

Weekly Economic Monitor

Il punto

Stati Uniti – Quanto è caldo il mercato del lavoro? L'eccesso di domanda di lavoro è diventato ufficialmente la bussola della politica monetaria. Integrando le informazioni standard con altre misure più affidabili in fase di svolta ciclica, la riduzione degli squilibri appare già ben avviata.

In **Eurozona** la recessione attesa tra fine 2022 e inizio 2023 non dovrebbe risultare, secondo il nostro scenario centrale, tale da generare un significativo incremento del tasso di disoccupazione e frenare la ripresa dei salari. La crescita del costo del lavoro è attesa rimanere sotto l'inflazione ma con rischi verso l'alto.

I market mover della settimana

In **area euro**, la prossima settimana, verranno pubblicate le indagini sul morale di famiglie e imprese di gennaio in Germania, Francia e Italia, nonché i PMI flash, che dovrebbero beneficiare del calo dei prezzi energetici e confermare il ridimensionamento dei rischi al ribasso sullo scenario a cavallo d'anno. In calendario anche la stima preliminare del PIL spagnolo nel 4° trimestre, che prevediamo stagnante.

Negli **Stati Uniti**, i dati della settimana non dovrebbero modificare il quadro di crescita ancora positiva a fine 2022, ma in rallentamento. La prima stima del PIL del 4° trimestre dovrebbe registrare espansione, ma più modesta rispetto all'estate. I PMI di gennaio dovrebbero restare in territorio recessivo, sia nel manifatturiero sia nei servizi, con indicazioni di costante riduzione delle pressioni sui prezzi. Per dicembre, le vendite di case nuove sono attese ancora in calo mentre gli ordini di beni durevoli dovrebbero rimbalzare dopo il calo di novembre. La spesa personale è prevista in calo sia in termini nominali sia in termini reali, e il reddito personale dovrebbe essere in modesto rialzo. Il deflatore dei consumi core di dicembre dovrebbe confermare l'aumento di 0,3% m/m e il rallentamento del trend inflazionistico.

20 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

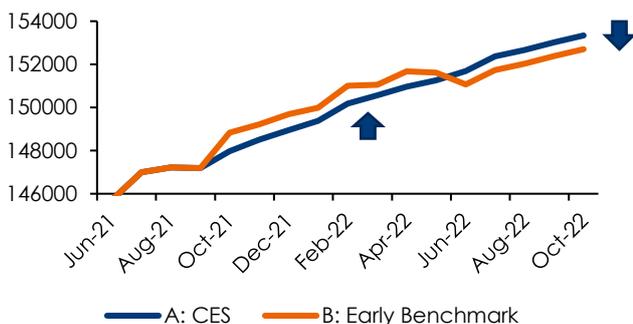
Il punto

Stati Uniti – Quanto è caldo il mercato del lavoro? L'eccesso di domanda di lavoro è diventato ufficialmente la bussola della politica monetaria. Integrando le informazioni standard con altre misure più affidabili in fase di svolta ciclica, la riduzione degli squilibri appare già ben avviata.

- La Fed ha indicato due criteri-guida per il sentiero dei tassi nel 2023: la riduzione delle pressioni sul mercato del lavoro e il rallentamento “convincente” dell’inflazione dei servizi core ex-abitazione. Il secondo criterio è in gran parte un derivato del primo, dato che i salari dei servizi ex-abitazione sono la principale determinante dei prezzi in tali comparti.
- Lo stato del mercato del lavoro non è misurabile con un singolo indicatore ma, secondo la Fed, riflette valutazioni di un ampio insieme di indicatori relativi alla domanda e all’offerta. La mancata ripresa della partecipazione delle coorti più anziane è ormai un fenomeno strutturale della fase post-pandemica. Pertanto, l’attenzione è focalizzata sull’**evoluzione della domanda di lavoro e sull’andamento dei salari**, che riflettono l’entità degli squilibri sul mercato e rispondono con ritardi “lungi e variabili” ai rialzi dei tassi. I principali indicatori perdono la loro affidabilità nelle fasi di svolta ciclica, in particolare i **nonfarm payroll e i salari orari**.
- Il **mercato del lavoro appare ancora sotto pressione**, come evidenziato da tutti i principali indicatori: dinamica occupazionale elevata, tasso di disoccupazione sempre sotto il livello di più lungo termine, posizioni aperte su livelli record, salari in forte crescita. Negli ultimi mesi sono comparse indicazioni preliminari di svolta, ma permangono segnali di persistente squilibrio fra domanda e offerta, coerenti con una possibile spirale salari/prezzi, che vengono citati regolarmente dalla Fed per giustificare il proseguimento dei rialzi e il mantenimento di una stance hawkish.
 - La rapidità con cui il BLS pubblica i dati sugli occupati rilevati con l’Establishment Survey è ottenuta grazie a due elementi: 1) i dati sono raccolti su un campione pari a solo il 6% delle imprese totali e 2) la situazione di “vita o morte” delle imprese è stimata con un modello che prevede quante continuano a operare. **Nelle fasi di svolta ciclica, i dati tempestivi dei nonfarm payroll sottostimano ampiamente i dati definitivi dei benchmark rivisti su base annuale**. La discrepanza fra le prime stime dei NFP e quelle definitive è generalmente modesta nel corso del ciclo economico, ma si amplia, con un bias unilaterale, nelle fasi di svolta ciclica per via della sovrapposizione di una stima delle imprese attive ottenuta con un modello alla stima basata su una raccolta di dati da un campione.
 - La Philadelphia Fed ha da poco iniziato a pubblicare un aggiornamento trimestrale dei dati dei nonfarm payroll integrato con stime a livello statale sul 95% delle imprese attive. In base a questi nuovi benchmark preliminari, l’occupazione appare essere circa stagnante nel 3° trimestre, contro stime di crescita di circa 1 mln di nonfarm payroll. La revisione definitiva dei payroll arriverà a marzo 2024. I dati disponibili ora appaiono non affidabili.
- Altre misure di domanda di lavoro e andamento delle retribuzioni restituiscono una **“temperatura” del mercato del lavoro meno calda** rispetto a quanto emerge dai dati tradizionali, come mostrato da indici più tempestivi rispetto, per esempio, a quello delle posizioni aperte rilevate dalla Job Openings and Labor Turnover Survey e dall’Atlanta Wage Tracker (v. figure).
- **In conclusione**, unendo le informazioni derivanti dalle stime della Philadelphia Fed, dall’occupazione rilevata dall’indagine presso le famiglie, dal trend delle posizioni aperte, dall’andamento delle misure anticipatrici della crescita salariale, si conclude che **la domanda di lavoro è probabilmente meno solida rispetto a quanto appaia dai NFP e potrebbe essere già coerente con un ritorno dell’inflazione verso il 2% nel 2024**. Considerando anche le indicazioni negative delle indagini e il forte calo del risparmio delle famiglie, l’economia americana appare indirizzata verso una probabile recessione che prevediamo

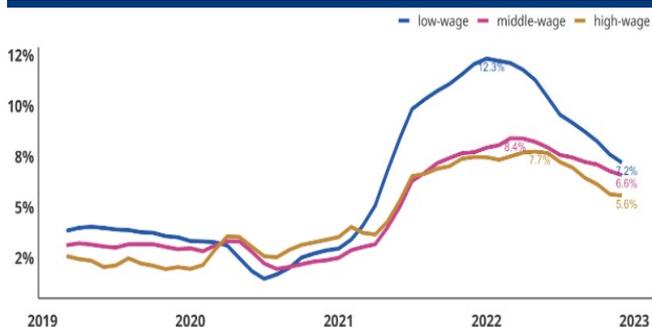
possa iniziare nel secondo trimestre ed essere relativamente moderata. Il quadro appare coerente, a nostro avviso, con la previsione di **un rialzo dei tassi di 25pb sia a febbraio, sia a marzo, e di un punto di arrivo dei fed funds al 5%.**

La crescita occupazionale (linea blu) appare relativamente costante per gran parte del 2022, ma la realtà, dopo le revisioni, sarà diversa: molta più crescita a inizio anno, stagnazione dopo la primavera (linea arancione)



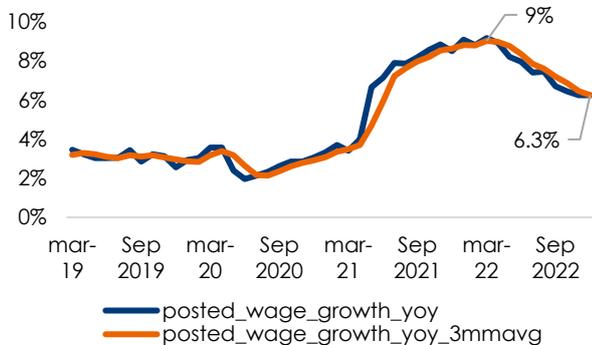
Nota: occupazione totale, dati in migliaia. La Federal Reserve Bank of Philadelphia produce stime trimestrali di "early benchmark" dell'occupazione statale mensile per tutti gli Stati e D.C., incorporando le stime occupazionali più complete e accurate rilasciate dal Censimento trimestrale dell'occupazione e dei salari (QCEW) del BLS, a integrazione dei dati campionari del Current Employment Statistics (CES) del BLS, che vengono pubblicati mensilmente e temporaneamente. Nei due anni successivi, i dati del CES vengono rivisti con una metodologia simile. Fonte: BLS, Philadelphia Fed

La dinamica salariale rimane elevata, ma sta rallentando rapidamente dai picchi del 2022: l'Indeed Wage Tracker rileva le retribuzioni offerte per nuove posizioni ed è un indicatore anticipatore del trend salariale complessivo



