

Weekly Economic Monitor

Il punto

L'estate è stata caratterizzata dall'accumularsi di **sorprese negative sul ciclo economico in Europa e in Cina**, mentre i dati americani sono stati complessivamente migliori delle attese.

I market mover della settimana

La prossima settimana in **area euro** vedrà la pubblicazione dei primi dati di produzione industriale di luglio, attesi mostrare un rimbalzo dell'output in Francia e Spagna ed una quasi stagnazione in Germania. Gli indici PMI Servizi di agosto in Italia e Spagna dovrebbero risultare compatibili con una perdita di vigore per il settore durante l'estate. Inoltre, potrebbe proseguire la tendenza di calo per i prezzi alla produzione e le vendite al dettaglio in Eurozona. La crescita del PIL in area euro potrebbe essere rivista al ribasso nel 2° trimestre. Non sono infine attese mostrare revisioni le stime finali d'inflazione di agosto in Germania e Spagna.

Questa settimana l'agenda dei dati negli **Stati Uniti** è quasi vuota. Il deficit della bilancia commerciale a luglio dovrebbe mantenersi sui livelli registrati lo scorso mese mentre l'indagine ISM dei servizi di agosto dovrebbe confermare i segnali di rallentamento del settore evidenziati dalle precedenti indagini del mese. In calendario anche la pubblicazione da parte della Fed del Beige Book che potrebbe dare indicazioni potenzialmente rilevanti per la riunione del FOMC di fine settembre.

1 settembre 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista - Italia

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Simone Zava

Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone

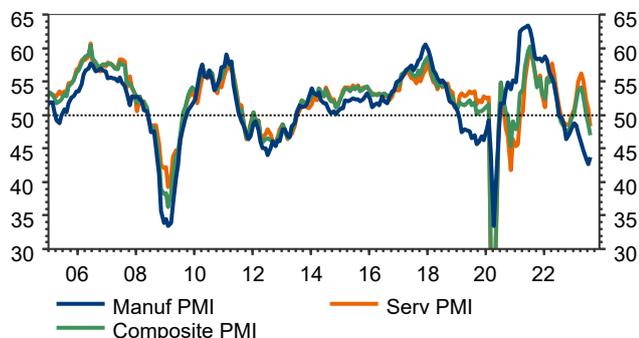


Il punto

L'estate è stata caratterizzata dall'accumularsi di **sorprese negative sul ciclo economico in Europa e in Cina**, mentre i dati americani sono stati complessivamente migliori delle attese.

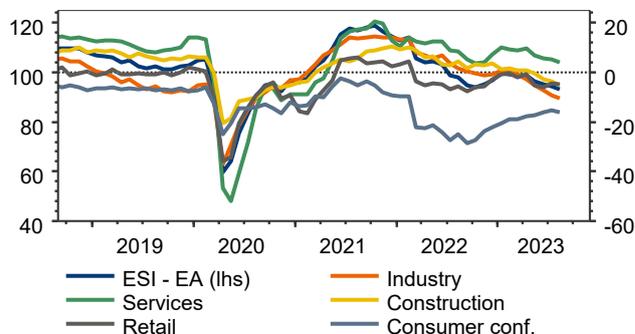
- **La crescita dell'economia mondiale sta rallentando**, frenata dall'inflazione ancora elevata e da condizioni di finanziamento restrittive, ma con performance assai eterogenee tra aree geografiche e tra settori. L'attività risente soprattutto dell'indebolimento del ciclo manifatturiero, ma **anche i servizi stanno perdendo nuovamente slancio** dopo la vivace ripresa post-pandemica.
- Negli ultimi tre mesi, le stime sulla crescita 2023 hanno subito revisioni contrastanti ma mediamente positive, mentre **le proiezioni per il 2024 sono peggiorate quasi ovunque**. Il consenso continua ad attendersi un netto rallentamento della crescita negli Stati Uniti a 0,6% nel 2024. Per l'Eurozona, la stima di consenso è che la crescita resti circa stabile su livelli modesti (0,6% nel 2023 e 0,8% nel 2024; tali stime sono sensibilmente inferiori a quelle incluse nello scenario centrale delle previsioni dello staff BCE dello scorso giugno, pari a 0,9% per quest'anno e 1,5% per il prossimo). Nel caso della Cina, si riscontra un netto ridimensionamento delle stime di consenso, con una discesa da 5,5% a 5,1% nel 2023 e da 4,9% a 4,5% nel 2024.
- Il peggioramento delle previsioni per il 2024 riflette l'accumularsi di sorprese negative sui dati economici in Europa e in Cina tra giugno e agosto. **Al contrario, i dati americani sono stati complessivamente migliori delle attese**. Le indagini congiunturali mostrano che l'attività industriale si è indebolita già nel 2022, mentre i servizi hanno beneficiato temporaneamente ancora di un "effetto riapertura". Quest'ultimo ha riguardato sia le economie occidentali sia la Cina, che dal dicembre 2022 ha allentato le misure di controllo sanitario legate alla pandemia. Tuttavia, ora il rallentamento appare diffuso, e non risparmia il terziario.
- Il minor vigore della domanda globale ha raffreddato le dinamiche dei prezzi nell'industria manifatturiera, mentre restano relativamente più sostenute le pressioni sui servizi. Nel complesso, **l'inflazione è in decelerazione in quasi tutti i Paesi**, spinta dal minore contributo della componente energetica, **con un percorso più graduale per la componente di fondo dell'indice**.
- **In questo quadro, le prospettive per il ciclo nell'area euro si sono fatte più fosche nei mesi recenti**. Le principali indagini di fiducia delle imprese hanno visto una brusca accelerazione nella tendenza negativa a partire da giugno, che è proseguita sino ad agosto. Inizialmente la debolezza del ciclo ha riguardato soprattutto l'industria, penalizzata dall'esaurirsi degli effetti legati al rientro degli shock dal lato dell'offerta (colli di bottiglia nel sistema delle catene globali del valore, impennata dei prezzi delle materie prime energetiche). Nel periodo più recente, anche i servizi hanno perso spinta, frenati dalla normalizzazione dell'attività dopo la veloce ripresa post-pandemica, nonché dall'effetto dei significativi rincari dei prezzi soprattutto dei servizi legati al turismo.
- La frenata dell'attività economica nell'Eurozona è guidata dalla domanda interna, ma **anche le prospettive dell'export non sono buone**, visto l'indebolimento in corso del commercio mondiale, che potrebbe essere amplificato dagli effetti del rafforzamento del tasso di cambio dell'euro visto negli ultimi mesi.
- **Il deterioramento in corso delle condizioni finanziarie**, indotto dal veloce percorso di rialzo dei tassi di interesse implementato dalla BCE in risposta allo shock inflazionistico (oltre quattro punti percentuali di incremento in poco più di un anno, un ciclo restrittivo senza precedenti nella storia dell'Eurozona), **potrebbe avere solo iniziato a produrre i suoi effetti sull'attività economica**, specie nei settori più sensibili ai tassi come quello immobiliare (sulla base dell'esperienza storica, il picco di questi effetti si potrebbe vedere nel 1° semestre 2024). Attualmente la nostra previsione è di una crescita del PIL Eurozona di 0,6% quest'anno e di 0,9% il prossimo, ma stanno aumentando i rischi al ribasso su tale profilo previsivo.

