

Weekly Economic Monitor

Il punto

Stati Uniti – Il **CPI** di dicembre, con un aumento di 0,3% m/m per l'indice core, in larga misura attribuibile all'abitazione, suggella, a nostro avviso, la previsione di ulteriore rallentamento del sentiero dei rialzi dei tassi, con un intervento atteso di 25pb alla riunione del 1° febbraio.

Eurozona – L'**inflazione** è calata più del previsto a dicembre, al 9,2%. È attesa una risalita a gennaio, ma il picco sembra ormai alle spalle. Nel corso del 2023, il contributo dell'energia dovrebbe via via ridursi, mentre i servizi saranno l'ultima componente a mostrare una svolta. Vediamo un'inflazione headline poco sotto il 3% a fine 2023. Inoltre, l'indice core quest'anno sarà in media più alto che l'anno scorso. In sintesi, una vera "normalizzazione" dello scenario inflattivo è attesa solo nel 2025.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. L'indice ZEW tedesco, prima indagine relativa al mese di gennaio, dovrebbe mostrare un ulteriore recupero delle aspettative sull'economia. La produzione delle costruzioni nell'Eurozona potrebbe aver registrato una contrazione nel mese di novembre. Infine, la seconda lettura dell'inflazione in Germania, Italia e nel complesso dell'area euro è attesa confermare la flessione registrata nelle stime flash.

In settimana, negli **Stati Uniti**, si completerà il quadro dell'attività di dicembre e verranno pubblicate le prime indagini del settore manifatturiero di gennaio. L'indice Empire e quello della New York Fed di inizio 2023 dovrebbero mantenersi in territorio recessivo. Per dicembre, la produzione industriale, le vendite al dettaglio, i nuovi cantieri residenziali e le vendite di case esistenti dovrebbero mantenersi sui trend negativi in atto, in linea con un'elevata probabilità di recessione entro pochi mesi.

13 gennaio 2023

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

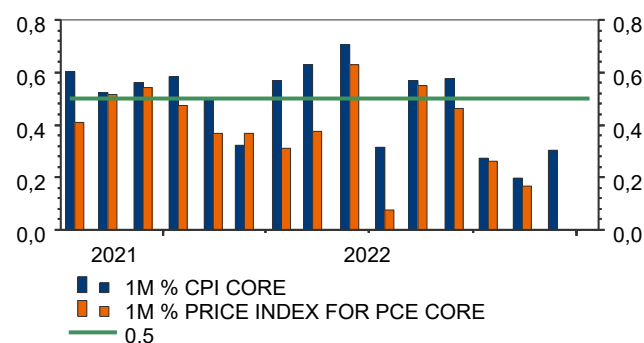
Il punto

Stati Uniti – Il **CPI** di dicembre, con un aumento di 0,3% m/m per l'indice core, in larga misura attribuibile all'abitazione, suggella, a nostro avviso, la previsione di ulteriore rallentamento del sentiero dei rialzi dei tassi, con un intervento atteso di 25pb alla riunione del 1° febbraio.

- Il **CPI a dicembre è calato di -0,1% m/m** (6,5% a/a da 7,1% a/a di novembre e dal picco di 9,1% a/a a giugno), dopo 0,1% m/m del mese precedente. **Energia e alimentari** hanno confermato i trend contrastanti in atto dall'estate, con la prima in calo e i secondi in crescita. L'**indice core ha registrato una variazione di 0,3% m/m**, dopo 0,2% m/m di novembre e in linea con il dato di ottobre, per via di una riaccelerazione dei servizi abitativi. Da tre mesi, quindi, i rialzi dell'indice core sono in linea con un significativo ridimensionamento della dinamica inflazionistica. La variazione tendenziale, a 5,7% a/a, è sui minimi da dicembre 2021. Alcune voci sono in calo, sia per i servizi, sia per i beni: non più solo auto usate, ma anche auto nuove, comunicazioni, tariffe aeree, auto a noleggio.
- I **beni core hanno prezzi in calo di -0,3% m/m** (2,1% a/a), terza contrazione consecutiva. Le variazioni positive per abbigliamento (0,5% m/m), arredamento (0,3% m/m) e per i beni sanitari (0,1% m/m), sono più che controbilanciate da correzioni per auto usate (-2,5% m/m, -8,8% a/a), auto nuove (-0,1% m/m, 5,9% a/a), articoli sportivi (-0,5% m/m), istruzione e comunicazione (-0,8% m/m). La frenata dei beni core si conferma un elemento positivo e duraturo nello scenario dei prezzi.
- I **servizi ex-energia** mantengono una dinamica mensile sostenuta, 0,5% m/m (7% a/a), dopo 0,4% m/m di novembre e 0,5% m/m di ottobre. I **servizi abitativi** danno il contributo principale (circa metà) all'inflazione core, con una variazione complessiva di 0,8% m/m (7,5% a/a), in ripresa da 0,6% m/m di novembre, spinta da affitti (0,8% m/m), affitti figurativi (0,8% m/m) e dalla residenza diversa dall'abitazione (1,5% m/m), sempre volatile. Il **resto dell'indice core è una combinazione di voci in rialzo e in calo**. Il segnale positivo è che il quadro non è più di rialzi ampi e omogenei diffusi a tutte le voci. Ora, il trend in media è di rallentamento della dinamica mensile per le grandi categorie al netto dell'abitazione. La mediana e la media troncata hanno registrato una variazione mensile di 0,4% m/m.
- Come ha detto Powell a novembre, "per valutare quello che ci vorrà per abbassare l'inflazione, è utile suddividere l'inflazione in tre componenti: inflazione dei beni core, inflazione dei servizi abitativi e inflazione dei servizi core al netto dell'abitazione".
 - Il primo comparto (**beni core**) ha già svoltato grazie alla combinazione di aumento dell'offerta (fine delle strozzature) e di rallentamento della domanda (spostamento a favore dei servizi).
 - Il secondo (**servizi abitativi**) è ancora su un trend verso l'alto, ma gli indicatori del settore immobiliare puntano a una svolta entro un paio di trimestri. Questo è evidente dai segnali dei prezzi delle case e degli affitti. Su base annua, la crescita dei prezzi delle case è in rallentamento dalla primavera e su base mensile i prezzi sono in calo dall'estate. Anche le misure degli affitti in tempo reale stanno rallentando. La Philadelphia Fed ha costruito un indice di rinnovo degli affitti basato sul campione di rilevazione del CPI. La dinamica dei nuovi contratti non solo si sta riducendo ma è inferiore a quella dei contratti esistenti (v. figura). La trasmissione ai contratti esistenti richiederà tempo, e la Fed continuerà a segnalare la necessità di focalizzare la politica monetaria sui servizi al netto dell'abitazione.
 - I **servizi ex-abitazione**, che rappresentano circa la metà del deflatore core (anche se solo circa il 30% del CPI core) e i cui prezzi sono prevalentemente influenzati dal costo del lavoro, "sono probabilmente la categoria più importante per capire l'evoluzione futura dell'inflazione core" (J. Powell, 30.11.2022). A dicembre, la variazione mensile è stata di 0,2%, grazie alla correzione dei servizi sanitari e degli "altri servizi personali", oltre che alla moderazione del comparto dei trasporti, sulla scia della flessione delle tariffe aeree. All'interno delle diverse categorie il quadro è misto, con alcune voci ancora caratterizzate da rialzi ampi. I dati di dicembre indicano che i rischi qui sono ancora significativi, e verranno monitorati dalla Fed.

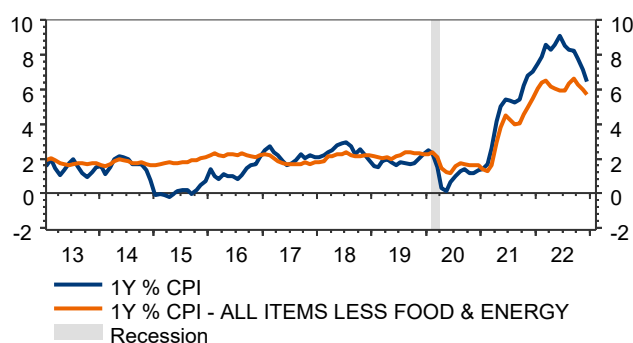
■ **I dati del CPI di dicembre danno ulteriore supporto alla previsione di un rallentamento del ritmo dei rialzi, con una variazione di 25pb attesa alla riunione del FOMC che si concluderà il 1° febbraio.** Diversi partecipanti al FOMC hanno sottolineato che la politica monetaria è in una fase di quasi assoluta dipendenza dai dati, che richiede flessibilità e giustifica il ritorno a un ritmo di rialzi più moderato. Per ora manteniamo la previsione di un punto di arrivo dei tassi a 5%, con un ultimo rialzo a marzo, e di una pausa di un paio di trimestri, con una probabile svolta in autunno, sulla scia della recessione prevista nella parte centrale dell'anno.