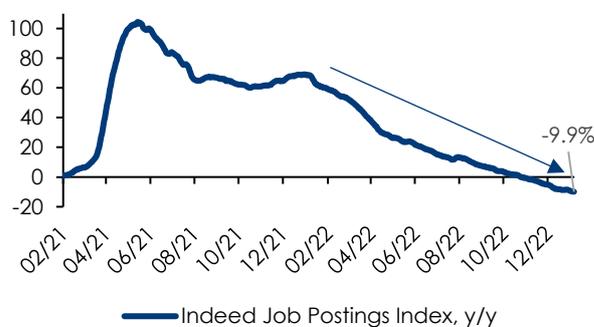
Nota: l'Indeed Wage Tracker è un indicatore della crescita delle retribuzioni basato sui salari e gli stipendi pubblicati negli annunci di lavoro di Indeed. I settori con salari più bassi continuano a registrare un calo della crescita salariale più marcato rispetto agli altri settori, ma stanno rallentando più velocemente. La crescita complessiva dei salari è diminuita di 0,2 punti percentuali da novembre a dicembre, ma è scesa di 0,4 punti percentuali per le categorie con salari più bassi. A fronte di un calo di 0,2 punti percentuali per le categorie con salario medio e di stagnazione per il gruppo con salari elevati. Fonte: Indeed

La dinamica salariale è sempre elevata, ma sta rallentando rapidamente in tutti i settori



Fonte: Indeed

La riduzione delle posizioni aperte è iniziata con la svolta della politica monetaria e prosegue a ritmi serrati



Fonte: Indeed

In **Eurozona** la recessione attesa tra fine 2022 e inizio 2023 non dovrebbe risultare, secondo il nostro scenario centrale, tale da generare un significativo incremento del tasso di disoccupazione e frenare la ripresa dei salari. La crescita del costo del lavoro è attesa rimanere sotto l'inflazione ma con rischi verso l'alto.

■ **Nonostante il rallentamento ciclico in corso, per il momento il mercato del lavoro in area euro rimane solido**, con un tasso di disoccupazione sui minimi dall'introduzione della moneta unica. Le indagini congiunturali, seppur coerenti con un rallentamento delle assunzioni, non segnalano ancora una riduzione degli organici (Fig. 1).

■ Anche tenendo conto dell'usuale ritardo con cui l'attività economica si trasmette al mercato del lavoro **è probabile che l'aumento della disoccupazione nel corso del 2023 possa risultare complessivamente contenuto**. Partendo dalla relazione nota come legge di Okun abbiamo sviluppato un semplice modello previsivo per il tasso di disoccupazione sulla base della

crescita del PIL¹. I risultati evidenziano come nel nostro scenario centrale, con una recessione complessivamente moderata tra fine 2022 e inizio 2023 (stimiamo un calo cumulato del PIL di circa il -0,5% nei due trimestri) e una graduale ripresa a partire dalla prossima primavera, **il tasso di disoccupazione potrebbe toccare un picco intorno al 6,8% nei due trimestri centrali del 2023** prima di tornare a calare fino a toccare il 6,6% nel corso del 2024 (Fig. 2).

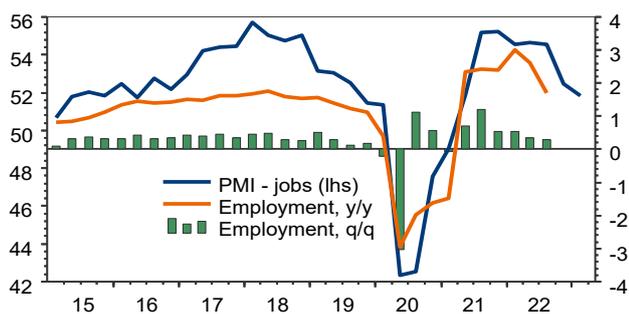
- Le nostre previsioni dipendono da ipotesi di recessione nel semestre a cavallo d'anno più favorevoli rispetto al consenso. I più recenti sviluppi sul fronte energetico, nonché i dati reali e le indagini di fiducia, sembrano effettivamente suggerire la presenza di rischi al rialzo, almeno fino a metà anno. Inoltre, **sussistono ulteriori fattori che ci fanno propendere per uno scenario sul mercato del lavoro complessivamente positivo.**
- In particolare, un numero ancora elevato di **posizioni vacanti** sembra confermare la presenza di domanda in eccesso, soprattutto in alcuni settori, come riportato anche dalle indagini di fiducia, che potrebbe limitare l'incremento del tasso di disoccupazione². A partire dall'estate la crescita degli annunci di lavoro ha iniziato a rallentare (Fig. 3) mentre il leggero calo del tasso di posizioni vacanti si è associato ad un'ulteriore diminuzione del tasso di disoccupazione. Tale dinamica suggerisce l'assenza di significative inefficienze nell'incrocio tra la domanda e l'offerta che permetterebbe **l'aggiustamento del mercato del lavoro lungo la curva di Beveridge, attraverso una chiusura delle posizioni vacanti a fronte di un impatto più contenuto sul numero di occupati** (Fig. 4).
- **Il nostro scenario resta quindi coerente con una moderata accelerazione del costo del lavoro nei prossimi trimestri.** Secondo le nostre stime, **la crescita dei salari per occupato**, misurata in base alla retribuzione dei lavoratori dipendenti, **dovrebbe accelerare dal 4,5% nel 2022 al 4,9% nel 2023**, prima di decelerare al 4,2% nel 2024 e al 3,5% nel 2025, ritmi di poco inferiori alle previsioni della BCE. Al momento, infatti, i dati non mostrano segnali di eccessivo surriscaldamento sul fronte salariale. Anche prendendo in considerazione diverse misure relative al costo del lavoro, il ritmo di crescita tendenziale non si allontana dalla media storica (Fig. 5).
- **L'incertezza rimane comunque elevata e i rischi sulla nostra previsione sono probabilmente verso l'alto ma, al momento, non vediamo pericolosi effetti di seconda battuta tali da generare un significativo surriscaldamento delle pressioni inflattive:**
 - Riteniamo che **sarà il tentativo di recupero di potere d'acquisto a guidare le retribuzioni** e innescare aumenti più cospicui dei salari nominali nei prossimi anni. Una parte degli aumenti sarà una tantum per cui ci aspettiamo un wage-drift positivo fino al 2025. In Germania, dove la situazione nel mercato del lavoro è più calda che altrove, IG Metal ha raggiunto un accordo per un aumento delle retribuzioni metalmeccaniche di 5,2% da giugno 2023 e 3,3% da maggio 2024, mentre l'industria elettrotecnica vedrà crescere i salari del 6%. Non escludiamo nuovi incrementi del salario minimo, già cresciuto in molti dei Paesi dell'area (in Germania è salito del 25%), che però contribuirebbe in maniera complessivamente modesta alla crescita generale delle retribuzioni.
 - **Salari nominali più alti nei prossimi anni**, soprattutto dopo che la forte inflazione ha eroso in misura significativa i redditi reali, **sono probabili ma ciò non dovrebbe necessariamente tradursi in un aumento dei prezzi** qualora le imprese decidessero di ridurre i propri margini anziché trasferire i maggiori costi ai consumatori finali. In questo caso, la crescita dei salari reali potrebbe portare ad un aumento dell'inflazione solo marginale. Tuttavia, sviluppi così virtuosi appaiono meno probabili nei settori meno esposti alla concorrenza estera, come i servizi, dove il calo dell'inflazione potrebbe risultarne frenato.

¹ $dU_t = \alpha + \beta dU_{t-1} + \sum_{i=0}^n \gamma_i GDP_{t-1i} + \varepsilon_t$

² Hüfner, F. and C. Klein (2012), "The German Labour Market: Preparing for the Future", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 983, OECD Publishing, Paris

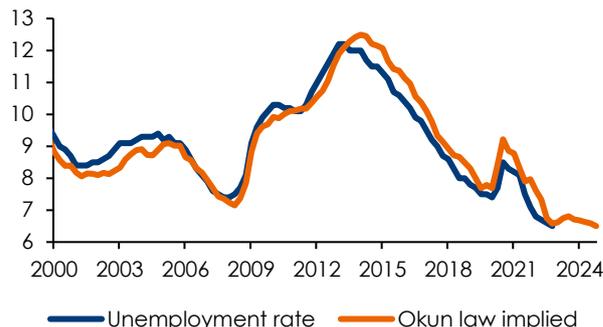
□ La fiammata inflazionistica potrebbe influenzare la formazione delle aspettative di famiglie e imprese, mentre un mercato del lavoro ancora in buona salute dovrebbe incrementare il potere contrattuale di lavoratori e sindacati. Tuttavia, la probabilità di spirale salari-prezzi rimane bassa: sebbene le aspettative a breve termine tendano a fluttuare, quelle di medio termine sono più stabili; inoltre, gran parte delle contrattazioni avviene sulla base di indici di inflazione al netto delle componenti più volatili, attesi anch'essi in calo nel corso del 2023.