Nell'Eurozona gli indici PMI mostrano che anche i servizi sono entrati in territorio recessivo ad agosto



Fonte: S&P Global, Refinitiv-Datastream

Anche l'indice ESI conferma il trend negativo per la fiducia delle imprese; il morale dei consumatori resta sopra i minimi dello scorso autunno



Fonte: Commissione UE, Refinitiv-Datastream

■ In questo contesto, vi sono però anche degli **elementi di supporto**, che a nostro avviso riducono le probabilità che il rallentamento in corso sfoci in una vera e propria recessione:

- un importante elemento di supporto per il ciclo è costituito dalla **tenuta del mercato del lavoro**: il tasso di disoccupazione non solo non è salito in conseguenza del rallentamento dell'attività economica causato dalla guerra e dalla crisi energetica, ma è oggi, nella media area euro, ai minimi da quando sono disponibili dati comparabili ovvero almeno da vent'anni: se il mercato del lavoro dovesse confermarsi robusto, il calo in corso dell'inflazione e la ripresa dei redditi da lavoro favoriranno nei prossimi mesi un recupero di potere d'acquisto delle famiglie, che dovrebbe consentire una riaccelerazione dei consumi nel 2024 (pur in presenza di una probabile risalita del tasso di risparmio dopo il calo che ha consentito di attenuare gli effetti dello shock inflazionistico);
- l'altro elemento di supporto è la minore sensibilità al ciclo (rispetto al passato) della spesa in conto capitale delle aziende: **la transizione energetica e quella digitale** (specie nei Paesi in cui è maggiore il peso dei programmi di spesa finanziati da Next Gen EU) **potrebbero alimentare flussi di investimenti superiori a quelli che sarebbero compatibili con l'attuale fase ciclica**, nonostante i rialzi dei tassi di interesse.

I market mover della settimana

La prossima settimana in **area euro** vedrà la pubblicazione dei primi dati di produzione industriale di luglio, attesi mostrare un rimbalzo dell'output in Francia e Spagna ma una sostanziale stagnazione in Germania. Gli indici PMI Servizi di agosto in Italia e Spagna dovrebbero risultare compatibili con una perdita di vigore per il settore durante l'estate. Inoltre, potrebbe proseguire la tendenza di calo per i prezzi alla produzione e le vendite al dettaglio in Eurozona. La crescita del PIL in area euro potrebbe essere rivista al ribasso nel 2° trimestre. Non sono infine attese mostrare revisioni le stime finali d'inflazione di agosto in Germania e Spagna.

Questa settimana l'agenda dei dati negli **Stati Uniti** è quasi vuota. Il deficit della bilancia commerciale a luglio dovrebbe mantenersi sui livelli registrati lo scorso mese mentre l'indagine ISM dei servizi di agosto dovrebbe confermare i segnali di rallentamento del settore evidenziati dalle precedenti indagini del mese. In calendario anche la pubblicazione da parte della Fed del Beige Book, che potrebbe dare indicazioni potenzialmente rilevanti per la riunione del FOMC di fine settembre.

Martedì 5 settembre

Area euro

- **Area euro.** Le stime flash degli indici PMI di agosto hanno registrato un ritorno in contrazione dell'attività nei servizi per la prima volta da fine 2022. Su base nazionale il calo è stato guidato dalla Germania, ma è probabile che anche in **Italia** il **PMI Servizi** sia sceso a 50,1 da un precedente 51,5, mentre in **Spagna** potrebbe flettere a 51,7 da 52,8 di luglio.
- **Area euro.** I **prezzi alla produzione** caleranno per il settimo mese a luglio, stimiamo di -0,6% m/m portando la variazione annua al -7,6%, in territorio negativo per il terzo mese. Come nei mesi precedenti saranno beni intermedi ed energia, entrambi attesi in diminuzione di oltre 1% m/m, a spiegare il calo, mentre le altre componenti dovrebbero risultare sostanzialmente stagnanti (un segnale comunque incoraggiante di attenuazione delle pressioni inflattive dopo oltre un anno di rincari ininterrotti).

Mercoledì 6 settembre

Area euro

- **Area euro.** Le rilevazioni nazionali già disponibili suggeriscono che le **vendite al dettaglio** potrebbero essere calate per il secondo mese di -0,3% m/m a luglio, appesantite dalle ampie flessioni registrate in Germania e Paesi Bassi. Nonostante le indicazioni di graduale recupero del potere d'acquisto, il recente peggioramento del morale nel commercio e una fiducia dei nuclei famigliari ancora depressa non offrono prospettive particolarmente incoraggianti. L'afflusso di turisti extra-europei a maggior capacità di spesa potrebbe aver comunque offerto qualche sostegno alle vendite nei paesi mediterranei.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti correggere a luglio di -4% m/m dopo il +7% m/m del mese precedente, la cui eredità statistica lascerebbe in ogni caso gli ordinativi in rotta per una crescita marginalmente positiva nel trimestre estivo. Le indagini congiunturali continuano a segnalare una domanda ancora debole nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- L'**ISM non manifatturiero** di agosto dovrebbe calare moderatamente, a 52,1 da 52,7 di luglio, in linea con i segnali delle prime indagini nei servizi di agosto (PMI, Business Leaders Survey della NY Fed e della Philadelphia Fed). L'indice potrebbe registrare correzioni diffuse a tutte le principali componenti mentre dovrebbe continuare a salire l'indicatore relativo ai prezzi, spinto dall'aumento del costo dell'energia e dalle crescenti pressioni salariali. Dopo aver trainato la crescita nella prima parte dell'anno, i servizi stanno manifestando evidenti segnali di rallentamento che potrebbero proseguire anche nei prossimi mesi, quando l'esaurimento dei risparmi e il raffreddamento del mercato del lavoro freneranno i consumi.

- Il deficit della **bilancia commerciale** di luglio dovrebbe essere in lieve aumento, a -65,8 mld, dopo il -65,5 mld di giugno. La bilancia preliminare dei beni ha mostrato una crescita di 1,5% m/m delle esportazioni, trainata principalmente dall'ampia variazione del segmento auto, e un incremento di 1,9% m/m per le importazioni, diffuso ad alimentari, beni di consumo e capitali. Nel 2° trimestre il contributo al PIL del canale estero è stato marginale, l'apporto dovrebbe rimanere contenuto anche nel 2° semestre.

Giovedì 7 settembre

Area euro

- **Area euro.** La stima finale **PIL** nel 2° trimestre potrebbe essere rivista al ribasso di un decimo a 0,2% t/t. I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con un rimbalzo dei consumi privati e un rallentamento degli investimenti fissi. Dovrebbe risultare infine negativo l'apporto delle esportazioni nette.
- **Germania.** La **produzione industriale** dovrebbe risultare circa stagnante (-0,1% m/m) a luglio, dopo la flessione del -1,5% m/m del mese precedente. L'output manterrebbe una contrazione vicina a -1% nel 3° trimestre dell'anno, dopo il -1,3% t/t registrato in primavera. Gli indicatori di fiducia nell'industria, che stazionano su livelli storicamente bassi, indicano ancora un'attività in diminuzione nei prossimi mesi.