L'inflazione core rimane moderata, nonostante una riaccelerazione nel comparto abitazione



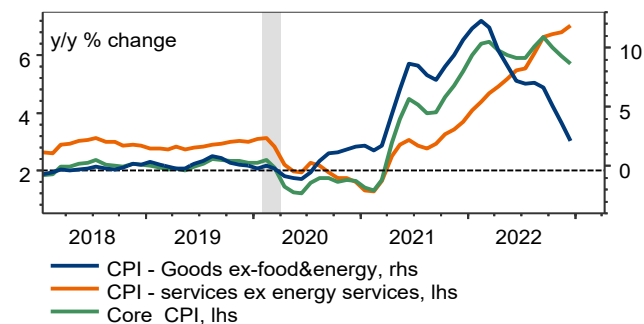
Fonte: BLS, BEA

Il picco dell'inflazione dovrebbe essere davvero alle spalle



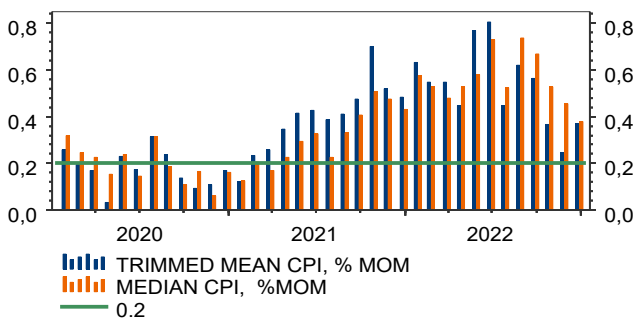
Fonte: BLS

I prezzi dei beni core frenano ancora, servizi vicini al picco



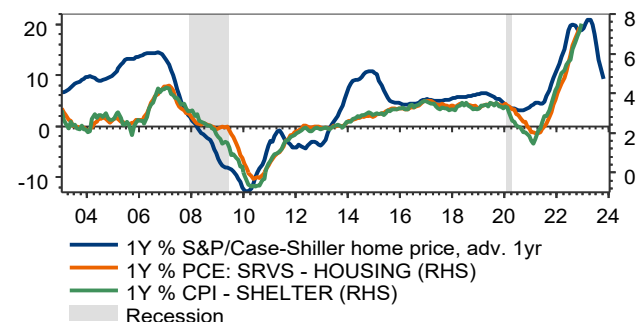
Fonte: BLS

L'inflazione mediana, eccellente previsione del deflatore core, prosegue sul trend in calo



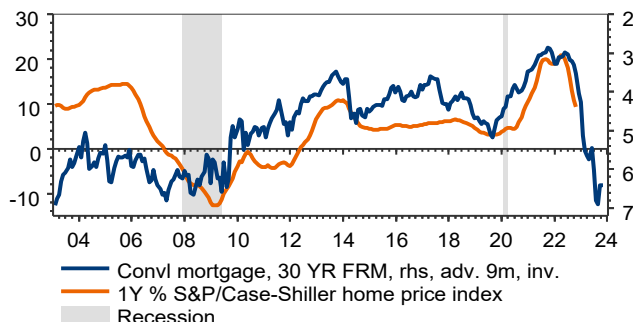
Fonte: BLS, Cleveland Fed

Affitti e prezzi delle case: la svolta non è imminente...



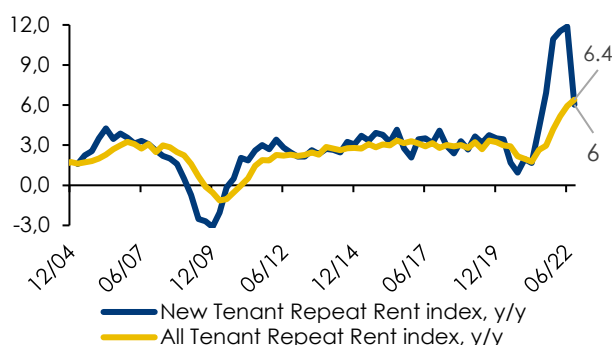
Fonte: BLS, S&P

...ma è scritta nei trend dei tassi sui mutui, dei prezzi delle case...



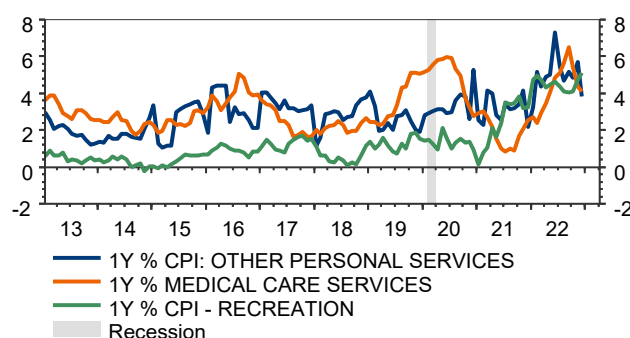
Fonte: S&P, Refinitiv Datastream

...e dei nuovi contratti di affitto



Fonte: Philadelphia Fed

Servizi core ex-abitazione: segni di moderazione



Fonte: BLS

Eurozona – L'inflazione è calata più del previsto a dicembre, al 9,2%. È attesa una risalita a gennaio, ma il picco sembra ormai alle spalle. Nel corso del 2023, il contributo dell'energia dovrebbe via via ridursi, mentre i servizi saranno l'ultima componente a mostrare una svolta. Vediamo un'inflazione headline poco sotto il 3% a fine 2023. Inoltre, l'indice core quest'anno sarà in media più alto che l'anno scorso. In sintesi, una vera "normalizzazione" dello scenario inflattivo è attesa solo nel 2025.

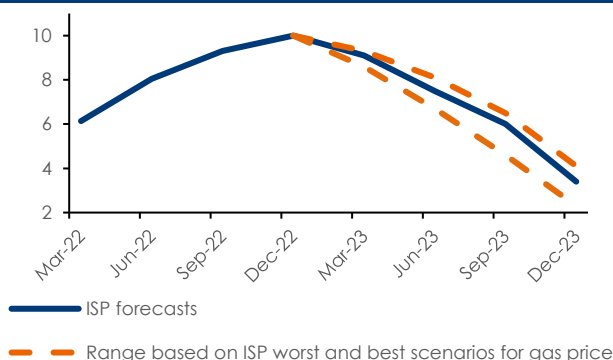
- **Nell'Eurozona, l'inflazione è calata più del previsto in dicembre, al 9,2% a/a** da 10,1% precedente; la flessione ha riguardato tutti i principali paesi dell'area ma è stata particolarmente marcata in Germania (a 9,6% da 11,3%) e in Spagna (a 5,6% da 6,7%). La diminuzione è imputabile alla componente energia, sulla quale ha influito l'entrata in vigore in Germania dei rimborsi una tantum sulle bollette del gas per famiglie e piccole e medie imprese. Viceversa, le pressioni al rialzo sono ora legate alle componenti meno volatili (alimentari lavorati, servizi e beni industriali non energetici): continua infatti il trend rialzista dell'inflazione core, cresciuta al 6,9% a/a dal 6,6% di novembre (al netto di energia e alimentari freschi).
- Dopo il calo di dicembre, **l'inflazione potrebbe tornare a salire a gennaio**, sia pure in misura contenuta (nostra stima: 9,4% a/a). In altri termini, **il picco sembra alle spalle**: è stato raggiunto lo scorso ottobre sia per l'area euro (al 10,6%) sia per i tre principali paesi (11,6% in Germania, 7,1% in Francia, 12,6% in Italia); per la Spagna, il punto di massimo risale allo scorso luglio (al 10,7%), e da allora l'inflazione si è quasi dimezzata, raggiungendo il 5,5% a dicembre.
- **Nel corso del 2023 ci aspettiamo un trend discendente** legato ad effetti base favorevoli sulla componente energia e alle misure anti-rincarì varate da numerosi governi nazionali, che saranno in vigore nella maggior parte dei maggiori paesi fino a fine 2023 (in Germania il cosiddetto "price cap" sarà in vigore da aprile 2023 ad aprile 2024). **A fine 2023, l'inflazione è vista solo di poco inferiore al 3%**. Un ritorno sotto la soglia del 2% potrebbe registrarsi solo nella seconda metà del 2025.
- Il nostro scenario previsionale incorpora un prezzo medio del gas naturale (TTF) a 123 euro per MWh nel 2023, con un picco nel trimestre autunnale a 160 euro per MWh. In questo scenario, **la componente energia è vista crescere di poco più del 10% in media quest'anno, rispetto al 37% del 2022**.
- **Le pressioni al rialzo dagli alimentari dovrebbero ridursi gradualmente nei prossimi mesi**, in relazione al venir meno dell'effetto ritardato della trasmissione dei rincari energetici e del deprezzamento dell'euro. Il rallentamento sarà però molto lento: gli alimentari dovrebbero crescere del 9,8% nel 2023, un ritmo solo lievemente inferiore al 10,8% stimato per il 2022.

■ **In sintesi, ci aspettiamo un'inflazione generale pari in media annua al 6,4% nel 2023 e al 2,8% nel 2024.** Una vera "normalizzazione" dello scenario inflattivo si avrà con ragionevole probabilità solo nel 2025.

■ Per quel che concerne la dinamica sottostante, viceversa, il picco non è ancora stato raggiunto (a nostro avviso, si potrebbe vedere tra fine inverno e inizio primavera). In media d'anno, **stimiamo un indice al netto di energia e alimentari freschi su livelli significativamente più elevati in media nel 2023 (5,7%) rispetto al 2022 (4,8%).** La crescita delle retribuzioni nominali in scia al recupero di potere d'acquisto dei consumatori, associata a un rallentamento nella crescita della produttività, contribuirà a mantenere l'inflazione core sopra il 2% probabilmente fino al 2025. **Nel 2023 il motore della crescita della componente core si sposterà dai beni industriali non energetici ai servizi, che potrebbe essere l'ultima componente a mostrare una svolta.** D'altro canto, l'effetto sulla domanda delle politiche monetarie restrittive dovrebbe, nella seconda parte del 2023, determinare un rallentamento anche della componente servizi.

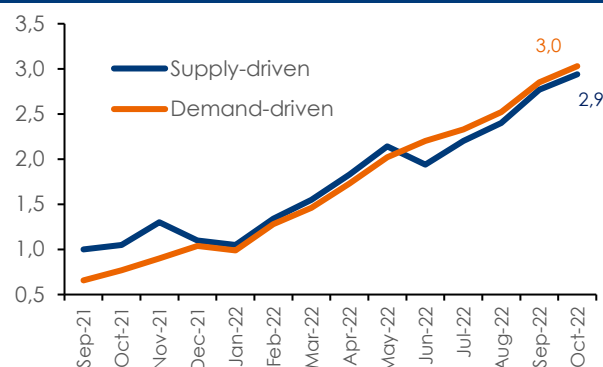
■ In conclusione, l'incertezza sullo scenario resta elevata. Abbiamo considerato due **ipotesi alternative in merito alle quotazioni del gas naturale**: 1) uno scenario peggiorativo, che prevede un prezzo medio del gas (TTF) a 180 euro per MWh nel 2023, e 2) uno scenario migliorativo, che include una quotazione media a 70 euro per MWh sempre nel 2023 (circa in linea con i valori correnti). L'effetto sull'inflazione media annua dell'Eurozona sarebbe di +0,5% (al 7%) nello scenario peggiorativo e di -0,8% (al 5,6%) nell'ipotesi benevola.