Fig. 1 - La crescita degli occupati sta rallentando ma non sembra essersi ancora interrotta



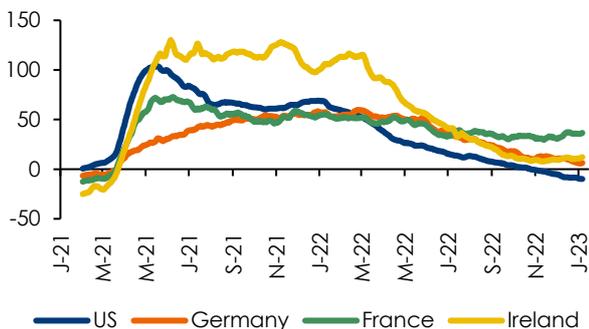
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Fig. 2 - La recessione attesa è coerente con un aumento solo contenuto del tasso di disoccupazione



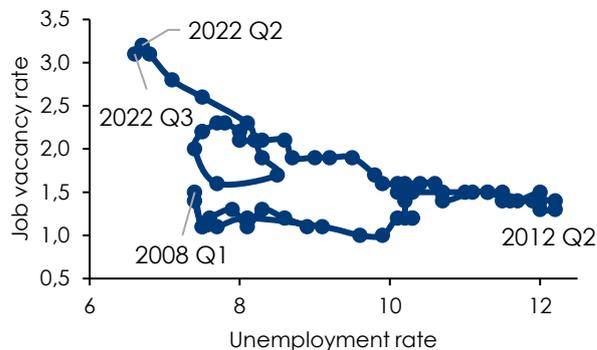
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Fig. 3 - A differenza degli Stati Uniti, in area euro la crescita degli annunci di lavoro sta rallentando ma resta in crescita



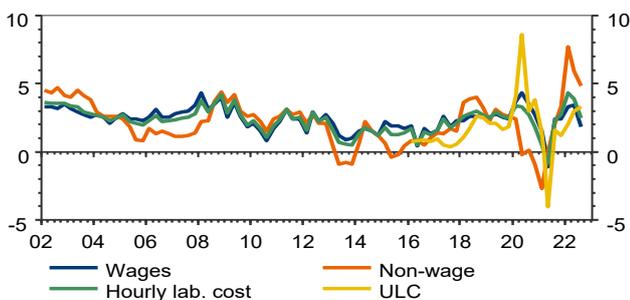
Nota: var % a/a Fonte: Intesa Sanpaolo, Indeed Hiring Lab

Fig. 4 - L'aggiustamento potrebbe avvenire attraverso una riduzione delle posizioni vacanti



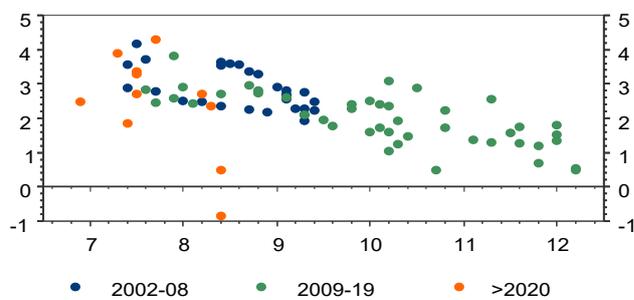
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Fig. 5 - La dinamica salariale non tiene il passo dell'inflazione, ma è in accelerazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

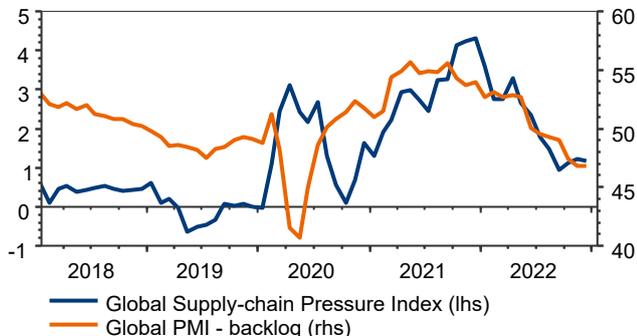
Fig. 6 - Salari vs. tasso di disoccupazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

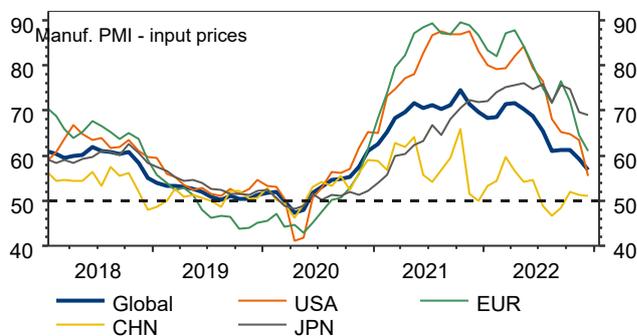
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



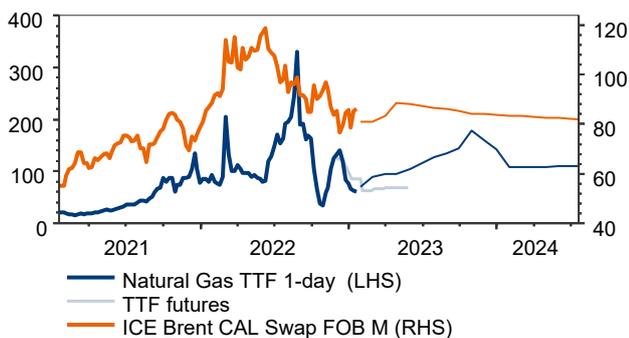
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



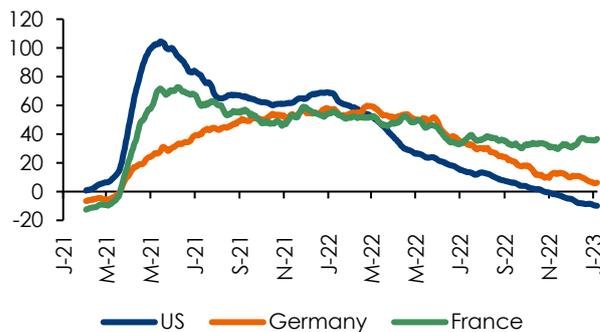
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



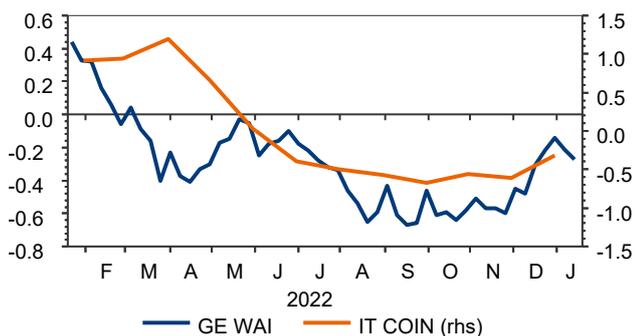
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % a/a)



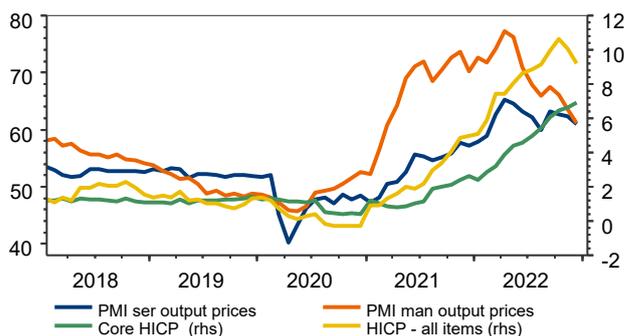
Fonte: Indeed Hiring Lab

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

In **area euro**, la prossima settimana, verranno pubblicate le indagini sul morale di famiglie e imprese di gennaio in Germania, Francia e Italia, nonché i PMI flash, che dovrebbero beneficiare del calo dei prezzi energetici e confermare il ridimensionamento dei rischi al ribasso sullo scenario a cavallo d'anno. In calendario anche la stima preliminare del PIL spagnolo nel 4° trimestre, che prevediamo stagnante.

Negli **Stati Uniti**, i dati della settimana non dovrebbero modificare il quadro di crescita ancora positiva a fine 2022, ma in rallentamento. La prima stima del PIL del 4° trimestre dovrebbe registrare espansione, ma più modesta rispetto all'estate. I PMI di gennaio dovrebbero restare in territorio recessivo, sia nel manifatturiero sia nei servizi, con indicazioni di costante riduzione delle pressioni sui prezzi. Per dicembre, le vendite di case nuove sono attese ancora in calo mentre gli ordini di beni durevoli dovrebbero rimbalzare dopo il calo di novembre. La spesa personale è prevista in calo sia in termini nominali sia in termini reali, e il reddito personale dovrebbe essere in modesto rialzo. Il deflatore dei consumi core di dicembre dovrebbe confermare l'aumento di 0,3% m/m e il rallentamento del trend inflazionistico.

Lunedì 23 gennaio

Area euro

■ **Area euro.** La stima flash di gennaio dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è attesa registrare il terzo miglioramento consecutivo, in scia al calo dei prezzi dell'energia. Prevediamo un incremento a -21,2 da un precedente -22,2 che lascerebbe comunque l'indice al di sotto della media storica e ancora coerente con una contrazione delle spese private tra fine 2022 e inizio 2023.

Martedì 24 gennaio

Area euro

■ **Area euro.** I **PMI flash** di gennaio dovrebbero confermare la riduzione dei rischi sullo scenario tra fine 2022 e inizio 2023. Dopo il minimo toccato ad ottobre il calo dei prezzi del gas e la minore incertezza circa le forniture ha favorito un miglioramento del morale **manifatturiero** che riteniamo sia destinato a proseguire anche a gennaio, a 48,2 da un precedente 47,8. Il **PMI servizi** dovrebbe invece tornare sulla soglia d'invarianza da 49,8 di dicembre. Il **PMI composito** dovrebbe quindi salire a 49,5 da un precedente 49,3.

■ **Francia.** L'**indice INSEE di fiducia manifatturiera** di gennaio dovrebbe salire a 102 da 101 in scia al calo dei prezzi dell'energia e al deciso miglioramento delle strozzature lungo le filiere di approvvigionamento. Ci attendiamo, tuttavia, che l'industria rimanga debole nella prima parte dell'anno prima di una ripresa attesa a partire dal 2° semestre. L'indice composito di fiducia delle imprese dovrebbe riportare una crescita a 104 da 102.

Stati Uniti

■ Il **PMI manifatturiero flash** di gennaio è atteso a 46,5 da 46,2 di dicembre, con previsioni di ordini deboli e segnali di ulteriore riduzione delle pressioni sui prezzi. Un quadro simile dovrebbe essere riportato dall'indagine dei **servizi**, con l'indice di attività poco variato a 45 da 44,7 di dicembre.

Mercoledì 25 gennaio

Area euro

■ **Germania.** Le indagini **IFO** di gennaio dovrebbero confermare uno scenario meno negativo rispetto a qualche mese fa. Il recupero dovrebbe riguardare principalmente le aspettative (a 87,4 da 83,2); più limitati dovrebbero essere i progressi per la situazione corrente (a 95,3 da 94,4 di dicembre). L'indice sintetico è atteso quindi salire per il quarto mese, a 91,2 da 88,6 precedente.

