mld \$		67.8
Markit PMI Composito prelim.	dic	46.4			47.0	
Markit PMI Manif. prelim.	dic	47.7			47.7	
Markit PMI Servizi prelim.	dic	46.2			46.8	

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

Il CPI a novembre è aumentato di 0,1% m/m (7,1% a/a). Energia e alimentari hanno confermato i trend contrastanti in atto dall'estate, con la prima in calo e i secondi in rapida crescita. L'energia (-1,6% m/m, 13,1% a/a) è frenata da benzina (-2% m/m, 10,1% a/a), gas naturale ed elettricità. Per gli alimentari, l'aumento complessivo è di 0,5% m/m (10,6% a/a). Risultano sempre in forte rialzo sia gli alimentari consumati a casa (0,5% m/m, 12% a/a) sia quelli forniti dalla ristorazione (0,5% m/m, 8,5% a/a). Le variazioni positive sono diffuse all'abitazione e ad altri servizi, ma si rilevano correzioni nel comparto dei beni core, oltre che in alcuni servizi (tariffe aeree, sanità).

L'indice core ha registrato una variazione di 0,2% m/m, dopo 0,3% m/m di ottobre. La variazione tendenziale, a 6,0% a/a, è sui minimi da luglio. Alcune voci sono in calo, sia per i servizi, sia per i beni: non più solo auto usate, ma anche comunicazioni, sanità, tariffe aeree, auto a noleggio. Il focus per lo scenario dei prezzi resta concentrato sui servizi core.

I beni core hanno prezzi in calo di -0,5% m/m (3,7% a/a). Le variazioni positive per abbigliamento (0,2% m/m), arredamento (0,4% m/m) e per i beni sanitari (0,2% m/m), sono controbilanciate da correzioni per auto usate (-2,9% m/m) e stabilità per le auto nuove, ricreazione (-0,4% m/m), istruzione e comunicazione (-1,6% m/m). La frenata dei beni core si è vista anche nel PPI e si conferma essere un elemento positivo e duraturo nello scenario dei prezzi.

I servizi ex-energia mostrano un altro rallentamento della dinamica mensile, a 0,4% m/m (6,8% a/a), dopo 0,5% m/m di ottobre e 0,8% m/m di settembre. Per i servizi abitativi, la variazione complessiva è di 0,6% m/m (7,1% a/a), spinta da affitti (0,8% m/m) e affitti figurativi (0,7% m/m) e frenata da abitazione diversa dalla residenza (-0,7% m/m) sempre volatile. Quindi l'abitazione di residenza mantiene pressioni verso l'alto, in modesta accelerazione da ottobre. I trasporti sono in calo di -0,7% m/m, con flessioni per le tariffe aeree (-3% m/m) e auto a noleggio (-2,4% m/m). I servizi sanitari (-0,7% m/m, 4,4% a/a) hanno prezzi in calo per diverse voci (servizi ospedalieri, oculistica, altri servizi professionali). Il calo delle assicurazioni sanitarie è dovuto alla metodologia di rilevazione e si protrarrà per tutto l'anno. I servizi ricreativi si mantengono su un trend verso l'alto (1% m/m) e gli "altri servizi" (0,8% m/m) e non danno segnali di aver raggiunto un picco.

La dinamica mensile core rallenterà ulteriormente per via della svolta attesa nel comparto "pesante" dell'abitazione. L'evoluzione del settore immobiliare residenziale e i lunghi ritardi con cui la restrizione monetaria si trasmette dai tassi ai prezzi delle case e infine agli affitti rendono praticamente certa una svolta della componente abitazione-ex energia entro qualche trimestre (v. figure pagina seguente). Sulla base delle relazioni storiche fra tassi sui mutui, prezzi delle case e affitti, già ora è "scritto" che intorno a metà 2023 ci sarà un netto ritracciamento della

(3,6% m/m, dopo tre mesi di contrazioni). Manifatturiero ed estrattivo registrano correzioni di -0,6% m/m e -0,7% m/m, rispettivamente, con segnali deboli per la crescita.

L'indice **Empire della NY Fed** a dicembre ha registrato una correzione a -11,2 da 4,5 per l'indice generale e a -3,6 da -3,3 per gli ordini. Sono invece marginalmente positive le consegne (5,3) e l'occupazione (14). È però da notare il calo della settimana lavorativa a -4,5, che segnala probabilmente la volontà delle imprese di non licenziare per ora, pur riducendo le ore lavorate di fronte al calo della domanda. Sul fronte dei prezzi, si rileva una stabilizzazione intorno a 50 per i prezzi pagati e a 25 per quelli ricevuti. Gli indici di attività a 6 mesi segnalano stagnazione.

L'indice della **Philadelphia Fed** a dicembre è rimasto in territorio negativo, a -13,8, pur essendo risalito di 6 punti da novembre e ha segnato il quarto mese consecutivo in area recessiva. Anche i nuovi ordini e le consegne sono in calo, a -25,8 e a -6,2, rispettivamente. L'occupazione entra in territorio recessivo per la prima volta da giugno 2020, scendendo a -1,8. Gli indici di prezzo continuano a scendere, a 26,4 per i prezzi pagati e a 24,3 per quelli ricevuti. Gli indicatori a sei mesi segnalano, come per l'indagine della NY Fed, stagnazione.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T4	8	6	7
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T4	14	17	19
Ordinativi di macchinari m/m	ott	-4.6	%	2.6
Produzione industriale m/m finale	ott	-2.6	%	-3.2
Bilancia commerciale	nov	-2166.2	Mld ¥ JP	-2027.4
PMI manifatturiero prelim	dic	49.0		48.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **Tankan** delle grandi imprese manifatturiere è calato a dicembre a 7 da 8 del trimestre precedente, con indicazioni di marginale indebolimento dovuto al rallentamento della domanda globale. Invece, per le grandi imprese non manifatturiere l'indice ha sorpreso verso l'alto, con un incremento a 19 da 14, spinto dalla riapertura delle attività dopo l'ultima ondata di Covid, e dall'estensione delle misure di stimolo fiscale. Le imprese, per il prossimo trimestre, prevedono continua espansione, a un ritmo marginalmente più contenuto. Il mantenimento di condizioni monetarie espansive a oltranza, nonostante il rialzo (transitorio) dell'inflazione oltre il 3%, rimane coerente con una crescita moderata nel 2023.