In caso di scenario peggiorativo l'inflazione media annua nel 2023 si attesterebbe intorno al 7%; nell'ipotesi migliorativa calerebbe al 5,6%



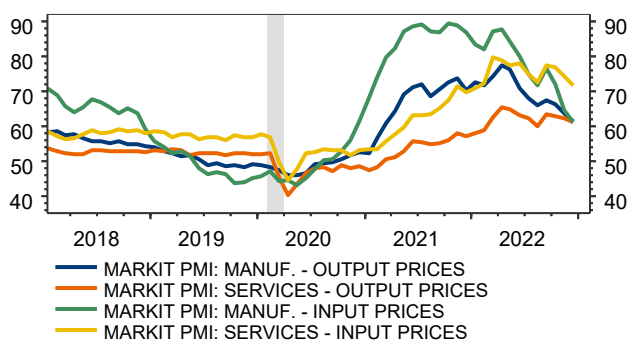
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

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



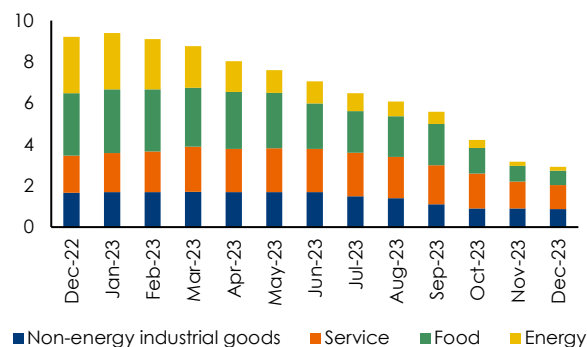
Nota: analisi basata sull'approccio sviluppato da Adam Shapiro ([How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?](#), 2022). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

I prezzi pagati nei servizi sono attualmente su livelli più elevati che nell'industria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

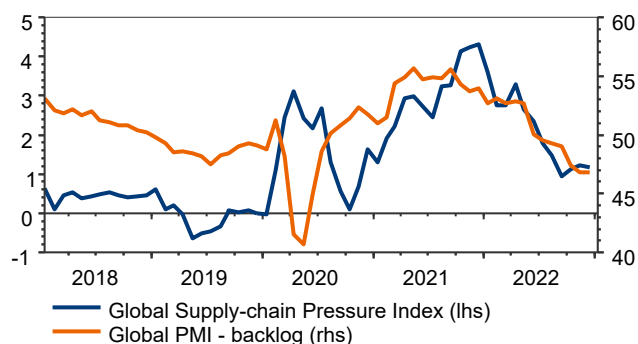
Verso la fine del 2023, il maggior contributo all'inflazione arriverà da servizi e beni ex energy



Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

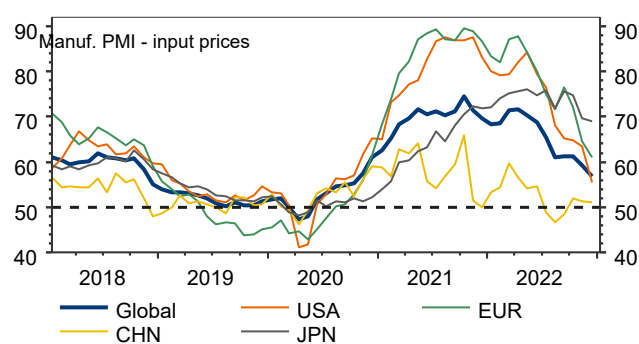
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



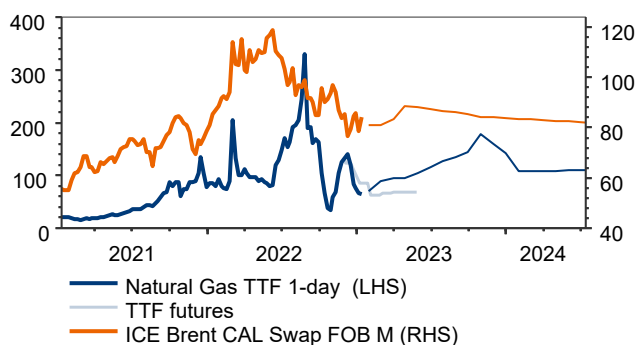
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



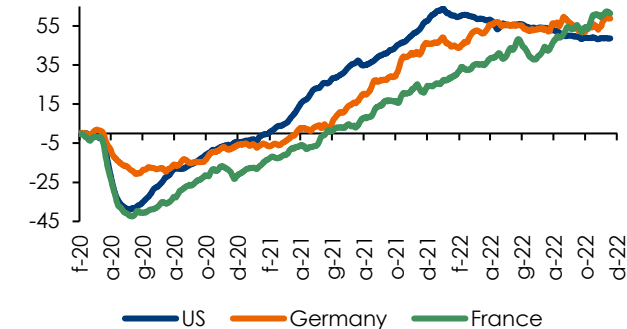
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



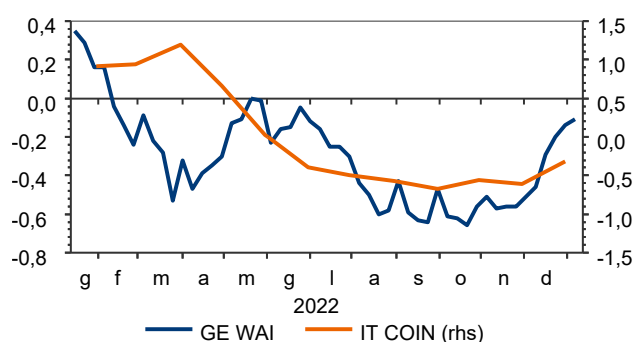
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % rispetto a febbraio 2020)



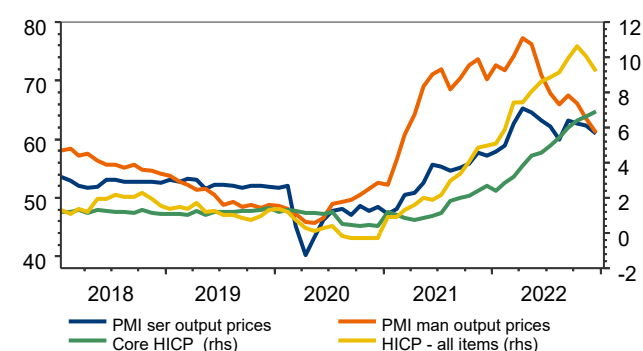
Fonte: Indeed

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 è piuttosto povera di indicatori congiunturali. L'indice ZEW tedesco, prima indagine relativa al mese di gennaio, dovrebbe mostrare un ulteriore recupero delle aspettative sull'economia. La produzione delle costruzioni nell'Eurozona potrebbe aver registrato una contrazione nel mese di novembre. Infine, la seconda lettura dell'inflazione in Germania, Italia e nel complesso dell'area euro è attesa confermare la flessione registrata nelle stime flash.

In settimana, negli **Stati Uniti**, si completerà il quadro dell'attività di dicembre e verranno pubblicate le prime indagini del settore manifatturiero di gennaio. L'indice Empire e quello della New York Fed di inizio 2023 dovrebbero mantenersi in territorio recessivo. Per dicembre, la produzione industriale, le vendite al dettaglio, i nuovi cantieri residenziali e le vendite di case esistenti dovrebbero mantenersi sui trend negativi in atto, in linea con un'elevata probabilità di recessione entro pochi mesi.

Martedì 17 gennaio

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso migliorare in gennaio, per il calo dei prezzi energetici. L'indice sulle aspettative dovrebbe salire a -15 da -23,3 precedente; l'indicatore sulla situazione corrente è visto crescere in misura minore, a -58,5 da -61,4 di dicembre.
- **Germania.** La **stima finale** dovrebbe confermare che a dicembre l'**inflazione** è scesa al 9,6% a/a dall'11,3% precedente, mentre su base nazionale è calata all'8,6% a/a dal 10% di novembre. La variazione congiunturale risulterebbe di -1,2% m/m sulla misura armonizzata e di -0,8% su quella nazionale. L'inflazione armonizzata dovrebbe riaccelerare a inizio 2023, visto l'esaurirsi dei rimborsi una tantum sulle bollette di dicembre. Il picco, tuttavia, dovrebbe essere alle spalle: l'inflazione da febbraio potrebbe intraprendere un trend discendente, la cui pendenza dipenderà, da un lato, dall'impatto delle misure di contenimento, come il cap sul prezzo del gas, e dall'altro, da eventuali effetti di seconda battuta. Ci aspettiamo che l'inflazione armonizzata si attesti in media al 6,3% nel 2023, dopo l'8,7% del 2022.
- **Italia.** La **stima finale** di dicembre dovrebbe confermare la crescita congiunturale dei **prezzi al consumo** di 0,3% m/m sull'indice NIC e di 0,2% sull'armonizzato. Di conseguenza l'inflazione dovrebbe confermare il calo a 11,6% da 11,8% sull'indice nazionale e a 12,3% da 12,6% sull'IPCA. La componente di fondo (sul NIC) è attesa confermare il 5,8% a/a della stima preliminare. A nostro avviso, il picco dell'inflazione potrebbe essere stato raggiunto in ottobre-novembre, ma la discesa sarà comunque lenta. La media d'anno dovrebbe attestarsi al 7,1% nel 2023 (sull'indice armonizzato), dall'8,7% del 2022.

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** a gennaio dovrebbe restare in territorio recessivo per il quinto mese negli ultimi 6, con un marginale recupero a -8,5 da -14,5 di dicembre. L'indagine dovrebbe confermare contrazione della produzione, degli ordini e delle ore lavorate, con una stagnazione degli occupati.

Mercoledì 18 gennaio

Area euro

- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe essere tornata a calare a novembre dopo due mesi di incremento. I dati nazionali già pubblicati, nonché le indagini di fiducia, sono coerenti con una flessione intorno a -1% m/m. Dopo due trimestri di contrazione, le costruzioni potrebbero quindi tornare a contribuire in misura marginalmente positiva alla crescita del valore aggiunto a fine 2022, ma il rallentamento ciclico e l'inasprimento delle condizioni creditizie anticipano una frenata del settore nel corso del 2023.

- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che l'**inflazione** a dicembre è calata al 9,2% da 10,1% di novembre. I prezzi al consumo potrebbero registrare una flessione di -0,3% m/m. L'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) dovrebbe confermare la lettura preliminare a 6,9% a/a (dal 6,6% precedente). Il trend nel corso del 2023 dovrebbe essere al ribasso, ma la discesa sarà lenta: in media annua, l'inflazione dovrebbe assestarsi al 6,4% nel 2023 dopo aver toccato l'8,4% quest'anno, mentre l'inflazione core dovrebbe accelerare al 5,7% dal 4,8% di quest'anno.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a dicembre sono attese in calo di -0,7% m/m, dopo -0,6% m/m di novembre, sulla scia di un'ampia contrazione nel comparto auto. Anche al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere negative e flettere di -0,3% m/m, alla luce delle informazioni negative provenienti dalle vendite settimanali del mese scorso. I consumi nel 4° trimestre dovrebbero essere in rallentamento rispetto all'estate, ma sempre positivi grazie a un'entrata forte nel trimestre autunnale.
- La **produzione industriale** di dicembre è prevista in calo di -0,1% m/m, segnando il secondo calo consecutivo, e confermando le indicazioni negative delle indagini di settore per ordini, consegne e produzione. Nonostante un modesto aumento degli occupati a dicembre, il ritmo di contrazione delle ore lavorate è accelerato il mese scorso. Il comparto auto dovrebbe registrare una nuova flessione, proseguendo sul trend negativo in atto da luglio.
- I **prezzi alla produzione** di dicembre dovrebbero essere stabili su base mensile, con l'indice core in aumento di 0,1% m/m. I prezzi delle auto usate misurati dall'indice Manheim sono in modesto aumento a dicembre per via della correzione stagionale, ma l'indice grezzo ha registrato contrazioni più ampie della norma per tutte le sottocategorie. Nei servizi, ampi aumenti nel comparto sanità dovrebbero emergere a gennaio, mentre per dicembre il sentiero dovrebbe mantenersi moderato.

Giovedì 19 gennaio

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a gennaio è previsto a -10,5 da -13,8 di dicembre, restando in area recessiva per il quinto mese consecutivo. L'indagine dovrebbe confermare le indicazioni dei mesi precedenti, con debolezza per gli ordini, le ore lavorate e la produzione.
- I **cantieri residenziali** a dicembre dovrebbero proseguire sul trend in calo, scendendo a 1,38 mln, da 1,427 mln di novembre. Nonostante un modesto ritracciamento del tasso sui mutui, la domanda di case rimane debole e i costruttori dovrebbero smaltire le costruzioni già iniziate prima di tornare ad aprire cantieri. Le **licenze** sono previste in via di stabilizzazione, a 1,365 mln, poco sopra il livello di novembre (1,351 mln).

Venerdì 20 gennaio

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a dicembre sono attese ancora in calo, a 3,85 mln da 4,1 mln di novembre, alla luce delle informazioni sempre deboli dei contratti di compravendita, in calo di -4% m/m. Il ritmo di contrazione, tuttavia, si sta riducendo e segnala che il trend negativo del mercato immobiliare residenziale potrebbe essere quasi concluso.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (16 – 20 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 16/1	09:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		nov	-2.1	Mld €	
	09:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		nov	0.1	Mld €	
Mar 17/1	03:00	CN	PIL s.a. t/t		T4	3.9	%	-0.8
	03:00	CN	PIL cumulato a/a		T4	3.0	%	
	03:00	CN	PIL a/a	*	T4	3.9	%	1.8
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	dic	-5.9	%	-7.8
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	dic	5.3	%	5.0
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		dic	-0.1	%	
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		dic	3.8	%	
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		dic	2.2	%	0.5
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	dic	prel -1.2	%	-1.2
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	dic	prel -0.8	%	-0.8
	08:00	GER	CPI a/a finale		dic	prel 8.6	%	8.6
	08:00	GER	IPCA a/a finale		dic	prel 9.6	%	9.6
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		nov	3.7	%	3.7
	08:00	GB	Retribuzioni medie		nov	6.1	%	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	dic	prel 0.3	%	0.3
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		dic	prel 12.3	%	12.3
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.3	%	0.2
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		dic	prel 11.6	%	11.6
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	gen	-23.3		-15.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		gen	-61.4		-58.5
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	gen	-11.2		-4.5
Mer 18/1	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		nov	5.4	%	-0.9
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		nov	prel -0.1	%	
	08:00	GB	CPI m/m		dic	0.4	%	
	08:00	GB	CPI a/a	*	dic	10.7	%	10.6
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	dic	prel -0.3	%	-0.3
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		dic	prel 6.9	%	6.9
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	dic	prel 9.2	%	9.2
	14:30	USA	PPI m/m		dic	0.3	%	0.0
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	dic	0.4	%	0.1
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	dic	-0.6	%	-0.6
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	dic	-0.2	%	-0.3
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		dic	79.7	%	79.6
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		dic	-0.2	%	-0.1
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		nov	0.3	%	0.4
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		gen	31		
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		nov	67.8	Mld \$	
Gio 19/1	00:50	GIA	Bilancia commerciale		dic	-2029.0	Mld ¥ JP	-1652.8
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	gen	-13.8		-9.5
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	dic	1.427	Mln	1.385
	14:30	USA	Licenze edilizie		dic	1.351	Mln	1.380
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	205	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.634	Mln	
Ven 20/1	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	dic	3.7	%	4.0
	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	dic	3.8	%	
	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	gen	4.3	%	
	02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	gen	3.7	%	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		dic	-5.9	%	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	-0.4	%	
	08:00	GER	PPI a/a		dic	28.2	%	20.7
	08:00	GER	PPI m/m		dic	-3.9	%	-1.1
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		dic	4.09	Mln	3.96

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 (16 – 20 gennaio)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun 16/1	16:00	GB	*	Discorso di Bailey (BoE)
		EUR	*	Riunione Eurogruppo
Mar 17/1	08:30	EUR		Discorso di Centeno (BCE)
	21:00	USA		Discorso di Williams (Fed)
		UE	*	Riunione Ecofin
Mer 18/1		GIA	*	Riunione BoJ e pubblicazione del Quarterly Outlook Report (prev. ISP: tasso overnight stabile a -0,1%, allentamento del controllo della curva)
	10:15	EUR		Discorso di Villeroy (BCE)
	13:15	EUR		Discorso di Villeroy (BCE)
	15:00	USA		Discorso di Bostic (Fed)
	20:00	USA	*	Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
	20:00	USA		Discorso di Harker (Fed)
	23:00	USA		Discorso di Logan (Fed)
Gio 19/1	11:30	EUR	*	Discorso di Lagarde (BCE)
	13:30	EUR	*	La BCE pubblica i verbali della riunione di dicembre
	15:00	USA		Discorso di Collins (Fed)
	15:00	EUR		Discorso di Knot (BCE)
	18:00	EUR		Discorso di Schnabel (BCE)
	19:15	USA		Discorso di Brainard (Fed)
Ven 20/1	00:35	USA		Discorso di Williams (Fed)
	11:00	EUR	*	Discorso di Lagarde (BCE)
	15:00	ITA		La Banca d'Italia pubblica il Bollettino Economico
	15:00	USA		Discorso di Harker (Fed)
	19:00	USA		Discorso di Waller (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	206 (204)	x1000	215	205
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.697 (1.694)	Mln	1.705	1.634
CPI m/m	dic	0.1	%	0.0	-0.1
CPI a/a	dic	7.1	%	6.5	6.5
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	dic	6.0	%	5.7	5.7
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	dic	0.2	%	0.3	0.3
Prezzi all'import m/m	dic	-0.6	%	-0.9	0.4
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	gen	59.7		60.5	

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

Il **CPI di dicembre è calato di -0,1% m/m** (6,5% a/a da 7,1% a/a di novembre e dal picco di 9,1% a/a a giugno), dopo 0,1% m/m del mese precedente. **Energia e alimentari** hanno confermato i trend contrastanti in atto dall'estate, con la prima in calo e i secondi in crescita. L'**indice core ha registrato una variazione di 0,3% m/m**, dopo 0,2% m/m di novembre e in linea con il dato di ottobre, per via di una riaccelerazione dei servizi abitativi. Da tre mesi, quindi, i rialzi dell'indice core sono in linea con un significativo ridimensionamento della dinamica inflazionistica. La variazione tendenziale, a 5,7% a/a, è sui minimi da dicembre 2021. I **beni core hanno prezzi in calo di -0,3% m/m** (2,1% a/a), terza contrazione consecutiva. I **servizi ex-energia** mantengono una dinamica mensile sostenuta, 0,5% m/m (7% a/a), spinti dall'**abitazione**, in rialzo di 0,8 % m/m (7,5% a/a). Per i **servizi core ex-abitazione**, la variazione mensile è stata di 0,2%, grazie alla correzione dei servizi sanitari e degli "altri servizi personali", oltre che alla moderazione del comparto dei trasporti, sulla scia della flessione delle tariffe aeree. I dati di dicembre indicano che i rischi qui sono ancora significativi, e verranno monitorati dalla Fed.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	nov	1.2	%	0.5	-1.2

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	nov	-1.9 (-2.0)	%	0.5	1.0
FRA	IPCA m/m finale	dic	-0.1	%	-0.1	-0.1
FRA	IPCA a/a finale	dic	6.7	%	6.7	6.7
FRA	CPI m/m Ex Tob	dic	0.3	%		-0.1
GER	Produzione industriale m/m	nov	-0.4 (-0.1)	%	0.1	0.2
GER	PIL annuale	2022	2.6	%	1.8	1.9
ITA	Vendite al dettaglio a/a	nov	1.2 (1.30)	%		4.4
ITA	Produzione industriale m/m	nov	-1.1 (-1.0)	%	0.3	-0.3
SPA	Produzione industriale a/a	nov	2.1 (2.5)	%		-1.1
SPA	IPCA a/a finale	dic	5.6	%	5.6	5.5

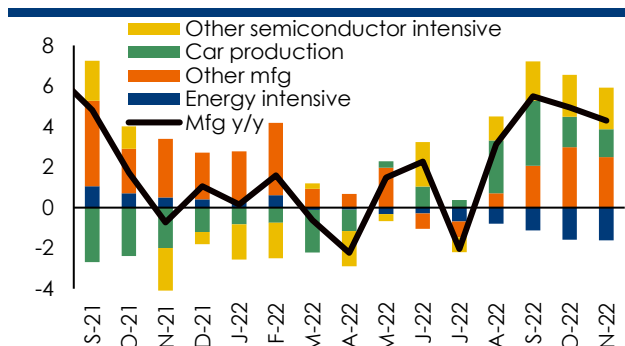
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. A novembre la **produzione industriale** ha rimbalzato di 1% m/m (2% a/a) da un precedente -1,9% m/m (rivista da -2%). I progressi risultano diffusi a beni intermedi (0,8% da -1,5% m/m), strumentali (1% m/m) e beni di consumo durevoli (0,4% da -1,7% m/m). In calo per il secondo mese invece l'output di beni di consumo non durevoli (-1,3% m/m) mentre si contrae per il quinto mese l'energia (flessione cumulata >9%). Lo spaccato settoriale conferma una dinamica più fiacca per gli energivori (+0,3% da -2,5% m/m) rispetto al resto della manifattura (+1% da -0,5% m/m). Il ritorno alla crescita dell'output energy-intensive è inoltre gonfiato dal rimbalzo dell'attività nelle raffinerie francesi dopo la fine degli scioperi (al netto della raffinazione

l'output energivoro è in calo per il nono mese, seppur in misura più contenuta rispetto ai mesi precedenti: -0,1% da -2,3% m/m). Nei prossimi mesi il recente calo dei prezzi dei gas potrebbe alleviare le pressioni sull'industria, in un contesto di domanda che rimane complessivamente debole: le indagini restano coerenti con una contrazione dell'output in quanto registrando un calo degli ordinativi e un aumento delle scorte di prodotti finiti, mentre le commesse inevase sono in fase di progressiva diminuzione.