Giovedì 26 gennaio**Area euro**

■ **Italia.** Le indagini di **fiducia di famiglie e imprese** di gennaio potrebbero registrare un recupero del morale manifatturiero dopo il calo di fine 2022 a fronte di una correzione tra i consumatori. Nella **manifattura** vediamo un rimbalzo a 101,9 da 101,4 guidato dal calo dei prezzi del gas, in un contesto di domanda che rimane però in rallentamento. Dopo aver toccato un minimo in ottobre, il morale dei **consumatori** ha beneficiato del ridimensionamento delle aspettative d'inflazione ma a gennaio potrebbe risentire della fine del taglio delle accise sui carburanti: prevediamo una correzione a 102,3 dopo il balzo a 102,5 registrato a dicembre. Nel complesso, le indagini dovrebbero rimanere al di sotto della media storica, su livelli ancora coerenti con una contrazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023.

Stati Uniti

- La stima advance del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe mostrare una variazione di 2,5% t/t ann., dopo 3,2% t/t ann. dell'estate, con un modesto rallentamento dei consumi, investimenti fissi non residenziali ancora in espansione e persistente ampia contrazione degli investimenti residenziali. Le scorte dovrebbero contribuire positivamente alla crescita complessiva.
- Gli **ordini di beni durevoli** di dicembre (prel.) sono attesi in rialzo di 2,5% m/m dopo -2,1% m/m di novembre.
- Le **vendite di case nuove** a dicembre sono previste in ulteriore calo, a 600 mila da 640 mila di novembre. Fra maggio e novembre 2022 le vendite hanno oscillato in un intervallo compreso fra 540 e 640 mila, mentre altri indicatori, come la fiducia dei costruttori di case e le domande di nuovi mutui per l'acquisto, si sono mantenuti su trend ininterrotti verso il basso, con indicazioni ancora negative per il settore.

Venerdì 27 gennaio**Area euro**

- **Francia.** La **fiducia dei consumatori** è attesa in moderato miglioramento a gennaio, a 83 da un precedente 82, ancora su livelli inferiori alla media di lungo periodo. Un contributo positivo al morale delle famiglie dovrebbe giungere da un miglioramento dell'inflazione percepita, sia corrente che attesa, a fronte di un possibile deterioramento sulle prospettive di occupazione.
- **Spagna.** Prevediamo una stagnazione del **PIL** nel 4° trimestre 2022, frenata perlopiù dalla spesa privata. Se confermata, nel 2022 la Spagna riporterebbe una crescita in media annua pari al 5,2%, la maggiore tra le principali economie dell'area euro, consegnando un'eredità statistica positiva per il 2023 pari a +0,5%. La discesa dell'inflazione riduce i rischi al ribasso sullo scenario a inizio 2023.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a dicembre dovrebbe essere in calo di -0,2% m/m, dopo 0,1% m/m a novembre. Le vendite al dettaglio hanno confermato il crollo nel comparto auto e mostrato debolezza diffusa, con l'eccezione della ristorazione. Il **reddito personale** è previsto in rialzo di 0,2% m/m, dopo 0,4% m/m, sulla scia del rallentamento dell'occupazione e della dinamica salariale. Il deflatore dei consumi è previsto stabile su base mensile, con la variazione annua a 5%. L'indice core dovrebbe aumentare di 0,3% m/m (4,5% a/a). La previsione per gennaio è di possibile riaccelerazione della variazione mensile, a 0,4% m/m, che però non dovrebbe intaccare il trend in calo su base annua (4,3% a/a).
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a gennaio (finale) dovrebbe correggere da 64,6 della lettura preliminare a 61,5, alla luce delle indicazioni di ritracciamento del Tippi Economic Optimism Index di gennaio e della stabilizzazione del prezzo della benzina.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (23 – 27 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 23/1	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	gen	-22.2		-21.2
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		dic	-1.0	%	-0.7
Mar 24/1	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		gen	48.9		
	08:00	GER	Fiducia consumatori		feb	-37.8		-33.0
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	gen	101.0		101
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	gen	49.5		49.9
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	gen	49.2		49.7
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	gen	49.2		49.7
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	gen	47.1		47.8
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	gen	49.8		50.2
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	gen	49.3		49.8
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	gen	47.8		48.5
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	gen	49.9		49.9
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	gen	45.3		45.7
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	gen	44.7		
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	gen	46.2		45.0
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		gen	45.0		46.5
Mer 25/1	09:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		dic	2.0	Mld €	
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		gen	94.4		95.0
	10:00	GER	IFO (attese)		gen	83.2		85.0
	10:00	GER	IFO	**	gen	88.6		90.1
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		gen	-13.6		
Gio 26/1	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	gen	101.4		101.9
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		gen	102.5		102.3
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	dic	-2.1	%	2.5
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	dic	0.1	%	0.6
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		dic	-83.3	Mld \$	
	14:30	USA	PII t/t ann. advance		T4	3.2	%	2.8
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	190	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.647	Mln	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	dic	0.640	Mln	0.618
Ven 27/1	08:45	FRA	Fiducia consumatori		gen	82.0		83
	09:00	SPA	PII t/t prelim	**	T4	0.1	%	0.1
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		nov	-0.8	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		nov	12.5	%	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	dic	4.8	%	4.6
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	dic	4.7	%	4.6
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	dic	5.5	%	5.0
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	dic	0.2	%	0.2
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	dic	0.1	%	-0.1
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		dic	0.4	%	0.2
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		gen	64.6		64.6
						prel		61.5

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

Calendario degli eventi (23 – 27 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 23/1	00:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di dicembre
	15:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
	17:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
	18:45	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Mar 24/1	09:10	EUR	Discorso di Knot (BCE)
Gio 26/1	00:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di gennaio

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	gen	-11.20		-9.00	-32.9
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	dic	0.2 (0.4)	%	0.1	0.1
PPI m/m	dic	0.2 (0.3)	%	-0.1	-0.5
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	dic	-0.6 (-0.2)	%	-0.4	-1.1
Vendite al dettaglio m/m	dic	-1.0 (-0.6)	%	-0.8	-1.1
Produzione industriale m/m	dic	-0.6 (-0.2)	%	-0.1	-0.7
Impiego capacità produttiva	dic	79.4 (79.7)	%	79.6	78.8
Scorte delle imprese m/m	nov	+0.2 (0.3)	%	0.4	+0.4
Indice Mercato Immobiliare NAHB	gen	31		31	35
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	nov	67.8	Mld \$		+171.5
Richieste di sussidio	settim	205	x1000	214	190
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.630 (1.634)	Mln	1.660	1.647
Indice Philadelphia Fed	gen	-13.7 (-13.8)		-11.0	-8.9
Licenze edilizie	dic	1.351	Mln	1.370	1.330
Nuovi cantieri residenziali	dic	1.401 (1.427)	Mln	1.359	1.382
Vendite di case esistenti (mln ann.)	dic	4.09	Mln	3.96	

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

L'indice **Empire della NY Fed** di gennaio è sceso a -32,9 da -11,2, con indicazioni di crescente debolezza, confermata da ampie flessioni di ordini, consegne, ordini inevasi, ore lavorate e occupati. Anche gli indici di prezzo proseguono sul trend verso il basso. Gli indici a sei mesi segnalano che le imprese non prevedono miglioramenti nei prossimi trimestri. L'indagine della NY Fed è tipicamente molto volatile, ma i dati di gennaio vanno letti come una conferma dei segnali recessivi diffusi alla maggior parte delle indagini presso le imprese.

Le **vendite al dettaglio** di dicembre sono calate di -1,1% m/m, e il dato di novembre è stato rivisto verso il basso a -1% m/m. A dicembre le correzioni sono diffuse a tutte le voci con solo un paio di eccezioni. Anche al netto della benzina, che ha segnato un calo di 4,6% m/m sulla scia di prezzi più bassi, le vendite sono scese di -0,8% m/m. Le auto hanno dato un contributo molto negativo, con una correzione di -1,2% m/m. L'aggregato al netto di auto e benzina è comunque molto debole (-0,7% m/m). Le uniche categorie modestamente positive sono i materiali da costruzione (che non entrano però nella definizione dei consumi del PIL) e gli articoli sportivi. Si registra anche un'ampia flessione delle vendite nella ristorazione (-0,9% m/m). I dati danno supporto alle previsioni di consumi in netto rallentamento fra fine 2022 e inizio 2023, con il risparmio in eccesso in via di esaurimento e i salari reali negativi.

Anche la **produzione industriale** di dicembre ha dato una sorpresa verso il basso, calando di -0,7% m/m, con ampie flessioni per il manifatturiero e l'estrattivo, a fronte di un rimbalzo nelle utility per il clima rigido. Il manifatturiero dà un messaggio esplicitamente recessivo, con una contrazione di -1,3% m/m, e debolezza diffusa a tutti i sotto-settori (beni durevoli -1,1% m/m, beni non durevoli -1,5% m/m).

Il **PPI** di dicembre ha registrato un calo di -0,5% m/m, contro attese di consenso per una variazione nulla. L'indice al netto di energia, alimentari e commercio è poco variato, con un rialzo di 0,1% m/m. I prezzi dei servizi rilevanti per il deflatore dei consumi hanno mostrato un significativo rimbalzo delle tariffe aeree, ma un aumento modesto per la sanità. Il rallentamento dei prezzi alla produzione dovrebbe dare ulteriore spinta alla formazione di un consenso per un rialzo di 25pb alla riunione del FOMC di febbraio.