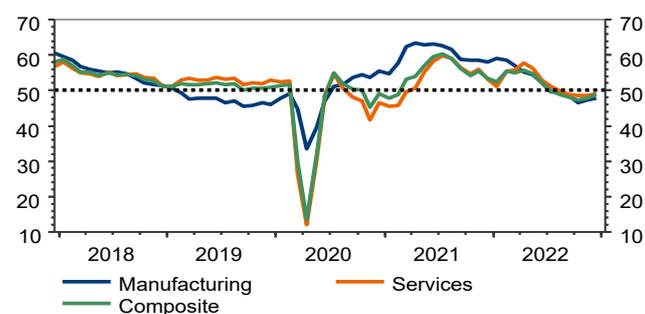
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	ott	0.8 (0.9)	%	-1.5 -2.0
EUR	PMI servizi prelim	dic	48.5	48.5	49.1
EUR	PMI manifatturiero prelim	dic	47.1	47.1	47.8
EUR	PMI composito prelim	dic	47.8	48.0	48.8
EUR	CPI a/a finale	nov	10.0	%	10.0 10.1
EUR	CPI m/m finale	nov	1.5	%	-0.1 -0.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	nov	6.6	%	6.6 6.6
FRA	IPCA m/m finale	nov	0.5	%	0.5 0.4
FRA	IPCA a/a finale	nov	7.1	%	7.1 7.1
FRA	CPI m/m Ex Tob	nov	1.0	%	0.3
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	dic	101	100	101
FRA	PMI servizi prelim	dic	49.3	49.1	48.1
FRA	PMI manifatturiero prelim	dic	48.3	48.2	48.9
GER	CPI m/m finale	nov	-0.5	%	-0.5 -0.5
GER	CPI a/a finale	nov	10.0	%	10.0 10.0
GER	IPCA m/m finale	nov	0.0	%	0.0 0.0
GER	IPCA a/a finale	nov	11.3	%	11.3 11.3
GER	ZEW (Sit. corrente)	dic	-64.5	-57.0	-61.4
GER	ZEW (Sentiment econ.)	dic	-36.7	-26.4	-23.3
GER	PMI servizi prelim	dic	46.1	46.3	49.0
GER	PMI manifatturiero prelim	dic	46.2	46.3	47.4
ITA	Produzione industriale m/m	ott	-1.7 (-1.8)	%	-0.4 -1.0
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ott	-6.512 (-6.454)	Mld €	-2.123
ITA	Bilancia commerciale (UE)	ott	-1.081 (-1.023)	Mld €	0.104
ITA	IPCA a/a finale	nov	12.5	%	12.5 12.6
ITA	IPCA m/m finale	nov	0.6	%	0.6 0.7
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	nov	0.5	%	0.5 0.5
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	nov	11.8	%	11.8 11.8
SPA	IPCA a/a finale	nov	6.6	%	6.6 6.7

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

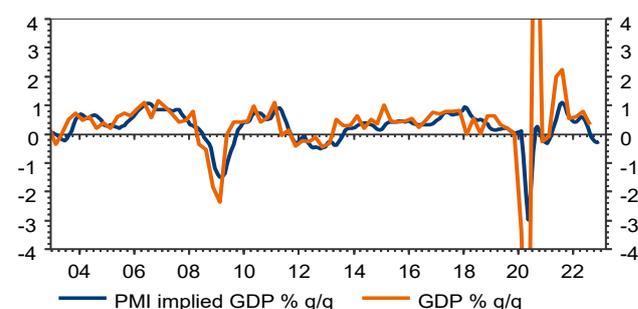
Area euro. Sorprendono al rialzo le stime flash dei PMI di dicembre in area euro. L'indice composito è salito per il secondo mese consecutivo portandosi a 48,8 da un precedente 47,8, ancora su livelli recessivi ma a un massimo dallo scorso agosto. **I progressi sono diffusi alla manifattura (47,8 da 47,1) e ai servizi (49,1 da 48,5).** Proseguono i segnali di attenuazione della crescita dei prezzi, mentre si conferma la tenuta del mercato del lavoro, con gli indici relativi all'occupazione su livelli ancora espansivi. **Se si esclude il 2020**, anno viziato dai lockdown, **la media del PMI composito nel 4° trimestre è però ai minimi dal 2013, su livelli coerenti con una contrazione del PIL di -0,3% t/t a fine 2022.** In sintesi, le imprese appaiono meno pessimiste rispetto a pochi mesi fa quando lo shock sul mercato del gas aveva innescato timori circa eventuali razionamenti delle forniture. Su questo fronte i rischi al ribasso si sono ridotti, tuttavia non emergono significativi segnali di inversione del ciclo, la domanda resta debole e gli indici continuano a puntare verso una **moderata recessione estesa alla parte iniziale del 2023.**

PMI in recupero sia nella manifattura che nei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

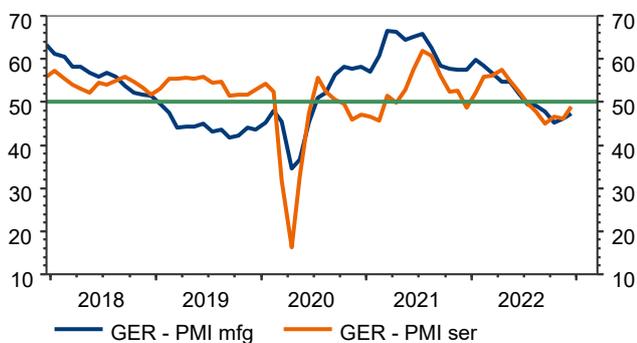
Il livello del PMI composito resta coerente con una contrazione del PIL di -0,3% t/t tra fine 2022 e inizio 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

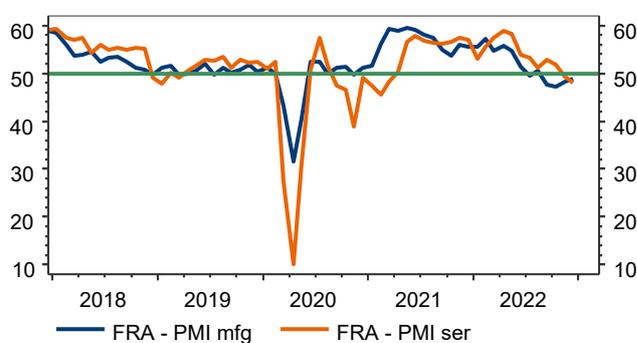
In **Germania** il PMI composito sorprende decisamente al rialzo con un salto a 48,9 da 46,3, in miglioramento per il secondo mese e sui massimi dallo scorso giugno. La fiducia tedesca è salita più del previsto sia nella manifattura (47,4 da 46,2) che nei servizi (49 da 46,1), probabilmente sostenuta dal minor rischio di razionamento del gas e dall'annuncio dell'introduzione di un tetto massimo ai prezzi di gas ed elettricità. In **Francia** l'indice composito è invece calato più delle attese a 48 da 48,7 di novembre, un minimo da febbraio 2021 e per il secondo mese al di sotto della soglia d'invarianza. Il dato risente del brusco calo del PMI servizi (48,1 da 49,3) mentre cresce per il secondo mese l'indice manifatturiero (48,9 da 48,3), pur su livelli ancora storicamente depressi. **La media trimestrale degli indici PMI in Francia rimane comunque superiore a quella registrata in Germania** suggerendo che, almeno nel 4° trimestre, l'economia transalpina ha probabilmente mostrato una maggiore tenuta rispetto a quella teutonica. **I dati pubblicati sono coerenti con un miglioramento degli indici rispetto a novembre anche in Italia e Spagna.**

Germania: sorprendono al rialzo i PMI sia nell'industria che nei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

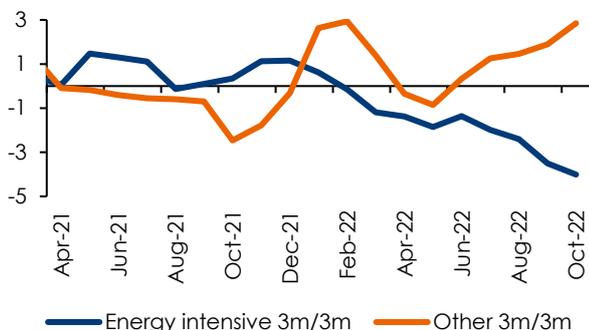
Francia: in brusco calo il morale nei servizi, in recupero il PMI manifatturiero