Venerdì 8 settembre

Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** è attesa rimbalzare a luglio dopo il calo del mese precedente. Stimiamo un incremento di 0,7% m/m, che riporterebbe la variazione tendenziale in territorio positivo al 2,4%. La flessione di giugno ha coinvolto la maggior parte dei settori produttivi e riteniamo che anche il conseguente recupero possa risultare diffuso. In particolare, i dati sulle consegne di Airbus, nonché le immatricolazioni di auto sono coerenti con un rimbalzo della produzione di mezzi di trasporto, mentre l'output di energia elettrica dovrebbe beneficiare di temperature superiori alla media stagionale come suggerito dai dati sui consumi. Le indagini di fiducia suggeriscono però che dopo il rimbalzo di luglio l'output potrebbe tornare a calare in agosto e risultare stagnante in media nel 3° trimestre.
- **Germania.** La **stima finale** di agosto dovrebbe confermare il calo dell'**inflazione** al 6,1% a/a dal 6,2% di luglio sul CPI e al 6,4% a/a dal 6,5% precedente sull'indice armonizzato. La variazione congiunturale dovrebbe essere stata di +0,3% m/m sulla misura nazionale e di +0,4% su quella armonizzata. L'inflazione headline dovrebbe continuare a calare nei prossimi mesi sino a toccare un minimo al 2,5% a marzo 2024; successivamente, si potrebbe vedere una modesta risalita sino al 2,8% a fine 2024. L'indice core (sul CPI), al netto di energia e alimentari, è atteso stabile al 5,5% in agosto, e dovrebbe chiudere l'anno sopra il 4%.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (4 – 8 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	4/9	08:00	GER		Bilancia commerciale destag.	lug 18.7	Mld €	
Mar	5/9	01:30	GIA	*	Consumi delle famiglie a/a	lug -4.2	%	-2.5
		03:45	CN	*	PMI servizi - Caixin	ago 54.1		
		09:45	ITA	*	PMI servizi	ago 51.5	50.0	50.1
		09:50	FRA		PMI servizi finale	ago prel 46.7	46.7	46.7
		09:55	GER	*	PMI servizi finale	ago prel 47.3	47.3	47.3
		10:00	EUR	*	PMI servizi finale	ago prel 48.3	48.3	48.3
		10:00	EUR	*	PMI composito finale	ago prel 47.0	47.0	47.0
		10:30	GB	*	PMI servizi finale	ago 48.7		
		11:00	EUR		PPI a/a	lug -3.4	%	-7.8
		16:00	USA		Ordinativi industriali m/m	lug 2.3	%	-0.1
		16:00	USA	*	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	lug prel 0.5	%	
		16:00	USA	*	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug prel -5.2	%	
Mer	6/9	08:00	GER	*	Ordini all'industria m/m	lug 7.0	%	-4.5
		11:00	EUR		Vendite al dettaglio m/m	lug -0.3	%	-0.3
		14:30	USA		Bilancia commerciale	lug -65.5	Mld \$	-65.8
		15:45	USA		Markit PMI Composito finale	ago 50.4		50.4
		15:45	USA		Markit PMI Servizi finale	ago 51.0		51.0
		16:00	USA	*	Indice ISM non manifatturiero composito	ago 52.7	52.6	51.1
Gio	7/9	05:00	CN	*	Bilancia commerciale USD	ago 80.6	Mld \$	78.0
		05:00	CN	*	Esportazioni in USD a/a	ago -14.5	%	-9.8
		05:00	CN	*	Importazioni in USD a/a	ago -12.4	%	-8.8
		08:00	GER	**	Produzione industriale m/m	lug -1.5	%	-0.4
		10:00	ITA		Vendite al dettaglio a/a	lug 3.6	%	
		11:00	EUR	*	PIL t/t finale	T2 prel 0.3	%	0.3
		11:00	EUR		PIL a/a finale	T2 prel 0.6	%	0.6
		11:00	EUR		Occupazione t/t finale	T2 0.2	%	0.2
		14:30	USA	*	Richieste di sussidio	settim 228	x1000	
		14:30	USA	*	Sussidi di disoccupazione esistenti	settim 1.725	Mln	
		14:30	USA	*	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2 prel 1.6	%	1.6
		14:30	USA		Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T2 prel 3.7	%	3.8
Ven	8/9	00:00	CN		Riserve in valuta estera	ago 3.204	1000Mld \$	3.190
		01:50	GIA	*	PIL t/t finale	T2 prel 1.5	%	1.3
		01:50	GIA	*	PIL t/t, ann. finale	T2 prel 6.0	%	5.5
		08:00	GER	*	IPCA m/m finale	ago prel 0.4	%	0.4
		08:00	GER	*	CPI m/m finale	ago prel 0.3	%	0.3
		08:00	GER		CPI a/a finale	ago prel 6.1	%	6.1
		08:00	GER		IPCA a/a finale	ago prel 6.4	%	6.4
		08:45	FRA	*	Produzione industriale m/m	lug -0.9	%	0.0
		09:00	SPA		Produzione industriale a/a	lug -3.0	%	-1.3
Sab	9/9	00:00	CN	*	M2 a/a	ago 10.7	%	10.7
		00:00	CN	*	Finanza sociale aggregata (flusso)	ago 528.2	Mld ¥ CN	
		00:00	CN	*	Nuovi prestiti bancari (flusso)	ago 345.9	Mld ¥ CN	1200.0
		03:30	CN	*	CPI a/a	ago -0.3	%	0.1
		03:30	CN	*	PPI a/a	ago -4.4	%	-3.1
		03:30	CN		CPI m/m	ago 0.2	%	

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 (4 – 8 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	5/9	EUR	Discorso di Visco (BCE)	
Mer	6/9	14:30	USA	Discorso di Collins (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		21:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
Gio	7/9	09:00	EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
		09:30	EUR	Discorso di Villeroy de Galhau (BCE)
		10:30	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		11:30	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		16:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		21:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
Ven	8/9	01:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	giu	-1.7	%	-1.3	-1.2
Indice dei prezzi delle case m/m	giu	0.7	%		0.3
Fiducia consumatori (CB)	ago	114.0 (117.0)		116.0	106.1
Nuovi occupati: stima ADP	ago	371 (324)	x1000	195	177
Deflatore consumi core t/t prelim	T2	3.8	%	3.8	3.7
PIL t/t ann. prelim	T2	2.4	%	2.4	2.1
PIL, deflatore t/t ann. prelim.	T2	2.2	%	2.2	2.0
Bilancia commerciale prelim	lug	-88.83	Mld \$		-91.18
Richieste di sussidio	settim	232 (230)	x1000	235	228
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.697 (1.702)	Mln	1.703	1.725
Deflatore consumi (core) a/a	lug	4.1	%	4.2	4.2
Deflatore consumi a/a	lug	3.0	%	3.3	3.3
Spesa per consumi (nominale) m/m	lug	0.6 (0.5)	%	0.7	0.8
Redditi delle famiglie m/m	lug	0.3	%	0.3	0.2
Deflatore consumi (core) m/m	lug	0.2	%	0.2	0.2
PMI (Chicago)	ago	42.8		44.1	48.7
Tasso di disoccupazione	ago	3.5	%	3.5	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ago	187	x1000	170	
Salari orari m/m	ago	0.4	%	0.3	
Markit PMI Manif. finale	ago	47.0			
Spesa in costruzioni	lug	0.5	%	0.5	
Indice ISM manifatturiero	ago	46.4		47.0	

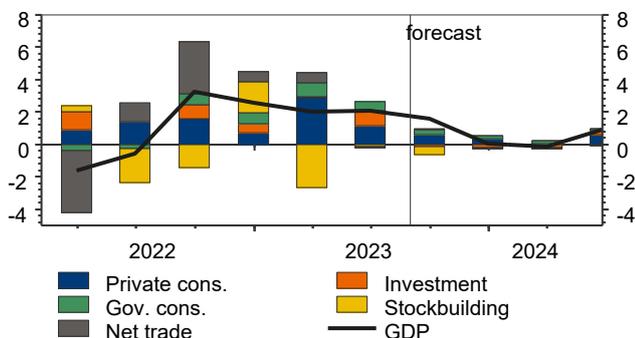
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **spesa personale** a luglio ha registrato un aumento di 0,8% m/m, dopo 0,6% del mese precedente (rivisto al rialzo da 0,5%), spinta dai servizi (+0,8% m/m da +0,6%) soprattutto finanziari ed assicurativi, e, in minor misura, dai beni (+0,7% m/m da +0,6%). Continua a rallentare il **reddito personale**, a 0,2% m/m da 0,3% del mese precedente, e di conseguenza il tasso di risparmio è calato per il secondo mese consecutivo, al 3,5% da 4,3%. Il **deflatore**, come da aspettative, ha registrato un aumento di 0,2% m/m sia sull'indice headline sia su quello core e la variazione annua si è attestata rispettivamente al 3,3% a/a (da 3%) e al 4,2% a/a (da 4,1%), in rialzo per effetti base sfavorevoli. Nel mese sono calati di tre decimi i prezzi dei beni (terza variazione negativa consecutiva) mentre i servizi sono saliti dello 0,4%, con incrementi nella sanità, trasporti e servizi ricreativi. In sintesi, ci sono indicazioni confortanti sul trend discendente dell'inflazione che riducono sensibilmente le già limitate probabilità di un rialzo dei tassi nel mese e segnali positivi provengono anche dai consumi, che all'inizio del 3° trimestre appaiono ancora resilienti.