I nuovi **cantieri** a dicembre sono calati a 1,382 mln (-1,4% m/m, -21,8% a/a). Le **licenze**, a 1,33 mln, danno indicazioni di ulteriore debolezza per l'attività di costruzione nei prossimi mesi, confermando i trend negativi in atto da inizio 2022.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 14 gennaio sono scesi ancora, a 190 mila, da 205 mila della settimana precedente, riportandosi sui livelli di ottobre e segnalando ancora condizioni di pieno impiego sul mercato del lavoro.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	nov	5.4	%	-0.9	-8.3
Produzione industriale m/m finale	nov	-0.1	%		0.2
Bilancia commerciale	dic	-2029.0	Mld ¥ JP	-1652.8	-1448.5
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	dic	3.7	%	4.0	+4.0
CPI (naz.) a/a	dic	3.8	%		+4.0

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

L'**inflazione al netto degli alimentari freschi** ha raggiunto il 4% a/a a dicembre, da 3,7% a/a di novembre, sulla scia di crescenti pressioni da energia e alimentari non freschi. La crescita dei prezzi dei beni durevoli è accelerata nel corso dell'anno, spinta dal deprezzamento dello yen, mentre per i servizi l'inflazione rimane sotto l'1% a/a. Le previsioni sono per un ulteriore rialzo dell'inflazione a gennaio, oltre il 4%, seguito da una svolta garantita dall'entrata in vigore dei sussidi per il costo dell'energia inclusi nella manovra approvata dal governo a fine anno. Questi effetti, insieme alla riduzione delle pressioni associate al cambio debole, dovrebbero portare l'inflazione sotto il 3% a marzo e verso l'1% a/a all'inizio dell'autunno, in linea con il sentiero decrescente previsto anche dalla BoJ.

Area euro

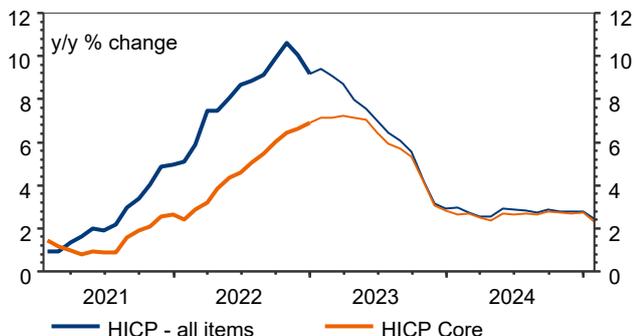
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	dic	9.2	%	9.2	9.2
EUR	CPI m/m finale	dic	-0.1	%	-0.3	-0.4
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a fin.	dic	6.9	%	6.9	6.9
GER	CPI m/m finale	dic	-0.8	%	-0.8	-0.8
GER	CPI a/a finale	dic	8.6	%	8.6	+8.6
GER	IPCA m/m finale	dic	-1.2	%	-1.2	-1.2
GER	IPCA a/a finale	dic	9.6	%	9.6	+9.6
GER	ZEW (Sit. corrente)	gen	-61.4		-58.0	-58.6
GER	ZEW (Sentiment econ.)	gen	-23.3		-15.0	16.9
GER	PPI m/m	dic	-3.9	%	-1.2	-0.4
GER	PPI a/a	dic	28.2	%	20.8	+21.6
ITA	IPCA a/a finale	dic	12.3	%	12.3	12.3
ITA	IPCA m/m finale	dic	0.2	%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	dic	0.3	%	0.3	0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	dic	11.6	%	11.6	11.6
ITA	Bilancia commerciale (totale)	nov	-2.057	{-2,-123} Mld €		+1.445
ITA	Bilancia commerciale (EU)	nov	+0.170	{0,-104} Mld €		-0.371

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

Area euro. La **seconda lettura** dei **prezzi al consumo** ha registrato un calo di -0,4 m/m (rivisto al ribasso da -0,3% della stima preliminare) a dicembre grazie all'ampia correzione dei listini energetici (-6,6% m/m, in rallentamento su base annua a 25,5% da 34,9%). L'inflazione annua è stata confermata al 9,2% da un precedente 10,1%. Le pressioni al rialzo sono ora legate alle componenti meno volatili, visto l'aumento sia degli alimentari lavorati (a 14,3% da 13,6% precedente), servizi (a 4,4% da 4,2% di novembre) e beni industriali non energetici (a 6,4% da 6,1%). Continua, quindi, il trend rialzista dell'inflazione core cresciuta al 6,9% dal 6,6% (al netto di energia ed alimentari freschi). 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 delle principali economie sino a fine anno (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

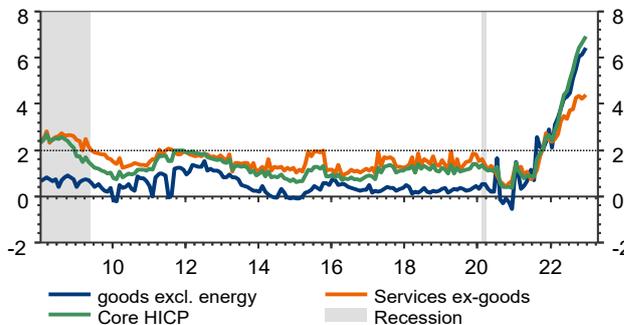
registrarsi solo nella seconda metà del 2025. In sintesi, ci aspettiamo un'inflazione generale pari in media annua al 6,4% nel 2023 e al 2,8% nel 2024. Una vera "normalizzazione" dello scenario inflattivo si avrà con ragionevole probabilità solo nel 2025.

Dinamica dei prezzi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

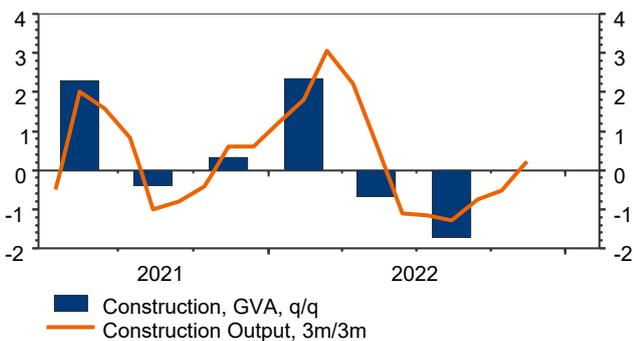
Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

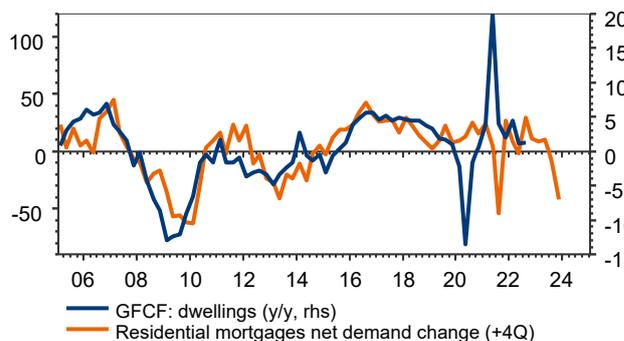
Area euro. La **produzione nelle costruzioni** è calata di -0,8% m/m a novembre dopo due mesi di espansione. Il calo è dovuto all'edilizia (-0,9% m/m), mentre l'attività nell'ingegneria civile è cresciuta per il terzo mese (+0,4% m/m). Nonostante la flessione di novembre l'output resta in rotta per un'espansione nel 4° trimestre, comunque coerente con un contributo solo marginalmente positivo alla crescita del valore aggiunto a fine 2022. Dopo una robusta ripresa post-pandemica il settore dovrebbe essere già entrato in una fase di rallentamento: le indagini settoriali restano in territorio recessivo mentre l'aumento dei tassi, il calo della domanda e i primi segnali di correzione dei prezzi immobiliari anticipano una frenata del settore nel corso del 2023.

Le costruzioni potrebbero tornare a contribuire in misura marginalmente positiva al PIL nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

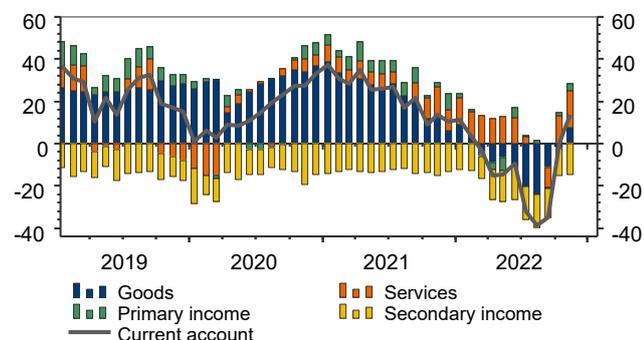
Restrizione finanziaria e calo della domanda freneranno le costruzioni nel 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

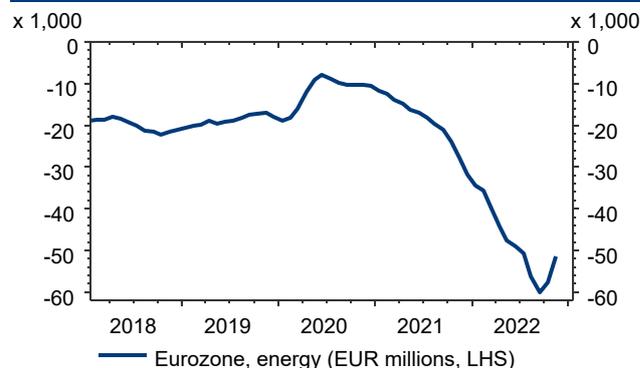
Area euro. I dati di novembre sul **saldo di partite correnti** hanno registrato un surplus per la prima volta dopo otto mesi di deficit. L'avanzo di 14 miliardi è spiegato sia dai beni (+7 miliardi) che dai servizi (18 miliardi); in surplus anche i redditi primari (3 miliardi) a fronte di un disavanzo per quelli secondari (-15 miliardi).