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

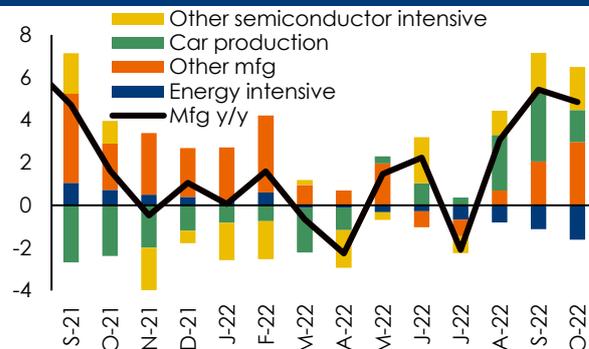
Area euro. Ad ottobre la produzione industriale è calata di -2% m/m da un precedente +0,8% m/m (rivisto al ribasso di un decimo). **In termini tendenziali la crescita dell'output rallenta a 3,4%** da 5,1% di settembre. Dallo scoppio del conflitto la produzione è in calo di -1,1% ma resta al di sopra dei livelli pre-Covid (+0,5%). **L'output ha subito una contrazione su base congiunturale in tutte le principali economie:** Germania (-0,9%), Francia (-2,6%), Italia (-1%), Spagna (-0,4%), Paesi Bassi (-1,5%) e Belgio (-2%). Ben 13 Paesi su 19 registrano una flessione della produzione, a conferma del generale contesto di debolezza per il settore colpito dallo shock energetico e dal rallentamento della domanda. **Lo spaccato delle componenti registra anch'esso una contrazione diffusa ai principali macrosettori** ad eccezione dei beni di consumo non durevoli che risultano però solo marginalmente in espansione (0,3% m/m), a fronte del secondo calo consecutivo per i durevoli (-1,9% m/m). L'output di beni intermedi flette per il quinto mese di fila (-1,3% m/m) mentre i beni strumentali tornano a contrarsi, seppur solo moderatamente, dopo due mesi di solida crescita (-0,6% m/m). La produzione di energia ha infine registrato un'ampia contrazione per il secondo mese di fila (-3,9% da -1,9% m/m), per via delle temperature superiori alla media stagionale, degli sforzi di efficientamento nonché degli scioperi nelle raffinerie francesi. **La produzione nei settori più energivori** (chimica, metallurgia di base, carta, lavorazione dei minerali non metalliferi e raffinazione) **è in calo marcato per il sesto mese consecutivo** (-2,6% m/m, -9,1% a/a). Il comparto più colpito è quello chimico, in diminuzione di oltre il 14% rispetto ad un anno prima. **Più contenuta invece la flessione dell'output nel resto della manifattura** (-0,6% m/m, 7,6% a/a). Per il momento la ripresa nei settori che più beneficiano del ridimensionamento delle strozzature all'offerta ha contribuito a compensare la debolezza registrata dai comparti energivori; è probabile però che tale sostegno sia destinato a ridimensionarsi nel corso del 2023.

Si conferma la divergenza tra i settori più energivori e il resto della manifattura



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Al momento la frenata degli energivori è compensata dalla ripresa nei settori che più beneficiano dell'allentamento delle strozzature all'offerta



Nota: contributi alla variazione % a/a della produzione manifatturiera. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

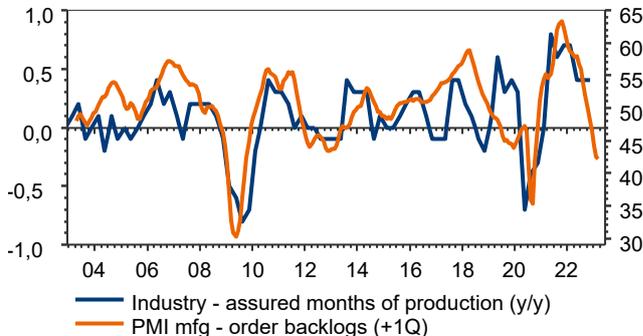
Secondo l'ultima indagine trimestrale della Commissione Europea, le imprese disponevano, a inizio trimestre, di circa 5 mesi di lavoro assicurato. Tuttavia, gli indici PMI suggeriscono che le commesse in fase di progressivo esaurimento e ci lasciano supporre che **nel corso del 2023 il sostegno finora offerto dagli arretrati dovrebbe venir meno, in scia al progressivo indebolimento della domanda**. Il deciso calo dei nuovi ordinativi e l'accumulo di scorte di prodotti finiti sono infatti coerenti con una riduzione della domanda a ritmi superiori alle attese e anticipano ulteriori flessioni dell'output nei prossimi mesi.

Le strozzature all'offerta sono in fase di normalizzazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione UE

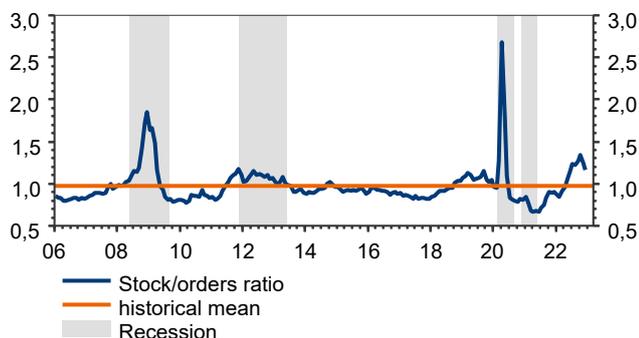
Le imprese dispongono ancora di 5 mesi di produzione assicurata ma le commesse in fase di rapido esaurimento



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global, Commissione UE

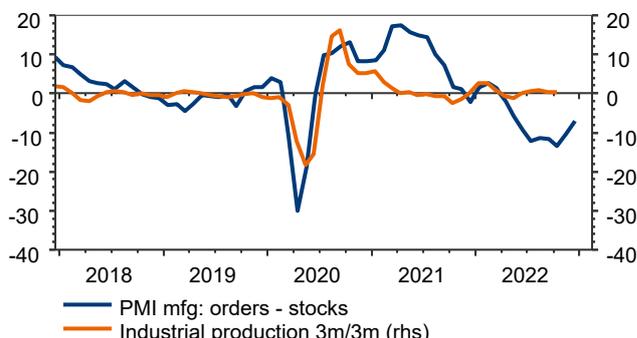
Dopo la flessione di ottobre, le indagini congiunturali suggeriscono che la produzione industriale potrebbe rimbalzare a novembre; la tendenza sottostante è attesa però confermarsi debole. Dopo due trimestri di espansione **l'industria è quindi attesa entrare in contrazione a fine 2022 e restare in territorio negativo anche a inizio 2023**. Il settore dovrebbe frenare significativamente la crescita del valore aggiunto nel semestre a cavallo d'anno.

Il rapporto scorte/ordinativi è su livelli recessivi...



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

... e anticipa una contrazione della produzione nei prossimi mesi

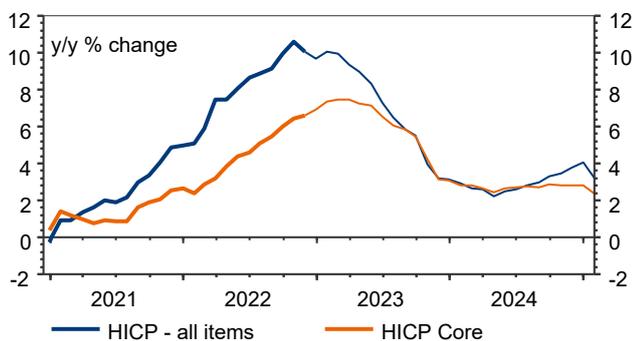


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Area euro. I dati destagionalizzati di ottobre registrano un calo delle **esportazioni** di -0,4% m/m mentre l'**import** è salito del 3,2% m/m. Il disavanzo commerciale si è attestato a -26,5 miliardi di euro contro un marginale surplus di 0,6 miliardi di euro un anno prima, ancora appesantito dal deficit nella bilancia energetica. Nei due trimestri centrali dell'anno le esportazioni nette hanno frenato la crescita del PIL; ci aspettiamo che l'apporto del canale estero netto rimanga, in media, negativo nel corso del 2023, sulla scia del rallentamento della domanda globale.

