

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Stati Uniti – Cosa è cambiato dopo i nonfarm payrolls di gennaio?** I dati del mercato del lavoro di gennaio hanno dato una scossa allo scenario dell'economia americana. Una riaccelerazione della dinamica occupazionale, se duratura, minerebbe le previsioni di rallentamento della domanda e proseguimento del processo di disinflazione in atto, con implicazioni di tassi più elevati. L'informazione anomala di gennaio è limitata a un solo "punto", in un contesto di diffuso indebolimento congiunturale e di riduzione dell'inflazione, quindi una rivoluzione del quadro appare per ora improbabile. Tuttavia, nonfarm payrolls in ripresa insieme a una dinamica salariale in rapido rallentamento evidenziano un dilemma per la Fed: quali sono gli indicatori determinanti per i tassi? I trend di tutte le misure del costo del lavoro segnalano che, anche con la sorpresa dei nonfarm payrolls di gennaio, il punto di arrivo dei tassi resta probabilmente vicino.

### I market mover della settimana

La settimana entrante non offrirà particolari novità sul ciclo economico in **area euro**. La produzione industriale dovrebbe essere tornata a calare a dicembre, mentre la crescita occupazionale potrebbe aver rallentato nel 4° trimestre 2022. La prima stima sul PIL nei Paesi Bassi potrebbe mostrare una lieve contrazione, per il secondo trimestre di fila, a fine 2022. Infine, in Francia sarà diffusa la seconda stima di inflazione di gennaio e il dato sul tasso di disoccupazione a fine 2022.

L'agenda è fitta di dati questa settimana negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sull'inflazione di gennaio, che dovrebbe riaccelerare su base mensile, sia per gli indici headline sia per quelli core. Il CPI core è previsto in rialzo di 0,4% m/m, sulla scia di un modesto aumento dei prezzi delle auto usate e di persistenti spinte verso l'alto dell'abitazione. Sempre a gennaio, le vendite al dettaglio sono previste in ripresa, ma ancora marginalmente negative in termini reali, la produzione industriale dovrebbe essere in rialzo e i nuovi cantieri residenziali a gennaio in ulteriore calo. Le prime indagini del manifatturiero di febbraio dovrebbero confermare i segnali recessivi.

10 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

**Stati Uniti – Cosa è cambiato dopo i nonfarm payrolls di gennaio?** I dati del mercato del lavoro di gennaio hanno dato una scossa allo scenario dell'economia americana. Una riaccelerazione della dinamica occupazionale, se duratura, minerebbe le previsioni di rallentamento della domanda e proseguimento del processo di disinflazione in atto, con implicazioni di tassi più elevati. L'informazione anomala di gennaio è limitata a un solo "punto", in un contesto di diffuso indebolimento congiunturale e di riduzione dell'inflazione, quindi una rivoluzione del quadro appare per ora improbabile. Tuttavia, nonfarm payrolls in ripresa insieme a una dinamica salariale in rapido rallentamento evidenziano un dilemma per la Fed: quali sono gli indicatori determinanti per i tassi? I trend di tutte le misure del costo del lavoro segnalano che, anche con la sorpresa dei nonfarm payrolls di gennaio, il punto di arrivo dei tassi resta probabilmente vicino.

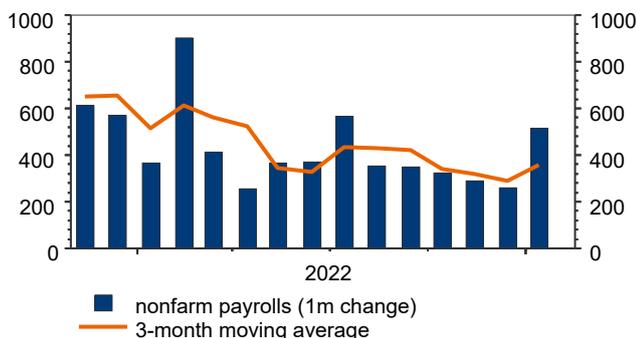
- Il sorprendente boom di occupazione a gennaio è di dimensione tale da richiedere un riesame dello scenario economico dei prossimi trimestri. La riaccelerazione della dinamica occupazionale dopo mesi di rallentamento è davvero una svolta anche per i trend di indebolimento della domanda aggregata? Ci sono due insiemi di informazioni da valutare. Da un lato, quelle contenute nell'employment report, che non è limitato ai payrolls, ma include un ampio insieme di dati. Dall'altro, molte altre fonti sono cruciali per la determinazione della politica monetaria.
- **Le novità dell'employment report.** I dati di gennaio hanno sorpreso su più fronti, mettendo in dubbio alcuni trend consolidati, ma confermandone altri.
  - **Sorpresa:** boom di occupati (+517 mila, dopo aumenti medi di 290 mila nel 4° trimestre, v. figura) in contrasto con il trend in rallentamento in atto per gran parte del 2022 e occupati rilevati con l'indagine presso le famiglie in aumento di 84 mila a gennaio.
  - **Sorpresa:** ripresa delle ore settimanali lavorate, in calo da metà 2021 (v. figura).
  - **Sorpresa:** aumento degli occupati con impiego temporaneo (+25900), dopo due mesi di ampie contrazioni (-48500 e -40900 a novembre e dicembre, rispettivamente, un segnale tipicamente associato con una svolta verso il basso dei nonfarm payroll).
  - **Conferma:** occupati part-time involontari in costante aumento, mentre l'occupazione a tempo pieno rallenta da un anno (v. figura).
  - **Conferma:** crescita dei salari orari in rallentamento, a 4,4% a/a (v. figura), in linea con le indicazioni di Employment Cost Index, costo del lavoro per unità di prodotto, Atlanta Wage Tracker.
  - **Conferma:** disoccupati per più di 15 settimane in aumento, in linea con le indicazioni dei sussidi esistenti, in rialzo per tutto il 2022.

**I dati di gennaio: sorprese e conferme**

Nel complesso, alcuni dati dell'employment report (occupati, ore lavorate, occupati con impieghi temporanei) potrebbero essere compatibili con un'interruzione del trend di indebolimento del mercato del lavoro, e quindi della domanda aggregata. Tuttavia, uno scenario di riaccelerazione della crescita richiederebbe ulteriori conferme, vista la diffusione di segnali pre-recessivi in atto fino a dicembre sia nell'economia reale sia nel mercato del lavoro.

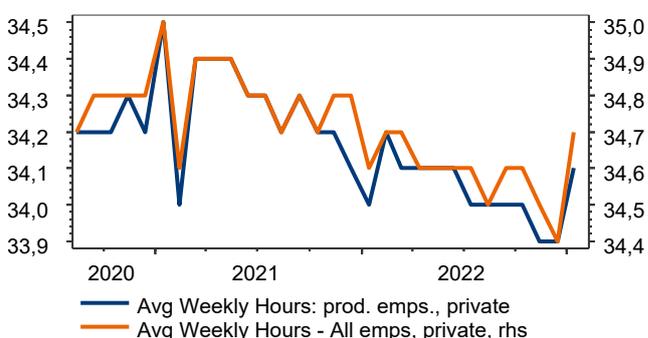
I dati di gennaio, benché straordinariamente forti, rappresentano un solo "punto", per ora non sufficiente, da solo a definire una svolta, anche alla luce delle difficoltà di stagionalizzazione particolarmente marcate nella fase post-pandemica (per esempio, i dati di inizio 2022 erano caratterizzati da ampi effetti dovuti all'aumento e alla successiva riduzione dei casi di Covid). La scarsa attendibilità delle prime stime dei nonfarm payrolls in fasi di transizione ciclica dovuta alla previsione delle imprese attive rimane un elemento di incertezza aggiuntiva. In conclusione, i dati sono certamente un campanello di allarme ma, da soli, non cambiano lo scenario.