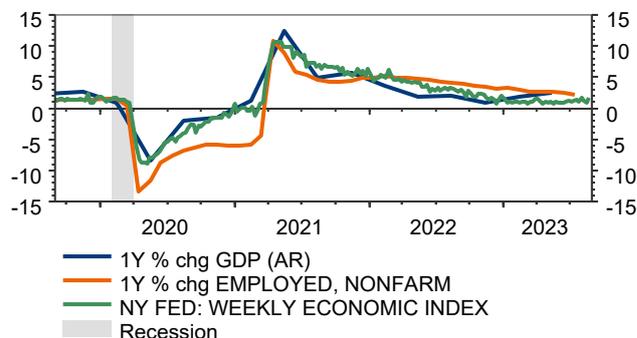
La seconda stima del **PIL** del 2° trimestre ha registrato una variazione di 2,1% t/t ann., dopo 2,4% t/t ann. della lettura *advance*, con una correzione verso il basso per gli investimenti fissi non residenziali (a 6,1% t/t ann. da 7,7% precedente) parzialmente compensata da revisioni al rialzo per la spesa pubblica (a 3,3% t/t ann. da 2,6%), i consumi delle famiglie (a 1,7% t/t ann. da 1,6%) e gli investimenti residenziali (a -3,6 t/t ann. da -4,2%). Per il deflatore, la variazione è di 2% t/t ann. da 2,2% della prima lettura. L'economia degli Stati Uniti si è mostrata più resiliente delle aspettative, la crescita del PIL dovrebbe comunque rallentare nella seconda parte dell'anno e toccare un minimo nel 1° trimestre del 2024. Ci aspettiamo una crescita media annua dell'1,9% nel 2023 e di 0,9% nel 2024.

La crescita del PIL è ancora sostenuta dai consumi privati ma la spinta si esaurirà nei prossimi trimestri



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Indicatori prospettici e mercato del lavoro segnalano un rallentamento nel 3° trimestre



Fonte: Refinitiv-Datastream

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal **Conference Board** ad agosto ha sorpreso decisamente al ribasso, scendendo a 106,1 da 114 (rivisto al ribasso da 117), con correzioni sia per le condizioni correnti (a 144,8 da 153) sia per le aspettative (a 80,2 da 88, appena al di sopra della soglia recessiva di 80). Le famiglie hanno segnalato un calo dell'ottimismo sulle condizioni occupazionali e un peggioramento della situazione finanziaria corrente. Anche le aspettative sono crollate, evidenziando una minore fiducia nelle condizioni economiche future e un rialzo delle attese di inflazione a 12 mesi. Nel complesso, la survey segnala un possibile rallentamento dei consumi nei prossimi mesi.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** di agosto ha sorpreso al ribasso, con una variazione di 177 mila unità (un minimo da marzo) dopo le 371 mila di luglio (riviste al rialzo da 324 mila). L'occupazione, seppur in rallentamento, è spinta dai servizi di istruzione e sanità (52 mila), trasporto e commercio (45 mila) e ricreazione e ospitalità (30 mila), mentre il manifatturiero (12 mila) interrompe un trend di 5 cali consecutivi. Le rilevazioni sulle retribuzioni offrono, infine, ulteriori segnali di attenuazione delle pressioni salariali diffuse a jobstayers (minimo da ottobre 2021) e job-changers. I numeri di questo mese ricordano il ritmo di creazione dei posti di lavoro pre-pandemia; tuttavia, sarà necessario attendere le prossime rilevazioni per confermare le indicazioni di raffreddamento del mercato del lavoro (il dato di agosto potrebbe parzialmente riflettere problemi di stagionalità).

La scorsa settimana le **nuove richieste di sussidio** sono scese a 228 mila da 232 mila mentre i sussidi esistenti, aggiornati alla settimana precedente, sono saliti a 1,725 milioni da 1,697. Nonostante il modesto aumento di inizio mese le richieste sono tornate sotto la media degli ultimi tre mesi e non mostrano ancora chiari segnali di deterioramento dell'occupazione.

Indicazioni più evidenti di un rallentamento della forza lavoro sono arrivate dalla **Job Openings and Labor Turnover Survey** di agosto, che ha registrato un nuovo netto calo delle posizioni aperte, a 8,8 mln da 9,2 mln (rivisto al ribasso da 9,6 mln), sui minimi da marzo 2021, e assunzioni in discesa a 5,8 da 6 mln.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	lug	1.30	1.30	1.29
Tasso di disoccupazione	lug	2.5	%	2.7
Fiducia delle famiglie	ago	37.1		36.2
Vendite al dettaglio a/a	lug	5.6 (5.9)	%	+6.8
Produzione industriale m/m prelim	lug	2.4	%	-2.0
PMI manifatturiero finale	ago	49.7		49.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro

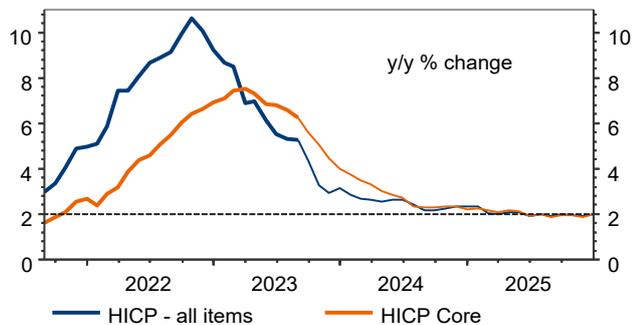
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T2	0.2		%	0.2
EUR	M3 dest. a/a	lug	0.6		%	0.0
EUR	Fiducia consumatori finale	ago	-16.0			-16.0
EUR	Fiducia servizi	ago	5.4	(5.7)		4.2
EUR	Fiducia industria	ago	-9.3	(-9.4)		-9.9
EUR	Indice di fiducia economica	ago	94.5			93.7
EUR	CPI a/a stima flash	ago	5.3		%	5.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ago	6.6		%	6.3
EUR	Tasso di disoccupazione	lug	6.4		%	6.4
EUR	PMI manifatturiero finale	ago	43.7			43.7
FRA	Fiducia consumatori	ago	85			85
FRA	Spese per consumi m/m	lug	0.9		%	0.3
FRA	IPCA a/a prelim	ago	5.1		%	5.4
FRA	PMI manifatturiero finale	ago	46.4			46.4
GER	Fiducia consumatori	set	-24.6	(-24.4)		-24.3
GER	Prezzi import a/a	lug	-11.4		%	-13.1
GER	IPCA m/m prelim	ago	0.5		%	0.3
GER	IPCA a/a prelim	ago	6.5		%	6.3
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ago	6.2		%	6.0
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ago	0.3		%	0.3
GER	Vendite al dettaglio a/a	lug	-1.6		%	-1.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	lug	-0.8		%	0.3
GER	Tasso di disoccupazione	ago	5.6		%	5.7
GER	Variazione n° disoccupati	ago	1	(-4) x1000		10
GER	PMI manifatturiero finale	ago	39.1			39.1
ITA	Indice di fiducia delle imprese	ago	99.1	(99.3)		98.0
ITA	Fiducia consumatori	ago	106.7			105.6
ITA	Fatturato industriale a/a	giu	-0.5		%	1.3
ITA	Fatturato industriale m/m	giu	1.6		%	0.4
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	lug	7.5	(7.4)	%	7.4
ITA	IPCA m/m prelim	ago	-1.6		%	0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ago	5.9		%	5.5
ITA	IPCA a/a prelim	ago	6.3		%	5.6
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ago	0.0		%	0.4
ITA	PMI manifatturiero	ago	44.5			46.0
ITA	PIL a/a finale	T2	0.6		%	0.6
ITA	PIL t/t finale	T2	-0.3		%	-0.3
ITA	PPI m/m	lug	-0.3		%	
SPA	IPCA a/a prelim	ago	2.1		%	2.5