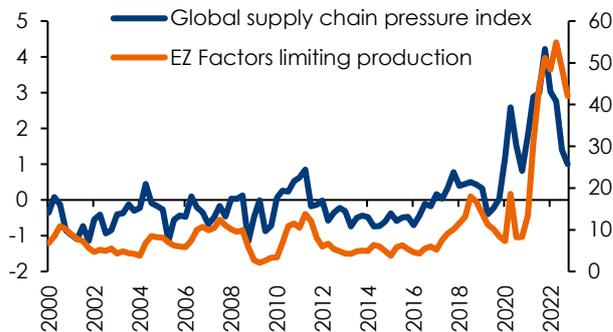
Area euro. La stima finale ha rivisto al rialzo di un decimo l'**inflazione** di novembre, a 10,1%; ad ogni modo si tratta comunque del primo calo da giugno 2021, dato che ad ottobre la crescita tendenziale dei prezzi era stata di 10,6%. La flessione di novembre sembra rafforzare la nostra ipotesi che il picco sia alle spalle, anche se la discesa sarà lenta. Di contro, continua il trend rialzista dell'inflazione core, confermata al 6,6% dal 6,4%, un segnale che il raffreddamento dell'indice sottostante avverrà con ritardo. Nel mese i prezzi al consumo hanno registrato una flessione di un decimo, 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 industriali 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; rallentano anche i servizi (4,2% da 4,3% precedente), sulla scia della minore domanda.

Dinamica dei prezzi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Il picco dei colli di bottiglia è oramai alle spalle

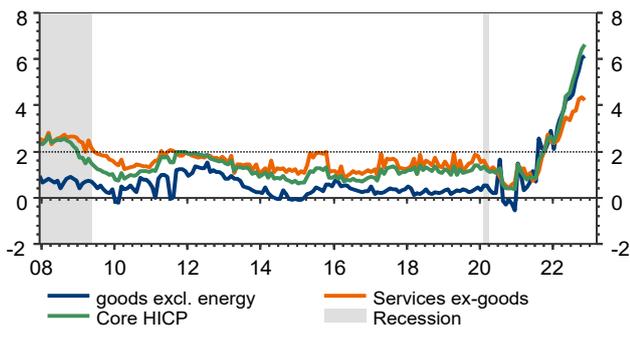


Nota: % degli intervistati che indicano la carenza di attrezzature/materiali come fattore limitante per la produzione. Fonte: Commissione UE, Haver Analytics

A nostro avviso, l'inflazione potrebbe calare ancora a dicembre e poi tornare a salire a gennaio, verosimilmente non superando il precedente picco di ottobre. Nel corso del 2023 ci aspettiamo

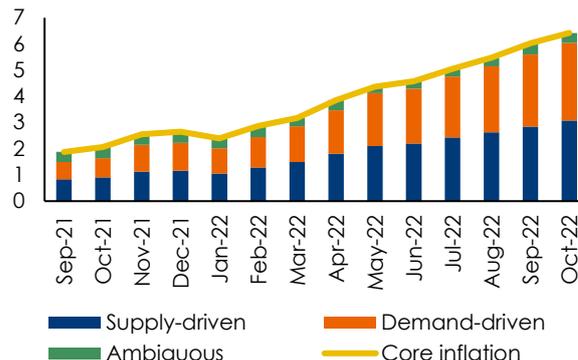
un trend discendente. Il rallentamento dovrebbe essere più pronunciato per l'indice headline che non per la dinamica core, anche per effetto delle misure anti-rincarì varate da numerosi governi nazionali. Il picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 1° trimestre 2023, intorno al 7,4%, ma un ritorno vicino la soglia del 2% si avrebbe solo verso la fine del 2025. In media annua, l'inflazione dovrebbe moderare al 6,8% nel 2023 dopo aver toccato l'8,4% quest'anno, mentre l'inflazione core dovrebbe accelerare al 5,9% dal 4,8% di quest'anno.

Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Inflazione core: scomposizione in fattori trainati dalla domanda e dall'offerta



Nota: analisi basata sull'approccio sviluppato da Adam Shapiro (2022).
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Germania. L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia, è migliorato per il terzo mese consecutivo a dicembre, a -23,3 da -36,7 precedente (il minimo è stato toccato a -61,9 lo scorso settembre). Si tratta di un massimo dallo scoppio della guerra in Ucraina. Il recupero è dovuto soprattutto al ridimensionamento delle attese di inflazione. L'indice sulla situazione corrente è salito in misura decisamente più contenuta, a -61,4 da -64,5.

ZEW: nuovo miglioramento delle aspettative a dicembre



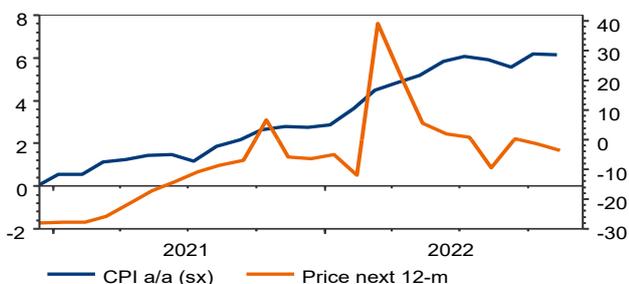
Fonte: ZEW

Germania. La **stima finale** ha confermato che in 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 (38,7% a/a da 43% precedente) e servizi (3,6% da 4%), cui si è contrapposto un aumento dei listini alimentari (21,1% da 20,3%). Sale all'1,9% a/a dall'1,8% l'inflazione degli affitti. La variazione congiunturale è stata di -0,5% sulla misura nazionale, mentre i prezzi hanno registrato una stagnazione sull'indice armonizzato. L'inflazione è attesa calare nuovamente in dicembre, prima di riaccelerare a inizio 2023. Il picco dovrebbe essere però alle spalle: l'inflazione da febbraio potrebbe intraprendere un trend di calo la cui pendenza dipenderà, da un lato, dall'impatto delle misure governative di contenimento dei prezzi energetici e, dall'altro, da possibili effetti di seconda battuta sui salari (recentemente, i

sindacati del settore chimico e dell'industria metalmeccanica ed elettrotecnica hanno firmato un accordo che prevede un aumento del salario rispettivamente del 6% e del 5,2% nel 2023). Nel nostro scenario centrale, vediamo un'inflazione armonizzata al 6,9% nel 2023, dopo l'8,8% stimato per il 2022.

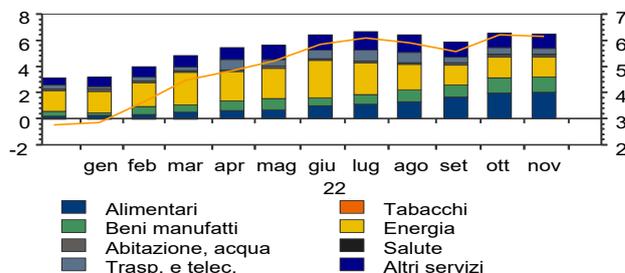
Francia. La **stima finale** conferma che l'**inflazione** è risultata stabile al 6,2% sull'indice nazionale e al 7,1% sull'armonizzato a novembre. La variazione congiunturale dei prezzi al consumo è stata rivista al ribasso di un decimo, facendo segnare un aumento dello 0,3% m/m sull'indice nazionale e di 0,4% sull'armonizzato. Lo spaccato parziale sul CPI mostra come l'accelerazione di alimentari (12,1% da 12% precedente) e beni industriali (4,4% da 4,2% di ottobre) sia stata compensata dal rallentamento di energia (18,4% da 19,1%) e servizi (3% da 3,1%). L'indice core ha registrato un'accelerazione al 5,3% da 5% di ottobre. Riteniamo che l'inflazione possa calare nei mesi a cavallo d'anno, salire in febbraio per via dell'innalzamento del tetto ai prezzi dell'energia e poi spostarsi su un trend di graduale discesa. In media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare intorno al 5% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo il 5,9% nel 2022.

