

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**La BCE ha alzato i tassi ufficiali di 50pb**, come atteso. Il tasso sui depositi è salito a 2,50%. L'indicazione sull'andamento futuro è confermata, ma precisando in aggiunta che la mossa del 16 marzo sarà anch'essa di 50pb, e che il rialzo dei tassi continuerà probabilmente anche nei mesi seguenti. Confermiamo la nostra previsione di punto terminale a 3,50%.

**Stati Uniti: la fine dei rialzi è vicina.** Il FOMC ha rallentato ulteriormente il sentiero dei tassi, con un **rialzo di 25pb che ha portato i fed funds a 4,75%**. La comunicazione non ha modificato l'aspettativa di "continui aumenti", mantenendo il plurale, e ha segnalato che la discussione ora non verte più sul ritmo dei rialzi, ma sull'entità degli incrementi da attuare ancora. I verbali daranno informazioni sul dibattito relativo al sentiero dei tassi, ma saranno soprattutto i dati di inflazione e occupazione a determinare il punto di arrivo dei tassi. In ogni caso, la fine dei rialzi è ormai a portata di mano.

### I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante non è particolarmente ricca di dati macroeconomici. Il focus sarà sulla stima di gennaio dell'inflazione tedesca, che potrebbe evidenziare una divergenza tra il dato nazionale e quello armonizzato per ragioni di contabilizzazione delle misure fiscali di sostegno. I dati di attività di dicembre dovrebbero registrare un calo sia per le vendite al dettaglio nell'Eurozona che per la produzione industriale in Germania e Italia.

L'agenda dei dati negli **Stati Uniti** è quasi vuota questa settimana, con informazioni non rilevanti per lo scenario. Il deficit della bilancia commerciale di dicembre dovrebbe tornare ad ampliarsi e la fiducia dei consumatori a inizio febbraio dovrebbe registrare un modesto calo.

3 febbraio 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

La BCE ha alzato i tassi ufficiali di 50pb, come atteso. Il tasso sui depositi è salito a 2,50%.

L'indicazione sull'andamento futuro è confermata, ma precisando in aggiunta che la mossa del 16 marzo sarà anch'essa di 50pb, e che il rialzo dei tassi continuerà probabilmente anche nei mesi seguenti. Confermiamo la nostra previsione di punto terminale a 3,50%.

■ La BCE ha alzato i tre tassi ufficiali di 50pb, portando tasso sui depositi (DFR), tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO rate) e tasso di rifinanziamento marginale (MLF rate) rispettivamente a 2,50%, 3,0% e 3,25%. La mossa è stata del tutto in linea con le attese. Due sono i punti importanti della comunicazione.

(a) **L'indirizzo sui tassi è più netto.** La formulazione dell'indirizzo sui tassi resta circa invariata: la BCE afferma che **i tassi saliranno "in misura significativa a un ritmo costante"** e che **saranno mantenuti "su livelli sufficientemente restrittivi** da assicurare un ritorno tempestivo dell'inflazione al suo obiettivo del 2% nel medio termine", mediante l'effetto di freno alla domanda e di controllo delle aspettative. Stavolta, però, **già nel comunicato la BCE precisa che "intende innalzare i tassi di interesse di altri 50 punti base nella prossima riunione di politica monetaria a marzo"**. A dicembre, questa parte dell'indirizzo era stata affidata alla Presidente e non era stata inclusa nel comunicato. L'indicazione è giustificata dall'andamento dell'inflazione di fondo, che è salita ancora dall'ultima riunione di politica monetaria. In seguito, il Consiglio valuterà la successiva evoluzione della politica monetaria guidato dai dati e sulla base di un approccio riunione per riunione. In sostanza, si conferma che da maggio la restrizione monetaria potrebbe di nuovo cambiare velocità. La Presidente ha ammesso che il Consiglio non era unanimemente concorde sull'opportunità di comunicare la probabile dimensione del prossimo rialzo, ma che c'è ampio consenso in merito alla necessità di continuare a restringere la politica monetaria.

(b) **La valutazione delle prospettive economiche continua a segnalare tensioni sull'inflazione sottostante, e necessità di restringere la politica fiscale.** L'attività economica è prevista debole nel breve termine, anche per l'effetto della restrizione monetaria, ma l'economia è giudicata più resiliente del previsto e in probabile riaccelerazione nei prossimi trimestri. Quindi, la BCE ritiene che i governi dovrebbero iniziare a ritirare le misure di supporto per evitare di alimentare le pressioni inflazionistiche; in caso contrario, la politica monetaria dovrà diventare ancora più restrittiva. Le pressioni inflazionistiche di fondo sono ritenute ancora alte. La dinamica salariale è diventata più robusta, anche se in linea con le attese dello staff. I rischi della previsione di inflazione sono ora "più bilanciati", ma non ancora del tutto equilibrati.

■ **La riduzione del portafoglio APP sarà proporzionale.** In dicembre, era stato annunciato il ritmo medio di riduzione (€15 al mese) e la decorrenza (da marzo). Oggi, la BCE ha precisato che i reinvestimenti rimanenti saranno "distribuiti in proporzione alla quota di rimborsi nelle singole componenti del APP e, nel quadro del Public Sector Purchase Programme (PSPP), in proporzione alla quota di rimborsi per ogni paese e per i vari emittenti nazionali e sovranazionali". Tuttavia, nell'ambito del CSPP, ci sarà una rotazione del portafoglio finalizzata a privilegiare emittenti con migliori risultati climatici.

■ **A nostro giudizio, le prospettive della politica monetaria BCE sono invariate.** La decisione è stata in linea con le nostre aspettative. L'indirizzo sui tassi riduce l'incertezza sulla mossa del 16 marzo, che già prevedevamo nella misura di 50pb. Ci attendiamo poi una mossa di 25pb il 4 maggio e continuiamo a prevedere un punto di arrivo a 3,50% per il DFR, probabilmente conseguito già con la riunione del 15 giugno. Il mercato monetario sconta altri 84pb di rialzo dei tassi entro fine luglio – circa in linea con la nostra valutazione. Tuttavia, non riteniamo probabile che la BCE possa poi ridurre i tassi ufficiali di mezzo punto entro il febbraio 2024, come invece scontato nei prezzi odierni: la BCE ha ribadito più volte, nel comunicato e nelle dichiarazioni della Presidente, che i tassi resteranno su livelli restrittivi per un po' di tempo, cioè fino a quando la BCE non riterrà probabile il conseguimento dell'obiettivo di inflazione.

**Stati Uniti – Il picco dei tassi è vicino.** Il FOMC ha rallentato ulteriormente il sentiero dei tassi, con un **rialzo di 25pb che ha portato i fed funds a 4,75%**. La comunicazione non ha modificato l'aspettativa di "continui aumenti", mantenendo il plurale, e ha segnalato che la discussione ora non verte più sul ritmo dei rialzi, ma sull'entità degli incrementi da attuare ancora. I verbali daranno informazioni sul dibattito relativo al sentiero dei tassi, ma saranno soprattutto i dati di inflazione e occupazione a determinare il punto di arrivo dei tassi. In ogni caso, la fine dei rialzi è ormai a portata di mano.

■ La riunione del FOMC si è conclusa, come atteso, con un **rialzo dei fed funds di 25pb, a 4,75%**. Il messaggio del comunicato e della conferenza stampa, in superficie, è poco variato. Nonostante i "gratificanti" miglioramenti sul fronte dei prezzi e l'indebolimento della crescita, la Fed giudica che il mercato del lavoro sia sempre sbilanciato e ci sia "ancora lavoro da fare". Per questo il comunicato ripete che è appropriato prevedere "continui aumenti" dei tassi per garantire il ritorno dell'inflazione al 2%.

■ A nostro avviso, il Comitato non ha voluto modificare ora l'indicazione di altri due rialzi inclusi nelle proiezioni di dicembre e implicita nella previsione di "continui rialzi", sempre al plurale, in parte per via dell'incertezza ancora elevata, in parte per non generare aspettative premature di fine del ciclo dei tassi e di svolta. Powell ha detto che c'è stata una discussione approfondita sul sentiero dei tassi e sull'economia ma non ha voluto parlarne, rinviando la diffusione del dibattito alla pubblicazione dei verbali fra tre settimane. È probabile che all'interno del Comitato ci siano anche visioni diverse sul bilancio dei rischi e sulla valutazione degli effetti dei rialzi già attuati, con un gruppo di partecipanti più dovish, fra cui Brainard e Logan, per esempio, e altri più preoccupati di un rientro lento dell'inflazione e di un eventuale disancoraggio delle aspettative, in particolare Powell e Waller.

■ **Un chiarimento dello scenario è rimandato al 22 marzo, quando saranno disponibili due mesi di informazioni in più** e verranno aggiornate le proiezioni macroeconomiche. Dalla comunicazione della riunione di febbraio emerge l'incertezza tipica delle fasi di transizione, in cui si devono pesare i rischi di eccessiva restrizione contro quelli di rialzi insufficienti. Al momento, la Fed segnala che, al margine, preferisce ancora eccedere nella restrizione, ma è aperta a modificare lo scenario in base ai dati in arrivo. Nel frattempo, anche se il quadro generale è rimasto in un limbo, la comunicazione di febbraio ha fornito alcune novità di fondo.

#### ■ **Comunicato: omissioni e una sostituzione**

□ Nel testo si dichiara che l'inflazione è "un po' rallentata" ma rimane elevata. Fino a gennaio, si affermava invece che l'inflazione rimaneva elevata per via di un insieme di cause citate esplicitamente (squilibri di domanda e offerta collegati alla pandemia, aumenti dei prezzi di alimentari ed energia e pressioni diffuse sui prezzi). Inoltre, la pandemia non è più inclusa nell'insieme di informazioni considerate rilevanti nelle decisioni sui tassi. L'omissione di questo elenco segnala che la Fed ritiene tali cause in via di remissione, anche se non ci sono implicazioni (per ora) sulla strategia di politica monetaria.

□ Nel paragrafo sulla politica monetaria, non si cita più la discussione sul "ritmo" dei rialzi, che è sostituita con un riferimento all'"entità" dei futuri aumenti. In sostanza, il FOMC sta discutendo quanti altri aumenti da 25pb saranno appropriati, dando per scontato che il ritmo sarà di 25pb per riunione. Questo lascia aperta la possibilità di un numero minore o maggiore di rialzi rispetto a quanto incluso nelle proiezioni di dicembre, da valutare, come ha detto Powell, "riunione per riunione guardando alla totalità dei dati". Peraltro, durante la conferenza stampa, Powell ha indicato che il FOMC "non esplora" l'opzione di rialzi a riunioni alterne, tipica dei cicli precedenti.

#### ■ **Conferenza stampa: focus su disinflazione e mercato del lavoro**

□ Powell ha ripetuto più volte che **il processo di disinflazione è in corso** e ha utilizzato a più riprese l'analisi delle **tre componenti dell'inflazione core**. Per i **beni** (circa un quarto del

deflatore core), la disinflazione è già in atto ed è in fase avanzata. Per l'**abitazione**, la svolta non è imminente ma dovrebbe avvenire nei prossimi trimestri con l'adeguamento degli affitti inclusi negli indici dei prezzi ai contratti correnti. L'elemento problematico della disinflazione resta concentrato nei **servizi core ex-abitazione**, che per ora non segnalano una svolta nella dinamica dei prezzi. Powell ha rilevato che questo comparto, con un peso superiore al 50% dell'inflazione core, include voci molto diverse, ma per circa il 60% è dipendente dalle condizioni cicliche e in particolare dalle pressioni sul mercato del lavoro. La Fed vuole "vedere" disinflazione anche su questo fronte, ma finora si è osservata solo una stabilizzazione.

Powell ha evitato di rispondere a diverse domande che chiedevano quali sono le condizioni necessarie (cioè quanti mesi di rallentamento dell'inflazione) per convincere la Fed a fermare i rialzi. A chi rilevava che l'inflazione a tre mesi è già praticamente al 2%, Powell ha risposto affermando che in parte questo è dovuto al calo dei prezzi dei beni core, che non può persistere ancora a lungo. **La previsione del FOMC è che l'inflazione cali in modo costante, ma lento.** Questo, secondo Powell, giustifica uno scenario di tassi più elevati rispetto a quanto scontato dal mercato, sia in termini di punto di arrivo sia in termini di momento della svolta. Anche qui, il Comitato rinvia la valutazione più avanti, quando saranno disponibili più dati.