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

Area euro. L'inflazione headline è risultata stabile al 5,3% (+0,6% m/m) in agosto. Tuttavia, le buone notizie sono arrivate dagli indici al netto delle componenti più volatili. L'indice core BCE (al netto di energia e alimentari freschi) registra il quinto calo consecutivo, a 6,2% (+0,3% m/m) da 6,6% precedente. Torna a calare anche l'indice al netto di alimentari ed energia, passato al 5,3% (+0,3% m/m) dal 5,5% di luglio. Quasi tutte le principali componenti sono in rallentamento con l'eccezione dell'energia, risalita temporaneamente al -3,3% da -6,1% di luglio a causa del rincaro dei carburanti e di un effetto base sfavorevole; l'energia tornerà a calare da settembre e toccherà un punto di minimo ad ottobre. Gli alimentari (a 9,8% da 10,8% precedente) continuano a far segnare i cali più ampi: la flessione riguarda sia gli alimentari lavorati (a 10,4% da 11,3%), che quelli freschi (a 7,2% da 9,2% precedente). L'inflazione dei beni industriali non energetici, scesa per il sesto mese consecutivo a 4,8% da 5%, è attesa continuare a calare nei prossimi mesi sulla scia della normalizzazione dei fattori di offerta e di un indebolimento della domanda, sino a raggiungere il 2,8% a fine anno. La correzione, infine, è stata solamente marginale nei servizi, a 5,5% da 5,6% precedente, ma pensiamo che questa componente abbia superato ormai il punto di massimo e continuerà a calare nei prossimi mesi. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe calare al 4,4% a settembre, scendere al 3,1% a fine anno e toccare un

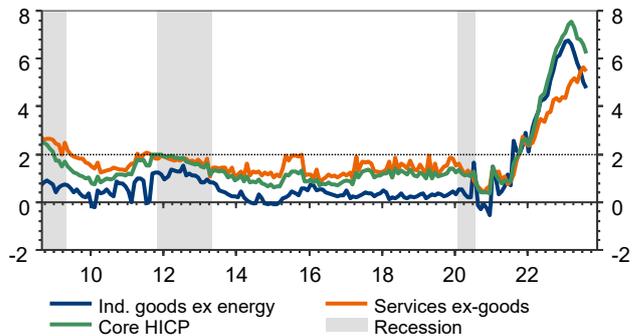
punto di minimo a 2,5% in aprile 2024; la crescita dei prezzi dovrebbe avvicinarsi alla soglia del 2% solo ad inizio 2025. L'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) dovrebbe calare in maniera più marcata da settembre, anche per effetti base sfavorevoli sui servizi tedeschi, sino a scendere al 4% a fine 2023 e al 2,2% a dicembre 2024.

Inflazione generale vs. inflazione sottostante



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

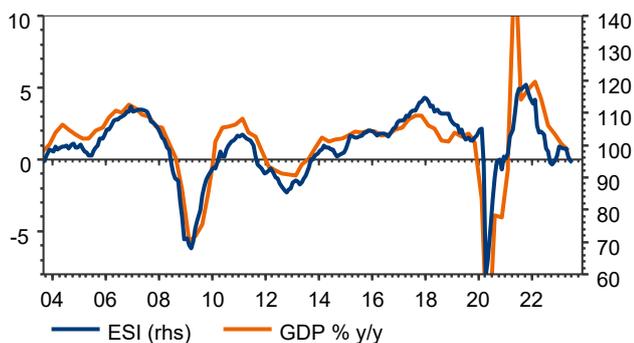
Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

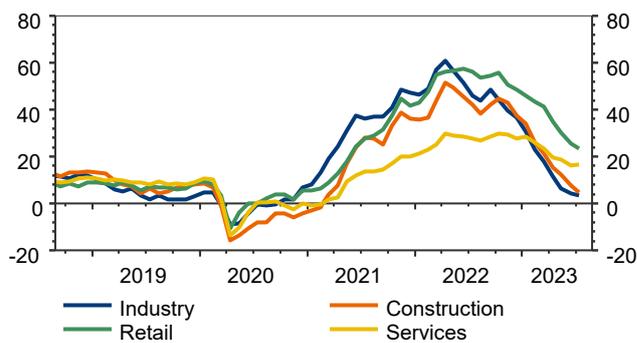
Area euro. L'indice composito di fiducia economica **ESI** della Commissione Europea di agosto è calato a 93,3 e ha confermato le indicazioni di una possibile contrazione del PIL nel trimestre estivo già emerse dai PMI e dalle indagini nazionali. Su base settoriale prosegue la recessione manifatturiera (-10,3 da -9,3, un minimo da agosto 2020) e rallentano ancora i servizi (3,9 da 5,4, il livello più basso dallo scorso ottobre). Il calo del morale è diffuso anche alle costruzioni (-5,2 da -3,6, sesto calo consecutivo) e al commercio al dettaglio (-5 da -4,5). La fiducia dei consumatori conferma la flessione già emersa dalla lettura preliminare (-1,6 da -15,1).

La tendenza dell'ESI continua ad anticipare un rallentamento della crescita tendenziale del PIL nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission

Le aspettative sui prezzi di vendita restano elevate nei servizi e nel commercio al dettaglio



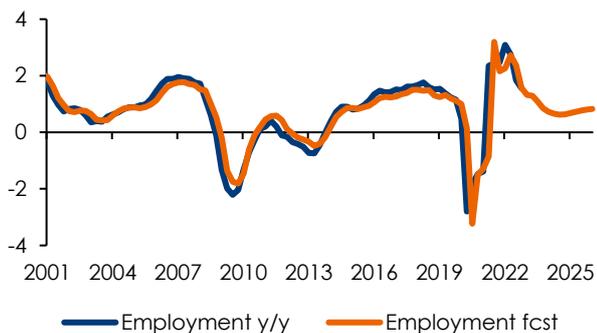
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

Area euro. La crescita annua di **M3** è scesa in territorio negativo, a -0,4% (da +0,6% a giugno), eguagliando il minimo storico toccato in precedenza solo nel febbraio 2010. Si è verificato un ulteriore spostamento dalle componenti più liquide (M1: -9,2%) a quelle meno liquide (M2-M1: +23,9% a/a, M3-M2: +20,6%). Continua a rallentare la dinamica del credito (da 1,7% a 1,3% a/a verso le famiglie, da 3% a 2,2% verso le imprese). Il rallentamento riflette sia la restrizione delle condizioni creditizie, sia il minor vigore della domanda aggregata.