**Nonfarm payrolls di gennaio: punto anomalo o nuovo trend?**



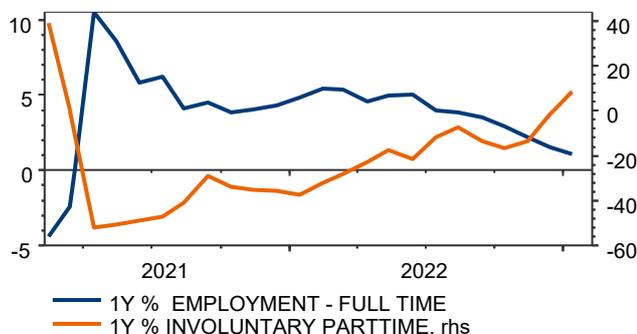
Fonte: BLS

**Ore lavorate: un boom a gennaio in controtendenza con il 2022**



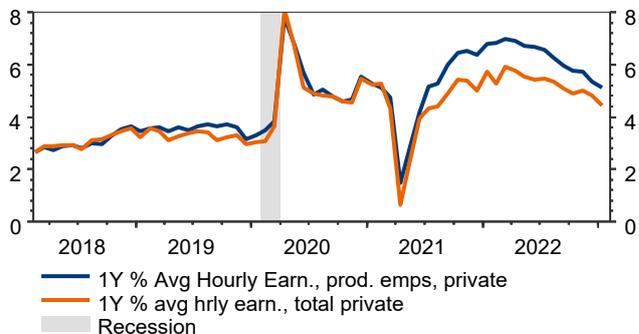
Fonte: BLS

**Occupati a tempo pieno in calo, occupati part-time in aumento**



Fonte: BLS

**Dinamica dei salari orari in flessione**



Fonte: BLS

■ **(Dis)inflazione, salari e crescita dell'occupazione: cosa conta davvero per i tassi?** In una discussione sulla politica monetaria questa settimana, è stato chiesto a Powell se, conoscendo in anticipo i nonfarm payrolls di gennaio, il FOMC avrebbe agito e comunicato in modo diverso rispetto a quanto fatto alla riunione conclusa il 2 febbraio. Powell ha evitato la risposta diretta, commentando solo che dati come questi spiegano perché "dobbiamo andare avanti" e proseguire con "continui aumenti" dei tassi per riequilibrare domanda e offerta di lavoro.

**Il puzzle del mercato del lavoro: occupazione in aumento, disoccupazione in calo, salari in rallentamento**

I nonfarm payrolls di gennaio sottolineano la dipendenza della politica monetaria dai dati in arrivo ma, se letti insieme alla dinamica di prezzi e salari, evidenziano anche un **dilemma per la Fed**. Infatti, mentre si assiste a un apparente nuovo boom di occupati e al continuo calo del tasso di disoccupazione, tutte le misure del costo del lavoro sono in rallentamento e il processo di disinflazione è in corso. I ritardi della trasmissione della politica monetaria implicano che gli effetti dei rialzi attuati finora non si sono ancora dispiegati nell'economia e richiederanno ancora un paio di trimestri. Le condizioni del credito e la domanda di prestiti, su livelli recessivi dall'autunno (v. figura), indicano che l'indebolimento della domanda aggregata ha ancora strada da fare. Il mercato del lavoro, tuttavia, appare sotto pressione in termini di domanda e offerta: quali sono i segnali davvero rilevanti, in un ciclo post-pandemico caratterizzato da un'offerta di lavoro rigida e inferiore alla norma?

■ **Inflazione e salari nei servizi core ex-abitazione.** L'argomento centrale per proseguire con i rialzi è fondato sulla previsione della Fed di **inflazione in calo con un sentiero probabilmente lento dovuto agli squilibri sul mercato del lavoro**. Questa previsione è basata sull'analisi, ormai ben nota, delle tre componenti dell'inflazione core, che porta al centro dell'attenzione **l'inflazione dei servizi core al netto dell'abitazione** ("supercore"). La

**Inflazione e salari "supercore"**

disinflazione dei beni core è consolidata e quella dei servizi abitativi inizierà nel giro di qualche trimestre, con probabilità molto elevata. Invece, la componente dei servizi ex-abitazione per ora non dà indicazioni di calo convincente. Da qui al mercato del lavoro il passo è breve.

Secondo la Fed, per il rientro dell'inflazione "supercore" è essenziale il raffreddamento del mercato del lavoro. I salari sono la principale componente dei prezzi nel comparto, formato da segmenti variegati (fra cui trasporti, sanità, ricreazione, ospitalità, servizi finanziari, altri servizi). Secondo la Fed circa il 60% del comparto ha prezzi che rispondono alle condizioni cicliche.

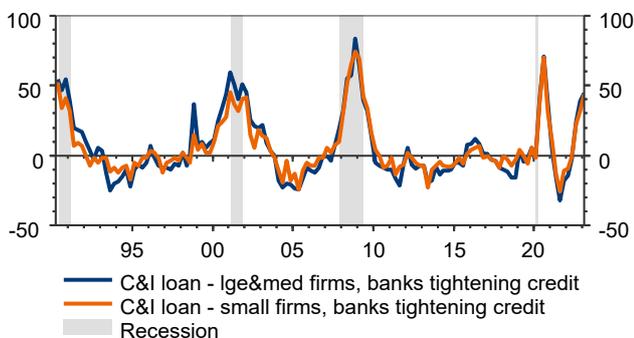
Il Council of Economic Advisers ha pubblicato due giorni fa una nuova **misura dei salari mirata a valutare le pressioni sui prezzi dei servizi core al netto dell'abitazione**. Secondo il CEA, la crescita salariale "supercore" è rallentata molto velocemente nel 2022, da un picco di 8% a/a a marzo 2022 a 5,2% a/a a gennaio 2023 (v. figura). La velocità di discesa è aumentata nella parte finale dell'anno, con una flessione della crescita da 9,7% 3m/3m ann. a ottobre 2022, a 4% 3m/3m ann. a gennaio 2023. La dinamica dei salari orari invece è passata da 5,9% a/a a 4,4% a/a fra marzo e gennaio, con un rallentamento molto più contenuto. L'analisi del CEA mostra che i salari "supercore" hanno maggiore capacità previsiva per l'inflazione "supercore" (v. figura) rispetto ad altre misure salariali come Employment Cost Index, Atlanta Fed Wage Tracker e salari orari.

Il calo rapido di tutte le misure salariali in presenza di una apparente riaccelerazione della dinamica occupazionale rende particolarmente difficile la previsione dei tassi e richiede l'integrazione dei dati disponibili con altre informazioni. Un elemento potenzialmente rilevante è il **forte aumento dell'immigrazione in atto da metà 2021**, sui massimi dal 2017 (v. figura), non incorporato nei dati mensili di occupazione rilevati dalla Household Survey. A gennaio 2023, la popolazione ha registrato un incremento di circa 1 mln, che il BLS attribuisce in gran parte all'immigrazione. Secondo stime separate del Census Bureau, la variazione netta degli immigrati è stata pari a 1 mln, dopo 376 mila nel 2021, ma i dati mensili del 2022 non saranno aggiornati ancora per diversi trimestri. Il rientro di una componente importante della forza lavoro, rilevante soprattutto nei settori più sotto pressione come ospitalità, altri servizi, sanità e agricoltura, può contribuire a spiegare la svolta del trend salariale.

■ In conclusione, **indubbiamente i nonfarm payrolls di gennaio spingono verso l'alto i rischi per il punto di arrivo dei tassi, ma richiedono anche una lettura del quadro economico complessivo**, per ora coerente con un significativo rallentamento della domanda aggregata, soprattutto alla luce dei segnali provenienti dai salari. Nel breve termine, il FOMC manterrà un atteggiamento hawkish, mentre raccoglierà altri dati in attesa della riunione di marzo, quando verranno aggiornate le proiezioni macroeconomiche.