- Per il **mercato del lavoro**, Powell ha ribadito che, nonostante il rallentamento della dinamica salariale e dell'Employment Cost Index, domanda e offerta non sono in equilibrio, con la partecipazione circa invariata da un anno e il tasso di disoccupazione su minimi di inizio 2020, che non si vedevano dalla fine degli anni Sessanta, a fronte di una domanda ancora elevata. I dati più recenti dei job opening di dicembre hanno mostrato un ulteriore aumento, con il rapporto posizioni aperte su disoccupati di nuovo a 1,9. Va però rilevato che la Job Openings and Labor Turnover Survey mostra trend di indebolimento del mercato del lavoro. Nel settore privato, le posizioni aperte e le dimissioni sono in calo di -4% a/a e -7,5% a/a, rispettivamente, a fronte di un aumento dei licenziamenti di 16,5% a/a.
- Powell ha affermato che **lo scenario della Fed non include una recessione**, ma solo una crescita "contenuta", non troppo distante da quanto visto nel 2022. A diverse domande relative al rialzo del tasso di disoccupazione necessario a riportare l'inflazione al 2%, Powell ha risposto citando la difficoltà nel prevedere l'aggiustamento del mercato del lavoro in un ciclo caratterizzato dalla pandemia, che non permette di utilizzare precedenti storici.
- In conclusione, a nostro avviso il Comitato ha preso tempo a questa riunione, in attesa di vedere i dati dei prossimi due mesi. I **verbali daranno informazioni importanti sulle condizioni per fermare i rialzi**. La Fed potrebbe anche eventualmente considerare una soluzione simile a quella adottata dalla Bank of Canada (e citata anche da Powell durante la conferenza stampa), che ha annunciato di aspettarsi che il rialzo attuato a gennaio sia l'ultimo di questo ciclo, ma ha chiarito che questa è "una pausa condizionata", che potrebbe essere interrotta in caso di materializzazione dei rischi verso l'alto sui prezzi.
- **I dati saranno l'ago della bilancia** per determinare il punto di arrivo e la durata della pausa. Le informazioni in arrivo dal lato della crescita, a nostro avviso, sono in contrasto con l'aspettativa della Fed di assenza di recessione, come indicato dalle indagini e dalla debolezza dei consumi, oltre che dal progressivo rallentamento della dinamica occupazionale. D'altra parte, l'inflazione core a gennaio e febbraio potrebbe riaccelerare con variazioni vicine a 0,4% m/m (v. Inflation Nowcasting della Cleveland Fed). Per ora, **manteniamo la previsione di un ultimo rialzo di 25pb a marzo** seguito da una possibile "pausa condizionata" e da una svolta verso il basso entro fine anno. Questa previsione è basata sull'aspettativa che entro il 2° trimestre inizi una recessione relativamente mite, ma comunque incompatibile con ulteriori rialzi dei tassi.

## I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante non è particolarmente ricca di dati macroeconomici. Il focus sarà sulla stima di gennaio dell'inflazione tedesca, che potrebbe evidenziare una divergenza tra il dato nazionale e quello armonizzato per ragioni di contabilizzazione delle misure fiscali di sostegno. I dati di attività di dicembre dovrebbero registrare un calo sia per le vendite al dettaglio nell'Eurozona che per la produzione industriale in Germania e Italia.

L'agenda dei dati negli **Stati Uniti** è quasi vuota questa settimana, con informazioni non rilevanti per lo scenario. Il deficit della bilancia commerciale di dicembre dovrebbe tornare ad ampliarsi e la fiducia dei consumatori a inizio febbraio dovrebbe registrare un modesto calo.

### Lunedì 6 febbraio

#### Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero tornare a calare in misura marcata a dicembre, stimiamo di -2,9% m/m (-3,1% a/a), dopo il parziale rimbalzo del mese precedente. Nonostante il recente recupero, il morale dei consumatori rimane al di sotto della media di lungo periodo, e i dati nazionali già pubblicati sulle vendite al dettaglio hanno registrato pesanti flessioni che lasciano un'eredità particolarmente negativa anche sul 1° trimestre del 2023. I dati dovrebbero quindi confermare il quadro di debolezza dei consumi privati che, dopo aver contribuito negativamente alla crescita a fine 2022, dovrebbero frenare il PIL anche a inizio anno.
- **Germania.** A gennaio i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita di +0,4% m/m sull'indice nazionale e di +1,2% m/m sull'armonizzato UE. La differenza tra le due misure è dovuta alla contabilizzazione nell'indice domestico dell'impatto retroattivo del cosiddetto "price cap" in vigore da marzo. La tendenza annua è attesa stabile all'8,6% sul CPI ed in crescita al 10% dal 9,6% di dicembre sull'IPCA; l'accelerazione del dato armonizzato dovrebbe comportare una revisione al rialzo dell'inflazione eurozona di gennaio, attesa, in seconda lettura, all'8,8% da 8,5% della stima flash. Stimiamo l'inflazione tedesca al 6,2% in media nel 2023 (sull'indice armonizzato).
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** potrebbero rimbalzare a dicembre, stimiamo di +1,5% m/m, dopo il crollo di -5,3% m/m registrato in novembre. Le indagini di fiducia segnalano un progressivo miglioramento della domanda, sostenuta in particolare dalle commesse dall'estero.

### Martedì 7 febbraio

#### Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** potrebbe tornare a calare a dicembre, di -0,5% m/m dopo il +0,2% m/m di novembre; la variazione annua passerebbe a -1,6% da -0,5% precedente. Se le indagini IFO e PMI puntavano entrambe ad un miglioramento dell'attività nel mese, il calo degli ordini di novembre è coerente con una flessione congiunturale dell'output. La produzione chiuderebbe il trimestre autunnale con una marginale contrazione dopo la crescita estiva di +0,3% t/t.

#### Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** di dicembre dovrebbe registrare un deficit di -69 mld, da -61,5 mld di novembre. La bilancia preliminare dei beni ha mostrato un ampliamento del disavanzo dovuto a un calo delle esportazioni di -1,6% m/m (+5,2% a/a), accompagnato da un rialzo delle importazioni di 1,9% m/m (-0,4% a/a), concentrato nel settore auto.

### Venerdì 10 febbraio

#### Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa in calo per il quarto mese consecutivo a dicembre, stimiamo di -0,9% m/m dopo il -0,2% m/m di novembre. Dopo aver tenuto meglio che in altri Paesi in precedenza, negli ultimi mesi l'industria italiana ha visto un deterioramento più marcato che nella media Eurozona. Il settore chiuderebbe il trimestre con contrazione dell'output di ben

due punti percentuali (se si escludono i mesi della prima ondata Covid, si tratterebbe di un minimo da 10 anni), e a nostro avviso potrebbe causare una flessione del PIL anche a inizio 2023 così come già a fine 2022.

#### **Stati Uniti**

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a febbraio (prel.) è prevista a 63,5 da 64,9 di gennaio, dopo due mesi di rialzi generati in larga misura dal calo del prezzo della benzina. Le aspettative di inflazione dovrebbero stabilizzarsi sui livelli di dicembre, 2,9% per l'orizzonte a 5 anni e 3,9% per quello a 1 anno.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (6 - 10 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 6/2	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	dic	-5.3	%	2.0	1.5
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		dic	0.8	%	-2.0	-2.9
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	gen	9.6	%	10.0	10.0
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	gen	-1.2	%	1.4	1.2
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	gen	8.6	%	9.2	8.6
14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	gen	-0.8	%	1.1	0.4	
Mar 7/2	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	dic	-1.2	%	-0.2	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	dic	0.2	%	-0.6	-0.5
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T4	0.7	%		
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		dic	-1.1	%		
	14:30	USA	Bilancia commerciale		dic	-61.5	Mld \$	-68.6	-69.0
Mer 8/2	00:00	CN	Riserve in valuta estera		gen	3.128	1000Mld \$	3.150	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		dic	4.4	%		
Gio 9/2	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	183	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.655	Mln		
Ven 10/2	02:30	CN	CPI a/a	*	gen	1.8	%		
	02:30	CN	PPI a/a	*	gen	-0.7	%		
	02:30	CN	CPI m/m		gen	0.0	%		
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		dic	-15.6	Mld £		
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	dic	-0.2	%		
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		dic	-4.7	Mld £		
	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T4	-0.3	%	0.0	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	dic	-0.3	%	-0.2	-0.9
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		feb	64.9		65.0	63.5
Sab 11/2	00:00	CN	M2 a/a	*	gen	11.8	%		
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	gen	1310	Mld ¥ CN		
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	gen	1400	Mld ¥ CN		

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 (6 - 10 febbraio)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun 6/2	09:15	EUR		Discorso di Holzmann (BCE)
	09:40	GB	*	Discorso di Bailey (BoE)
	09:40	GB		Discorso di Mann (BoE)
	18:00	GB		Discorso di Huw Pill (BoE)
Mar 7/2	10:00	GB		Discorso di Ramsden (BoE)
	11:15	GB		Discorso di Huw Pill (BoE)
	18:00	EUR		Discorso di Schnabel (BCE)
	18:00	USA	*	Discorso di Powell (Fed)
Mer 8/2	15:15	USA		Discorso di Williams (Fed)
	16:00	EUR		Discorso di Knot (BCE)
Gio 9/2		UE	*	Consiglio europeo straordinario
Ven 10/2	15:00	GB		Discorso di Huw Pill (BoE)
	15:10	EUR		Discorso di De Cos (BCE)
	18:30	USA		Discorso di Waller (Fed)
	22:00	USA		Discorso di Harker (Fed)
		GER		Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania
		UE	*	Consiglio europeo straordinario

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Costo del lavoro	T4	1.2	%	1.1	1.0
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	nov	8.6	%	6.8	6.8
Indice dei prezzi delle case m/m	nov	0.0	%		-0.1
PMI (Chicago)	gen	45.1 (44.9)		45.0	44.3
Fiducia consumatori (CB)	gen	109.0 (108.3)		109.0	107.1
Nuovi occupati: stima ADP	gen	253 (235)	x1000	178	106
Markit PMI Manif. finale	gen	46.8			46.9
Spesa in costruzioni	dic	0.5 (0.2)	%	0.0	-0.4
Indice ISM manifatturiero	gen	48.4		48.0	47.4
Richieste di sussidio	settim	186	x1000	200	183
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.666 (1.675)	Mln	1.677	1.655
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T4	2.0 (2.4)	%	1.5	1.1
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. prelim	T4	1.4 (0.8)	%	2.4	3.0
Ordinativi industriali m/m	dic	-1.9 (-1.8)	%	2.2	1.8
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	dic	5.6	%		5.6
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	dic	-0.1	%		-0.2
Tasso di disoccupazione	gen	3.5	%	3.6	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	gen	223	x1000	185	
Salari orari m/m	gen	0.3	%	0.3	
Markit PMI Composito finale	gen	46.6			
Markit PMI Servizi finale	gen	46.6			
Indice ISM non manifatturiero composito	gen	49.2 (49.6)		50.4	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

L'**ISM manifatturiero** a gennaio ha registrato la terza contrazione consecutiva e il secondo mese in territorio recessivo, scendendo a 47,4 da 48,4 di dicembre e toccando il minimo da maggio 2020. Gli ordini, a 42,5 da 45,1, segnalano un'accelerazione del calo della domanda. Anche la produzione indica contrazione, a 48, mentre l'occupazione è circa stagnante, a 50,6 e gli ordini dall'estero mostrano un ritmo di contrazione più contenuto. Le imprese stanno frenando la produzione per adeguarsi alla domanda in flessione, anche se per ora non intendono ridurre gli occupati nell'aspettativa di un miglioramento delle condizioni economiche nella seconda metà dell'anno. I dati sono in linea con una probabile entrata in recessione fra il 1° e il 2° trimestre.

Il rapporto sull'occupazione dell'ADP ha rilevato a gennaio **occupati non agricoli privati** in aumento di 106 mila, con contrazioni di 75 mila posti nelle piccole imprese, dati misti per le imprese di medie dimensioni e un aumento di 128 mila per le grandi imprese. La chief economist dell'ADP ha sottolineato che i dati di gennaio risentono negativamente delle condizioni climatiche avverse negli stati occidentali nella settimana di rilevazione.