Area euro. Il **tasso di disoccupazione** è rimasto invariato al 6,4% a luglio nonostante un aumento delle persone in cerca di occupazione di 73 mila unità. Tra le principali economie, il tasso dei

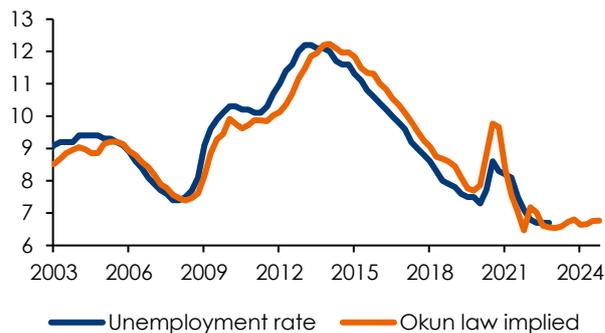
senza-lavoro è rimasto invariato in Germania (2,9%), calato in Spagna (11,6% da 11,7%) e salito in Italia (7,6% da 7,5%) e Francia (7,4% da 7,3%). Le indagini iniziano a mostrare segnali di ridimensionamento delle intenzioni di assunzione mentre il rallentamento del ciclo potrebbe iniziare a pesare sul mercato del lavoro. Riteniamo che il tasso di disoccupazione tornerà a salire già in agosto quando prevediamo un incremento di almeno un decimo e gradualmente anche nei trimestri successivi fino a toccare un picco intorno al 6,9% nel 2024.

La crescita degli occupati rallenterà nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

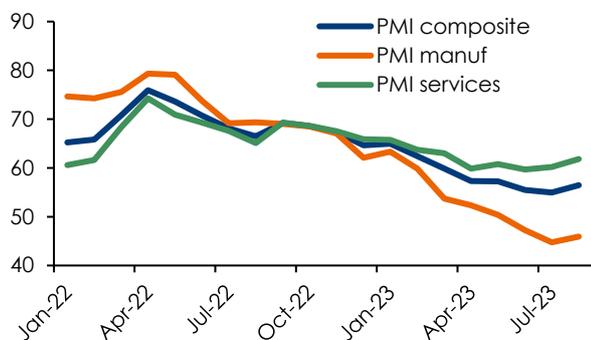
Tasso di disoccupazione in contenuto aumento nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

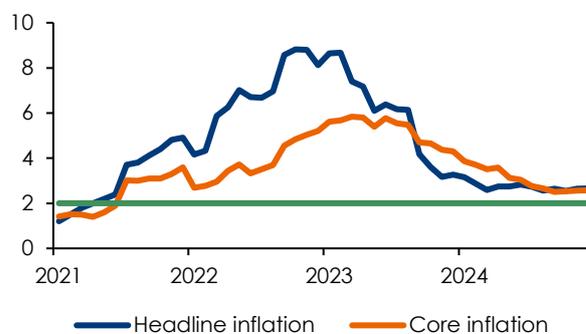
Germania. Ad agosto l'**inflazione** fa segnare un nuovo marginale calo, anche se meno ampio rispetto alle attese, al 6,1% a/a dal 6,2% di luglio sul CPI e al 6,4% a/a dal 6,5% precedente sull'indice armonizzato. L'indice core (sul CPI), al netto di energia ed alimentari, è stimato stabile al 5,5%. Su base annua, l'accelerazione dell'energia (a 8,3% da 5,7% precedente), legata sia ad effetti base sfavorevoli che al rincaro dei carburanti, è stata più che compensata dal marcato rallentamento degli alimentari (a 9% da 11% di luglio) e dalla lieve correzione dei servizi (a 5,1% da 5,2% precedente), quest'ultimi calati per effetto della flessione della componente ricezione e ristorazione, che avrebbe spiazzato l'aumento di trasporti, comunicazione e tempo libero. Ad ogni modo, da settembre effetti base sfavorevoli causeranno un forte ribasso della componente servizi, la quale trascinerà verso il basso l'inflazione di fondo al netto di alimentari ed energia, attesa, nelle nostre stime, in calo di otto decimi, al 4,7% in settembre. Nel nostro scenario centrale, l'inflazione headline dovrebbe continuare a calare nei prossimi mesi sino a toccare un minimo al 2,5% a marzo 2024; successivamente, si potrebbe vedere una modesta risalita sino al 2,8% a fine 2024. L'allerta rimane massima sull'inflazione al netto di energia ed alimentari, con pressioni sui salari che configurano rischi al rialzo sui prezzi: l'inflazione di fondo è attesa, nel nostro scenario centrale, al 4,3% a fine 2023 e al 2,5% a fine 2024.

Andamento dei prezzi praticati dalle aziende



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

Inflazione headline vs inflazione core



Fonte: Destatis e previsioni Intesa Sanpaolo

Germania. Il **tasso di disoccupazione** è salito di un decimo ad agosto, al 5,7%; il numero dei senza lavoro è aumentato di 18 mila unità in termini destagionalizzati. La disoccupazione dovrebbe crescere nei prossimi mesi per effetto dell'impatto ritardato del ciclo economico sino a toccare un massimo nel 2° trimestre 2024. Ci aspettiamo una disoccupazione in salita dal 5,6% medio nel 2023 al 5,8% del prossimo anno.

Germania. L'**indice GfK di fiducia dei consumatori** (dato preliminare di settembre) è tornato a calare dopo il rimbalzo di agosto, passando a -25,5 da -24,6 (rivisto da -24,4) precedente.

Germania. I **prezzi all'import** hanno registrato l'undicesima flessione consecutiva a luglio (-0,6% m/m), passando su base annua a -13,2% da -11,4% precedente, un minimo da gennaio 1987.

Germania. Le **vendite al dettaglio** sono scese di -0,8% m/m in agosto, dopo essere calate dello stesso ammontare anche in luglio; rispetto ad un anno fa il calo è di -2,2%.

Francia. L'indice INSEE di **fiducia dei consumatori** è rimasto stabile a 85 punti ad agosto, ben al di sotto della media di lungo periodo ma su livelli superiori ai minimi toccati lo scorso anno. Lo spaccato dell'indagine è complessivamente sfavorevole: sono tornate a peggiorare le aspettative, che stazionano su livelli depressivi, e le intenzioni di acquisto continuano a non mostrare segnali di ripresa. Sono inoltre cresciuti nuovamente i timori sulla disoccupazione e si è interrotta la tendenza discendente per le attese d'inflazione.

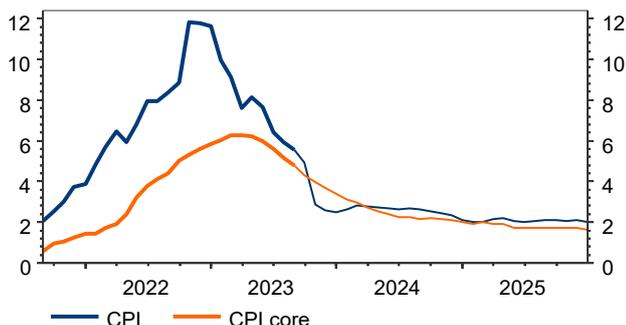
Francia. La **spesa per consumi** è cresciuta di 0,3% m/m a luglio, al terzo mese di incremento (i consumi erano però calati ininterrottamente nei tre mesi precedenti e le spese si attestano ora solo sui livelli di inizio anno). Il progresso è trainato dagli acquisti di beni durevoli grazie agli ampi rialzi dei prodotti per la casa (+6,8% m/m da -0,7%) e dai mezzi di trasporto (+1,5% m/m da -1,2%) mentre flette per il secondo mese l'abbigliamento (-0,1% m/m da -0,4%). Torna invece a calare il consumo di prodotti alimentari (-1,1% m/m da 2,6%) e di energia (-0,2% m/m da 0,7%), quest'ultimo appesantito da minori acquisti di carburante (-1,1% m/m da 1,8%) a fronte del rimbalzo delle utilities (0,6% m/m da -0,3%) per via di temperature superiori alla media. Dopo essersi contratti nel 2° trimestre i consumi di beni sembrano essere in rotta per un recupero durante l'estate ma le rilevazioni sulla fiducia dei nuclei familiari suggeriscono che, almeno per il momento, i rischi sembrano rimanere verso il basso.