Il saldo di partite correnti torna in territorio positivo a novembre



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Il deficit energetico resta ampio, ma il calo di prezzi e consumi ha contribuito ad alleviare le pressioni

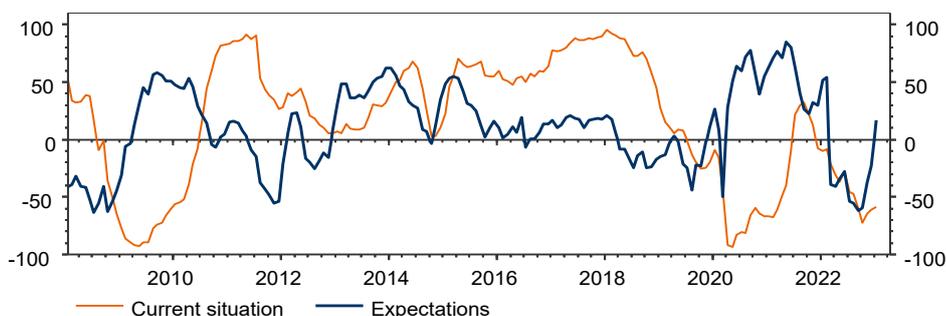


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Germania. la **stima finale** ha confermato 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. Il calo tendenziale è spiegato quasi totalmente dalla componente energia, crollata per via degli aiuti a tantum di dicembre; rallentano anche gli alimentari, mentre si assiste ad una riaccelerazione della crescita dei servizi. La variazione congiunturale è stata confermata di -1,2% sulla misura armonizzata e di -0,8% su quella nazionale. L'inflazione media annua nel 2022 è stata di 7,9% sull'indice domestico (+8,7% sull'armonizzato). L'inflazione armonizzata dovrebbe riaccelerare a inizio 2023, visto l'esaurirsi delle misure a tantum di dicembre. Il picco, tuttavia, dovrebbe essere alle spalle: l'inflazione da febbraio potrebbe intraprendere un trend discendente, la cui pendenza dipenderà da due fattori. Da un lato, vi è l'impatto delle misure di contenimento, come il cap sul prezzo del gas, a partire da marzo 2023, con copertura retroattiva di gennaio e febbraio, sino ad aprile 2024. Dall'altro lato, il mercato del lavoro rimane teso, con imprese che continuano a segnalare difficoltà nel reperire manodopera, accrescendo la probabilità di effetti di seconda battuta e, con essi, i rischi al rialzo sull'inflazione core. Ci aspettiamo una crescita dei salari effettivi poco sopra il 6% nel 2023, con un wage drift intorno al +1%, in ogni caso sotto la media annua dell'inflazione headline, attesa, al 6,2% sull'indice domestico (+6,3% sull'armonizzato). L'esaurimento delle misure governative implicherà un balzo in alto della crescita dei prezzi nel 2° trimestre 2024 e potrebbe ritardare il ritorno sotto la soglia BCE.

Germania. L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia, è migliorato per il quarto mese consecutivo a gennaio, a 16,6 da -23,3 precedente. Si tratta di un massimo dallo scoppio della guerra in Ucraina. Il recupero è dovuto soprattutto al calo dei prezzi energetici e alle misure governative anti-rincarì. Al rialzo di questo mese ha contribuito anche l'allentamento delle misure restrittive anti-Covid in Cina. L'indice sulla situazione corrente è salito in misura decisamente più contenuta, a -58,6 da -61,4.

ZEW: nuovo balzo delle aspettative a gennaio



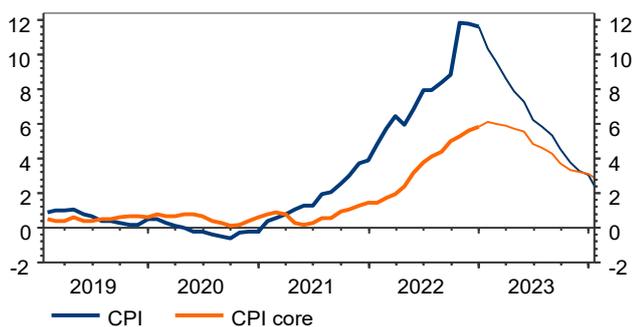
Fonte: ZEW

Germania. Il **PPI** è calato di -0,4% m/m a dicembre, in flessione per il terzo mese grazie ai minori costi energetici e alla diminuzione dei prezzi dei beni intermedi. La variazione annua decelera dunque al 21,6% da 28,2% di novembre, un livello ancora elevato ma sui minimi da novembre 2021. I dati sembrano confermare la progressiva attenuazione delle pressioni a monte delle filiere produttive, coerentemente con un rallentamento dell'inflazione nel corso del 2023.

Italia. La **seconda lettura** ha confermato che a dicembre l'**inflazione** sull'indice nazionale è scesa all'11,6% a/a dall'11,8% precedente, mentre quella armonizzata è calata al 12,3% a/a dal 12,6% di novembre. Sul mese i prezzi sono aumentati dello 0,3% sull'indice nazionale e del +0,2% sull'armonizzato. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dai prodotti energetici regolamentati (+7,8% m/m, grazie all'aumento del 23,4% m/m del prezzo del gas naturale mercato tutelato) e dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (+1,4 m/m); l'aumento ha riguardato anche gli alimentari lavorati e gli alcolici (+0,8%), mentre sono diminuiti i prezzi dei prodotti energetici non regolamentati (-3,9%) e degli alimentari freschi (-0,6%).

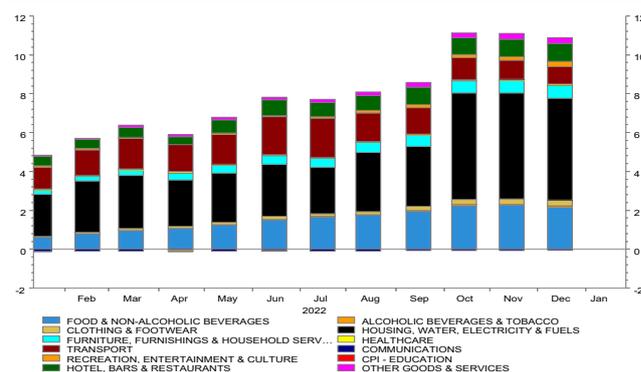
Sulla variazione tendenziale, l'energia, scesa al 64,7% a/a dal 67,6%, spiega ancora oltre il 50% dell'inflazione ed è trainata dal robusto aumento dei carburanti e delle bollette di gas ed elettricità. Tuttavia, il picco è stato toccato in ottobre e questa componente continuerà a rallentare nei prossimi mesi grazie anche alle misure calmieratrici del governo. L'inflazione core è salita al 5,8% a/a da un precedente 5,6% a/a, ma ci aspettiamo nuovi aumenti ad inizio 2023. L'accelerazione di dicembre è dovuta ai prezzi dei servizi (dal 3,8% al 4,1%), mentre gli altri beni sono passati al 5,2% dal 5%; il differenziale inflazionistico tra servizi e beni dovrebbe ridursi progressivamente quest'anno. A nostro avviso, il picco dell'inflazione potrebbe essere stato raggiunto nel 4° trimestre del 2022, ma la discesa sarà lenta. Solo da fine 2024 l'inflazione potrebbe ritornare attorno al 2%. L'indice core potrebbe toccare un picco più avanti, nel 1° trimestre, intorno al 6%, e risultare in media annua più alto nel 2023 (4,9%) che nel 2022 (3,7%). Anche la discesa successiva potrebbe essere più lenta rispetto a quella dell'indice headline. Prevediamo che il CPI si attesterà in media al 6,5% quest'anno (dopo l'8,2% del 2022) e scenderà al 2,6% nel 2024. Riconosciamo che i rischi di rialzo si sono notevolmente ridimensionati di recente; tuttavia, è probabile un andamento più vivace dei salari nel corso dell'anno. Di conseguenza, l'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra del target per un periodo prolungato.

Inflazione: inizia la fase discendente



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo da dicembre 2022

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



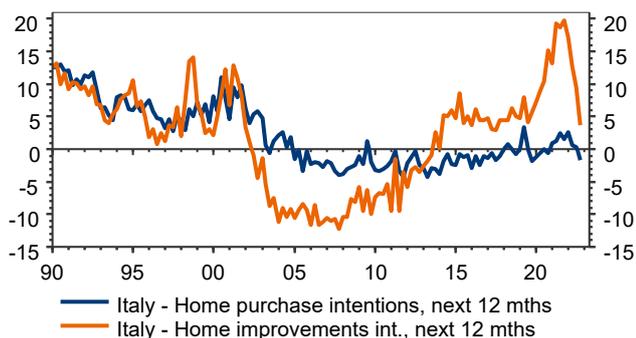
Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia. Il **saldo commerciale** nell'interscambio di beni è tornato in territorio positivo a novembre (1,4 miliardi di euro) dopo 11 mesi di disavanzo. Il deficit energetico rimane ampio (-8,5 miliardi da -5,8 un anno prima) a fronte però di un significativo avanzo per i beni non energetici (9,9 miliardi contro 8,0 a novembre 2021). Le esportazioni sono cresciute del 3,9% m/m (influenzate però da operazioni occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale al netto delle quali l'aumento sarebbe di 1,5% m/m). Flette invece l'export di beni intermedi (-1,6% m/m) ed energia

(-7,4% m/m). Le importazioni sono calate per il terzo mese registrando una flessione di -1,4% m/m. La diminuzione dell'import è guidata dall'energia (-3,2% m/m) in scia al calo di prezzi e consumi, ma anche gli acquisti di beni intermedi (-3,6% m/m) e di consumo (-0,1% m/m) sono in contrazione, confermando il quadro di rallentamento della domanda interna. In termini tendenziali le esportazioni sono in aumento del 18% mentre le importazioni sono in espansione del 20,4%. Tuttavia, i dati espressi in volumi, quindi depurati dall'effetto dei maggiori prezzi, registrano una sostanziale stagnazione per l'export (+0,2% a/a) e un calo per l'import (-1,3% a/a).