Francia - Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs. CPI



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Si attenuano le pressioni inflazionistiche sull'energia, mentre crescono ancora i listini alimentari



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Francia. L'indice INSEE di **fiducia delle imprese manifatturiere** a dicembre è rimasto stabile a 101, appena sopra la media di lungo periodo. Lo spaccato mostra, da un lato, un netto miglioramento del saldo di opinioni circa la produzione passata (a 8 da 0), dall'altro un marcato deterioramento delle commesse estere (-17 da 10). Le aspettative sui prezzi di vendita nei prossimi 3 mesi raggiungono livelli vicini ai massimi assoluti (49 da 39). Infine, torna a crescere il grado di incertezza economica (a 39 da 36). Anche l'indice composito di fiducia delle imprese è rimasto stabile a dicembre, a 102 (l'unico settore nel quale si registra un miglioramento è quello del commercio al dettaglio). Nel complesso, le indicazioni provenienti dalle imprese sono coerenti con un calo dell'output industriale nei prossimi mesi. Nei due trimestri a cavallo d'anno, ci attendiamo che il PIL possa riportare una moderata contrazione, dell'ordine di -0,1%/-0,2% t/t.

Italia. La **produzione industriale è calata in misura significativa per il secondo mese di fila a ottobre, di -1% m/m, dopo che il dato di settembre è stato rivisto marginalmente al rialzo, a -1,7%** dal precedente -1,8%. Il dato è stato più debole delle attese di consenso (-0,4%) nonché della nostra previsione (-0,5%). L'indice destagionalizzato dell'output resta al di sotto dei livelli pre-bellici (-2,1% rispetto a febbraio 2022), ma si mantiene in moderata ripresa rispetto alla situazione pre-pandemica (+0,6% rispetto a febbraio 2020). **Su base annua, la produzione è scesa in territorio ancor più negativo, a -1,6%** da un precedente -0,5% (dato corretto per i giorni lavorativi). Si tratta di un minimo dallo scorso gennaio.

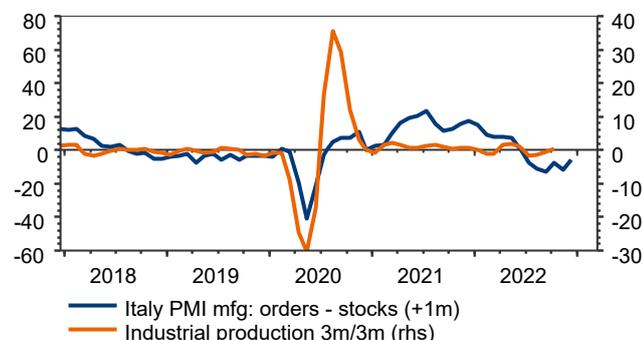
La flessione registrata nel mese di ottobre è dovuta ai beni di consumo (-3% m/m), in particolare ai non durevoli (-3,5%), **e alla produzione di energia** (in diminuzione per il quarto mese consecutivo, di -1,2% m/m). Sia i beni strumentali che quelli intermedi sono risultati poco variati nel mese. **Su base annua, i beni strumentali sono trainanti** (anzi mostrano una accelerazione a

3,9% dal 2,7% precedente), mentre i beni di consumo sono scesi in territorio negativo (a -1,7% dal 3,5% di settembre), e sia i beni intermedi che l'energia sono rimasti entrambi in rosso (rispettivamente a -4,6% e -7,1%). La tenuta della produzione di beni strumentali conferma che **lo shock inflazionistico sta colpendo soprattutto i consumi di beni delle famiglie, mentre il ciclo degli investimenti non appare concluso.**

Il dettaglio settoriale resta assai eterogeneo. Diversi comparti manifatturieri mostrano una apprezzabile crescita tendenziale. I mezzi di trasporto (8,5% a/a), nonché computer ed elettronica (4,9%), sembrano beneficiare dell'allentamento delle tensioni sulle catene globali del valore, che avevano riguardato in particolare i semiconduttori e in generale l'automotive. Anche il **settore farmaceutico** sta registrando una forte ripresa (7,3%), dopo che durante il picco della pandemia molte produzioni erano state spiazzate dall'emergenza Covid-19. Infine, l'**abbigliamento** (1,5%) rimane in crescita, favorito dalla progressiva normalizzazione delle abitudini di consumo dopo l'uscita dalla fase pandemica. **Viceversa, tra i settori che evidenziano il più ampio calo della produzione su base annua troviamo i comparti a maggior intensità di energia:** legno carta e stampa (-6,1%), chimica (-5,5%), metalli e gomma/plastica (-5% entrambi). Anche le apparecchiature elettriche sono scese per il secondo mese (-1% m/m, -5,2% a/a). Al di fuori del settore manifatturiero, la produzione è stata trascinata al ribasso dall'attività estrattiva (-5,3% su base annua) e dalla fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (-7,7% a/a).

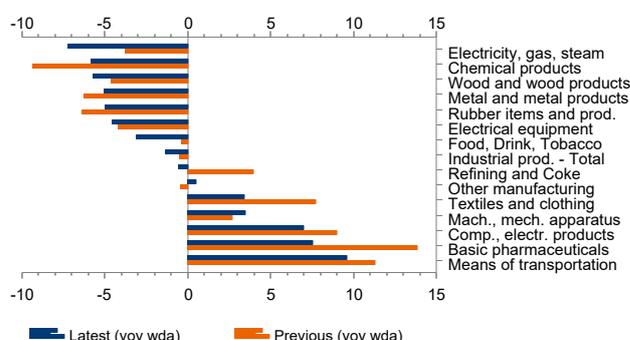
In sintesi, la produzione industriale è in rotta per una diminuzione di -1,5% t/t nel 4° trimestre (in caso di stagnazione a novembre e dicembre). Tuttavia, ci aspettiamo un'ulteriore flessione su base congiunturale nell'ultimo bimestre dell'anno (in particolare a dicembre), che dovrebbe amplificare il calo del 4° trimestre e porre le basi per un'ulteriore contrazione nel 1° trimestre 2023. **Poiché la spinta all'attività dei servizi derivante dall'uscita dalla pandemia si sta gradualmente esaurendo, riteniamo che il calo del valore aggiunto nell'industria (a differenza di quanto accaduto nel trimestre estivo) possa innescare una contrazione del PIL** probabilmente sia nel trimestre in corso che in quello di apertura del nuovo anno, considerando che anche l'attività nelle costruzioni sta flettendo, sulla scia dell'aumento dei costi di costruzione, dell'irrigidimento delle condizioni finanziarie e del progressivo venir meno del sostegno dagli incentivi alle ristrutturazioni edilizie. Peraltro, il recente rientro dai picchi dei prezzi all'ingrosso delle materie prime energetiche renderà meno drammatici, rispetto a quanto atteso qualche settimana fa, gli effetti sul reddito delle famiglie e sui margini delle imprese, e rafforza la nostra ipotesi di ripresa dell'attività economica, sia pur su ritmi moderati, a partire dalla prossima primavera. In media d'anno, **ci attendiamo un PIL in rallentamento allo 0,6% nel 2023, dopo il 3,8% stimato per quest'anno. Una riaccelerazione è attesa nel 2024, all'1,8%.** I rischi su queste previsioni rimangono a nostro avviso orientati al ribasso.