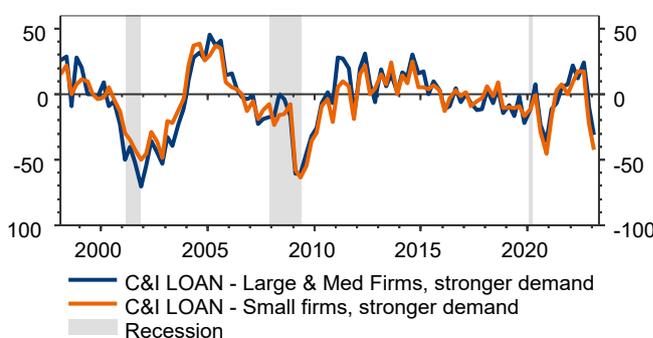
**Rischi verso l'alto per i tassi, ma il quadro di svolta del ciclo economico per ora non è modificato**

**Condizioni del credito...**



Fonte: Senior Loan Officers Survey, Federal Reserve Board

**...e domanda di prestiti I&C su livelli pre-recessivi**



Fonte: Senior Loan Officers Survey, Federal Reserve Board

**Crescita dei salari orari nei servizi core non abitativi in calo rapido**



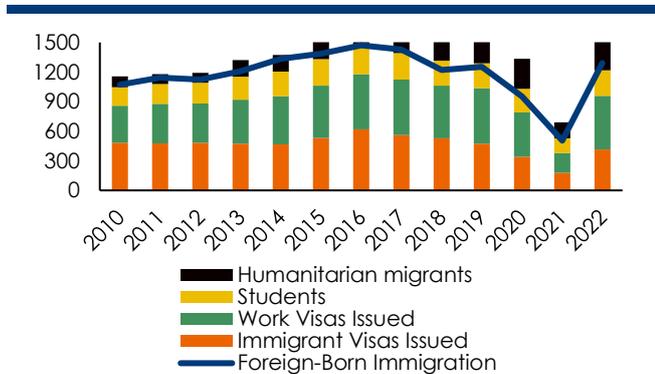
Fonte: Council of Economic Advisers

**Crescita dei salari orari e dei prezzi dei servizi core non abitativi in attesa di risposte**



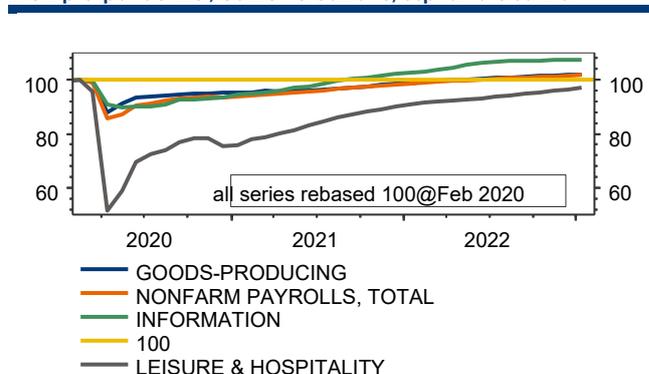
Nota: NHS= non housing services, AHE=average hourly earnings.  
Fonte: Council of Economic Advisers

**Il rimbalzo dell'immigrazione nel 2022...**



Nota: dati in migliaia. Fonte: Census Bureau

**...alimenta la crescita dell'occupazione nei settori ancora sotto i livelli pre-pandemici, come ricreazione/ospitalità e sanità**



Fonte: BLS

## I market mover della settimana

La settimana entrante non offrirà particolari novità sul ciclo economico in **area euro**. La produzione industriale dovrebbe essere tornata a calare a dicembre, mentre la crescita occupazionale potrebbe aver rallentato nel 4° trimestre 2022. La prima stima sul PIL nei Paesi Bassi potrebbe mostrare una lieve contrazione, per il secondo trimestre di fila, a fine 2022. Infine, in Francia sarà diffusa la seconda stima di inflazione di gennaio e il dato sul tasso di disoccupazione a fine 2022.

L'agenda è fitta di dati questa settimana negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sull'inflazione di gennaio, che dovrebbe riaccelerare su base mensile, sia per gli indici headline sia per quelli core. Il CPI core è previsto in rialzo di 0,4% m/m, sulla scia di un modesto aumento dei prezzi delle auto usate e di persistenti spinte verso l'alto dell'abitazione. Sempre a gennaio, le vendite al dettaglio sono previste in ripresa, ma ancora marginalmente negative in termini reali, la produzione industriale dovrebbe essere in rialzo e i nuovi cantieri residenziali a gennaio in ulteriore calo. Le prime indagini del manifatturiero di febbraio dovrebbero confermare i segnali recessivi.

### Martedì 14 febbraio

#### Area euro

- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare che nel 4° trimestre del 2022 il **PIL** è cresciuto di 0,1% t/t (1,9% a/a). La crescita dell'**occupazione** potrebbe aver decelerato di un decimo a 0,2% t/t (1,4% a/a).
- **Paesi Bassi.** La **stima preliminare** dovrebbe mostrare un **PIL** in flessione di -0,3% t/t nei mesi autunnali, dopo il -0,2% t/t del trimestre estivo. Sull'anno, la crescita è attesa rallentare al 2,2% a/a da un precedente 3,1% a/a. Sia i consumi che gli investimenti dovrebbero risultare in calo nel trimestre. Le esportazioni dovrebbero registrare poco variazioni, a fronte di un aumento dell'import. La crescita annua è vista a 0,5%, nel 2023, dal 4,2% del 2022.
- **Francia.** Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe restare stabile al 7,3%, anche nel 4° trimestre 2022, a fronte di una sostanziale tenuta dell'economia nella parte finale dell'anno. Ci attendiamo che il rallentamento ciclico possa favorire una parziale risalita del tasso dei senza lavoro, e in particolare della disoccupazione giovanile, nei mesi centrali del 2023.

#### Stati Uniti

- Il **CPI** di gennaio è previsto in aumento di 0,5% m/m (6,4% a/a), dopo -0,1% m/m di dicembre sulla scia di una ripresa dei prezzi energetici (benzina: +2,4%) e di una riaccelerazione della dinamica core. I **prezzi al netto di alimentari ed energia sono attesi in rialzo di 0,4% m/m**, (5,6% a/a). I beni core (con un peso del 21% sul CPI) dovrebbero registrare un rallentamento del trend verso il basso dell'autunno, con un contributo negativo più modesto rispetto ai mesi precedenti. In particolare, le auto usate (peso: 3,6%) dovrebbero avere prezzi in moderato rialzo su base stagionalizzata (sempre in calo se non stagionalizzati), alla luce del Manheim Used Vehicle Value Index. Per i veicoli nuovi (peso: 4,1%), i prezzi stagionalizzati dovrebbero stabilizzarsi dopo due mesi di contrazione, pur restando su un trend verso il basso. Nei servizi core (peso: 57,5%), prevediamo che l'abitazione (peso: 32,9%) continui a dominare i rialzi, con un'ulteriore accelerazione degli affitti della residenza abituale. Il focus sarà sui servizi core al netto dell'abitazione monitorati dalla Fed. Il trend dovrebbe restare moderato, senza segnalare un ritmo di rallentamento più rapido.

### Mercoledì 15 febbraio

#### Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe tornare a calare a dicembre, stimiamo di -0,8% m/m (-0,8% a/a). L'ampia flessione dell'output in Germania (-2,1% m/m) e Irlanda (-8,5% m/m) potrebbe aver più che compensato i progressi registrati in Francia (1,1% m/m), Italia

(1,6% m/m) e Spagna (0,8% m/m). Nei prossimi mesi il calo dei prezzi dell'energia potrebbe ridurre le pressioni sulla manifattura; tuttavia, il progressivo esaurimento delle commesse inevase, nonché le indicazioni ancora recessive su ordini e produzione dalle survey, restano coerenti con un'attività produttiva in contrazione anche a inizio 2023.

### Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a gennaio dovrebbero rimbalzare di 0,8% m/m dopo -1,1% m/m. La spinta per l'aggregato totale dovrebbe essere riconducibile al rialzo del prezzo della benzina, da un lato, e al rimbalzo delle vendite di auto, dall'altro. Le vendite di auto a gennaio hanno registrato un ampio aumento, diretto però in misura preponderante verso le agenzie di noleggio, con un incremento stimato per il commercio al dettaglio in +0,3% m/m, con prezzi in rialzo per il comparto dell'usato e circa stabili per le auto nuove. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero registrare una variazione di 0,4% m/m, marginalmente negativa in termini reali, segnalando un'entrata debole per i consumi nel 1° trimestre.
- L'**Empire Index della NY Fed** di febbraio è atteso a -25, in modesto miglioramento dopo il crollo di dicembre a -32,9 (minimo da metà 2020). L'indagine dovrebbe mantenersi in territorio recessivo, confermando le contrazioni di ordini, ordini inevasi e fatturato, con indicazioni deboli per le ore lavorate e circa stabili per l'occupazione. Anche gli indici di prezzo dovrebbero restare sui trend in calo in atto da metà 2022 e su livelli vicini a quelli pre-pandemici, sia per i prezzi pagati sia per i prezzi ricevuti.
- La **produzione industriale** a gennaio dovrebbe registrare un rimbalzo di 0,4% m/m dopo -0,7% m/m di dicembre, in parte sostenuto dalle utility. Nel manifatturiero, le ore lavorate e gli occupati sono aumentati a gennaio e puntano a un incremento della produzione (anche nel settore auto) dopo due mesi di contrazioni.