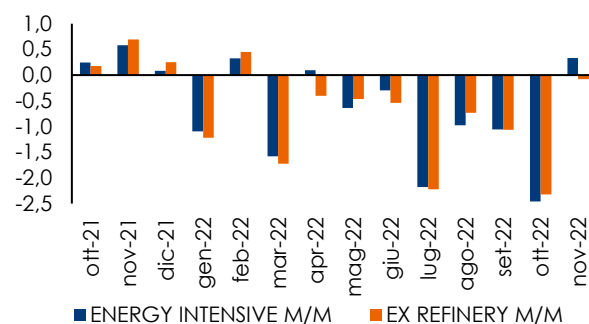
Continuiamo a credere che l'industria frenerà la crescita del valore aggiunto tra fine 2022 e inizio 2023, anche se l'entità della contrazione potrebbe risultare meno severa del previsto. I più recenti dati di attività industriale in Germania e Francia sono infatti coerenti con una manifattura più resiliente delle attese e suggeriscono la presenza di rischi al rialzo sui dati di PIL nel 4° trimestre (abbiamo recentemente rivisto al rialzo la nostra stima relativa al complesso dell'Eurozona a -0,1% t/t da un precedente -0,3% t/t).

Si conferma la maggiore debolezza dei settori energivori



Nota: contributi alla var. % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

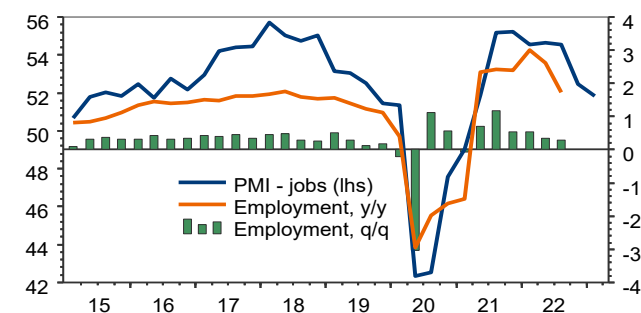
Se si esclude il rimbalzo dell'attività nelle raffinerie francesi l'output energivoro è in calo per il nono mese



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

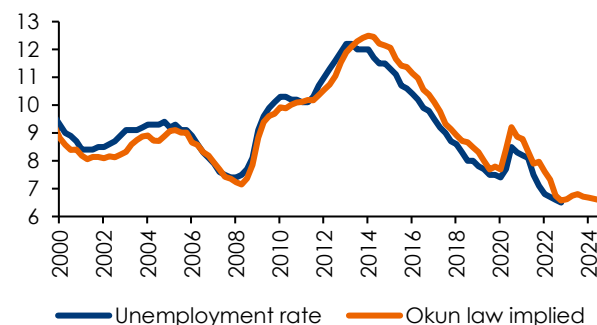
Area euro. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 6,5% a novembre (le persone in cerca di occupazione sono diminuite marginalmente di 2 mila unità), confermandosi sui minimi dall'introduzione della moneta unica. Il tasso dei senza-lavoro è risultato invariato sia tra le donne (7%) che tra gli uomini (6,1%), mentre è aumentato di un decimo tra gli under-25 (15,1%). Nel nostro scenario centrale la blanda recessione attesa tra fine 2022 e inizio 2023 non sarà tale da innescare un significativo incremento del tasso di disoccupazione. Inoltre, nonostante il rallentamento ciclico, il mercato del lavoro resta teso, con segnali di eccesso di domanda in alcuni settori: l'elevato numero di posizioni vacanti potrebbe permettere un riequilibrio tra domanda e offerta ad un costo limitato in termini di posti di lavoro perduti.

La crescita degli occupati sta rallentando ma non sembra essersi ancora interrotta



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

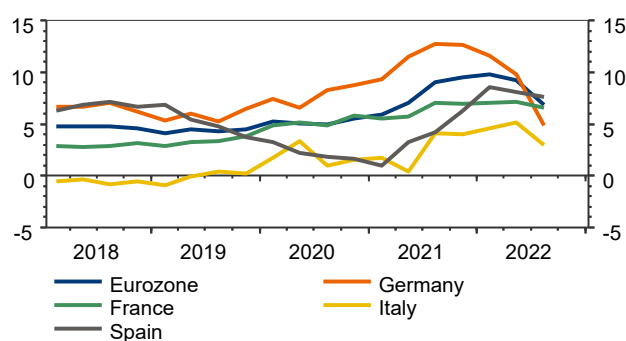
Nel nostro scenario centrale la recessione attesa è coerente con un aumento solo contenuto del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo

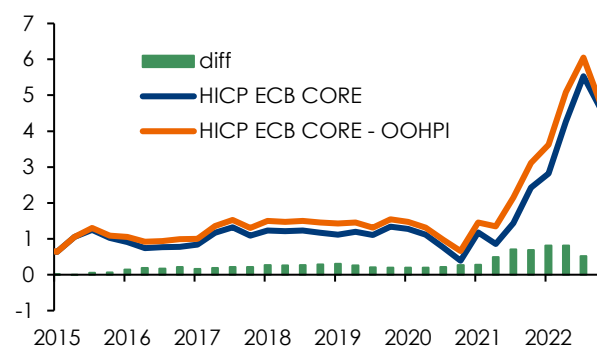
Area euro. Nel 3° trimestre la crescita dei **prezzi delle abitazioni** ha rallentato al 6,8% a/a e all'1% t/t (da 9,2% a/a e 2,2% t/t precedente). I prezzi sono calati rispetto al trimestre precedente in Italia (-1% da 2,3%) e Germania (-0,4% da 2,1%), hanno invece riaccelerato in Francia (2,7% da 1,7%) e rallentato la corsa in Spagna (1,7% da 1,9%). In ogni caso nei quattro maggiori Paesi, così come nel resto dell'Eurozona, i prezzi sembrano comunque essere entrati in una fase di decelerazione tendenziale che ci aspettiamo prosegua anche nel corso del 2023 sull'onda del rallentamento della domanda. Nel caso in cui i costi abitativi fossero inclusi nell'indice dei prezzi al consumo, l'inflazione BCE core nel 3° trimestre sarebbe risultata più elevata di mezzo punto percentuale (6% a/a contro 5,5%) mentre l'inflazione headline non avrebbe subito modifiche. Il differenziale tra la misura d'inflazione corrente e quella con l'inclusione dei costi abitativi si sta progressivamente riducendo grazie alla decelerazione delle quotazioni immobiliari, ma resta elevato in alcune economie (in Germania è pari a +0,7% per la misura headline e +1,5% per quella core).

La crescita dei prezzi delle abitazioni sta rallentando



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Se i costi abitativi fossero inclusi nell'indice dei prezzi al consumo l'inflazione core sarebbe più elevata di 0,5pp

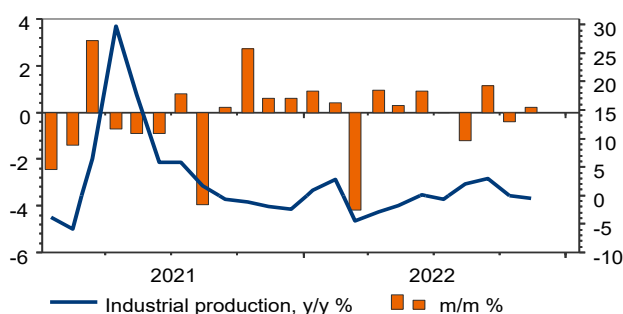


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Germania. La **prima stima annua del PIL** ha mostrato un andamento dell'attività economica migliore delle attese. Secondo Destatis, la crescita è stata dell'1,9% nel 2022, con una stagnazione nel trimestre finale dell'anno. Probabilmente, l'effetto degli interventi governativi contro il caro-energia, assieme alla ripresa del settore automotive, hanno compensato il calo della produzione nei settori ad alto consumo di energia. In ogni caso, il dato potrebbe essere rivisto in occasione della pubblicazione della stima flash del 4° trimestre, il 24 febbraio. Ci aspettiamo una contrazione del PIL tedesco nel 1° trimestre 2023, e una marginale flessione (-0,1%) per l'intero anno 2023.

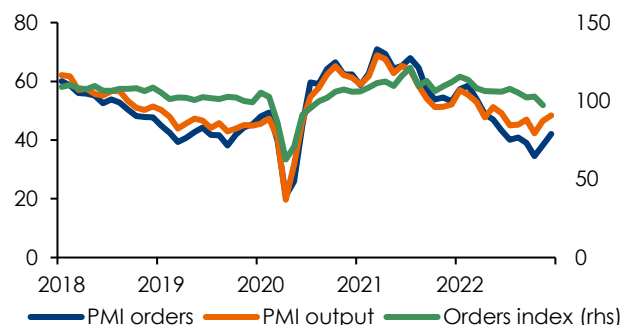
Germania. La **produzione industriale** ha registrato una crescita di 0,2% m/m in novembre (-0,4% a/a). Il manifatturiero ha visto un aumento di 0,5% m/m, spiegato sia dai beni intermedi (1,1% m/m) che dai beni capitali (0,7% m/m); all'opposto, hanno registrato una flessione i beni di consumo (-1,5%). Infine, crolla il settore delle costruzioni (-2,2% m/m), mentre l'energia è salita del 3% m/m. I settori energivori registrano un lieve recupero, in linea con l'indice generale (0,2% m/m). Aumentano i segnali che fanno pensare ad un'attività produttiva più resiliente del previsto. Le indagini congiunturali hanno mostrato un nuovo recupero a dicembre, 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 l'industria tedesca restano deboli.