L'**Employment Cost Index** del 4° trimestre ha registrato il secondo rallentamento consecutivo, con un rialzo di 1% t/t (5,1% a/a), dopo 1,2% t/t (5% a/a) dell'estate e 1,4% della primavera. La dinamica di salari e stipendi è in via di indebolimento, a 1% t/t (5,1% a/a) da 1,3% t/t (5,1% a/a) del 3° trimestre. I salari dei lavoratori del settore privato sono in rialzo di 1% t/t, da 1,2% t/t, grazie al rallentamento nei servizi. I dati si allineano a quelli dei salari orari e dell'Atlanta Wage Tracker, segnalando aumenti salariali ancora incompatibili con un'inflazione al 2%, ma su un sentiero meno problematico per il quadro dei prezzi.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a gennaio è calata a 107,1 da 109 di dicembre, con un miglioramento delle condizioni correnti a 150,9 da 147,4, e una correzione dell'indice di aspettative a 77,8 da 83,4, su livelli tipicamente associati con una recessione. La valutazione del mercato del lavoro corrente è migliorata, mentre le aspettative per il breve termine sono peggiorate.

La crescita della **produttività** nel 4° trimestre ha registrato un'accelerazione a 3% t/t ann., con una ripresa che rende meno preoccupante la crescita delle retribuzioni per lo scenario

dell'inflazione. Il **costo del lavoro per unità di prodotto** è cresciuto di 1,1% t/t ann., la variazione più contenuta dal 2020, in rallentamento rispetto ai trimestri precedenti, con indicazioni incoraggianti per la sostenibilità della dinamica dei salari.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	dic	1.35		1.36	1.35
Tasso di disoccupazione	dic	2.5		2.5	2.5
Vendite al dettaglio a/a	dic	2.5	(-2.6)	3.0	3.8
Produzione industriale m/m prelim	dic	0.2		-1.2	-0.1
Fiducia delle famiglie	gen	30.3			31.0
PMI manifatturiero finale	gen	48.9			48.9

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **produzione industriale** di dicembre ha registrato un calo di -0,1% m/m, contro attese per una contrazione di -1% m/m, portando la variazione trimestrale a -3,1% t/t, dopo 5,7% t/t in estate. Il calo della domanda estera ha contribuito alla debolezza dell'attività a fine anno. Le previsioni rilevate dal METI segnalano una stagnazione a gennaio, seguita da una ripresa di 4,1% m/m a febbraio, con indicazioni di un miglioramento per il 1° trimestre.

Il **tasso di disoccupazione** a dicembre è rimasto stabile a 2,5%, con un calo della partecipazione di 1 decimo e un modesto aumento dei disoccupati.

Le **vendite al dettaglio** sono in rialzo di 1,1% m/m (3,8% a/a), con indicazioni di ripresa dei consumi duratura.

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T4	0.2		%	0.1
EUR	Fiducia consumatori finale	gen	-22.1	(-20.9)		-20.9
EUR	Fiducia servizi	gen	7.7	(6.3)		7.9
EUR	Fiducia industria	gen	-0.6	(-1.5)		-0.6
EUR	Indice di fiducia economica	gen	97.1	(95.8)		97.0
EUR	PIL t/t 1a stima	T4	0.3		%	-0.1
EUR	PIL a/a 1a stima	T4	2.3		%	1.8
EUR	PMI manifatturiero finale	gen	48.8			48.8
EUR	CPI a/a stima flash	gen	9.2		%	9.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	gen	6.9		%	6.9
EUR	Tasso di disoccupazione	dic	6.6	(6.5)	%	6.5
EUR	PMI servizi finale	gen	50.7			50.7
EUR	PMI composito finale	gen	50.2			50.2
EUR	PPI a/a	dic	27.0	(27.1)	%	22.5
FRA	PIL t/t prelim	T4	0.2		%	0.0
FRA	Spese per consumi m/m	dic	0.6	(0.5)	%	0.2
FRA	IPCA a/a prelim	gen	6.7		%	7.0
FRA	PMI manifatturiero finale	gen	50.8			50.5
FRA	Produzione industriale m/m	dic	2.0		%	0.2
FRA	PMI servizi finale	gen	49.2			49.4
GER	PIL s.a. t/t prelim	T4	0.5	(0.4)	%	0.0
GER	PIL s.a. a/a prelim	T4	1.4	(1.3)	%	1.3
GER	Vendite al dettaglio a/a	dic	-5.9		%	-1.8
GER	Vendite al dettaglio m/m	dic	1.9	(1.1)	%	0.2
GER	Tasso di disoccupazione	gen	5.5		%	5.5
GER	Variazione n° disoccupati	gen	-13		x1000	5
GER	PMI manifatturiero finale	gen	47.0			47.0
GER	Bilancia commerciale destag.	dic	10.9	(10.8)	Mld €	9.2
GER	PMI servizi finale	gen	50.4			50.4
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	dic	2.01		Mld €	4.08
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	dic	7.8		%	7.8
ITA	PIL a/a prelim	T4	2.6		%	1.6
ITA	PIL t/t prelim	T4	0.5		%	-0.2
ITA	PMI manifatturiero	gen	48.5			49.6
ITA	IPCA m/m prelim	gen	0.2		%	-1.5
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	gen	11.6		%	10.1
ITA	IPCA a/a prelim	gen	12.3		%	11.0
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	gen	0.3		%	0.1
ITA	PMI servizi	gen	49.9			51.0
SPA	IPCA a/a prelim	gen	5.5		%	4.7

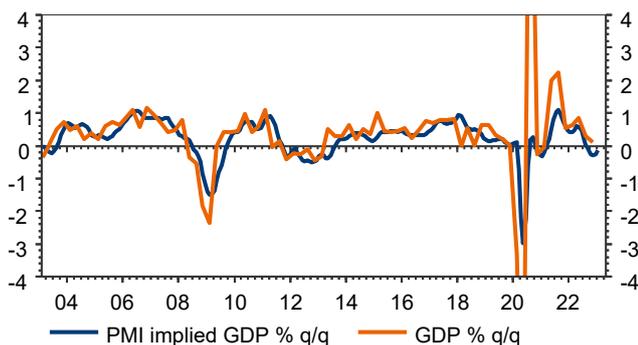
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro. Nel 4° trimestre del 2022 il PIL è cresciuto di +0,1% t/t** dopo il +0,3% t/t del trimestre precedente. Su base annua l'espansione decelerò all'1,9% da un precedente 2,3%. Seppur leggermente migliore delle attese (consenso -0,1% t/t) il dato è più debole rispetto alle apparenze. In primo luogo, è sostenuto dall'ampia sorpresa al rialzo del PIL irlandese (+3,5% t/t, spiegata più da ragioni contabili che economiche) al netto di cui la crescita sarebbe risultata stagnante. Inoltre, pur non essendo ancora disponibile lo spaccato delle componenti, il messaggio che emerge dalle informazioni già pubblicate relative alle principali economie è quello di una generale debolezza della domanda interna (diffusa a consumi e investimenti). Dovrebbe essere invece risultato positivo l'apporto del canale estero netto che è però probabilmente dovuto più ad un calo delle importazioni che ad una riaccelerazione dell'export.

Ci aspettiamo che la fase di debolezza della domanda interna possa estendersi anche a inizio 2023 (come suggeriscono i più recenti dati sulle spese dei nuclei familiari), appesantita da un'inflazione ancora elevata. Le indagini di fiducia sembrano essere in fase di recupero ma al momento continuiamo a prevedere una contrazione del PIL in area euro nel 1° trimestre

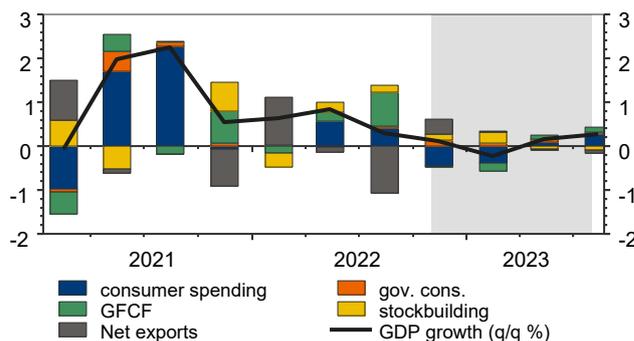
dell'anno (intorno a -0,2% t/t) frenato anche dagli effetti della restrizione monetaria. L'economia potrebbe tornare a crescere nei trimestri successivi, ma condizioni finanziarie restrittive e un'inflazione che, seppur in calo, dovrebbe continuare ad erodere il potere d'acquisto dei nuclei familiari limitano le prospettive per una significativa riaccelerazione con il rischio che l'attività possa risultare sostanzialmente stagnante più a lungo del previsto. Dopo una crescita al 3,5% in media annua nel 2022, ci attendiamo un rallentamento intorno allo 0,6% nell'anno in corso.

**Le indagini di fiducia sono in recupero ma restano su livelli recessivi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

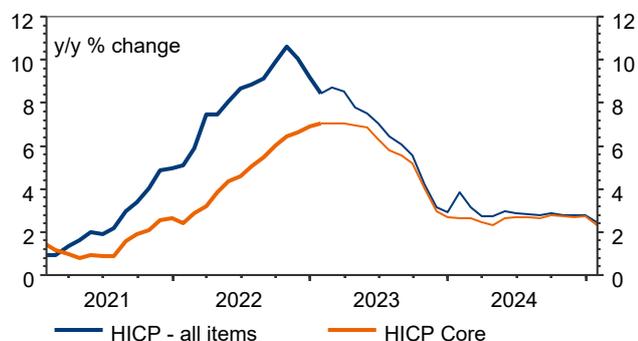
**Il calo dell'import potrebbe aver attenuato il calo del PIL mentre la domanda interna dovrebbe frenare la crescita anche a inizio 2023**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

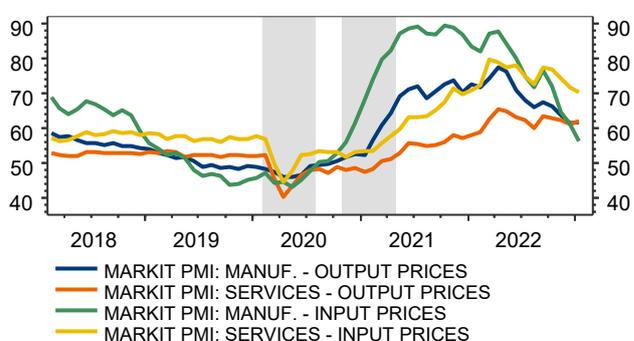
**Area euro.** L'inflazione ha sorpreso al ribasso in gennaio, calando all'8,5% (-0,4% m/m) dal 9,2% di dicembre, ben al di sotto delle attese (consenso: 9%). È salito ulteriormente invece l'indice al netto di energia e alimentari freschi, al 7% dal 6,9% precedente. La stima preliminare di Eurostat non tiene conto del dato sull'inflazione tedesca (nostra previsione: 10% da 9,6% sull'indice armonizzato), la cui pubblicazione è stata posticipata da Destatis alla prossima settimana. Non escludiamo pertanto una revisione al rialzo, all'8,8% a/a, in occasione del rilascio della seconda lettura il prossimo 23 febbraio. I prezzi al consumo hanno segnato una flessione di -0,4% m/m sia sull'indice generale che sul core, al di sopra dell'usuale profilo stagionale. La contrazione congiunturale è dovuta alle componenti beni industriali non energetici (-1,9% m/m) ed energia (-0,9% m/m); sul mese calano lievemente anche i servizi (-0,2%), mentre crescono gli alimentari (+1,4% m/m). Sulla variazione tendenziale, l'energia (in flessione a 17,2% da 25,5% precedente) spiega oramai circa il 20% dell'inflazione complessiva; scendono anche i servizi (4,2% da 4,4% precedente), mentre cresce il contributo di beni industriali (6,9% da 6,5% di dicembre) ed alimentari (14,1% da 13,8%).