### Giovedì 16 febbraio

#### Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** a gennaio sono attesi in calo a 1,3 mln da 1,382 mln di dicembre, alla luce del persistente trend verso il basso delle licenze e dell'aumento delle scorte di case invendute, sui massimi dal 2009. Le **licenze** dovrebbero continuare a correggere, se pure a un ritmo più contenuto, con una flessione a 1,32 mln da 1,337 mln di dicembre. Il settore immobiliare residenziale dovrebbe toccare i minimi intorno a metà 2023.
- Il **PPI** a gennaio è atteso in aumento di 0,4% m/m per l'indice headline e 0,3% m/m per quello core.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a febbraio è previsto a -12 da -8,9. L'indagine dovrebbe confermare i segnali recessivi evidenziati da metà 2022, con ordini e ordini inevasi in territorio negativo e una modesta variazione positiva per gli occupati.

### Venerdì 17

#### Area euro

- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che in gennaio i **prezzi al consumo** sono saliti di 0,4% m/m sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato. L'inflazione annua dovrebbe essere confermata in aumento a 6% da 5,9% precedente sul CPI e a 7% da 6,7% sull'IPCA. L'inflazione francese in media annua è vista moderare al 5% circa (sull'indice armonizzato) nel 2023, dal 5,9% dello scorso anno.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (13 - 17 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Mar 14/2	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T4	-0.8	%	2.0
	00:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T4	-0.2	%	0.5
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		dic	prel -0.1	%	
	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T4	7.3	%	7.3
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		dic	3.7	%	3.7
	08:00	GB	Retribuzioni medie		dic	6.4	%	
	09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T4	-0.2	%	-0.3
	09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T4	3.1	%	2.2
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T4	prel 1.9	%	1.9
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T4	0.3	%	0.2
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T4	prel 0.1	%	0.1
	14:30	USA	CPI m/m	*	gen	-0.1	%	0.5
	14:30	USA	CPI a/a		gen	6.5	%	6.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	gen	0.3	%	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		gen	5.7	%	5.6
Mer 15/2	08:00	GB	CPI m/m		gen	0.4	%	-0.4
	08:00	GB	CPI a/a	*	gen	10.5	%	10.3
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		gen	prel 5.8	%	5.8
	09:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		dic	1.4	Mld €	
	09:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		dic	-0.4	Mld €	
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	dic	1.0	%	-0.8
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	feb	-32.9		-25.0
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	gen	-1.1	%	0.9
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	gen	-1.1	%	0.4
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		gen	78.8	%	79.0
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		gen	-0.7	%	0.4
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		dic	0.4	%	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		feb	35		
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		dic	171.5	Mld \$		
Gio 16/2	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		dic	-8.3	%	3.0
	00:50	GIA	Bilancia commerciale		gen	-1451.8 (-1448.5)	Mld ¥ JP	-3871.5
	14:30	USA	PPI m/m		gen	-0.5	%	0.4
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	gen	0.1	%	0.3
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	feb	-8.9		-12.0
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	gen	1.382	Mln	1.299
	14:30	USA	Licenze edilizie		gen	1.337	Mln	1.320
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	196	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.688	Mln	
Ven 17/2	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		gen	-5.8	%	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	-1.0	%	-0.5
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	gen	-0.1	%	
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	gen	prel 0.4	%	0.4
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		gen	prel 7.0	%	7.0
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		gen	0.4	%	
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		gen	-0.8 (-1.0)	%	

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

**Calendario degli eventi (13 - 17 febbraio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>*</b>	<b>Evento</b>
Lun	13/2	14:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		17:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
			EUR	*
Mar	14/2	17:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
		17:30	USA	Discorso di Harker (Fed)
	20:05	USA	Discorso di Williams (Fed)	
		UE	*	Riunione Ecofin
Gio	16/2	10:40	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		14:45	USA	Discorso di Mester (Fed)
		16:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		18:00	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		19:30	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		22:00	USA	Discorso di Cook (Fed)
Ven	17/2	00:15	USA	Discorso di Mester (Fed)
		12:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		14:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		14:45	USA	Discorso di Bowman (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	dic	-61.0 <del>(-61.5)</del>	Mld \$	-68.5	-67.4
Richieste di sussidio	settim	183	x1000	190	196
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.650 <del>(1.655)</del>	Mln	1.658	1.688
Fiducia famiglie (Michigan) prelim.	feb	64.9		65.0	

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

La **bilancia commerciale** di dicembre ha mostrato un deficit di -67,4 mld, in ampliamento da -61 mld di novembre, sulla scia di un calo delle esportazioni di -0,9% m/m (attribuibile alla correzione dei prezzi energetici) e di un rimbalzo delle importazioni di 1,3% m/m, concentrato nel comparto della telefonia mobile. La ripresa dei flussi commerciali del settore auto, sia in entrata sia in uscita, segnala il progressivo miglioramento delle strozzature all'offerta a livello globale.

L'indagine dei **Senior Loan Officers** di gennaio pubblicata dalla Fed mostra un'ulteriore restrizione delle condizioni del credito a imprese e famiglie, e indicazioni di contrazione della domanda di prestiti, con segnali caratteristici delle fasi recessive.

Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** al 4 febbraio sono aumentate a 196 mila, da 183 mila della settimana precedente. I **sussidi esistenti** a fine gennaio si sono mantenuti sul moderato trend al rialzo in atto da ottobre, con una variazione di 38 mila, a 1,688 mln.

L'**Atlanta Fed Wage Growth Tracker** a gennaio è rimasto stabile a 6,1% a/a (i dati sono calcolati come media mobile a 3 mesi), dando supporto alla previsione che il picco della dinamica salariale sia alle spalle, ma segnalando un possibile rallentamento del trend verso il basso.

Il Census Bureau ha iniziato la pubblicazione dell'**Index of Economic Activity**, costruito aggregando i 15 principali indicatori rilevati dal Census Bureau stesso, e aggiornato quotidianamente. L'indice ha oscillato intorno a zero da giugno a ottobre, scendendo a -1,49 a novembre e risalendo a -0,05 a dicembre, con indicazioni di persistente debolezza.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	dic	-1.2	%	-0.2	-1.3

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Vendite al dettaglio m/m	dic	1.2 <del>(0.8)</del>	%	-2.5	-2.7
FRA	Occupati non agricoli prelim	T4	0.4	%		0.0
GER	Produzione industriale m/m	dic	0.4 <del>(0.2)</del>	%	-0.7	-3.1
ITA	Vendite al dettaglio a/a	dic	4.4	%		3.4
ITA	Produzione industriale m/m	dic	-0.1 <del>(-0.3)</del>	%	-0.1	1.6
SPA	Produzione industriale a/a	dic	-0.7 <del>(-1.1)</del>	%	-0.6	0.6

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

**Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono calate di -2,7% m/m (-2,8% a/a) a dicembre da un precedente +1,2% m/m (-2,5% a/a). La più ampia flessione in 12 mesi risulta diffusa a quasi tutte le economie e a tutte le componenti ad eccezione degli acquisti di carburante (che hanno probabilmente beneficiato del calo dei prezzi alla pompa nel mese). Il dato di dicembre lascia una pesante eredità statistica negativa sul 1° trimestre del 2023, nel quale è possibile che le vendite si siano contratte per il quinto trimestre consecutivo, e suggerisce che i consumi privati, ancora penalizzati dall'elevata inflazione, potrebbero frenare la crescita del PIL anche a inizio anno.