Germania: produzione industriale in crescita a novembre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Le indagini PMI e i dati sugli ordini segnalano comunque un'attività produttiva debole nel 1° trimestre 2023

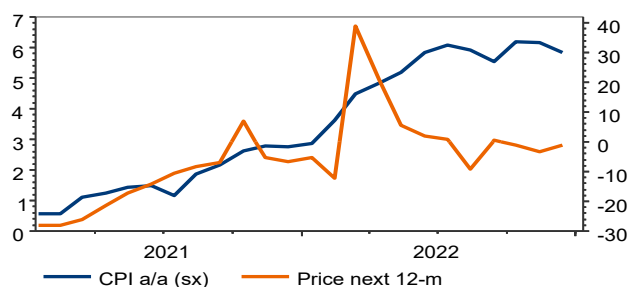


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis, S&P Global

Francia. Dopo gli ampi cali riportati nei due mesi precedenti (-2,5% e -1%), a novembre la **produzione industriale** ha fatto segnare un significativo recupero (+2% m/m), sostenuta in particolare dalla manifattura (+2,4% da -2,1%), che ha beneficiato della fine degli scioperi nelle raffinerie (la raffinazione di carbone e petrolio è aumentata di oltre il 90% nel mese). Il rimbalzo è comunque diffuso alla quasi totalità dei settori produttivi, con la significativa eccezione delle costruzioni, in calo di -1,2% (da +1,1% di ottobre). Nel quarto trimestre 2022, l'industria in senso stretto dovrebbe risultare pressoché stagnante, a fronte di un calo di circa 1pp dell'output aggregato. La produzione potrebbe tornare a calare nei prossimi mesi, coerentemente con un PIL francese atteso in territorio marginalmente negativo tra fine 2022 e a inizio 2023.

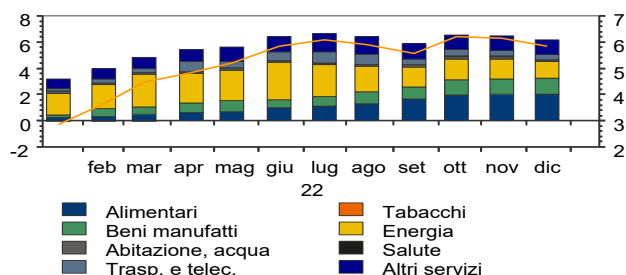
Francia. La **stima finale** conferma che a dicembre l'**inflazione** è calata al 5,9% dal 6,2% precedente sull'indice nazionale e al 6,7% dal 7,1% sull'armonizzato. La variazione congiunturale dei prezzi al consumo è stata confermata in calo di -0,1% m/m sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato. Lo spaccato sul CPI mostra come l'accelerazione dei beni industriali (4,6% da 4,4% di ottobre) sia stata compensata dal rallentamento di energia (15,1% da 18,4%) e servizi (2,9% da 3%); gli alimentari hanno mostrato una variazione tendenziale invariata al 12,1%. L'indice core è risultato stabile al 5,3%. In media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare al 4,6% (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 i prezzi dei beni manufatti



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

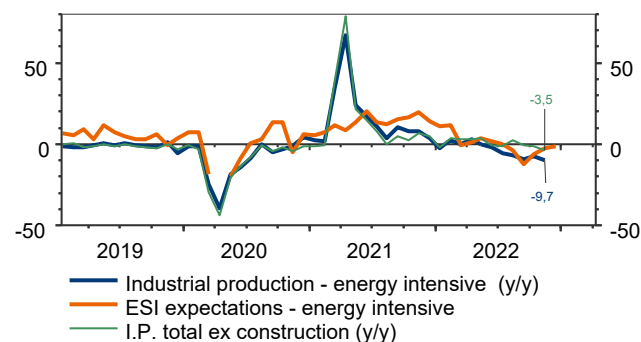
Italia. La **produzione industriale** è calata per il terzo mese consecutivo a novembre, di -0,3% m/m da un precedente -1,1% m/m (rivisto al ribasso di un decimo). L'output è diminuito di -3,7% rispetto a un anno prima, e risulta di -2,6% inferiore ai livelli precedenti lo scoppio della guerra in Ucraina e in rotta (nel caso di una stagnazione a dicembre) per una contrazione di -1,7% t/t nel 4° trimestre del 2022.

Il dato ha sorpreso al ribasso, ma lo spaccato settoriale evidenzia come **la flessione sia imputabile prevalentemente al comparto energetico**, dove la produzione è diminuita del -4,5% m/m (-16,2% a/a) ed è in rotta per un calo di quasi -7% t/t a fine 2022, influenzata dagli sforzi di risparmio energetico nonché da temperature superiori alla media stagionale.

Nel solo settore manifatturiero la produzione è cresciuta, sia pur marginalmente, nel mese (+0,1% m/m, dopo un calo cumulato di -2,5% tra settembre e ottobre), lasciando l'output in rotta per una contrazione di -1,2% t/t nel 4° trimestre. Lo spaccato settoriale conferma la maggiore forza relativa della farmaceutica (+3,7% m/m, +6,4% a/a), ma anche elettronica (+2,4% m/m, +7,3% a/a), trasporti (+1,5% m/m, +7,3% a/a) e macchinari (+1% m/m, +2,4% a/a) registrano robusti incrementi, probabilmente favoriti dall'allentamento delle strozzature all'offerta. **Si confermano invece tra i settori più deboli i comparti energivori**, con raffinazione (-6,1% m/m, -8,5% a/a), chimica (-2,9% m/m, -8,6% a/a), carta e stampa (-2,1% m/m, -10,8% a/a) e metallurgia (-2,1% m/m, -8,5% a/a) a registrare le più pesanti flessioni sia su base congiunturale che tendenziale.

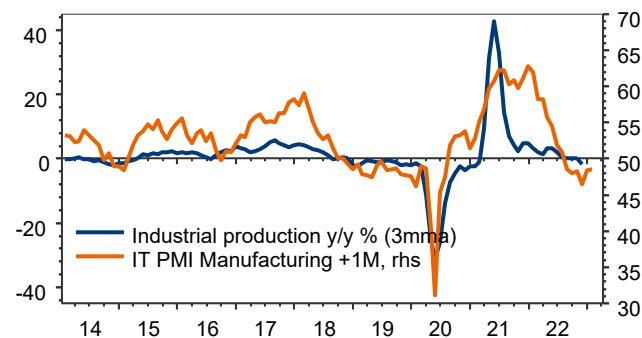
L'industria dovrebbe aver frenato la crescita del PIL a fine 2022, e non ci aspettiamo un significativo miglioramento nei mesi iniziali del nuovo anno. Il recente calo dei prezzi energetici e i minori rischi sul fronte delle forniture potrebbero alleggerire le tensioni sui settori energivori, ma le indagini di fiducia restano su livelli recessivi, con ordinativi che continuano a calare e il supporto proveniente dalle commesse inevase che sta iniziando a svanire. La performance dell'industria italiana nel 4° trimestre è peggiore che in Germania e Francia e appare coerente con una contrazione del PIL già a fine 2022.

Nonostante il calo dei prezzi del gas i settori più energivori restano più deboli rispetto al resto della manifattura



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission

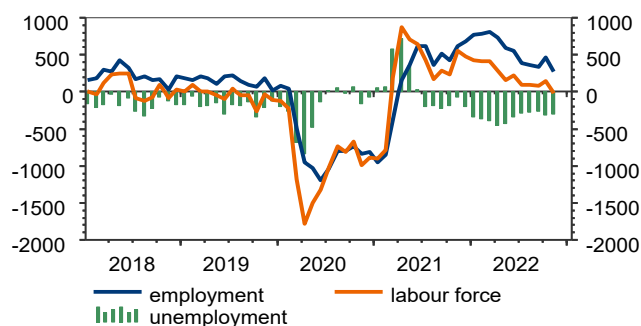
Gli indici di fiducia sembrano aver superato il punto di minimo ma rimangono su livelli recessivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

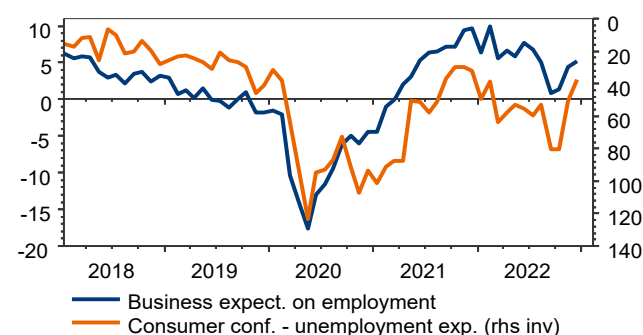
Italia. Il tasso di disoccupazione è calato di un decimo al 7,8% a novembre, con una diminuzione sia degli occupati (-27 mila unità) che delle persone in attività (-49 mila). Se si escludono i mesi del primo lockdown, è un minimo da giugno 2009. Le perdite occupazionali sono concentrate tra i dipendenti permanenti (-94 mila), a fronte di un aumento per dipendenti a termine (+60 mila) e lavoratori autonomi (+6 mila). Il bilancio rispetto al periodo pre-Covid mostra comunque un guadagno netto di occupati del 2,1% (371 mila) trainato soprattutto dai contratti a termine (+4,8%, +140 mila) ma con progressi diffusi anche ai lavoratori a tempo indeterminato (+1,6%, +231 mila). Solo i lavoratori autonomi non hanno ancora recuperato i livelli di inizio 2020 (il divario è pari al -4,4%, -230 mila unità). Le indagini segnalano una minore dinamica occupazionale ma non una riduzione degli organici; inoltre, i dati sulle posizioni vacanti restano coerenti con un mercato ancora teso: ci aspettiamo un aumento contenuto della disoccupazione nel corso del 2023.