**Dinamica dei prezzi al consumo nell'area dell'euro**



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Si riduce la forbice fra prezzi degli input e prezzi di vendita. La trasmissione dei rincari è ancora incompleta**

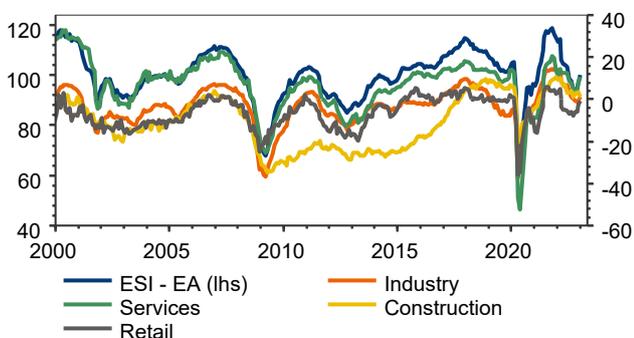


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

**Nel corso del 2023 l'inflazione continuerà a calare** per via di effetti base favorevoli sulla componente energia e delle 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 marzo 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 picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 1° trimestre 2023, intorno al 7,1% ma un ritorno vicino la soglia del 2% si avrebbe solo verso la fine del 2025. In media annua, l'inflazione dovrebbe moderare al 6,3% (tenendo in considerazione la revisione al rialzo del dato di gennaio) quest'anno dopo aver toccato l'8,4% nel 2022, mentre l'inflazione core dovrebbe accelerare al 5,7% dal 4,8% dello scorso anno.

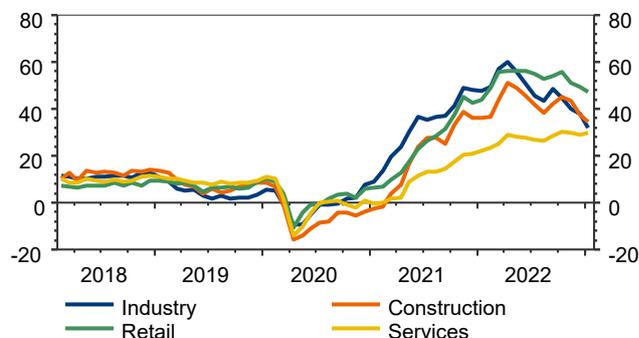
**Area euro.** Gli **indici di fiducia della Commissione Europea** hanno confermato i segnali di miglioramento del morale già emersi dalle rilevazioni della scorsa settimana. L'indice composito ESI di fiducia economica è salito a 99,9 da un precedente 97,1 (rivisto ampiamente al rialzo da 95,8 precedente) riportandosi sulla media di lungo periodo e ad un massimo dallo scorso giugno. I progressi riguardano industria (1,3 da -0,6), servizi (10,7 da 7,7) e commercio al dettaglio (-0,8 da -2,7) mentre torna a calare la fiducia nel settore delle costruzioni (1,3 da 3,6). La dinamica settoriale non sorprende in quanto l'edilizia è tra i settori più sensibili alla restrizione monetaria mentre industria, servizi e commercio dovrebbero aver beneficiato del calo dei prezzi energetici e delle misure fiscali di sostegno alla domanda interna. Infine, le aspettative sui prezzi di vendita restano su livelli storicamente elevati ma potrebbero anticipare un graduale calo dell'inflazione nel corso del 2023. Solo i prezzi nei servizi, meno sensibili ai costi energetici e più dipendenti dalle dinamiche salariali non si sono ancora instradati su una tendenza verso il basso, confermando la presenza di rischi al rialzo, soprattutto sull'inflazione core.

#### Morale in recupero in tutti i principali settori ad eccezione delle costruzioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

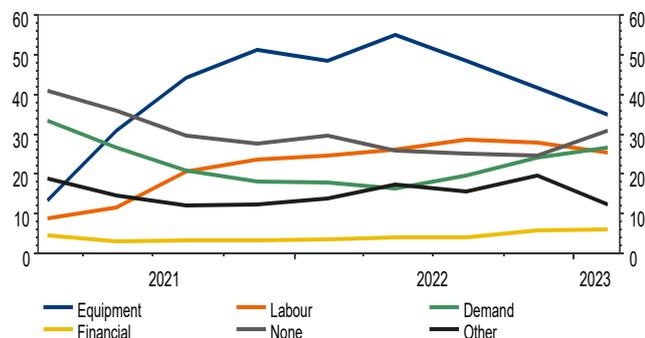
#### Le aspettative sui prezzi di vendita restano elevate ma potrebbero aver superato il picco



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

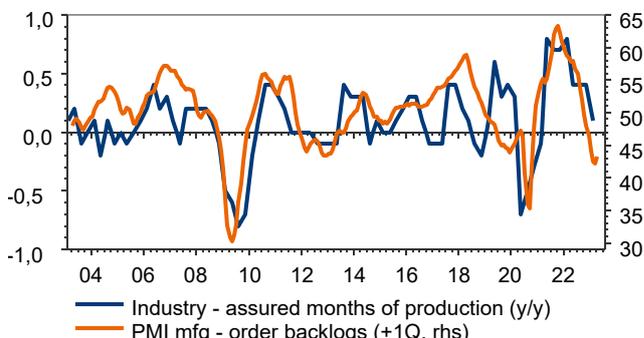
Nell'industria, i risultati delle indagini trimestrali confermano i segnali di normalizzazione delle strozzature all'offerta lungo le filiere produttive a fronte però di una domanda in progressivo deterioramento. È quindi possibile che almeno nel breve termine l'attività industriale possa beneficiare del completamento delle commesse inevase e del calo dei prezzi dell'energia che aveva spinto alcuni settori a ridurre la produzione. Tuttavia, la domanda sottostante rimane fiacca ed è quindi probabile che la manifattura risulti poco più che stagnante nel corso del 2023.

**Nell'industria si attenuano le strozzature all'offerta ma rallenta la domanda**



Nota: fattori che limitano l'attività (% di imprese); Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

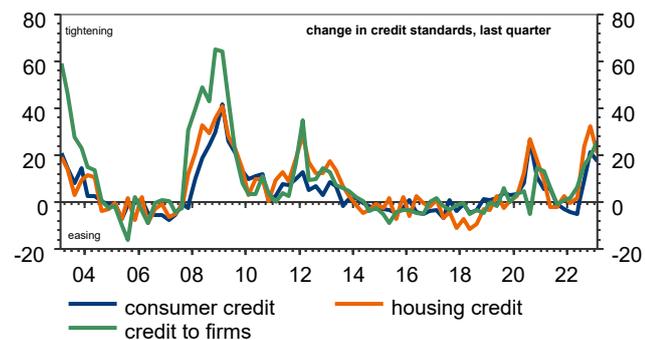
**Le commesse in fase sosterranno l'attività solo per un limitato periodo di tempo**



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

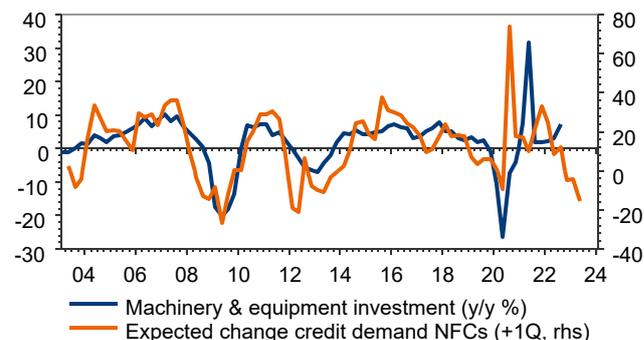
**Area euro.** La **Bank Lending Survey** della BCE ha confermato le indicazioni già emerse nelle rilevazioni precedenti di inasprimento delle condizioni creditizie, continuato nel 4° trimestre, e di calo della domanda di prestiti, quest'ultima peraltro superiore alle attese. La restrizione è maggiore sia per il credito a lungo termine che per quello a breve termine. La domanda di credito da parte delle imprese registra una prevalenza di riduzioni (-11%) per la prima volta da inizio 2021, mentre quella di mutui ha registrato la più ampia diffusione di cali (-74%) dall'inizio delle rilevazioni. La restrizione del credito riflette anche vincoli di bilancio, in particolare in Germania e Italia, che si aggiungono a una minore tolleranza delle banche per il rischio e alla percezione che i rischi sono aumentati. I dati anticipano una frenata di investimenti e consumi nel corso del 2023, coerentemente con il nostro scenario di crescita solo modesta nel corso dell'anno.

**La BLS conferma il trend di progressiva restrizione delle condizioni creditizie**



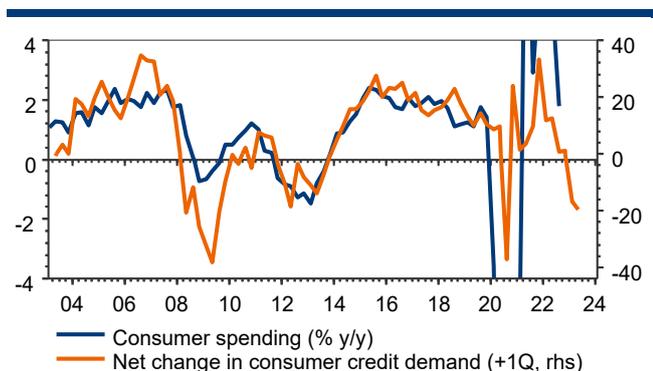
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

**Il calo della domanda di prestiti è diffuso e anticipa una frenata degli investimenti delle imprese...**



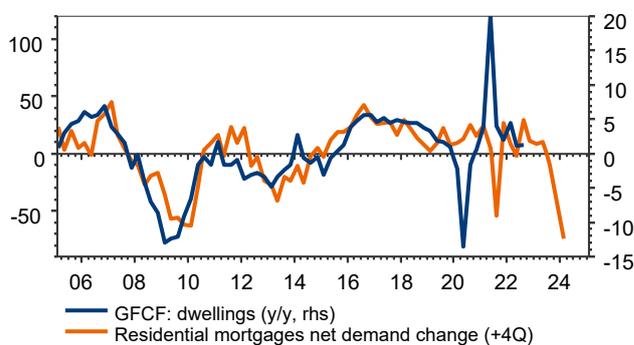
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

... e dei consumi privati...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

... ma saranno gli investimenti in costruzioni i più penalizzati dalla restrizione monetaria

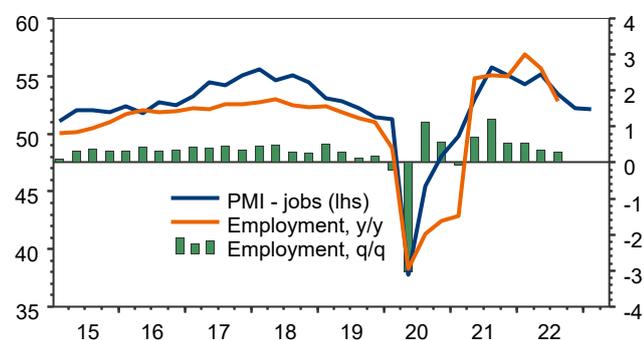


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

**Area euro. Il tasso di disoccupazione si è attestato al 6,6% a dicembre**, stabile rispetto a novembre e ottobre (i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti al rialzo di un decimo). Il tasso dei senza-lavoro è aumentato in Spagna (13,1% da 13%) e Francia (7,1% da 7%), è calato in Germania (2,9% da 3%) mentre è rimasto stabile in Italia (7,8%). Le indagini suggeriscono che la domanda di lavoro sta rallentando ma i dati non sono ancora coerenti con una riduzione degli organici: nel nostro scenario centrale l'aumento del tasso di disoccupazione nel corso del 2023 potrebbe risultare complessivamente contenuto (ci aspettiamo un picco intorno al 6,8% nei trimestri centrali dell'anno).