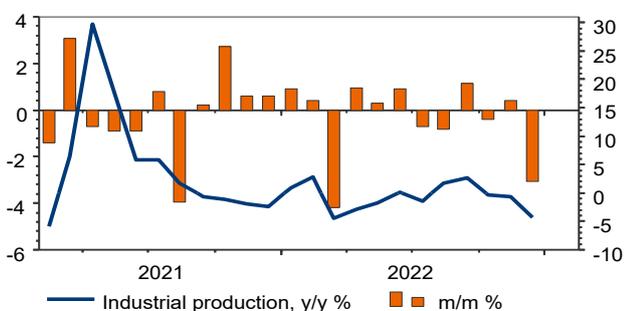
**Area euro.** La **Consumer Expectations Survey** di dicembre della BCE ha registrato una stabilizzazione al 5% delle aspettative mediane per l'inflazione nei prossimi 12 mesi (al di sotto dell'inflazione percepita che si è attestata per il terzo mese al 9,9%). Le aspettative a tre anni sono invece tornate al 3% dal 2,9% di novembre. Tra le principali economie sono i consumatori italiani a riportare l'inflazione, corrente ed attesa, più elevata; invece, non si registrano significative divergenze tra quintili di reddito. Le aspettative su crescita e disoccupazione nei prossimi 12 mesi restano pessimistiche ma in miglioramento rispetto ai mesi precedenti.

**Germania.** Questa settimana è stato pubblicato il dato preliminare sui **prezzi al consumo** di gennaio, che era stato posticipato. I prezzi hanno registrato una crescita di un punto sull'indice nazionale e di +0,5% m/m sull'armonizzato UE. La tendenza annua è salita all'8,7% dall'8,6% sul CPI e calata al 9,2% dal 9,6% di dicembre sull'IPCA. Secondo quanto riportato da Destatis, il ritardo è dovuto al passaggio all'anno base 2020 dal 2015, e a problemi tecnici emersi nel calcolo dei prezzi al consumo per i vari Länder. Per tali ragioni, l'istituto non ha diffuso lo spaccato parziale sull'indice nazionale. Ad ogni modo, la pubblicazione del dato armonizzato dovrebbe comportare una revisione al rialzo dell'inflazione Eurozona di gennaio, attesa, in seconda lettura, all'8,7% da 8,5% della stima flash. Stimiamo un'inflazione tedesca poco sotto il 6% in media nel 2023 (sull'indice armonizzato), dall'8,7% del 2022.

**Germania.** Gli **ordinativi industriali** hanno mostrato un recupero di +3,2% m/m in dicembre dopo il -4,4% m/m di novembre (rivisto da -5,3% m/m); se escludiamo gli ordini su larga scala, il dato risulta in calo di -0,6% m/m. Il rimbalzo nel mese è dovuto sia alle commesse domestiche (5,7% m/m) che, in minor misura, estere (1,2% m/m). Gli ordini di beni di investimento sono invariati, mentre quelli di beni intermedi sono cresciuti del +9,7% m/m per via soprattutto dei materiali per produzione e distribuzione elettrica; di contro, sono scesi i beni di consumo (-3,3% m/m). Inoltre, gli ordinativi su base annua restano in territorio negativo (-10,1%). Il fatturato è calato di -1,7% m/m.

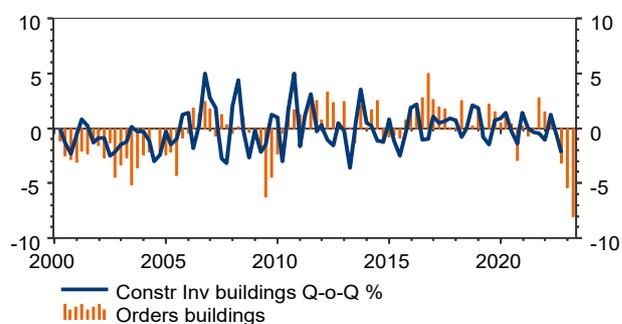
**Germania.** La **produzione industriale** è calata più del previsto a dicembre, di -3,1% m/m (consenso: -0,7% m/m) dopo il +0,4% m/m registrato a novembre (dato rivisto al rialzo di due decimi). L'output risulta in flessione di -3,9% rispetto ad un anno fa e di -5,5% rispetto ai livelli antecedenti l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Nel 4° trimestre, la produzione è scesa di -0,7% t/t, con un impatto sul PIL stimato in circa -0,2%; per tale ragione non escludiamo una revisione al ribasso del PIL (da -0,2% t/t in prima lettura). A dicembre, il manifatturiero ha visto una contrazione dell'output di -2,1% m/m, spiegata dal crollo dei beni intermedi (-5,8% m/m) per via dei problemi nella produzione di prodotti chimici; i beni di consumo hanno registrato una crescita di 0,3% m/m, i beni di investimento una stagnazione. In deciso calo la produzione di energia (-2,3% m/m) e soprattutto le costruzioni (-8% m/m), frenate dalle difficili condizioni meteo. I settori energivori hanno subito una flessione di -6,1% m/m.

#### Germania: produzione industriale in forte flessione a dicembre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

#### Gli ordini nelle costruzioni anticipano una pesante contrazione dell'attività nel comparto



Fonte: FSO

**Italia. Il balzo di 1,6% m/m della produzione industriale a dicembre è stato molto più forte del previsto:** si tratta del maggiore aumento mensile dallo scorso agosto (i dati di agosto e dicembre sono molto volatili a causa delle festività). Il dato lascia l'output al di sotto del livello precedente l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (-0,6% rispetto a febbraio 2022) ma significativamente al di sopra dei livelli pre-pandemici (+2% vs. febbraio 2020); in particolare, **il recupero rispetto al periodo pre-pandemico è più accentuato che nelle altre grandi economie dell'Eurozona** (anche grazie ad alcune caratteristiche peculiari del nostro sistema produttivo quali filiere produttive "corte" e maggiormente integrate domesticamente rispetto ad altri Paesi, alta diversificazione dell'export per prodotto e per mercato di destinazione, specializzazione in settori a bassa intensità di energia).

**Nel 4° trimestre, la produzione è scesa di -0,9% t/t**, il che suggerisce che l'industria in senso stretto abbia sottratto circa due decimi al valore aggiunto nello scorcio finale del 2022 (pertanto, il calo del PIL di -0,1% t/t riportato dall'Istat per il trimestre scorso è dovuto a un contributo positivo dei servizi e delle costruzioni). **Nell'intero 2022, la produzione industriale è cresciuta, sia pure moderatamente (0,5%)**, dopo l'ampio rimbalzo post-pandemico del 2021 (12,2%).

Nel mese, il recupero dell'output è stato generalizzato, con la sola **eccezione dei beni durevoli (-2,4% m/m): potrebbe essere il settore industriale più colpito dai rialzi dei tassi di interesse**. Il maggior contributo è venuto dalla produzione di beni strumentali, aumentata del 3,1% m/m (un segnale del fatto che **il ciclo degli investimenti non sembra essere stato interrotto dalla crisi energetica**). Nel solo settore manifatturiero, la crescita nel mese è stata pari all'1,7%, grazie soprattutto al **balzo a due cifre registrato da apparecchiature elettriche (17,2% m/m) e prodotti farmaceutici (11,6% m/m)**.

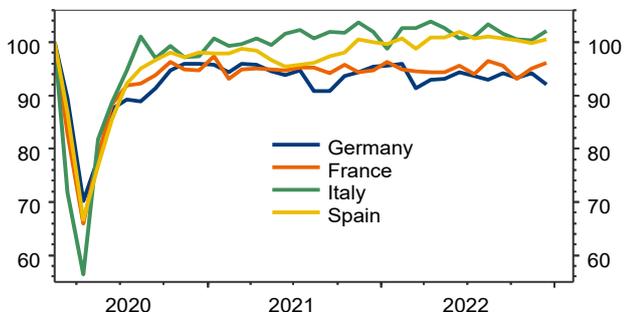
**La produzione nei comparti a più alta intensità di energia ha subito un ulteriore calo, in particolare nel settore chimico (-2%)**, dei metalli di base (-1,2%) e del legno, carta e stampa (-0,8% m/m). Ciò suggerisce che le industrie energivore siano ancora in difficoltà nonostante il recente calo dei prezzi del gas naturale. Su base annua, i settori ad alta intensità energetica restano in territorio ampiamente negativo (chimica -11,6%, legno, carta e stampa -15% a/a corretto per gli effetti di calendario), mentre le apparecchiature elettriche (27,4% su base annua) e il settore farmaceutico (18,1% a/a) guidano i progressi tendenziali.