Francia. I prezzi al consumo sono cresciuti dell'1% m/m ad agosto con un conseguente incremento dell'**inflazione** al 5,7% a/a da 5,1% sull'indice armonizzato e al 4,8% a/a da 4,3% su base nazionale. La riaccelerazione dell'inflazione è però spiegata interamente dalla componente energetica che torna in territorio positivo balzando al 6,8% a/a dal -3,7% di luglio per via di un effetto base favorevole rispetto allo scorso anno nonché al rialzo mensile dei listini del carburante e della fine del bouclier tarifaire sull'elettricità (ci aspettiamo ulteriori incrementi delle tariffe regolate a febbraio e agosto 2024). Il rallentamento delle altre componenti suggerisce al contrario che l'inflazione core potrebbe essere calata ancora. In ogni caso riteniamo anche che l'inflazione headline possa tornare a calare a partire da questo mese, anche se la discesa potrebbe risultare più lenta rispetto agli altri paesi proprio per via della componente energetica.

Italia. L'**inflazione** calcolata sull'indice nazionale è scesa al 5,5% dal 5,9% di luglio, mentre l'inflazione armonizzata è calata al 5,5% dal 6,3% precedente. Nel mese, i prezzi sono cresciuti di +0,4% m/m sul NIC e di +0,2% m/m sull'IPCA, che però risente dell'impatto dei saldi estivi. Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile alla componente energetica non regolamentata (da 7% a 5,7%), ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 6,6% a 5,9%), agli alimentari non lavorati (da 10,4% a 9,2%), ai trasporti (da 2,4% a 1,2%), ai beni durevoli (da 5,4% a 4,6%) e, in misura minore, agli alimentari lavorati (da 10,5% a 10,1%). All'opposto, salgono i prezzi dei servizi relativi all'abitazione (da +3,6% a +4,0%) e dei beni energetici

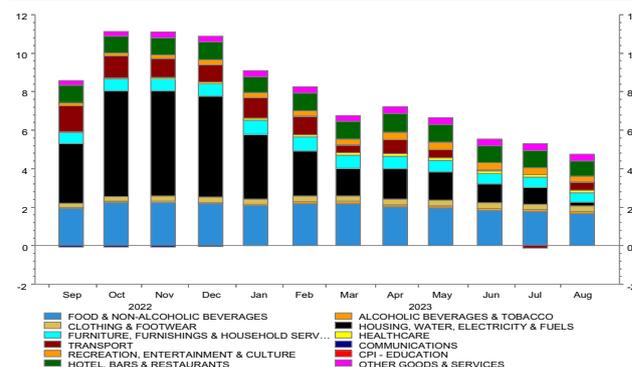
regolamentati (da -30,3% a -29,0%). L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) continua a calare, al 4,8% dal 5,2% di luglio. Cala, pur rimanendo su livelli elevati, anche l'inflazione del "carrello della spesa" (+9,6% a/a). Nelle nostre stime, la crescita dei prezzi potrebbe attestarsi al 2,5% (sul CPI) a fine anno, e tornare al 2% solo ad inizio 2025. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stimato al 3,4% a fine 2023 e al 2% a dicembre 2024.

L'inflazione italiana è attesa in ulteriore calo nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

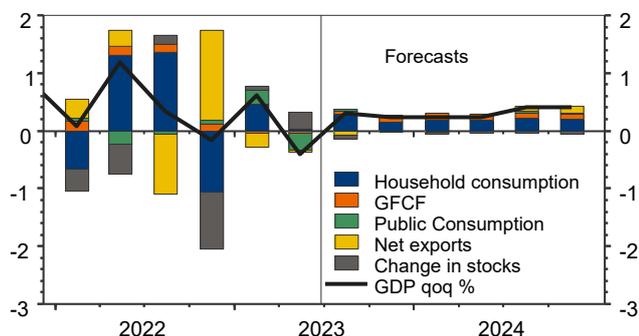
In ridimensionamento l'apporto dell'energia, in questa fase sono soprattutto gli alimentari a spingere l'inflazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

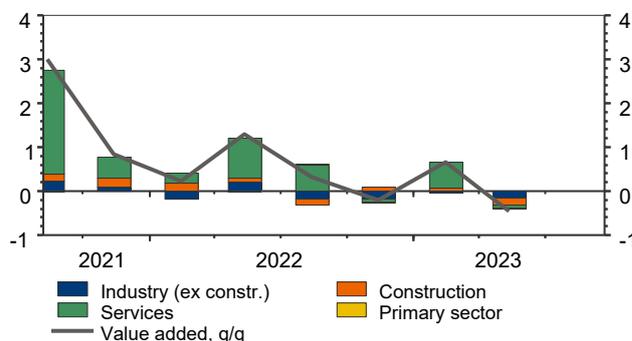
Italia. Dopo una crescita dello 0,6% t/t a inizio 2023, nel 2° trimestre il **PIL** è stato rivisto al ribasso di un decimo a -0,4% t/t (0,4% a/a). La flessione lascia comunque il livello del prodotto interno lordo lo 0,2% al di sopra dei livelli di fine 2022 (circa in linea con la media dell'Eurozona). La variazione acquisita per il 2023 (in caso di stagnazione nei restanti trimestri dell'anno) si attesta ora allo 0,7%. I dati disaggregati per componenti mostrano che la domanda interna al netto delle scorte ha agito da freno per -0,7pp in quanto, nonostante la stagnazione dei consumi privati, la spesa pubblica (che rappresenta circa il 18% del PIL) è scesa notevolmente di -1,6% t/t dopo essere aumentata dell'1,3% all'inizio del 2023. I dati sui consumi pubblici sono abbastanza sorprendenti, ma dopo l'aumento nel 1° trimestre non si poteva escludere una contrazione e ricordiamo che anche l'anno scorso il calo era stato piuttosto forte nel 2° trimestre; quindi, potrebbe essere dovuto anche a problemi di destagionalizzazione dopo la pandemia. La stagnazione degli acquisti delle famiglie è invece spiegata dall'aumento dei consumi di servizi e beni durevoli (rispettivamente +2,4% t/t e +0,7% t/t), compensata dal calo dei beni non durevoli (-2,5% t/t). Anche gli investimenti fissi hanno subito una significativa contrazione (-1,8% q/q rispetto allo 0,4% del 1° trimestre) a causa del crollo dell'edilizia (le abitazioni sono diminuite del -3,4% t/t, mentre gli investimenti non residenziali sono scesi addirittura del -3,8% t/t). Anche gli investimenti in macchinari e attrezzature sono scesi del -0,4% t/t (come nei primi tre mesi dell'anno), mentre gli investimenti in trasporti sono aumentati nel quarto trimestre (1,6% t/t dal 5,3% del primo trimestre), probabilmente grazie agli effetti delle consegne di autovetture in seguito all'allentamento delle strozzature della catena di approvvigionamento. Le scorte hanno offerto un contributo positivo di 0,3pp, mentre l'apporto delle esportazioni nette è stato nullo, in quanto sia le importazioni che le esportazioni sono scese del -0,4% t/t. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è diminuito sia nell'agricoltura (-1,3% t/t, probabilmente l'alluvione in Emilia-Romagna ha giocato un ruolo in tal senso) che nell'industria (-1,4% t/t), con la produzione che si è ridotta sia nel settore manifatturiero che in quello delle costruzioni. Tuttavia, il valore aggiunto è diminuito, seppur marginalmente, anche nei servizi (-0,1% q/q) a causa della debolezza dell'attività dei servizi professionali (-1,2% t/t) e del commercio, trasporti, alloggio e ristorazione (-0,4% t/t) che ha più che compensato l'espansione delle comunicazioni e dell'informazione (+0,9% t/t) e delle attività artistiche e di intrattenimento (+2% t/t).