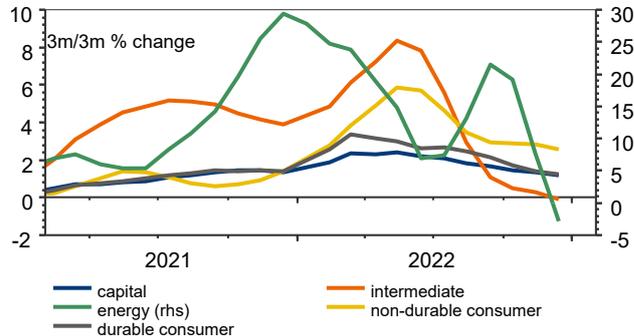
**Area euro. A dicembre il PPI è cresciuto di 1,1% m/m** dopo la flessione di -1% m/m del mese precedente. I rincari sono stati trainati dall'energia (2,5% m/m da -2,4% precedente) ma si registrano incrementi dei prezzi anche per beni strumentali (0,3% m/m) e di consumo, durevoli (0,4% m/m) e non (0,5% m/m) in crescita ininterrotta da oltre un anno e su ritmi ancora superiori alle rispettive medie stagionali. Solo i prezzi dei beni intermedi calano per il secondo mese (-0,5% m/m da -0,4%) in scia alla correzione delle materie prime. La crescita annua rallenta dunque al 24,6% da un precedente 27%, confermando la presenza di pressioni a monte delle filiere produttive ancora sostenute ma in progressivo rallentamento dopo il record storico di 43,5% toccato lo scorso agosto. Il picco dovrebbe essere ormai alle spalle e i recenti sviluppi sui mercati energetici e delle materie prime suggeriscono che i prezzi alla produzione dovrebbero tornare a calare già a partire da gennaio.

La crescita degli occupati sta rallentando ma non si è ancora fermata



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La crescita dei prezzi alla produzione resta sostenuta ma sta decelerando



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Germania. Il PIL è calato di -0,2% t/t a fine 2022**, contro attese per una stagnazione. Secondo le prime indicazioni preliminari rilasciate da Destatis, la contrazione dovrebbe essere imputabile soprattutto ai consumi privati. Una flessione del PIL anche a inizio 2023 rimane probabile, ancora indotta soprattutto

dalla debolezza della spesa delle famiglie. Dopo essere cresciuta dell'1,9% nel 2022, l'economia tedesca è vista in sostanziale stagnazione quest'anno.

**Germania.** I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di dicembre hanno mostrato un calo sia per l'import (-6,1% m/m) che per l'export (-6,3% m/m). L'**avanzo commerciale** è risultato pari a 10 mld (in termini destagionalizzati) in dicembre, da 10,9 mld di novembre.

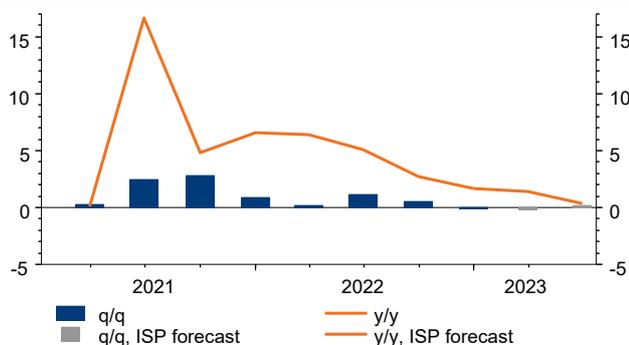
**Italia.** Dopo sette trimestri consecutivi di crescita, **nel 4° trimestre 2022 il PIL si è contratto di -0,1% t/t** (il dato è leggermente migliore del previsto). La crescita annua decelera invece all'1,7% da un precedente 2,6%. Nell'intero 2022, l'economia italiana ha registrato un'espansione del 3,9% una performance migliore rispetto a Germania (1,9%) e Francia (2,6%) e media Eurozona (3,5%). Tra le quattro principali economie dell'Eurozona solo la Spagna, che però non ha ancora recuperato i livelli di attività economica pre-Covid, ha registrato un risultato migliore (5,5%). La variazione acquisita per il 2023 è pari a 0,4%.

Il dettaglio per componente verrà pubblicato solo a marzo ma il comunicato stampa rilasciato da Istat rileva che, dal lato della domanda, la componente domestica (al lordo delle scorte) ha frenato la crescita, a fronte di un apporto positivo da parte delle esportazioni nette. Dal lato dell'offerta, agricoltura e industria hanno contribuito negativamente alla crescita del valore aggiunto, mentre i servizi dovrebbero aver registrato una lieve espansione. È probabile che sia i consumi privati che gli investimenti delle imprese abbiano subito una contrazione su base congiunturale. La dinamica positiva del canale estero dovrebbe essere dovuta a un ampio calo delle importazioni. Dal lato dell'offerta i dati mensili disponibili suggeriscono che l'industria in senso stretto dovrebbe aver agito da freno mentre il valore aggiunto nelle costruzioni potrebbe essere tornato a crescere dopo il calo estivo.

**Continuiamo a stimare una flessione del PIL anche nel 1° trimestre del 2023.** Peraltro, rispetto a qualche mese fa, lo scenario appare meno pessimistico, come suggerito dal recupero delle indagini di fiducia e dal ridimensionamento dei rischi al ribasso (almeno nel breve termine) per quanto riguarda le forniture energetiche. **Il nostro scenario centrale è quindi quello di una recessione solo in senso "tecnico" (complessivamente lieve), seguita da una ripresa, sia pur modesta, già dalla primavera.** Rimaniamo cauti sullo scenario per i trimestri successivi, in quanto gli effetti della restrizione monetaria non si sono ancora completamente manifestati mentre il tema energetico rimane una rilevante fonte d'incertezza.

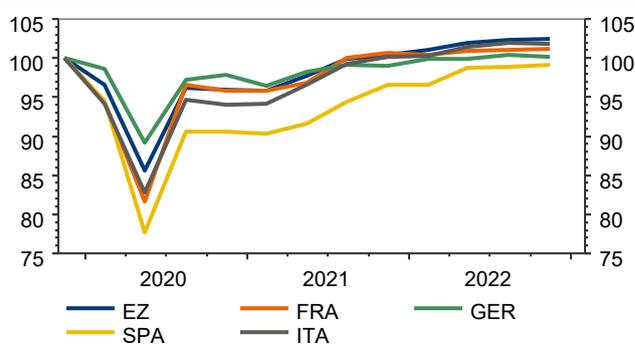
**Dopo la solida crescita di 3,9% registrata nel 2022, prevediamo un rallentamento dell'economia italiana allo 0,6% nel 2023.** Tale previsione, che per gran parte dell'ultimo anno è stata anche significativamente superiore al consenso, appare oggi soggetta a rischi bilanciati, o lievemente al rialzo.

#### Una recessione tecnica a cavallo d'anno resta probabile



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### L'economia italiana è risultata più brillante di quella francese e tedesca nella ripresa post-pandemica

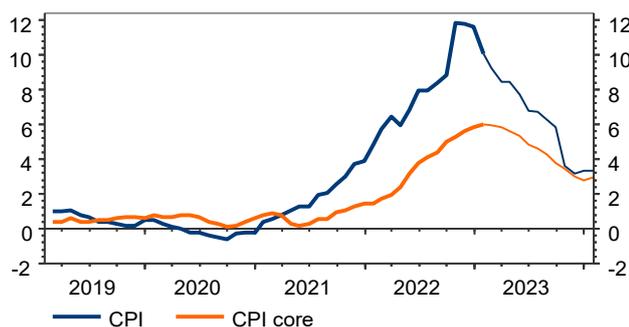


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Italia. L'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa al 10,1%** dall'11,6% di dicembre, mentre l'indice armonizzato è calato al 10,9% dal 12,3% di dicembre. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,2% m/m sul NIC e calati di -1,3% m/m sull'IPCA (per via dei saldi invernali). Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 64,7% di giugno a 43,1%; -3,8% la variazione congiunturale) e, in particolare, a quella regolamentata, crollata a -10,9% a/a (-24,7% m/m) da +70,2% per effetto del calo nel mercato tutelato di energia elettrica (da +91,5% a +6,3%; -18,0% m/m) e gas di città e gas naturale (da +44,7% a -30,6%; -33,3% da dicembre); il rallentamento dei beni energetici è decisamente inferiore nel mercato libero (da +63,3% a +59,6%; +0,7% m/m). I prezzi degli alimentari rallentano da 12,8% a 12,4% (+1,2% m/m), trainati dagli alimentari freschi (da 9,5% a 8% a/a; +0,6% m/m). Si registra un aumento dei prezzi degli alimentari lavorati (da 14,9% a 15,2%; +1,5 su base mensile) e dei servizi (da 4,1% a 4,2%; +0,4 su base congiunturale), che hanno spinto al rialzo l'inflazione di fondo, al 6% a/a da un precedente 5,8%.

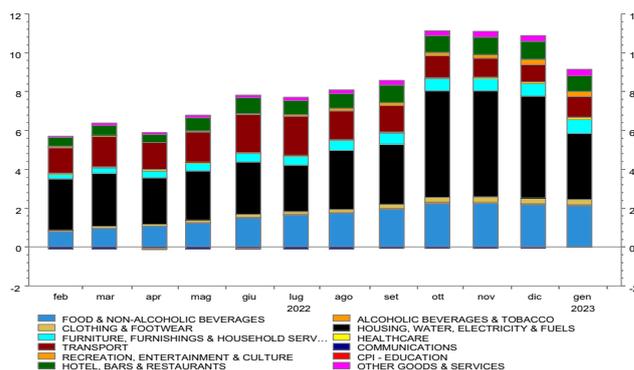
Riteniamo che la discesa dell'inflazione italiana sarà guidata principalmente dall'energia, vista la recente evoluzione dei prezzi del gas naturale; l'inflazione è attesa comunque restare sopra il 3% a dicembre 2023, e tornare attorno al 2% solo da fine 2024. **Stimiamo una media annua al 7,2% nel 2023 e al 2,6% nel 2024 sull'IPCA**; sul NIC, la media si attesterebbe al 6,5% nell'anno in corso e al 2,5% nel prossimo anno.

#### L'inflazione italiana è su un trend decrescente ma la discesa sarà lenta



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Italia: l'energia spiega ora circa il 40% dell'inflazione

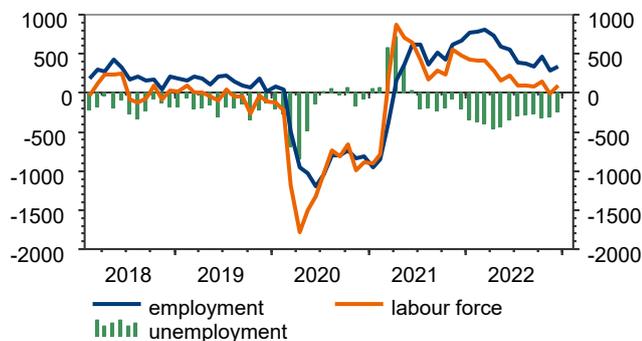


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Eurostat

**Italia. Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 7,8%** a dicembre. Rispetto al mese precedente sono tornate ad aumentare sia le persone in cerca di occupazione (+2 mila unità, +0,1%) che gli occupati (+37 mila, +0,2%), in presenza di un calo degli inattivi (-54 mila). Il tasso di occupazione è quindi salito di un decimo al 60,5%, un massimo da almeno il 2004, mentre quello di partecipazione si porta al 65,7%, tornando sui livelli di ottobre ma restando al di sotto del massimo di 65,9% registrato ad aprile 2019. Tra i nuovi occupati i progressi sono diffusi a uomini e donne; su base contrattuale invece si registra un aumento degli autonomi (+37 mila unità) mentre tra i dipendenti salgono quelli permanenti (+33 mila) a fronte di una diminuzione di quelli a termine (-34 mila). Nei prossimi mesi il mercato del lavoro non potrà non risentire del rallentamento ciclico, ma nel nostro scenario centrale il calo del PIL sarà tale da generare un aumento piuttosto contenuto del tasso di disoccupazione (prevediamo un picco intorno all'8,5% nei mesi centrali dell'anno). A fronte di un mercato del lavoro ancora in buona salute, le pressioni salariali restano modeste e decisamente inferiori rispetto al resto dell'Eurozona. Nel corso del 2022 sono stati conclusi 33 contratti collettivi (a fine dicembre il 49,6% dei dipendenti era ancora in attesa di rinnovo) e la crescita in media annua delle retribuzioni negoziali è stata pari all'1,1%, con un divario record rispetto all'inflazione media (-7,6%). La tendenza sembra però essere quella di una, seppur modesta, accelerazione: a dicembre la crescita dei salari contrattuali è salita

all'1,5% a/a da un precedente 1,3%, mentre, sulla base degli accordi in vigore, potrebbe portarsi al 2,1% in media nel 1° semestre del 2023, e attestarsi per l'intero 2023 all'1,9%.