In ogni caso, a fronte di una persistente debolezza nei comparti energivori (nostra stima: -0,7% m/m, -8,4% a/a), si nota una resilienza degli altri settori produttivi. In particolare, **i comparti ad alta intensità di semi-conduttori** (nostra stima: +5,5% m/m, +14,4% a/a) **beneficiano delle minori difficoltà di approvvigionamento** grazie all'attenuazione delle strozzature all'offerta nel sistema dei trasporti e delle catene del valore a livello globale.

Occorre considerare che i **dati sulla produzione industriale di dicembre sono solitamente molto volatili**, in quanto dipendono dalla distribuzione delle festività nel mese, e sono quindi spesso soggetti a revisioni: siamo molto cauti nell'attribuire un significato eccessivo ai dati di questo mese. Tuttavia, il rimbalzo di dicembre potrebbe essere un primo segnale del fatto che, dopo l'ampia debolezza registrata nella maggior parte del 2° semestre 2022, **la produzione industriale possa tornare a crescere moderatamente nei prossimi trimestri, sostenuta dal recente crollo dei prezzi dell'energia** (i cui effetti si trasmettono pienamente all'attività produttiva con un ritardo di alcuni mesi).

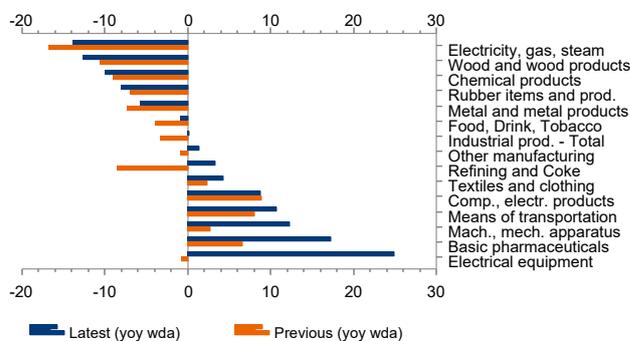
Nel complesso, **la nostra previsione di crescita del PIL italiano nel 2023 (0,6%), che per quasi tutto l'ultimo anno è stata significativamente superiore al consenso, pare anzi ora soggetta a rischi verso l'alto**, soprattutto nel caso in cui i prezzi delle materie prime energetiche si mantenessero sugli attuali livelli.

**Il rimbalzo post-pandemico della produzione industriale in Italia è più pronunciato che negli altri principali paesi dell'Eurozona**



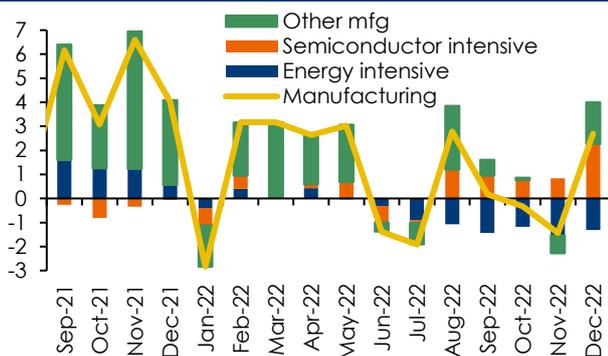
Nota: febbraio 2020 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**I settori ad alta intensità energetica sono tra quelli che registrano le performance peggiori su base annua. Apparecchiature elettriche e farmaceutici guidano i progressi tendenziali**



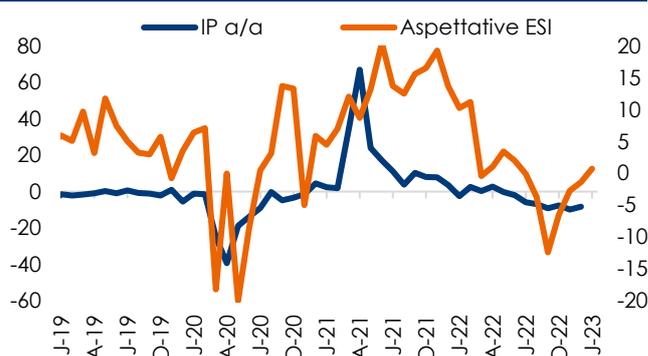
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**A dicembre solo i settori energivori continuano a frenare l'output, gli altri comparti sono in crescita. L'aggregato ad alta intensità di semiconduttori è sostenuto dalle minori strozzature all'offerta.**



Nota: contributi alla variazione % a/a; i settori ad alta intensità di semiconduttori sono computer ed elettronica, apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

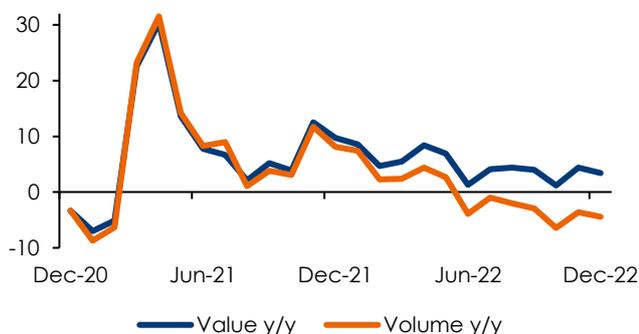
**Anche nei settori energivori, il rimbalzo delle aspettative delle imprese, dovuto al calo dei prezzi dell'energia, potrebbe avere un impatto sulla produzione nei prossimi mesi**



Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

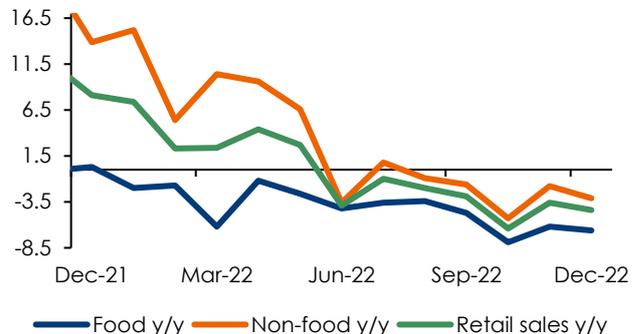
**Italia.** Le **vendite al dettaglio** sono diminuite di -0,7% m/m in volume a dicembre (-0,2% m/m in valore), con flessioni diffuse ai beni alimentari (-0,6%) e non (-0,8%). Rispetto a un anno prima gli acquisti sono in calo del -4,4% da -3,6% di novembre e chiudono il trimestre in contrazione di -1,8% t/t. In media annua le vendite sono scese di -0,4% nel 2022, in particolare nel comparto alimentare (-4,2%), a fronte di un progresso (2,5%) per la parte non-food. Dopo aver verosimilmente frenato la crescita a fine 2022, i consumi privati dovrebbero contrarsi anche a inizio 2023, in uno scenario di domanda interna appesantita da pressioni inflattive ancora severe. Nel trimestre finale dell'anno l'allentamento delle strozzature all'offerta si è tradotto in un rimbalzo delle immatricolazioni di auto che potrebbe attutire la flessione dei consumi privati di contabilità nazionale, ma il sostegno potrebbe risultare temporaneo.