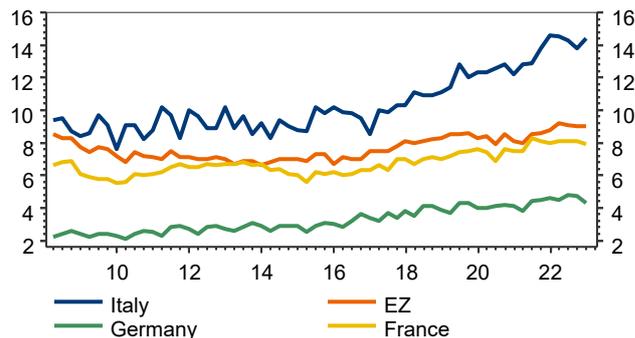
Italia. A novembre la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di 0,5% m/m dopo il calo di -1% m/m registrato nel mese precedente, lasciando l'output nel settore in rotta per un'espansione nel 4° trimestre. Dopo la contrazione registrata durante il trimestre primaverile le costruzioni dovrebbero quindi tornare a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto a fine 2022. Tuttavia, è probabile che il rimbalzo del 4° trimestre risulti temporaneo e che il 2023 sia un anno di rallentamento per il settore: la restrizione monetaria sta iniziando a riflettersi sulla richiesta di mutui, mentre incentivi fiscali meno generosi dovrebbero pesare sulla domanda. La presenza di commesse non ancora completate (secondo le indagini trimestrali della Commissione Europea le imprese dispongono di oltre 14 mesi di lavoro assicurato) potrebbe comunque contribuire a sostenere l'attività e impedire una più marcata contrazione del settore almeno nel breve termine.

Le famiglie iniziano ad anticipare la fine degli incentivi fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

Le imprese continuano a disporre di oltre 14 mesi di lavoro assicurato, più che nel resto dell'area euro



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T4	3.9	%	-0.8
PIL cumulato a/a	T4	3.0	%	3.0
PIL a/a	T4	3.9	%	+2.9
Produzione industriale cumulata a/a	dic	3.8	%	3.6
Vendite al dettaglio cumulate a/a	dic	-0.09	%	-0.25
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	dic	5.3	%	5.1
Produzione industriale a/a	dic	2.2	%	1.3
Vendite al dettaglio a/a	dic	-5.9	%	-1.8
Tasso prime rate a 1 anno	gen	3.65	%	3.65
Tasso prime rate a 5 anni	gen	4.30	%	4.30

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

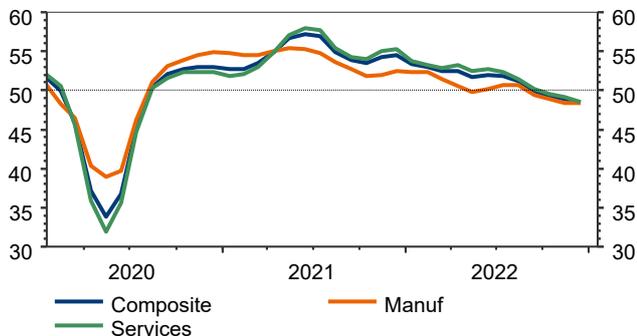
Il **PIL** del 4° trimestre non si è contratto rispetto al trimestre precedente e ha registrato un rallentamento tendenziale molto inferiore alle attese di consenso. Il dato resta difficilmente riconciliabile con i dati mensili nonostante anch'essi abbiano sorpreso al rialzo. Il PIL nel 4° trimestre è rimasto invariato rispetto al 3° trimestre, contro attese di consenso di un calo dell'1,1%

t/t, registrando un aumento tendenziale del 2,9% a/a, poco sopra le nostre attese (2,8% a/a), ma molto meno di quelle di consenso (1,6% a/a). La crescita annua del 2022 si è così portata al 3% a/a, in linea con le nostre previsioni. La tenuta della crescita è stata possibile grazie a un rallentamento contenuto nel settore manifatturiero (da 5,2% a/a nel 3° trimestre a 3,4% a/a nel 4°) e dei servizi (da 3,2% a/a nel 3° trimestre a 2,3% a/a nel 4°) e a una riaccelerazione del settore agricolo (da 3,4% a/a nel 3° trimestre a 4,0% a/a nel 4°). Il dato non si riconcilia con la media trimestrale degli indici PMI, che avrebbe puntato a una contrazione dell'attività economica rispetto al trimestre precedente. Similmente, i dati mensili della produzione industriale e dei servizi, in frenata a dicembre, avrebbero puntato a un rallentamento molto più marcato, nell'ordine dell'1,3% a/a nel 4° trimestre.

La **produzione industriale** è decelerata da 2,2% a/a in novembre a 1,3% a/a in dicembre, molto meno delle attese (consenso Bloomberg 0,1% a/a), rimanendo sostanzialmente invariata rispetto al mese precedente (+0,06% m/m), dopo il calo registrato a novembre (-3,1% t/t). La produzione è rallentata in tutte le imprese scendendo del 7,5% a/a in quelle a capitale straniero. La **produzione del settore dei servizi**, più colpita dalle misure di contenimento prima e dall'evoluzione della situazione pandemica poi, è scesa dello 0,8% a/a in dicembre dopo un calo dell'1,9% a/a in novembre. La contrazione delle **vendite al dettaglio**, dell'1,8% a/a in dicembre (consenso Bloomberg -9% a/a), si è ridimensionata rispetto a novembre (-5,9% a/a) grazie a un effetto base favorevole, ma le vendite sono state in calo per il terzo mese consecutivo (-0,14% t/t), in particolare nelle aree urbane e nel settore del catering e ristorazione. Il **tasso di disoccupazione** urbana è sceso da 5,7% in novembre a 5,5% in dicembre, con un miglioramento che potrebbe però dipendere dal sistema di rilevazione che non include i migranti. Gli **investimenti fissi nominali** sono invece riaccelerati in dicembre, stimiamo a 3,3% a/a da 0,8% a/a in novembre, trainati dal rimbalzo degli investimenti delle imprese statali e dalla riaccelerazione degli investimenti in infrastrutture (da 10,6% a/a a 14,3% a/a); gli investimenti delle imprese private sono rimasti in calo (-0,2% a/a) così come quelli del settore immobiliare (-12,1% a/a) anche se a un ritmo inferiore al mese precedente. I dati relativi ai cantieri e alle vendite sono rimasti negativi seppur in lieve miglioramento rispetto a novembre, con l'indice del settore in ulteriore calo sui minimi della serie e i prezzi degli immobili di nuova costruzione nelle maggiori 70 città in calo dello 0,25% m/m a dicembre, come a novembre, segnando la quindicesima contrazione consecutiva.

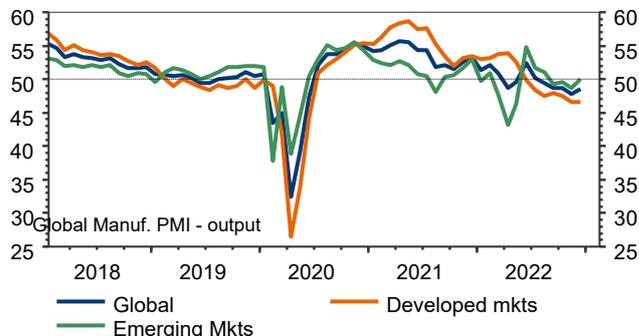
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



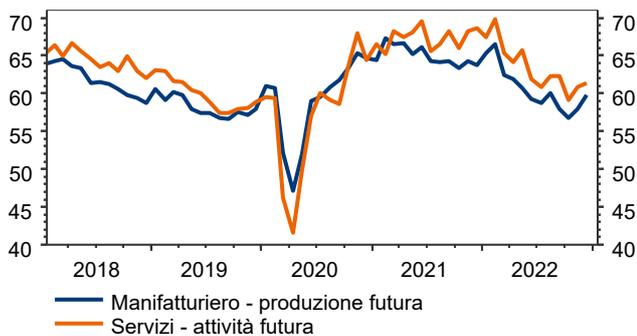
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



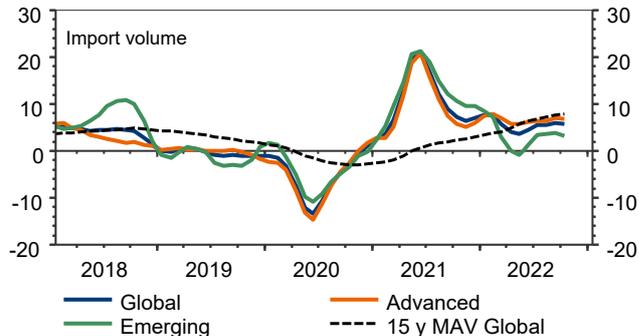
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



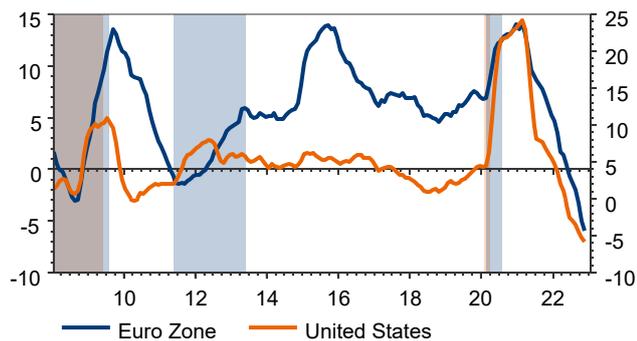
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



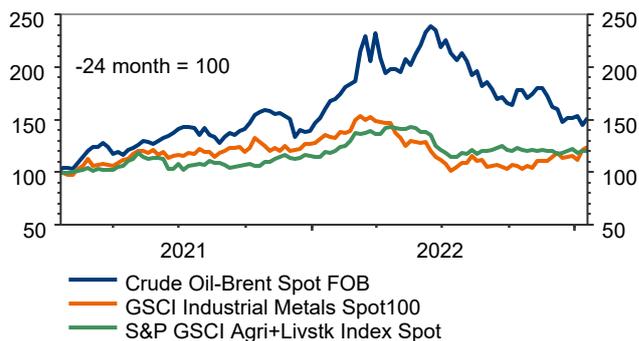
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