A novembre calano gli occupati ma diminuisce anche la forza lavoro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative sul mercato del lavoro di famiglie e imprese rimangono complessivamente favorevoli



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. A novembre le **vendite al dettaglio** sono tornate a crescere sia in valore (0,8% m/m da -0,3%) che in volume (0,4% m/m da -1,2%). Guardando ai dati in volume, che non risentono dell'effetto dei maggiori prezzi, il rimbalzo di novembre non è sorprendente dopo tre mesi di calo piuttosto marcato (-2,6% cumulato) ed è quindi da interpretarsi come fisiologico in una tendenza per i consumi che rimane complessivamente debole, frenata dallo shock inflattivo sui redditi disponibili. Lo spaccato delle componenti mostra una stagnazione degli acquisti di alimentari a fronte di un aumento, comunque modesto, per le altre tipologie di beni (0,7%). Sono i discount a registrare il maggior dinamismo, un segnale che le famiglie stanno reagendo all'aumento dei prezzi in parte con un cambiamento delle abitudini di consumo. Su base tendenziale le vendite in volume rimangono in territorio negativo (-3,6%) e in rotta per una contrazione di -1,5% t/t nel 4° trimestre. Nonostante il recupero delle immatricolazioni di auto nel secondo semestre, una flessione dei consumi privati di contabilità nazionale tra fine 2022 e inizio 2023 continua ad apparirci probabile.

Cina

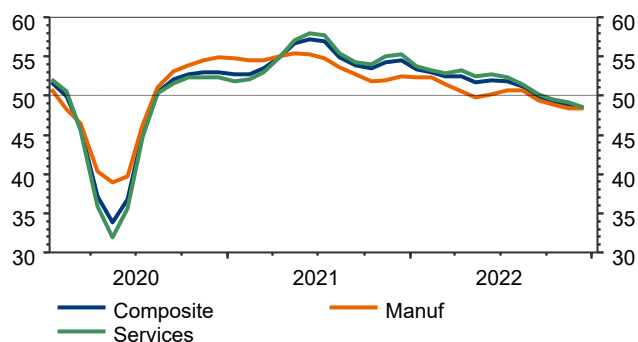
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
M2 a/a	dic	12.4	%	12.2
Nuovi prestiti bancari (flusso)	dic	1210	Mld ¥ CN	1100
Finanza sociale aggregata (flusso)	dic	1990	Mld ¥ CN	1600
CPI m/m	dic	-0.2	%	-0.1
CPI a/a	dic	1.6	%	1.8
PPI a/a	dic	-1.3	%	-0.1
Esportazioni in USD a/a	dic	-8.7	%	-10.0
Importazioni in USD a/a	dic	-10.6	%	-9.8
Bilancia commerciale USD	dic	69.8	Mld \$	76.2

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

L'**inflazione dei prezzi alla produzione**, dopo un calo di -1,3% a/a in novembre, è scesa di -0,7% a/a in dicembre, più delle attese (consenso Bloomberg: -0,1% a/a); nel mese i prezzi sono diminuiti di mezzo punto percentuale. La flessione è imputabile alla contrazione tendenziale dei prezzi dei beni di produzione che prosegue da tre mesi, anche se in misura via via minore, ed è guidata dai beni manufatti. L'inflazione nel comparto dei beni di consumo sta rallentando, spinta dal ridimensionamento dei prezzi dei prodotti alimentari, mentre è in lieve riaccelerazione il comparto dei beni di consumo durevoli. L'**inflazione dei prezzi al consumo** è salita da 1,6% a/a in novembre a 1,8% a/a in dicembre, in linea con le attese; i prezzi nel mese sono rimasti stabili. Il calo mensile nei trasporti (-1,4% m/m), guidato dai carburanti (-6% m/m), ha compensato modesti aumenti in altri comparti, tra i quali gli alimentari (+0,5% m/m). In termini tendenziali l'aumento dell'inflazione è trainato proprio dagli alimentari, in accelerazione da 3,7% a/a in novembre a 4,8% a/a in dicembre. L'**inflazione core** rimane bassa, seppur in aumento da 0,6% a/a in novembre a 0,7% a/a in dicembre, spinta dalla marginale riaccelerazione dei prezzi delle cure mediche tradizionali, dei servizi turistici e del comparto dei beni e servizi vari, verosimilmente tra i più influenzati dalle riaperture.

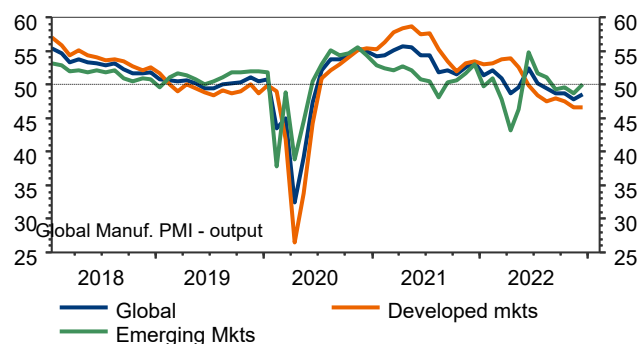
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



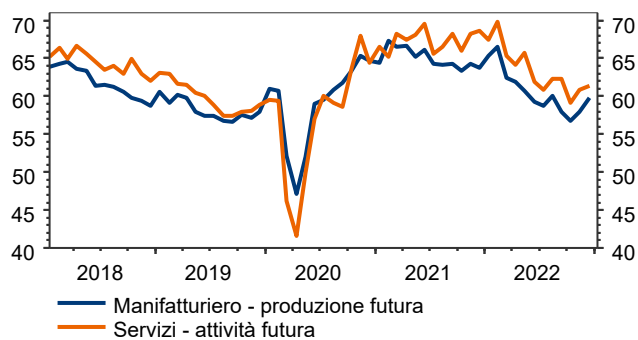
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



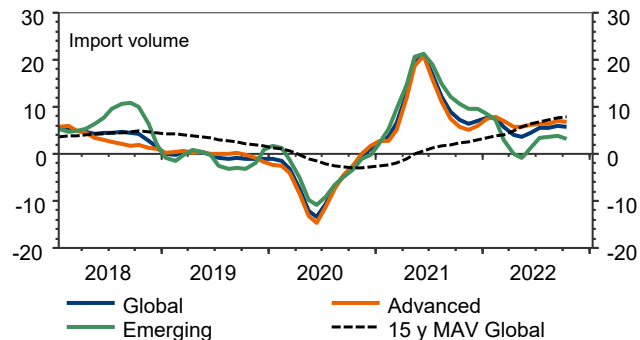
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



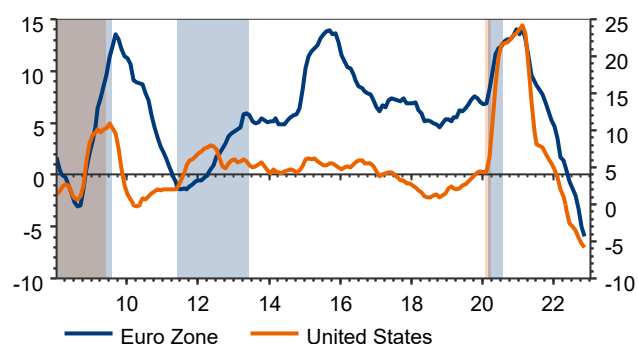
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



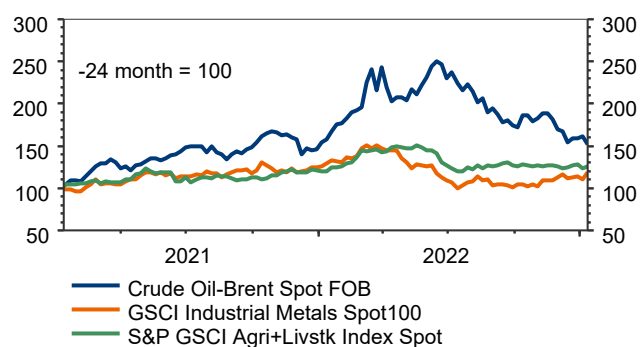
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

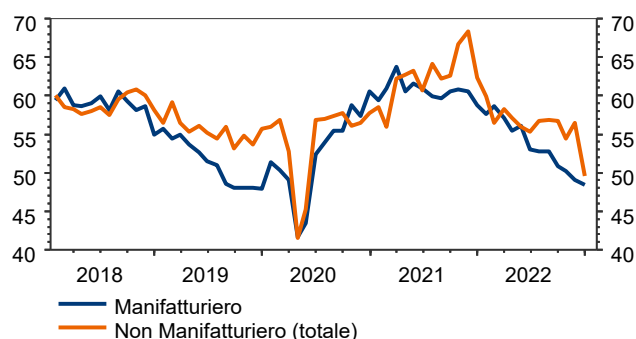
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

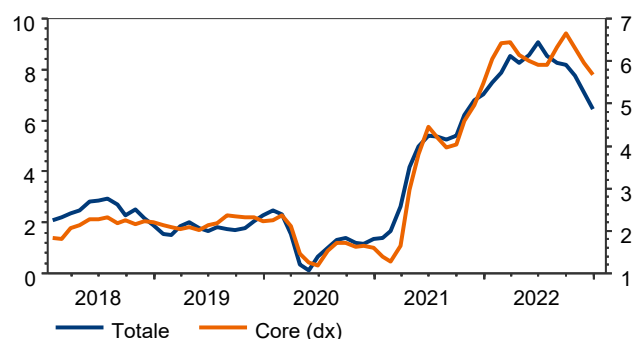
Stati Uniti

Indagini ISM



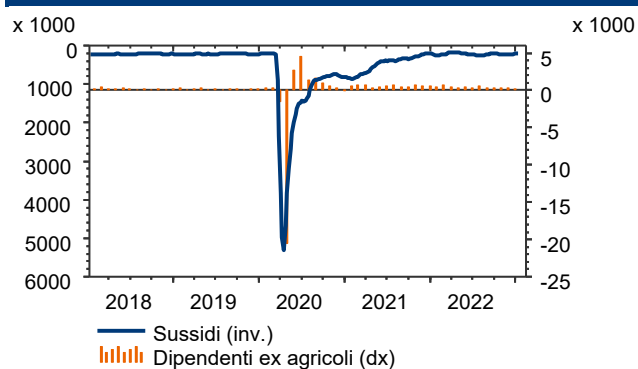
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