**Il mercato del lavoro italiano resta in buona salute**



Nota: dati espressi in differenza rispetto ad un anno prima. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

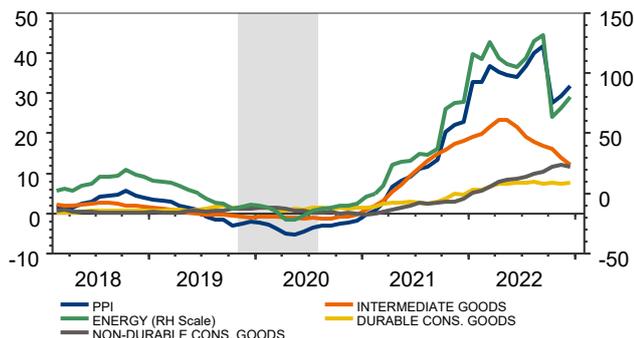
**La crescita dei salari negoziali resta inferiore alla media dell'Eurozona**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, BCE

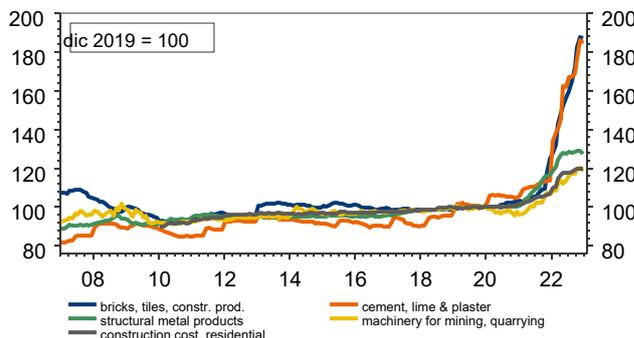
**Italia. I prezzi alla produzione nell'industria sono cresciuti per il secondo mese** a dicembre, di 2,9% m/m e 31,7% a/a (sul mercato interno il rialzo è persino maggiore: 3,8% m/m e 39,2% a/a). Se si escludono i beni intermedi (-0,7% m/m, +12,2% a/a) la crescita dei listini è risultata diffusa a tutti i principali comparti ma guidata dall'energia (+7,6% m/m, +80,2% a/a). Il picco per l'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe essere però ormai alle spalle (41,7% a/a lo scorso settembre), e la riaccelerazione di fine 2022 dovrebbe risultare temporanea. Già a partire da gennaio si dovrebbe vedere un progressivo rallentamento delle pressioni a monte della catena produttiva dopo un anno record (il PPI è cresciuto del 34,4% nel 2022). Nelle **costruzioni** a dicembre i prezzi alla produzione sono calati sia nell'edilizia residenziale e non (-0,1% m/m) che nel comparto strade e ferrovie (-0,2% m/m). La dinamica tendenziale continua a rallentare gradualmente dopo i picchi toccati nel 1° semestre del 2022: rispetto al mese di novembre, a dicembre la crescita decelera all'8,5% da 8,8% nell'edilizia residenziale; al 7% da 7,1% in quella non residenziale; a 7,9% da 8% per strade e ferrovie.

**Riaccelerano i prezzi alla produzione nell'industria a dicembre, ma il picco potrebbe essere ormai alle spalle**



Nota. var % a/a Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Anche nell'edilizia la crescita dei prezzi sta iniziando a rallentare ma i costi restano molto elevati in prospettiva storica**

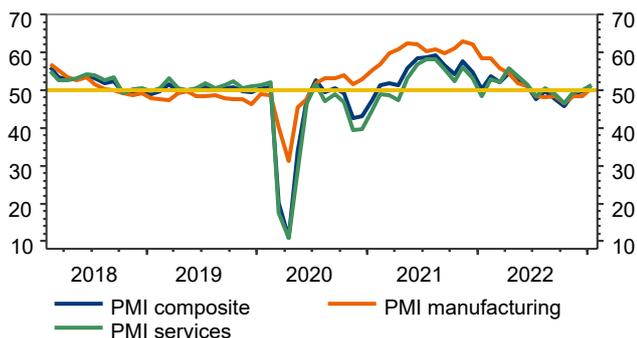


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Italia. il PMI manifatturiero è salito più del previsto** a gennaio, da 48,5 del mese precedente a 50,5, massimo dallo scorso giugno. L'indagine riporta un rallentamento del ritmo di contrazione degli ordinativi mentre l'indice relativo alla produzione è tornato al di sopra della soglia d'invarianza e sui massimi da aprile 2022. Anche il **PMI servizi è salito a 51,2** da 49,9, massimo dal

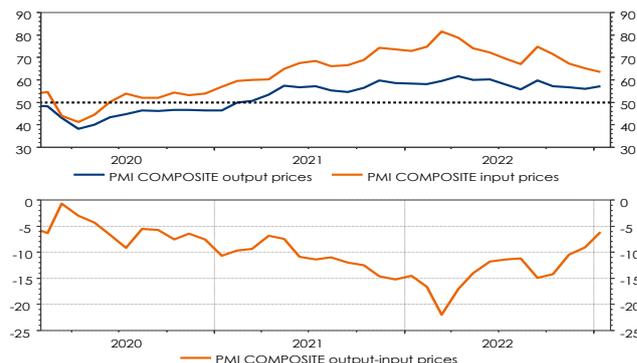
giugno 2022. L'indagine riporta un deciso miglioramento dell'attività e delle aspettative per i prossimi mesi. I progressi di manifattura e servizi hanno riportato anche l'indicatore composito al di sopra del livello critico a 51,2 da 49,6 di dicembre. Le indicazioni sui prezzi infine confermano la presenza di pressioni inflattive ancora intense: rallenta la crescita dei prezzi degli input mentre resta stabile quella degli output, suggerendo che le imprese stanno cercando di proteggere i margini trasferendo in buona parte i maggiori costi agli utilizzatori finali.

#### I PMI tornano al di sopra della soglia d'invarianza sia nella manifattura che nei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### La crescita dei prezzi pagati rallenta con più velocità rispetto a quella dei prezzi ricevuti



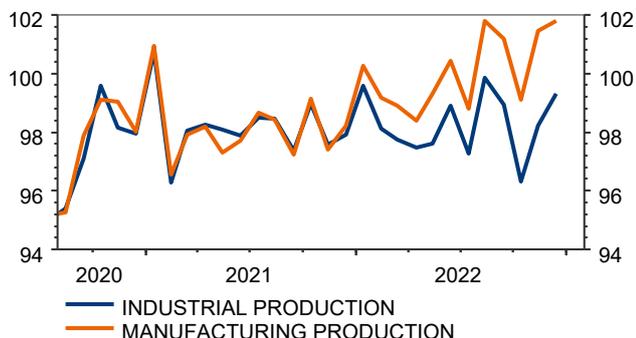
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Francia.** La lettura preliminare del **PIL** nel 4° trimestre 2022 ha riportato una **crescita pari a 0,1% t/t**, dopo lo 0,2% del periodo estivo (era attesa una stagnazione). Il dettaglio ha evidenziato una contrazione della domanda interna (-0,2% t/t al netto delle scorte, da +0,9% precedente), frenata perlopiù dai consumi privati (-0,9% t/t da 0,5%), a fronte di una crescita in rallentamento ma ancora positiva per gli investimenti (0,8% da 2,3% t/t). Un apporto positivo è giunto invece dal canale estero (+0,5% t/t da -1% precedente), grazie alla sostanziale tenuta dell'export (-0,3% da 0,8%) in presenza di un calo marcato per le importazioni (-1,9% t/t da 3,9%). Dal lato dell'offerta, gli effetti dei rincari energetici e degli scioperi dello scorso ottobre hanno determinato una contrazione del valore aggiunto nel settore manifatturiero pari a -0,5% t/t, dopo il +0,6% estivo (per la raffinazione di registra un -10% t/t). Viceversa, mostrano una buona tenuta i servizi (0,4% da 0,5% precedente). La Francia archivia il 2022 con una crescita pari a 2,6% (inferiore alla media dell'Eurozona). Per il 2023 ci aspettiamo un rallentamento a 0,6%.

**Francia.** A dicembre, la **spesa per consumi di beni è calata a sorpresa** di -1,3% m/m, dopo il +0,6% di novembre. La flessione è risultata particolarmente marcata per i beni alimentari (-1,8% m/m al netto del tabacco) e per i durevoli (-3,5% m/m). Il calo lascia un'eredità statistica negativa sul trimestre corrente, quando i consumi potrebbero causare una contrazione per il PIL.

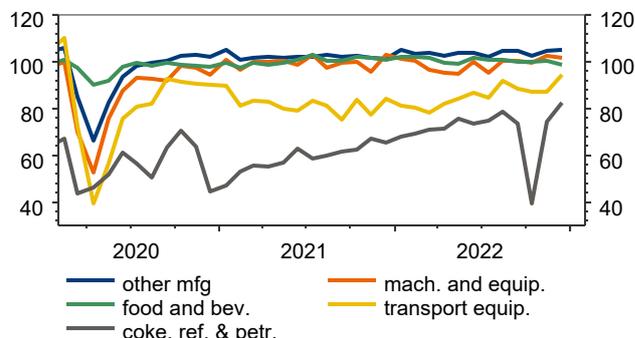
**Francia.** A dicembre, la **produzione manifatturiera ha riportato una crescita di +0,3% m/m** (dopo il +2,4% del mese precedente), a fronte di un progresso ben più marcato (+1,1% m/m da +2,0%) per l'industria nel suo complesso. Su base tendenziale, la variazione è stata dunque pari a +2,6% e -0,2%, rispettivamente. Il dato di dicembre, tuttavia, nasconde ampie differenze tra i diversi settori produttivi: il comparto dei mezzi di trasporto -che ha beneficiato dei minori problemi negli approvvigionamenti - ha fatto segnare un progresso di +8,3% m/m; nell'estrattivo e nella raffinazione, la crescita è stata pari a +6% e +10,6% m/m rispettivamente. Ampie flessioni hanno riguardato l'alimentare (-1,7% m/m da +0,4%) e i macchinari (-3,3% da +4,9%); in calo solo marginale le costruzioni (-0,1% m/m, da -1,2%). La produzione industriale potrebbe tornare a calare nei prossimi mesi.

**A dicembre, l'industria francese si conferma resiliente**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Il dato aggregato riflette ancora la fine degli scioperi nel settore della raffinazione**

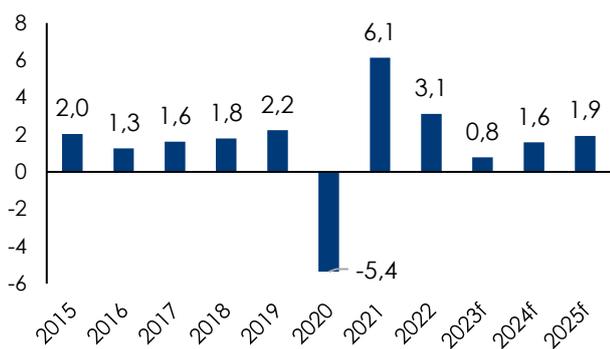


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

**Francia.** La **stima flash** indica che a gennaio l'**inflazione è salita dal 5,9% al 6%** sull'indice nazionale e dal 6,7% al 7% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento dello 0,4% m/m su entrambi gli indici; l'effetto rialzista dell'allentamento delle misure anti-rincarì su carburanti e gas è stato solo in parte spiazzato dell'impatto dei saldi invernali. Sul rialzo tendenziale di gennaio pesano ancora le componenti energia ed alimentari, cresciute rispettivamente dal 15,1% al 16,3% e dal 12,1% al 13,2%. I beni industriali sono rimasti stabili al 4,6%, mentre i servizi scendono al 2,6% a/a dal 2,9% di dicembre. In media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare al 5,1% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver chiuso il 2022 al 5,9%.