### La divergenza tra vendite in valore e in volume è spiegata dall'effetto dell'inflazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Si conferma la maggior debolezza del comparto alimentare



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	gen	3.128	1000Mld \$	3.152
CPI m/m	gen	0.0	%	0.7
CPI a/a	gen	1.8	%	2.1
PPI a/a	gen	-0.7	%	-0.5
M2 a/a	gen	11.8	%	11.6
Nuovi prestiti bancari (flusso)	gen	1400	Mld ¥ CN	4000
Finanza sociale aggregata (flusso)	gen	1310	Mld ¥ CN	5400

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

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è salita da 1,8% a/a in dicembre a 2,1% in gennaio, in linea con le attese di consenso, con un incremento dello 0,8% m/m. L'inflazione è stata spinta al rialzo da un aumento dei prezzi degli alimentari (da 4,8% a/a a 6,2% a/a in gennaio, concentrato soprattutto sulla frutta) – causato da fattori stagionali in linea con la cadenza del Capodanno cinese – dei servizi turistici (da 3,9% a/a in dicembre a 11,2% a/a in gennaio; +9,3% m/m) e dei servizi e beni vari (da 2,8% a/a a 3,1% a/a). La riapertura, avvenuta nel periodo di maggiore picco turistico dell'anno, e il conseguente rimbalzo della domanda hanno favorito l'aumento dei prezzi dei servizi turistici e di quelli alla persona, comportando una risalita dell'**inflazione core** da 0,7% a/a in dicembre a 1% in febbraio. L'emersione della domanda repressa, soprattutto di servizi, continuerà a spingere verso l'alto l'inflazione nei prossimi mesi, anche se in maniera contenuta data la dinamica del reddito disponibile, più debole che in altri paesi. La deflazione dei **prezzi alla produzione** si è accentuata da -0,7% a/a in dicembre a -0,8% in gennaio, con un calo dei prezzi di -0,4% m/m (dopo il -0,5% m/m di dicembre), trainato dal comparto dei beni manufatti e delle materie prime; al contrario, è rallentata l'inflazione dei beni di consumo, da 1,8% a/a in dicembre a 1,5% a/a in gennaio.

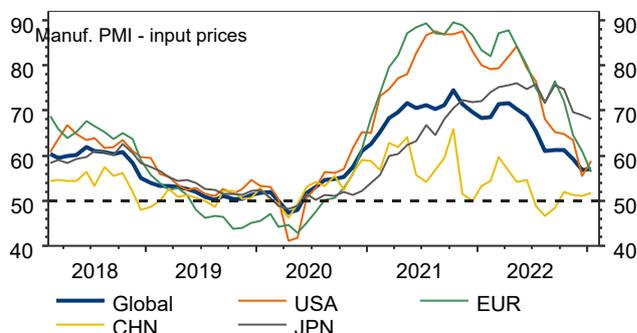
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



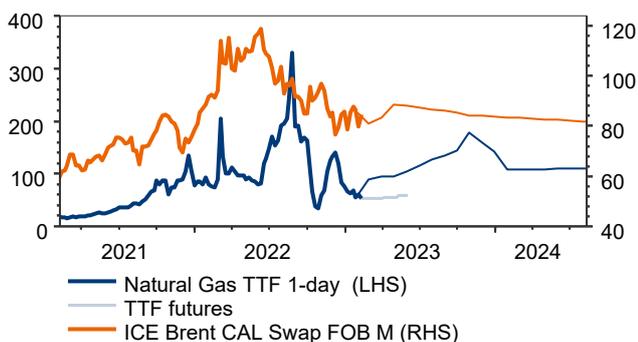
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



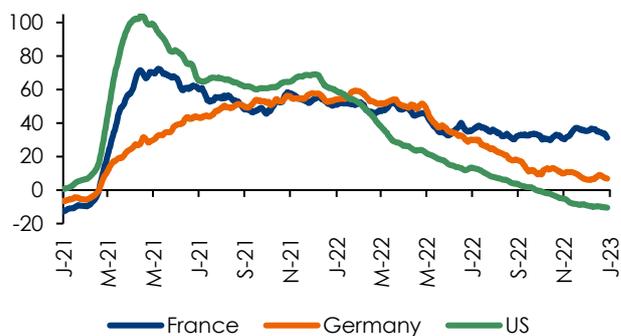
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



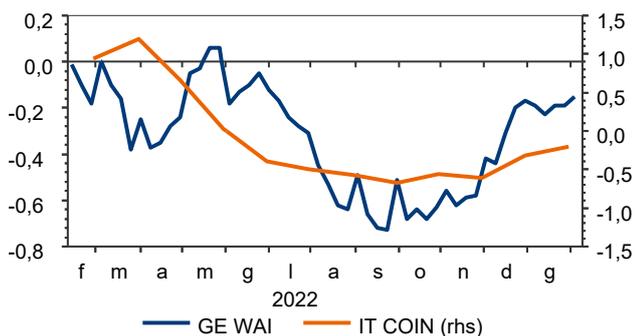
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

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



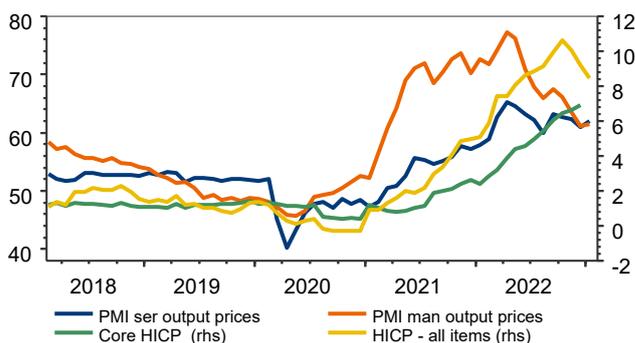
Fonte: Indeed Hiring Lab

### 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

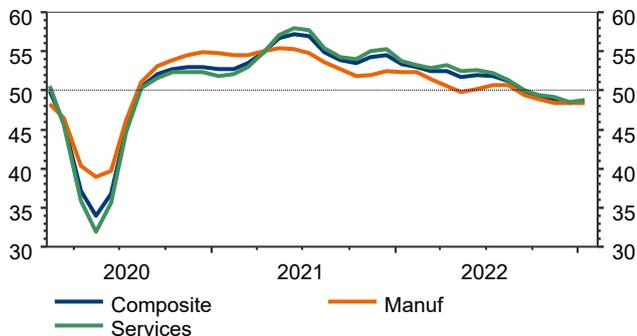
### Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

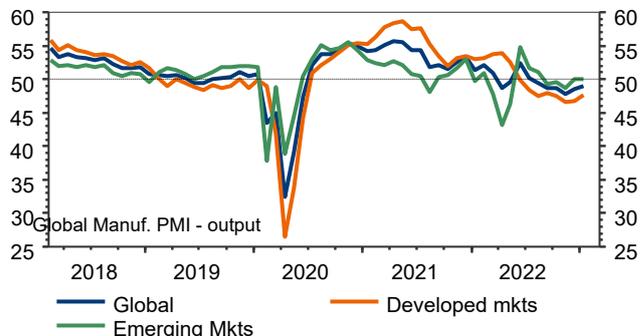
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



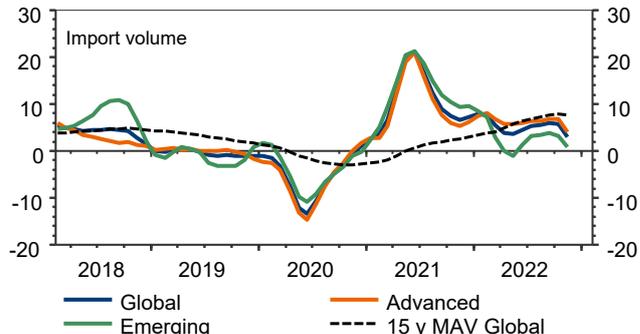
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



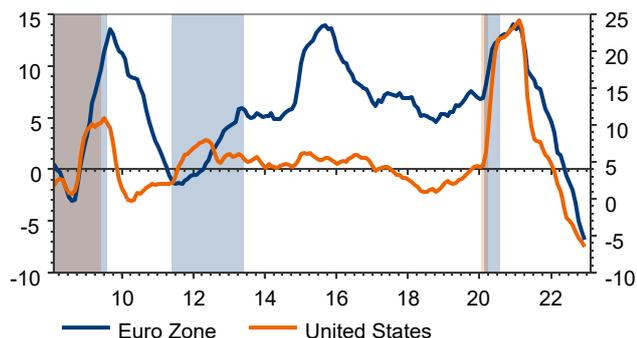
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



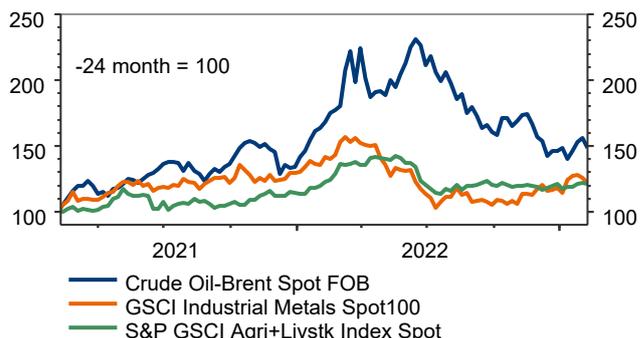
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