Le indagini suggeriscono che il peggio deve ancora venire per l'industria



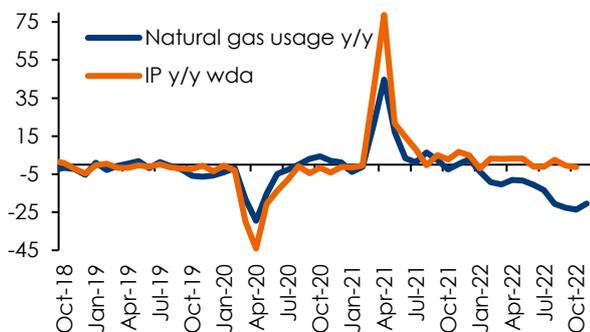
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I settori ad alta intensità energetica sono tra quelli che registrano le performance peggiori su base annua



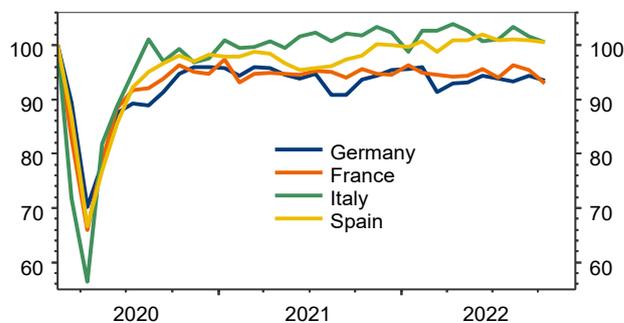
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il minor utilizzo di gas a uso industriale segnala un ulteriore possibile calo della produzione nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, SNAM

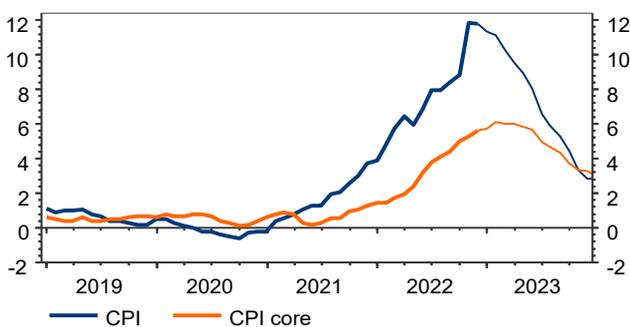
Tuttavia, il rimbalzo post-pandemico dell'output industriale in Italia rimane più pronunciato rispetto a quanto visto in Germania e Francia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

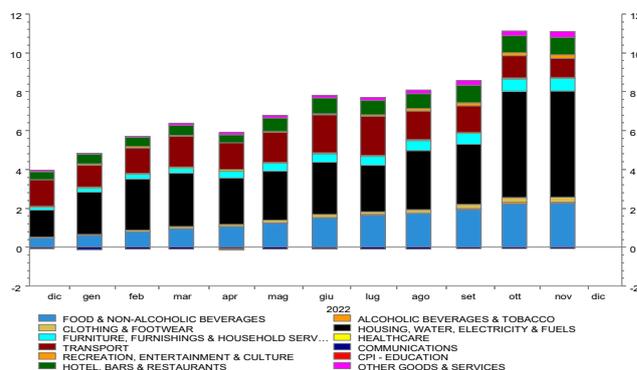
Italia. La **seconda lettura** ha confermato che l'**inflazione** calcolata sull'indice nazionale è risultata stabile all'11,8%, mentre ha rivisto al rialzo di un decimo l'inflazione armonizzata, al 12,6%, anch'essa stabile rispetto ad ottobre. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,5% m/m sul NIC e di 0,7% m/m (un decimo in più rispetto alla stima flash) sull'IPCA. Il calo tendenziale dell'energia (da 71,1% a 67,6%; +2,5% 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 industriali non energetici, che hanno beneficiato di un impatto del Black Friday su alcune componenti dei beni durevoli meno marcato rispetto a un anno fa; 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 stata rivista al ribasso di un decimo, al 5,6% a/a ma comunque in accelerazione da 5,3% di ottobre; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. L'indice headline potrebbe iniziare a calare dai massimi nei prossimi mesi, ma la discesa sarà lenta; l'indice core potrebbe toccare un massimo, nella migliore delle ipotesi, nel 1° trimestre 2023. In media d'anno vediamo un IPCA al 7,2% nel 2023 dall'8,8% del 2022.

L'inflazione italiana è a un punto di svolta



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo da dicembre 2022

Il maggior contributo alla variazione tendenziale viene ancora da alimentari ed energia



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia. Ad ottobre le **importazioni** sono calate a ritmi superiori alle **esportazioni** (-5,5% m/m contro -1,1% m/m). La flessione dell'export è dovuta ai Paesi extra-UE (-4,3% m/m) a fronte di un incremento verso il resto dell'UE (+1,7% m/m). Il calo delle esportazioni è diffuso a tutti i principali raggruppamenti d'industrie ad eccezione dell'energia (+19,7% m/m), al netto della quale la

flessione è più ampia (-2% m/m). Le vendite all'estero di beni strumentali sono in calo di -3,7% m/m, quelle di beni di consumo di -1,5% m/m (-4,3% quelli durevoli e -0,8% i non durevoli); i beni intermedi sono in diminuzione di -1,2% m/m. Dal lato dell'import si registra invece un ampio calo degli acquisti di energia (-20,6% m/m), che secondo l'Istat non riflette solo il calo dei prezzi ma anche una riduzione dei volumi (i dati SNAM evidenziano come ad ottobre i consumi di gas siano calati di oltre il 20% rispetto ad un anno prima). Sono comunque diminuite anche le importazioni di beni strumentali (-2% m/m) e intermedi (-0,3% m/m); in moderato aumento i beni di consumo (0,6% m/m). In termini tendenziali l'export è in crescita del 20,8%, ma i volumi sono in calo di -2,7%; per quanto riguarda invece l'import si registra un aumento del 27,5% in valore e di +0,6% in volume. Rispetto ad ottobre 2021, sono farmaceutica, macchinari, raffinazione e metalli a trainare le esportazioni, in particolare verso Stati Uniti, Germania e Francia. Il disavanzo commerciale è pari a -2,1 miliardi di euro (+6,6 miliardi al netto dell'energia) contro un avanzo di 2,2 miliardi un anno prima (+8,1 miliardi al netto dell'energia).

Cina

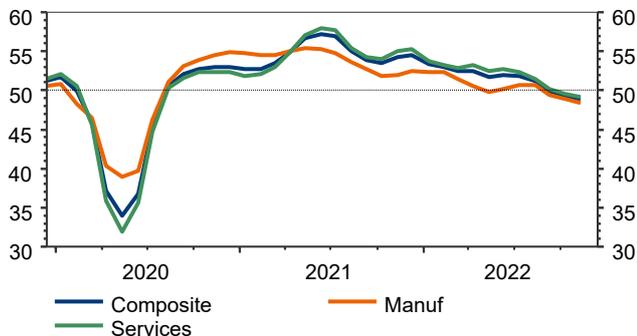
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
M2 a/a	nov	11.8	%	11.7
Nuovi prestiti bancari (flusso)	nov	615.2	Mld ¥ CN	1350.0
Finanza sociale aggregata (flusso)	nov	907.9	Mld ¥ CN	1990.0
Produzione industriale cumulata a/a	nov	4.0	%	3.8
Vendite al dettaglio cumulate a/a	nov	0.58	%	-0.09
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	nov	5.8	%	5.6
Produzione industriale a/a	nov	5.0	%	3.6
Vendite al dettaglio a/a	nov	-0.5	%	-3.7