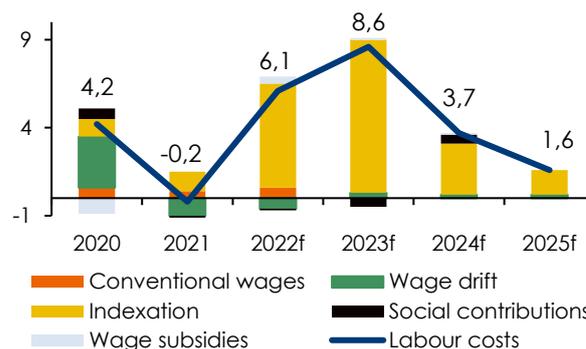
**Belgio.** Il **PIL è cresciuto più del previsto nel 4° trimestre**, di 0,1% t/t, in quanto l'espansione nei servizi e nelle costruzioni ha compensato la flessione dell'attività industriale. L'economia dovrebbe essere riuscita ad evitare una recessione tecnica a cavallo d'anno ma ci aspettiamo che l'attività rimanga complessivamente fiacca anche ad inizio 2023. L'indicizzazione dei salari all'inflazione potrebbe compensare in parte l'erosione del potere d'acquisto delle famiglie, consentendo una ripresa più rapida rispetto alla media dell'area euro. Dopo essere cresciuto del 3,1% nel 2022, il PIL belga potrebbe frenare a 0,8% nel 2023.

**Belgio: crescita annua del PIL**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

**Costo del lavoro per ora lavorata: contributi alla crescita % a/a**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Banque Nationale de Belgique

## Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	gen	42.6		52.9
PMI manifatturiero - NBS	gen	47.0	49.8	50.1
PMI non manifatturiero - NBS	gen	41.6		54.4
PMI manifatturiero - Caixin	gen	49.0	49.5	49.2
PMI servizi - Caixin	gen	48.0		52.9

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

Gli **indici PMI rilevati dall'ufficio statistico** hanno registrato un rimbalzo in gennaio, segnalando che la fine della strategia di tolleranza zero ha favorito un'espansione dell'attività economica in dicembre particolarmente forte nel settore dei servizi. L'indice **PMI manifatturiero**, dopo tre mesi in territorio di contrazione, **è salito da 47 in dicembre a 50,1 in gennaio**, in linea con le attese di consenso, riportandosi sui livelli di settembre. Il miglioramento è stato favorito da un aumento generalizzato di tutte le componenti e in primis da un balzo degli ordini totali (da 43,9 in dicembre a 50,9 in gennaio) e degli acquisti di materie prime (da 44,9 in dicembre a 50,4 in gennaio). La componente della produzione è risalita di 5,2 punti, ma è rimasta in territorio di contrazione (49,8) così come le scorte, l'occupazione e gli ordini esteri (saliti da 44,2 in dicembre a 46,1 in gennaio). I tempi di consegna hanno registrato un sensibile miglioramento (da 40,1 in dicembre a 47,6 in gennaio), ma gli ordini inevasi continuano a contrarsi, seppur ad un ritmo inferiore rispetto al mese precedente; i prezzi degli input salgono solo lievemente, mentre quelli degli output restano in moderato calo. Nella scomposizione per dimensione d'impresa, solo il PMI delle grandi aziende è risalito al di sopra di 50. **Il PMI non manifatturiero è rimbalzato** da 41,6 in dicembre **a 54,4 in gennaio**, oltre le attese (consenso Bloomberg: 52), favorito dall'aumento di oltre 14 punti del **PMI servizi** che si è portato a 54 in gennaio, sostenuto dal netto miglioramento degli ordini e delle aspettative. Entrambe queste componenti hanno sostenuto anche l'incremento, più contenuto, del **PMI costruzioni** (da 54,4 in dicembre a 56,4 in gennaio; la componente dell'occupazione si è portata in territorio espansivo per la prima volta da aprile 2022).

L'indice **PMI manifatturiero rilevato da Caixin ha registrato un modesto aumento**, salendo da 49 in dicembre a 49,2 in gennaio, meno delle attese di consenso (Bloomberg 49,8). Il dato appare in linea con le indicazioni dei PMI dell'NBS pubblicati il giorno precedente, che certificavano condizioni in miglioramento ma ancora di difficoltà per le piccole e medie imprese. L'aumento è stato esteso a tutte le componenti ad eccezione di quelle delle scorte di prodotti finiti e di input, che sono lievemente scese e rimangono in territorio di contrazione. Le imprese hanno lamentato infatti ancora debolezza della domanda sia estera sia interna: le componenti degli ordini, pur in miglioramento, sono rimaste al di sotto di 50 (ordini totali a 49,3; ordini esteri a 48,7), segnalando una contrazione sebbene ad un ritmo inferiore rispetto a dicembre. Le imprese hanno inoltre evidenziato che i licenziamenti volontari e le assenze per malattia hanno mantenuto l'occupazione in contrazione per il decimo mese consecutivo e hanno causato un aumento degli ordini inevasi per la prima volta da maggio. Le imprese restano comunque ottimiste per il futuro, come segnala l'aumento delle aspettative che hanno toccato il massimo da aprile 2021. I prezzi di acquisto sono saliti al ritmo più alto degli ultimi sette mesi (da 51,1 in dicembre a 52 in gennaio, ancora inferiore rispetto alla media del 2020-21 di 55,5), mentre i prezzi di vendita hanno continuato a ridursi.

L'indice **PMI dei servizi rilevato da Caixin è salito oltre le aspettative** (consenso Bloomberg: 51,0) in gennaio, portandosi a 52,9 da 48,0 in dicembre, spinto al rialzo da un aumento generalizzato di tutte le componenti. Il dato segnala la prima riaccelerazione dell'attività del settore da agosto 2022, in linea con l'abbandono delle misure di contenimento del Covid-19. La componente dei nuovi ordini, che, rimasta sotto 50 per quattro mesi, è salita da 47,9 in dicembre a 52,2 in gennaio, e quella delle aspettative, balzata da 62,7 in dicembre a 68,6 in gennaio, oltre i massimi di marzo 2021 (67,3), hanno registrato gli incrementi più elevati. Le assenze per malattia hanno contribuito a un marginale calo dell'occupazione – la cui componente, nonostante il miglioramento, è rimasta al di sotto di 50 – e ad un aumento degli ordini inevasi. La dinamica degli ordini indica che le pressioni inflazionistiche rimangono contenute, con un modesto aumento dei prezzi degli input che non si trasmette completamente ai prezzi di vendita.

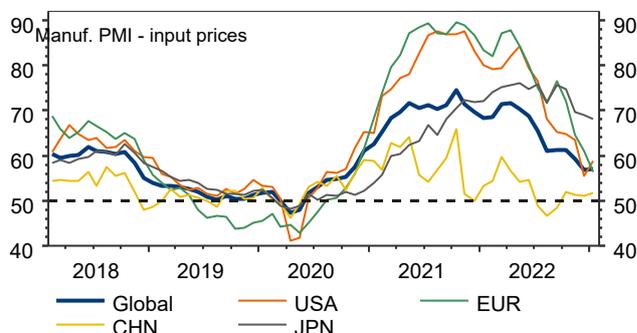
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



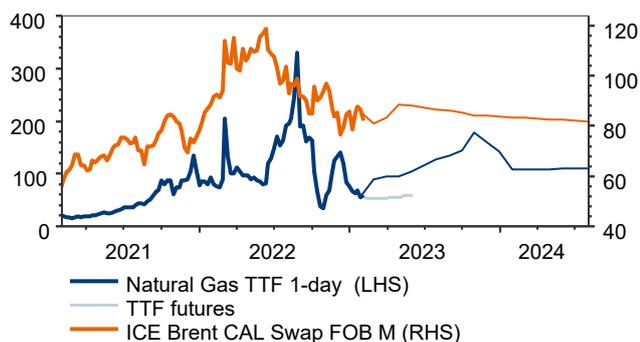
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



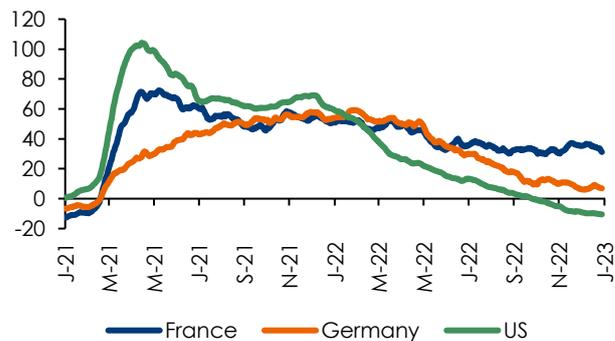
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



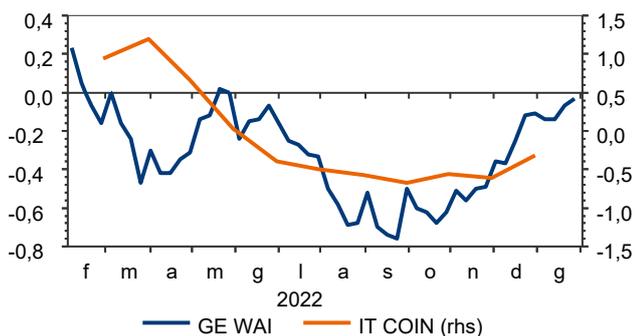
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Offerte di lavoro (variazione % a/a)



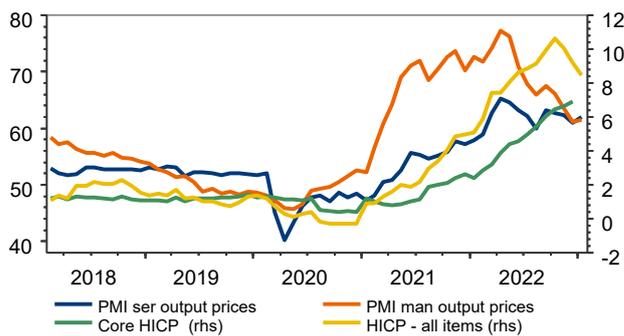
Fonte: Indeed Hiring Lab

### 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

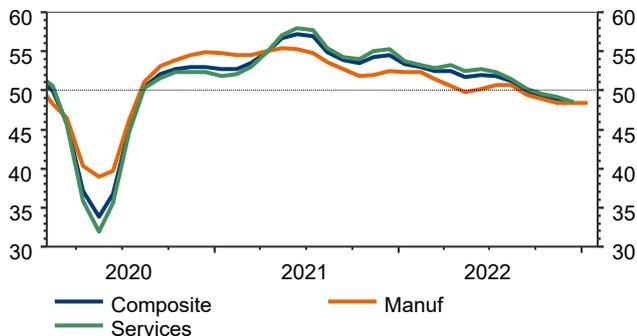
### Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

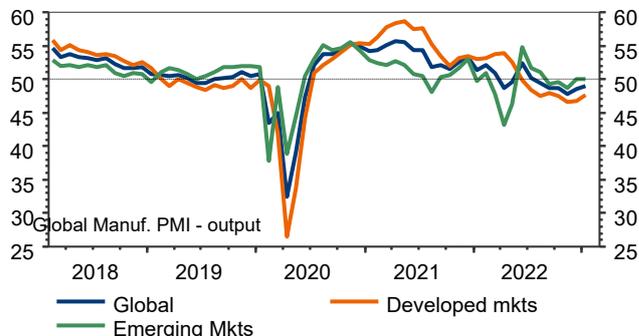
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



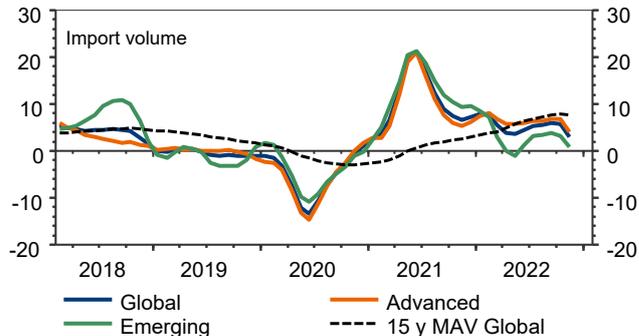
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



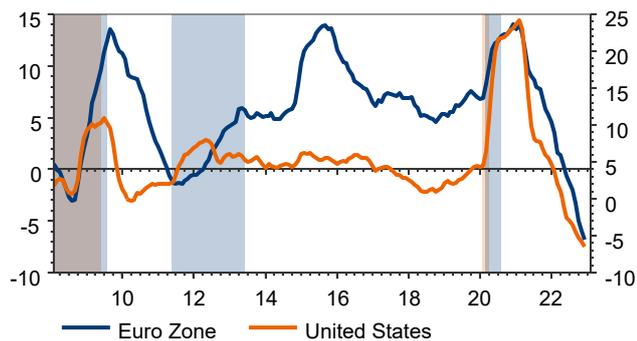
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