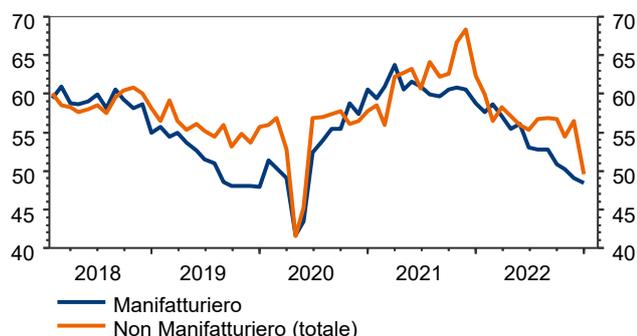
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

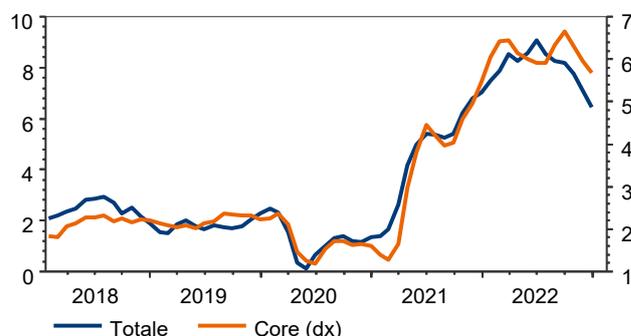
Stati Uniti

Indagini ISM



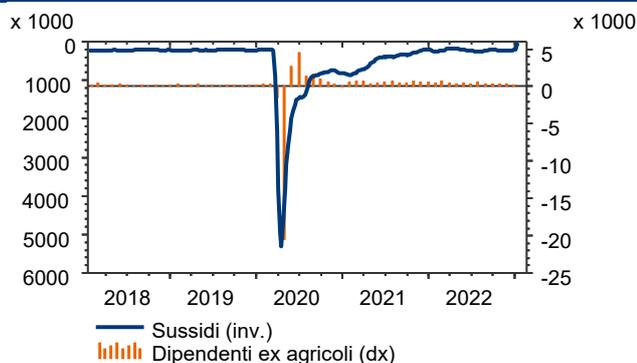
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



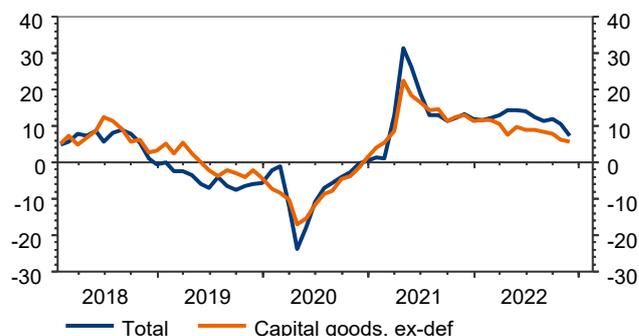
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

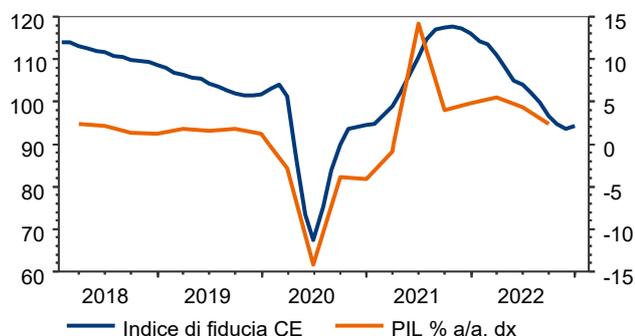
Previsioni

	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
Partite 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	3.4	6.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.3	3.4	2.7
Produzione Industriale	4.9	3.9	-2.2	1.2	1.2	1.2	0.4	-0.4	-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

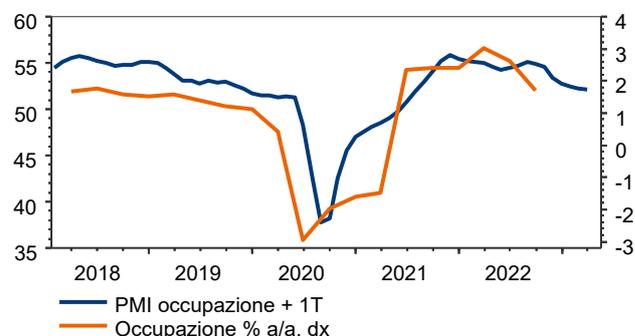
Area euro

PIL



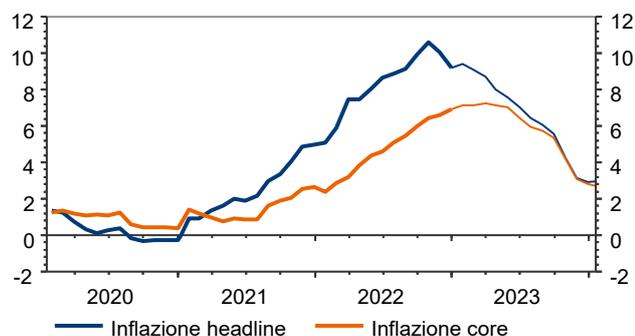
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	T1	T2	T3
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.4	0.3	4.8	5.5	4.3	2.3	1.7	0.6	0.0	0.1	0.1
- i/t				0.5	0.6	0.9	0.3	-0.1	-0.4	0.2	0.4	0.4
Consumi privati	3.7	4.0	-0.1	-0.1	0.0	1.1	0.8	-0.7	-0.8	0.2	0.6	0.6
Investimenti fissi	3.7	4.5	3.1	3.4	-0.7	1.0	3.6	0.3	0.1	0.4	0.5	0.5
Consumi pubblici	4.3	1.3	1.1	0.4	0.1	-0.1	0.2	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	10.4	7.3	1.6	2.6	1.5	1.8	1.7	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.3
Importazioni	8.2	8.5	3.3	4.7	-0.7	2.2	4.2	0.1	0.1	0.2	0.5	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	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	0.9	0.7	0.2	-0.2	0.4	1.7	1.7	0.4	0.6	0.7	
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	3.31	-0.57	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.62	3.39	3.63	

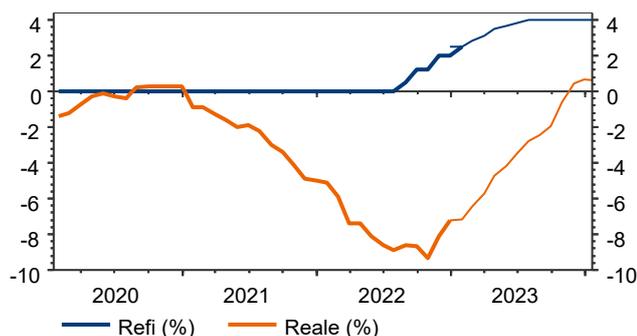
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	19/1	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	2.00	2.70	3.39	3.52	3.51
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	2.42	2.96	3.55	3.62	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

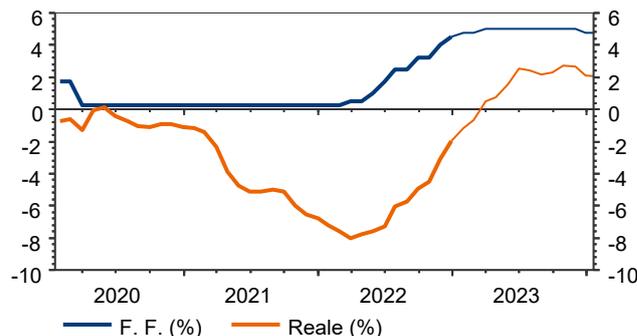


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	19/1	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	4.66	4.91	4.90	4.90	4.69

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

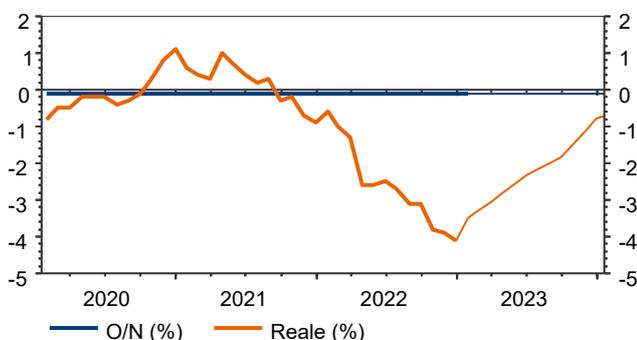


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	19/1	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

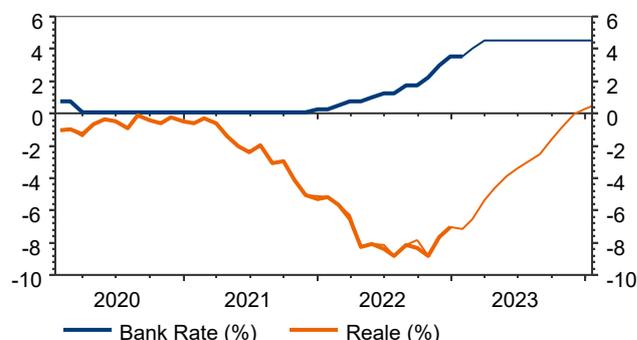


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	19/1	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	4.04	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	20/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.13	1.02	0.98	1.06	1.0834	1.10	1.12	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	104	114	138	150	131	129.52	126	122	120	118	116
GBP/USD	1.36	1.37	1.20	1.13	1.21	1.2347	1.24	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.08	1.04	0.99	0.98	0.99	0.9966	1.01	1.03	1.05	1.06	1.08
EUR/JPY	126	130	141	147	141	140.37	139	137	136	136	134
EUR/GBP	0.89	0.83	0.85	0.87	0.88	0.8773	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 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

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

Macroeconomic Research

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

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com