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

I dati relativi al mese di novembre hanno evidenziato un rallentamento dell'attività economica e dei consumi privati superiore alle attese di consenso, entrambi frenati dalle misure di contenimento ancora stringenti per gran parte del mese. L'allentamento annunciato a inizio dicembre non avrà effetti positivi nel breve periodo a causa dell'aumento atteso dei contagi e dei ricoveri, lasciando rischi al ribasso sul percorso di ripresa. La **produzione industriale** è rallentata da 5% a/a in ottobre a 2,2% in novembre (consenso Bloomberg: 3,5%) con un calo dello 0,3% m/m, la seconda contrazione mensile dopo quella di aprile (-2% m/m) che ha riguardato verosimilmente soprattutto le imprese a capitale straniero. L'impatto delle misure di contenimento è stato più forte sulla **produzione dei servizi**, calata dell'1,9% a/a in novembre dopo un aumento di un mero 0,1% a/a in ottobre, e delle vendite al dettaglio, scese di -5,9% a/a in novembre (consenso Bloomberg: -4% a/a) dopo un calo di -0,5% a/a in ottobre, con le contrazioni più significative registrate nei comparti dei beni di elettronica e high tech, abbigliamento, e materiali da costruzione e decorazione. Le **vendite al dettaglio**, a differenza della produzione industriale, hanno però registrato un lieve aumento dello 0,15% m/m dopo essere diminuite dello 0,65% m/m in ottobre. La dinamica degli **investimenti fissi nominali** è rallentata da 5,8% cum. a/a nei primi 10 mesi dell'anno a 5,3% cum. a/a nei primi dieci mesi (consenso Bloomberg: 5,6%) ed è scesa dello 0,87% m/m, implicando un tasso tendenziale in brusca frenata da 5% a 0,5% a/a. Alla crescita ancora robusta degli investimenti in infrastrutture (stimiamo in riaccelerazione da 9,4% a/a in ottobre a 10,6% a/a in novembre) si contrappone un peggioramento della contrazione degli investimenti immobiliari (stimiamo da -16,1% a/a in ottobre a -19,7% a/a in novembre) e un calo degli investimenti privati (-3,3% a/a in novembre). I dati sul **mercato immobiliare** registrano ancora una netta contrazione tendenziale delle vendite e i prezzi delle abitazioni segnano il quindicesimo mese consecutivo di variazione mensile negativa in novembre (-0,2% m/m), seppur inferiore ai due mesi precedenti. Notizie negative sono arrivate anche dal **mercato del lavoro**, dove il tasso di disoccupazione urbano è salito da 5,5% in ottobre a 5,7% in novembre, e quello delle principali 31 città è passato da 6% in ottobre a 6,7% in novembre.

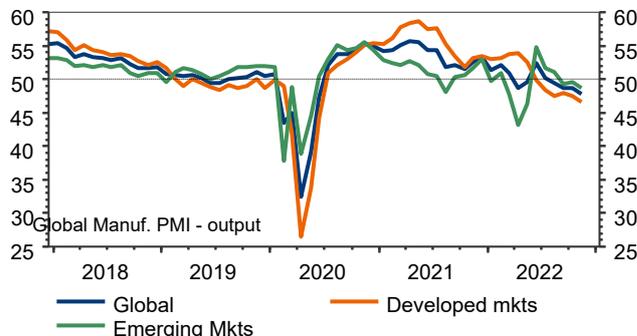
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



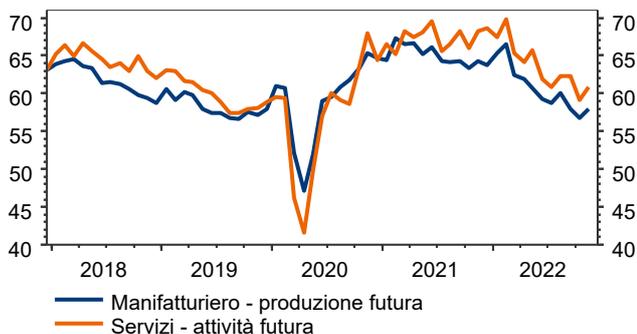
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



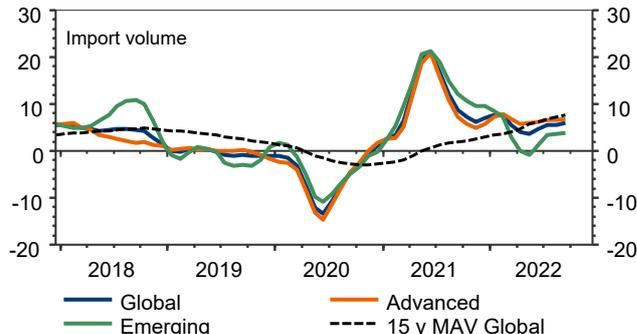
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



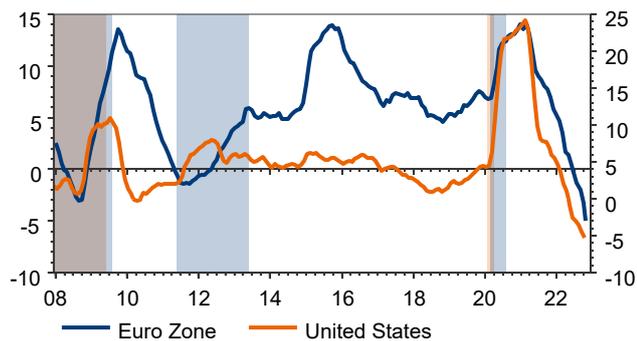
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



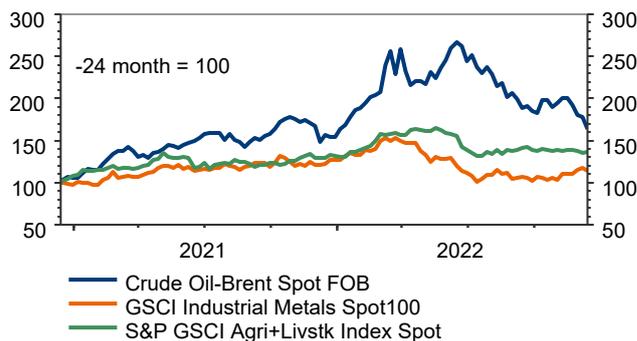
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

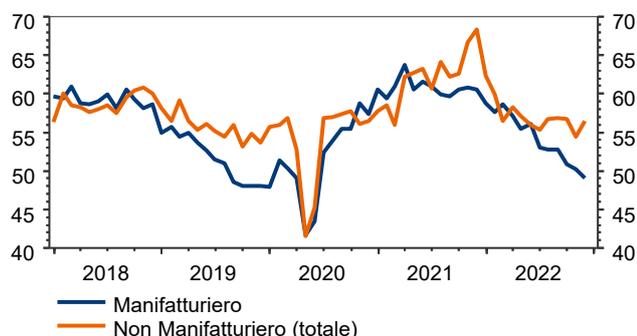
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

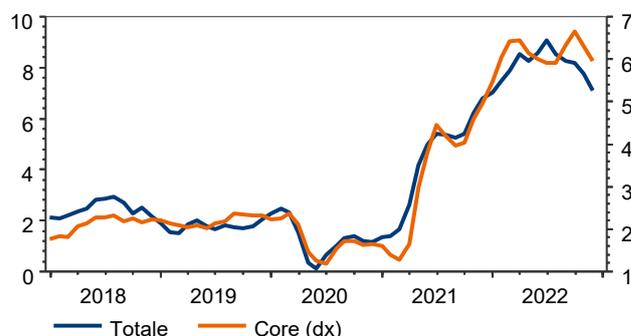
Stati Uniti

Indagini ISM



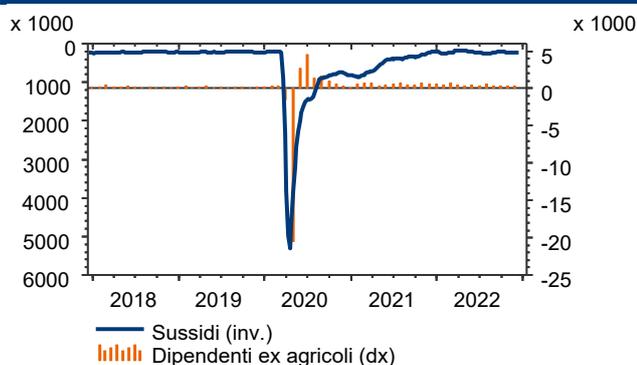
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