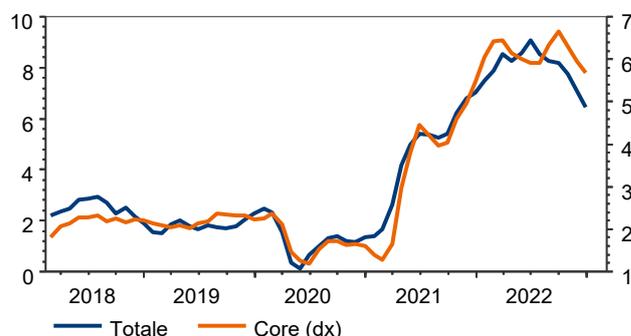
## Stati Uniti

## Indagini ISM



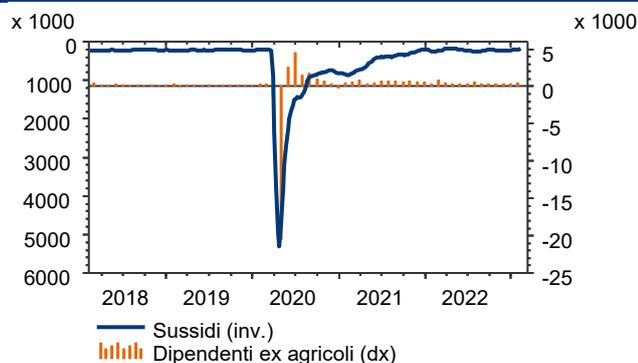
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

## CPI – Var. % a/a



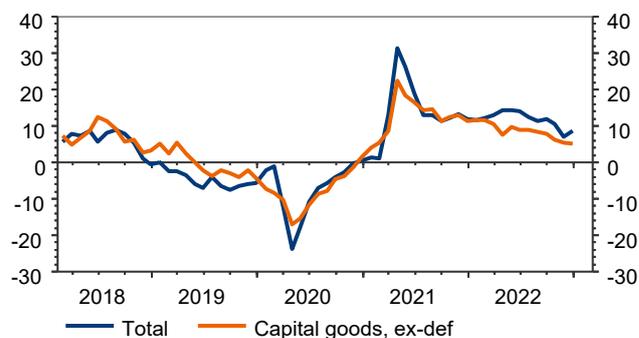
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

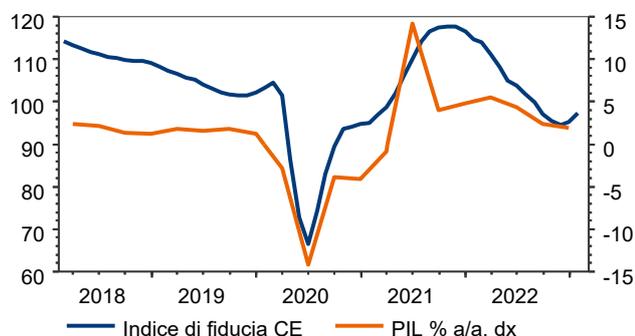
## Previsioni

	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	5.4	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	3.9	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	4.0

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

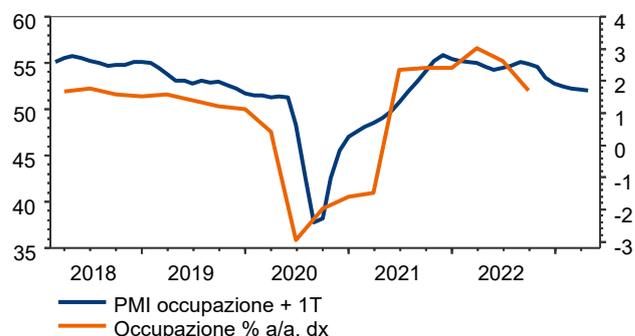
## Area euro

## 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	8.5
marzo	1.3	7.4	8.0
aprile	1.6	7.4	7.5
maggio	2.0	8.1	7.2
giugno	1.9	8.6	6.6
luglio	2.2	8.9	6.1
agosto	3.0	9.1	5.8
settembre	3.4	9.9	5.3
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		
				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	6.1	4.6	6.1	8.0	9.3	10.0	8.3	7.1	5.7
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.9	1.1	0.2	-0.2	0.4	1.7	1.6	0.9	1.0	1.0
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	2.61	3.42	3.66

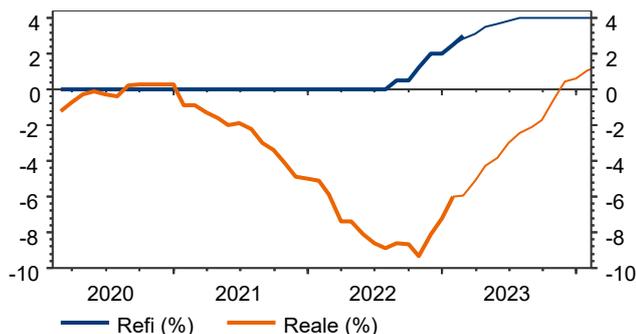
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	giu	set	dic	9/2	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>2.38</b>	2.68	3.42	3.54	3.52
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	<b>2.62</b>	2.93	3.58	3.63	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

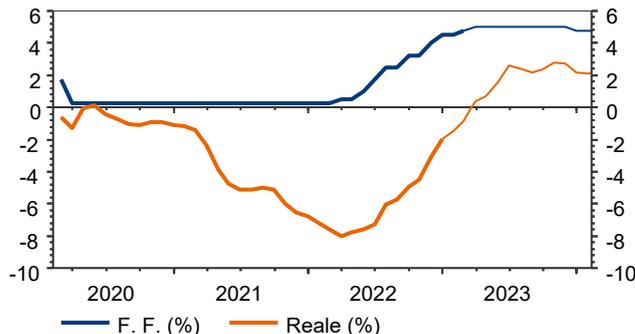


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	9/2	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>4.79</b>	4.87	4.85	4.83	4.63

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

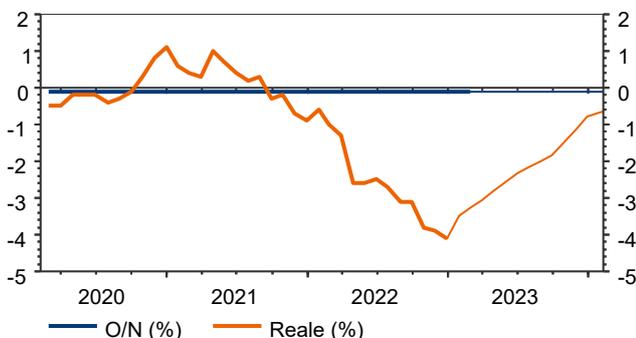


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	9/2	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

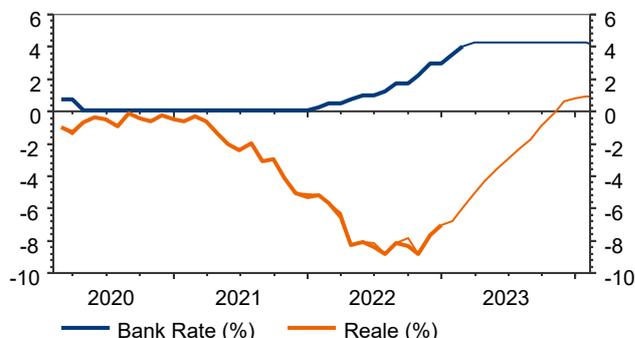


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	9/2	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>4.17</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	10/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.14	1.03	1.00	1.07	<b>1.0691</b>	1.10	1.12	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	105	116	132	142	132	<b>131.17</b>	126	122	120	118	116
GBP/USD	1.38	1.36	1.23	1.17	1.21	<b>1.2079</b>	1.22	1.23	1.25	1.27	1.30
EUR/CHF	1.08	1.06	0.97	0.98	0.99	<b>0.9880</b>	1.01	1.02	1.03	1.05	1.06
EUR/JPY	127	132	138	145	142	<b>140.25</b>	139	137	136	136	134
EUR/GBP	0.88	0.84	0.85	0.87	0.88	<b>0.8849</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