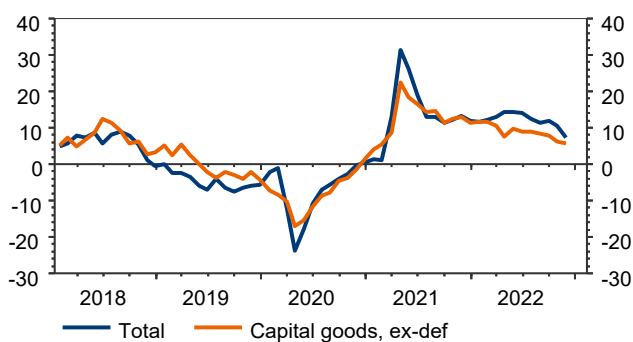
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

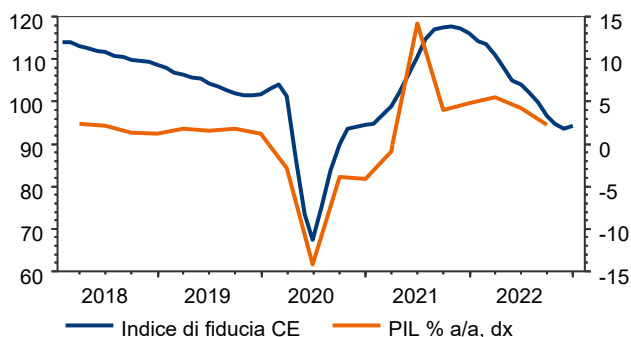
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023						
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	2.0	0.3	5.7	3.7	1.8	1.9	0.6	1.2	0.9	-0.2	
- trim./trim. annualizzato				7.0	-1.6	-0.6	3.2	1.5	0.5	-1.4	-1.5	
Consumi privati	8.3	2.8	0.5	3.1	1.3	2.0	2.3	2.1	0.5	-1.1	-1.8	
IFL - privati non residenziali	6.4	3.9	1.7	1.1	7.9	0.1	6.2	4.2	1.5	-1.2	-0.2	
IFL - privati residenziali	10.7	-10.1	-12.3	-1.1	-3.1	-17.8	-27.1	-17.5	-7.2	-6.5	-6.0	
Consumi e inv. pubblici	0.6	-0.8	1.2	-1.0	-2.3	-1.6	3.7	0.9	1.0	1.1	1.1	
Esportazioni	6.1	7.7	5.3	23.5	-4.6	13.8	14.6	4.8	4.1	2.5	0.9	
Importazioni	14.1	8.8	1.8	18.6	18.4	2.2	-7.3	5.5	3.5	2.8	0.6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.6	-0.2	5.0	0.3	-2.1	-1.4	0.4	0.2	-0.2	-0.2	
Pariti correnti (% PIL)	-3.6	-3.8	-3.8									
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.7	-4.1	-5.1									
Debito pubblico (% PIL)	148.7	145.1	146.0									
CPI (a/a)	4.7	8.0	3.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.2	3.2	2.5	
Produzione Industriale	4.9	4.1	-1.8	1.2	1.2	1.2	0.4	0.1	-0.3	-1.8	-1.4	
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.2	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.8	4.1	4.4	

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

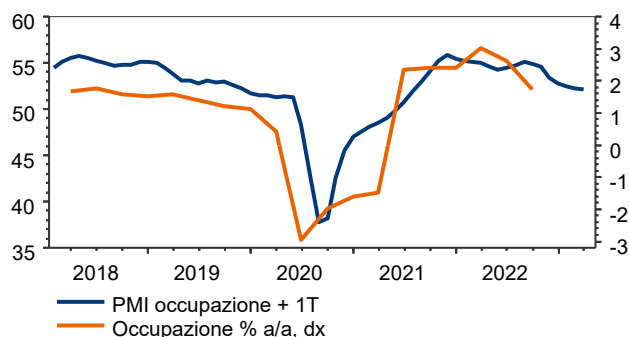
Area euro

PIL



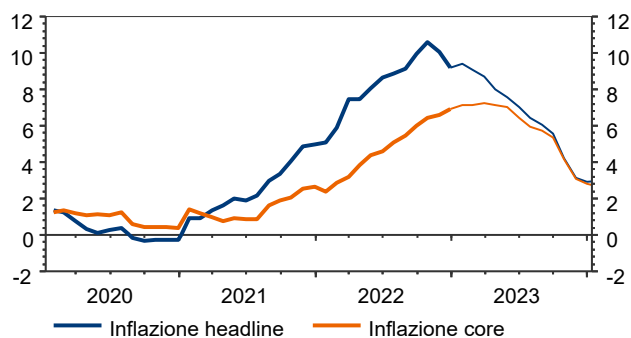
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	9.4
febbraio	0.9	5.9	9.1
marzo	1.3	7.4	8.7
aprile	1.6	7.4	8.0
maggio	2.0	8.1	7.5
giugno	1.9	8.6	7.0
luglio	2.2	8.9	6.4
agosto	3.0	9.1	6.0
settembre	3.4	9.9	5.5
ottobre	4.1	10.6	4.2
novembre	4.9	10.1	3.2
dicembre	5.0	9.2	2.9

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2023	2023	2023	2023	2023
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.4	0.3	4.8	5.5	4.2	2.3	1.6	0.6	0.0	0.1
- t/t				0.5	0.6	0.8	0.3	-0.1	-0.4	0.2	0.4
Consumi privati	3.7	4.0	-0.1	-0.1	0.0	1.0	0.9	-0.7	-0.8	0.2	0.6
Investimenti fissi	3.7	4.5	3.1	3.4	-0.7	0.9	3.6	0.3	0.1	0.4	0.5
Consumi pubblici	4.3	1.2	1.0	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.5	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	10.4	7.2	1.6	2.6	1.4	1.7	1.7	-0.1	0.0	0.1	0.3
Importazioni	8.2	8.5	3.3	4.7	-0.7	2.2	4.3	0.1	0.1	0.2	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.4	0.2	0.7	-0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.4	-0.6	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	6.4	4.6	6.1	8.0	9.3	10.0	9.1	7.5	6.0
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.8	0.2	0.2	-0.3	0.4	1.7	1.2	-0.2	0.0	0.2
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	7.1	6.9	6.7	6.6	6.5	6.7	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.34	3.30	-0.57	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.60	3.38	3.63

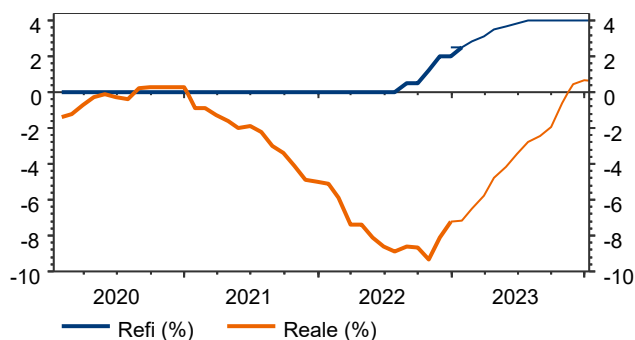
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	12/1	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	2.50	3.50	4.00	4.00	4.00
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	1.92	2.70	3.39	3.52	3.51
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	2.29	2.95	3.54	3.61	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

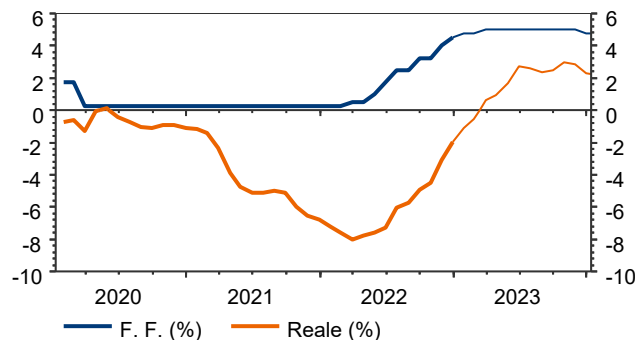


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	12/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	4.50	5.00	5.00	5.00	4.75
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	4.64	5.05	5.09	5.11	4.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

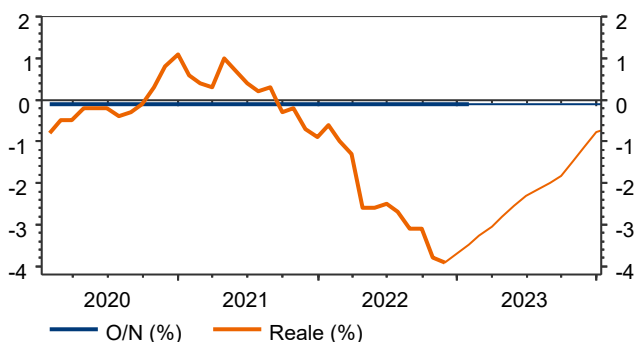


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

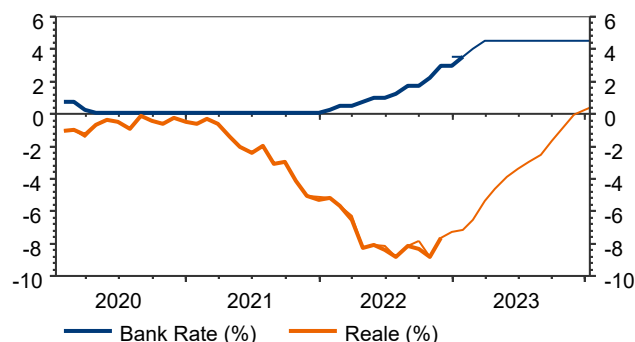


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	12/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	3.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	3.97	4.60	4.50	4.50	4.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	13/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.15	1.01	0.97	1.05	1.0841	1.10	1.12	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	104	114	137	147	135	128.45	126	122	120	118	116
GBP/USD	1.36	1.37	1.19	1.12	1.24	1.2230	1.24	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.08	1.05	0.98	0.97	0.99	1.0053	1.01	1.03	1.05	1.06	1.08
EUR/JPY	126	131	138	143	145	139.27	139	137	136	135	134
EUR/GBP	0.89	0.84	0.84	0.87	0.86	0.8864	0.89	0.89	0.90	0.90	0.90

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 15a-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