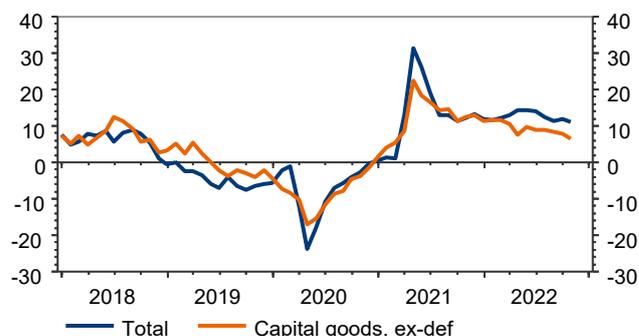
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

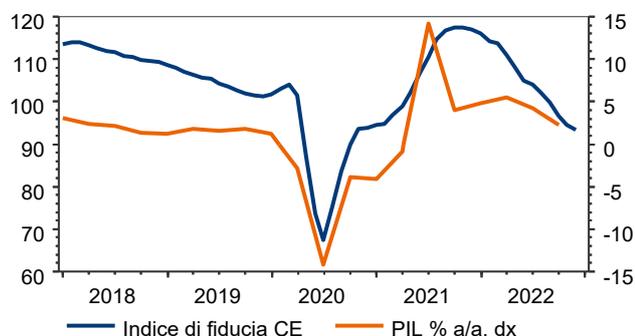
Previsioni

	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	0.5	1.1	0.9
- trim./trim. annualizzato				2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.9	1.5	0.5	-1.4
Consumi privati	8.3	2.7	0.4	3.0	3.1	1.3	2.0	1.7	2.1	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	8.0	3.5	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.2	5.4	3.5
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

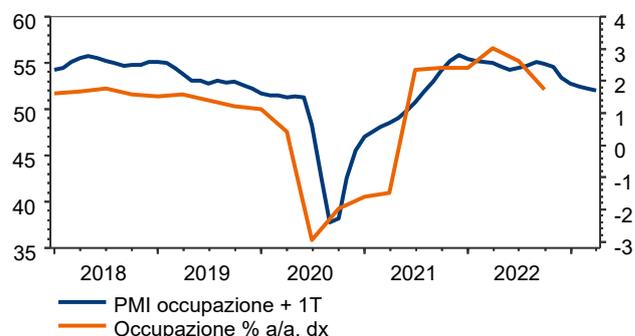
Area euro

PIL



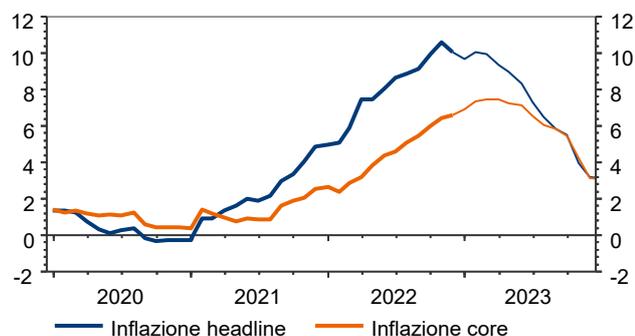
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, S&P Global

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	10.1
febbraio	0.9	5.9	10.0
marzo	1.3	7.4	9.3
aprile	1.6	7.4	9.0
maggio	2.0	8.1	8.3
giugno	1.9	8.6	7.3
luglio	2.2	8.9	6.5
agosto	3.0	9.1	5.9
settembre	3.4	9.9	5.5
ottobre	4.1	10.6	4.0
novembre	4.9	10.1	3.2
dicembre	5.0	9.7	3.1

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	3.1	-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	0.0	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	8.4	6.8	2.8	4.6	6.1
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.7	0.2	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

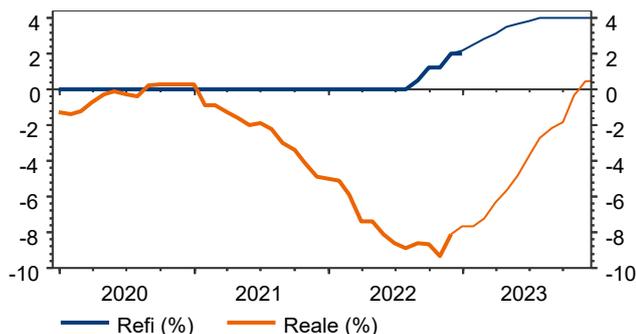
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	15/12	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	1.75	1.69	2.78	3.45	3.57
Euribor 3m	-0.46	-0.20	1.17	2.05	2.04	3.03	3.61	3.68

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

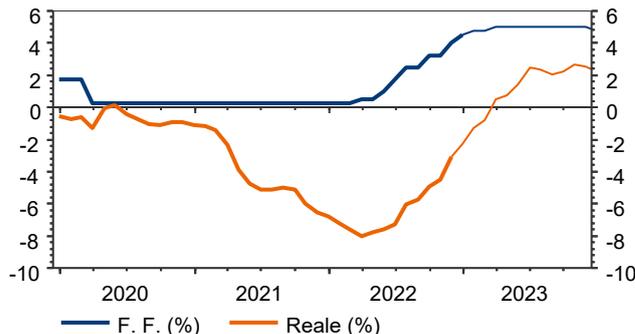


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	15/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.50	1.75	3.25	4.50	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

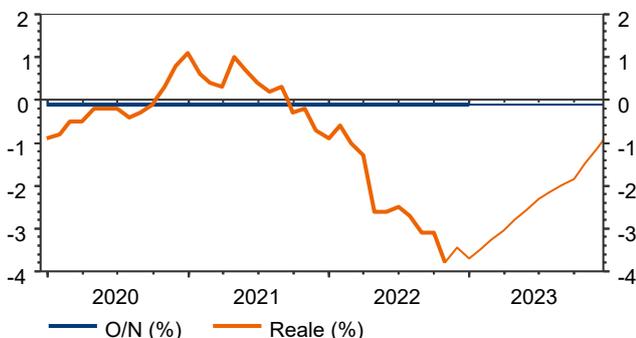


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	15/12	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

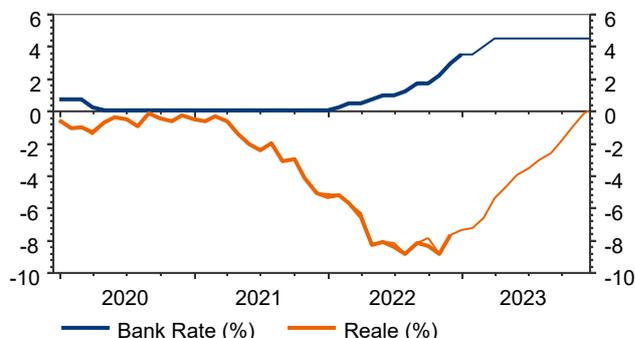


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	15/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	1.25	2.25	3.50	3.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.04	1.67	3.34	3.79	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	16/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.13	1.04	1.00	1.04	1.0623	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	104	114	133	143	139	137.14	138	132	128	122	120
GBP/USD	1.35	1.33	1.23	1.14	1.19	1.2170	1.20	1.23	1.25	1.27	1.30
EUR/CHF	1.08	1.05	1.01	0.96	0.98	0.9877	0.97	0.99	1.00	1.02	1.06
EUR/JPY	126	129	138	143	145	145.71	145	143	140	137	136
EUR/GBP	0.90	0.85	0.86	0.87	0.87	0.8728	0.87	0.88	0.88	0.89	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 separatezza 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