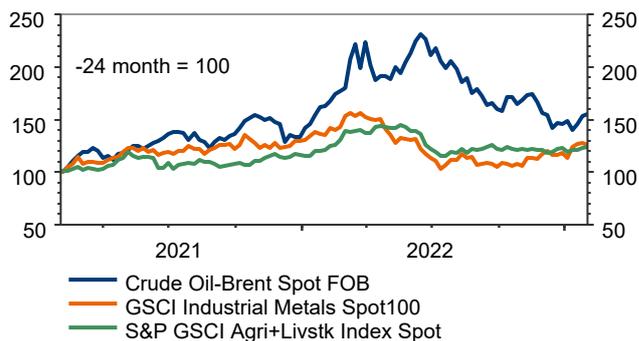
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

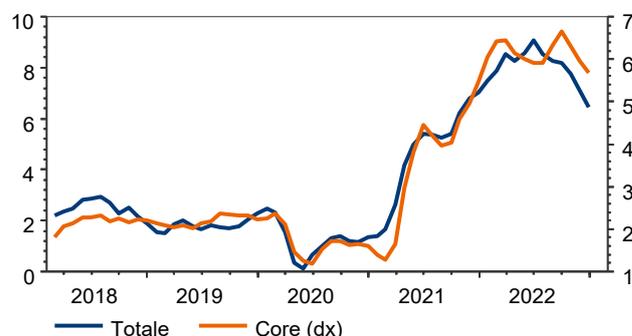
## Stati Uniti

## Indagini ISM



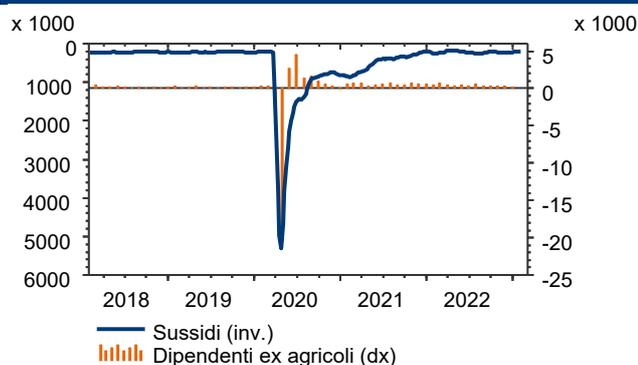
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



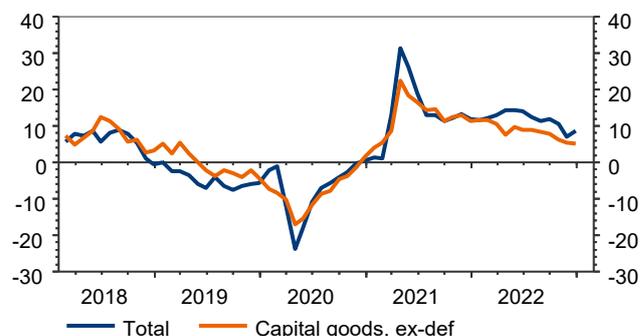
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

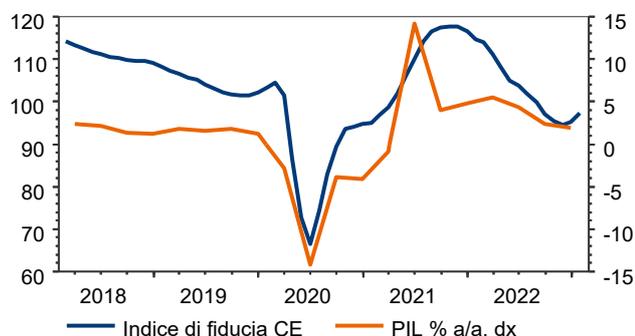
## Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	2.1	0.4	5.7	3.7	1.8	1.9	1.0	1.3	1.1	-0.1
- trim./trim. annualizzato				7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.9	-0.2	-1.6	-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	3.6	0.9	1.1	7.9	0.1	6.2	0.7	0.8	-1.2	-0.2
IFL - privati residenziali	10.7	-10.7	-16.4	-1.1	-3.1	-17.8	-27.1	-26.7	-15.0	-8.2	-6.0
Consumi e inv. pubblici	0.6	-0.6	1.7	-1.0	-2.3	-1.6	3.7	3.7	1.0	1.1	1.1
Esportazioni	6.1	7.2	4.1	23.5	-4.6	13.8	14.6	-1.3	4.1	2.5	0.9
Importazioni	14.1	8.1	-0.1	18.6	18.4	2.2	-7.3	-4.6	3.5	2.8	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.7	-0.1	5.0	0.3	-2.1	-1.4	1.8	-0.2	-0.4	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-3.7	-3.5								
Deficit Pubblico (% PIL)	-12.2	-4.2	-5.0								
Debito pubblico (% PIL)	148.2	145.4	146.4								
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	-1.7	1.2	1.2	1.2	0.4	-0.4	-0.5	-1.3	-0.7
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.7	4.0	4.3

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

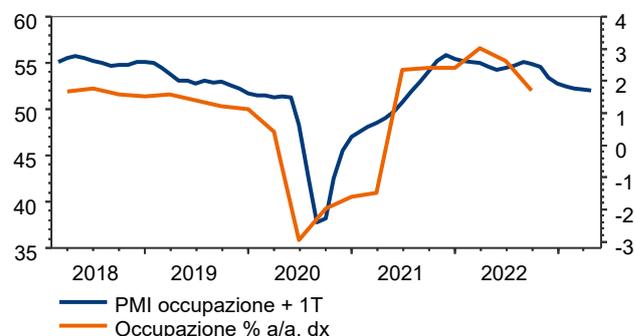
## Area euro

### PIL



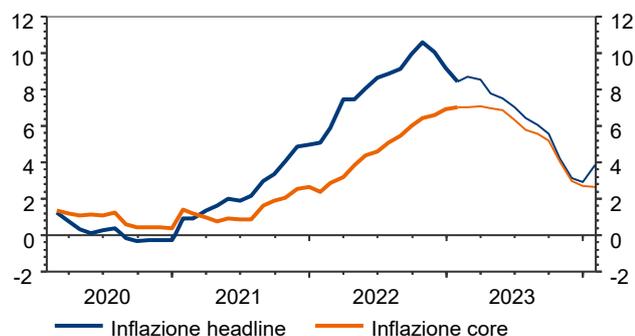
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	8.5
febbraio	0.9	5.9	8.7
marzo	1.3	7.4	8.5
aprile	1.6	7.4	7.8
maggio	2.0	8.1	7.5
giugno	1.9	8.6	7.0
luglio	2.2	8.9	6.5
agosto	3.0	9.1	6.1
settembre	3.4	9.9	5.6
ottobre	4.1	10.6	4.2
novembre	4.9	10.1	3.2
dicembre	5.0	9.2	2.9

Nota: i dati tedeschi non erano noti al momento della pubblicazione di Eurostat della stima flash dell'inflazione eurozona di gennaio 2023; pertanto, ci aspettiamo una revisione al rialzo in occasione della seconda lettura (nostra stima: 8,8%). Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023			2023		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.5	0.6	4.8	5.5	4.3	2.3	1.9	1.1	0.4	0.3
- t/t				0.5	0.6	0.9	0.3	0.1	-0.2	0.2	0.3
Consumi privati	3.7	4.0	-0.2	-0.1	0.0	1.1	0.8	-0.9	-0.7	0.2	0.5
Investimenti fissi	3.7	4.4	1.8	3.4	-0.7	1.0	3.6	-0.1	-0.9	0.4	0.5
Consumi pubblici	4.3	1.3	1.2	0.4	0.1	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	10.4	7.3	1.4	2.6	1.5	1.8	1.7	-0.2	0.0	0.0	0.2
Importazioni	8.2	8.3	2.2	4.7	-0.7	2.2	4.2	-0.9	0.0	0.0	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.4	0.4	0.7	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.3	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.4	-0.6	0.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.0	-3.5								
Debito pubblico (% PIL)	95.4	93.6	94.7								
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	8.4	6.3	4.6	6.1	8.0	9.3	10.0	8.6	7.4	6.0
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.9	0.5	0.2	-0.2	0.4	1.7	1.7	0.4	0.3	0.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	7.1	6.8	6.7	6.7	6.6	6.6	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.34	3.32	-0.57	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.65	3.41	3.64

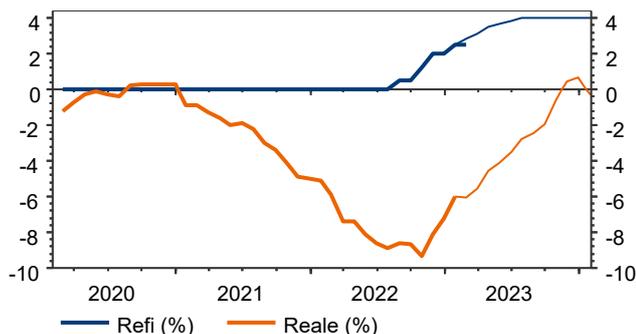
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	giu	set	dic	2/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	<b>3.00</b>	3.50	4.00	4.00	4.00
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	<b>2.26</b>	2.72	3.40	3.52	3.51
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	<b>2.55</b>	2.99	3.56	3.62	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

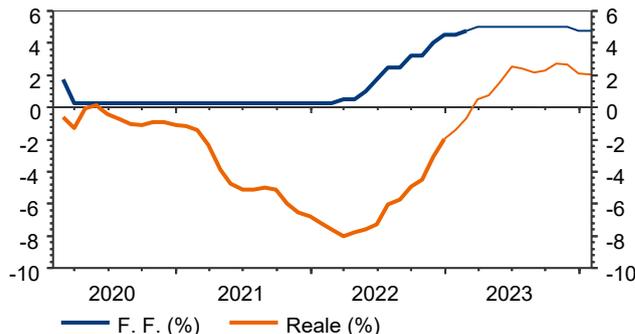


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	2/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	<b>4.75</b>	5.00	5.00	5.00	4.75
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	<b>4.72</b>	4.97	4.99	4.99	4.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

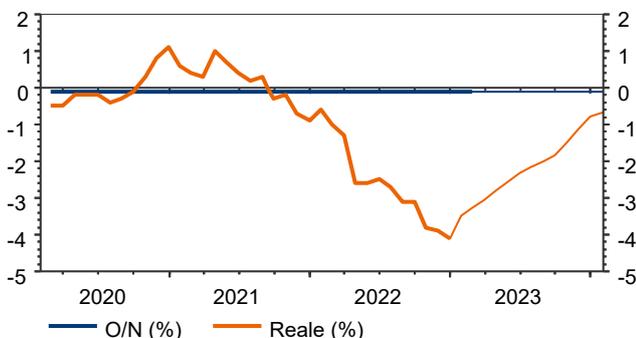


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	2/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.04	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

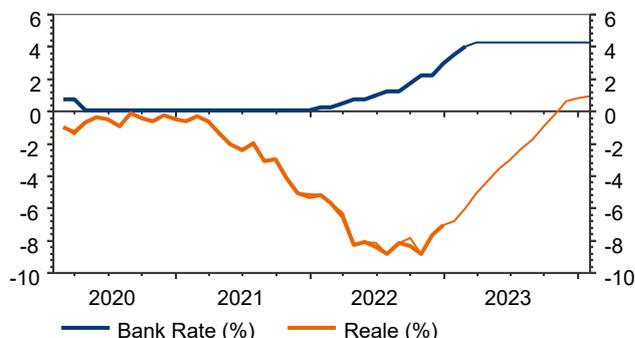


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	2/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	<b>4.00</b>	4.25	4.25	4.25	4.25
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	<b>4.14</b>	4.30	4.25	4.20	4.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	3/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.20	1.13	1.02	0.98	1.05	<b>1.0932</b>	1.10	1.12	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	105	115	134	148	131	<b>128.47</b>	126	122	120	118	116
GBP/USD	1.36	1.36	1.21	1.12	1.20	<b>1.2261</b>	1.22	1.23	1.25	1.27	1.30
EUR/CHF	1.08	1.04	0.98	0.99	0.99	<b>0.9983</b>	1.01	1.02	1.03	1.05	1.06
EUR/JPY	126	130	136	145	138	<b>140.47</b>	139	137	136	136	134
EUR/GBP	0.88	0.83	0.84	0.87	0.88	<b>0.8916</b>	0.90	0.91	0.91	0.91	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