La spesa pubblica è stato il principale freno al PIL



Nota: contributi alla crescita % t/t del PIL. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Il valore aggiunto è calato nell'agricoltura, nell'industria e nei servizi



Nota: contributi alla crescita % t/t del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

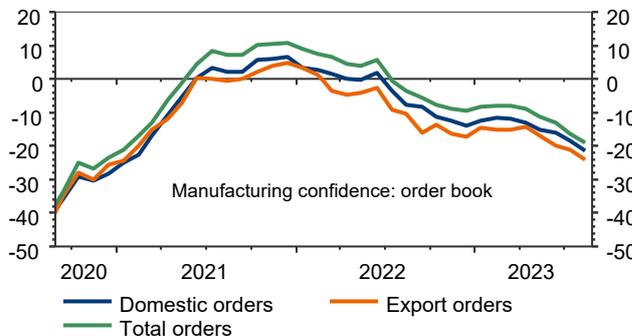
Italia. Le **indagini di fiducia** di agosto hanno evidenziato una lieve correzione della fiducia dei consumatori (a 106,5 da 106,7 di luglio), con un miglioramento delle indicazioni delle famiglie sulla propria situazione finanziaria, sul bilancio familiare e sui risparmi attuali, e un calo dai massimi dell'inflazione percepita, mentre si è registrato un calo significativo dell'indice composito del clima di fiducia delle imprese IESI, a 106,8 da 108,9, ai minimi dallo scorso novembre. Il calo è stato diffuso a tutti i principali macrosettori, ma è stato particolarmente marcato nelle costruzioni (dove il morale il mese scorso era sui massimi storici). Nel settore manifatturiero, il morale delle aziende è sceso per il quinto mese consecutivo, a 97,8 da 99,1 di luglio, ai minimi da gennaio 2021, con un maggior pessimismo diffuso a ordini e produzione sia correnti che attesi; le scorte di magazzino sono vicine ai livelli più alti degli ultimi 3 anni.

Fiducia dei consumatori poco mossa, marcato calo per la manifattura



Nota: le serie di fiducia Istat sono interpolate per via dei dati mancanti relativi ad aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo degli ordinativi manifatturieri non mostra segnali d'inversione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. Il **tasso di disoccupazione** è salito al 7,6% a luglio dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo al 7,5%. Le persone in cerca di occupazione sono tornate a salire (+37 mila) dopo 5 mesi di calo, ma in termini assoluti restano al di sopra dei livelli di maggio. L'occupazione (-73 mila) e la forza lavoro (-36 mila) sono calate, interrompendo una tendenza di aumento in atto da novembre dello scorso anno. La diminuzione degli occupati riguarda tutte le categorie contrattuali ma è particolarmente ampia tra i lavoratori temporanei (-62 mila). Il tasso di occupazione cala dunque di due decimi al 61,3% mentre il tasso d'inattività è stabile al 33,5%. I dati occupazionali italiani durante il periodo estivo sono tipicamente volatili per via di difficoltà nel processo di destagionalizzazione, tuttavia, come per il resto dell'Eurozona, anche in Italia prevediamo un tasso di disoccupazione in ulteriore aumento nei prossimi mesi con un picco che potrebbe essere toccato intorno all'8% nel 2024.

Italia. L'indice **PMI manifatturiero** è salito per il secondo mese ad agosto, a 46,5 da un precedente 44,5, rimanendo comunque su livelli coerenti con un calo dell'attività. L'indagine riporta un rallentamento del ritmo di contrazione della produzione, che resta comunque sostenuto, mentre accelerano al ribasso gli ordini all'export e restano deboli gli acquisti di input produttivi. Anche le indicazioni sulle scorte di prodotti finiti restano coerenti con un'attività industriale debole nei prossimi mesi e con le imprese che iniziano infatti a segnalare un calo dell'occupazione per la prima volta da agosto 2020. Si conferma, infine, la tendenza di calo dei prezzi, pagati e ricevuti, anche se a ritmi più moderati rispetto ai mesi precedenti.

Italia. Il **PPI** è calato di -0,1% m/m a luglio portando la variazione tendenziale a -10,2%. Il marginale calo dei prezzi è spiegato da una flessione dei beni intermedi (-1,4% m/m) e, in misura inferiore, dei beni di consumo durevoli (-0,2% m/m) mentre è tornata a crescere l'energia (+1% m/m) al netto di cui i listini sono diminuiti di -0,5% m/m (ma ancora in rialzo di 1,1% rispetto ad un anno prima). Sostanzialmente invariati i beni strumentali (+0,2% m/m). Il recente rialzo dei costi energetici potrebbe contribuire a frenare l'attenuamento delle pressioni a monte delle filiere produttive nei prossimi mesi.

Italia. Il **fatturato industriale** è cresciuto dello 0,4% m/m a giugno dopo il progresso di 1,6% registrato nel mese precedente (1,3% a/a da -0,5%). Come a maggio, il rialzo è risultato trainato dal mercato domestico, mentre sono tornate a calare le vendite verso l'estero. I dati espressi in volume e relativi al solo settore manifatturiero mostrano un aumento dello 0,5% m/m, e una stagnazione nel complesso del 2° trimestre.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ago	51.1		51.3
PMI manifatturiero - NBS	ago	49.3	49.4	49.7
PMI non manifatturiero - NBS	ago	51.5		51.0
PMI manifatturiero - Caixin	ago	49.2	49.3	51.0

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

I dati dell'ufficio statistico indicano solo un modesto miglioramento dell'attività economica in agosto. Il **PMI del settore manifatturiero rilevato dal NBS** è salito da 49,3 in luglio a 49,7 in agosto, più delle attese, mettendo a segno il terzo aumento consecutivo dai minimi di maggio (48,8) ma rimanendo in territorio di contrazione. L'incremento è stato generalizzato a tutte le componenti ad eccezione di quella dell'occupazione, che ha registrato un lieve calo. I maggiori aumenti hanno riguardato la componente dei prezzi di acquisto (salita di oltre 4 punti a 56,5, un massimo da maggio 2022), le importazioni, le scorte di materie prime e la produzione. I nuovi ordini totali sono saliti portandosi poco sopra 50 per la prima volta da marzo, mentre quelli esteri, a 46,7, rimangono ampiamente in territorio recessivo. La scomposizione per tipologia di imprese indica una moderata espansione dell'attività nelle grandi imprese e solo una diminuzione del ritmo di contrazione tra le medie e piccole, in linea con il marginale miglioramento del PMI di Standard Chartered relativo alle piccole imprese, che rimane invece poco sopra 50. L'indice Cheung Kong GSB fa segnare però un peggioramento della fiducia delle imprese portandosi al di sotto di 50 per la prima volta da inizio anno.

L'indice **PMI non manifatturiero** è invece sceso da 51,5 in luglio a 51 in agosto (consenso Bloomberg: 51,2), spinto al ribasso dal calo del PMI **servizi**, che è passato da 51,5 in luglio a 50,5 in agosto (minimo da inizio anno), accompagnato da un'ulteriore contrazione dei nuovi ordini, da un calo delle aspettative e da un aumento dei prezzi di acquisto.

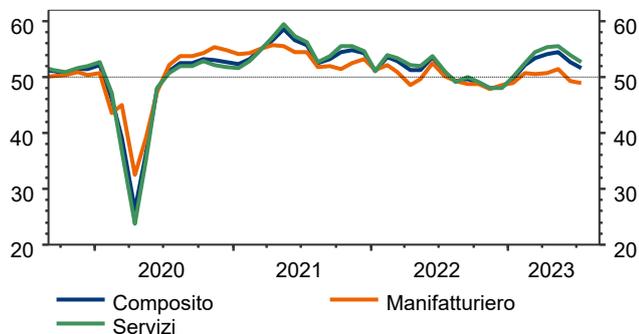
Il PMI delle **costruzioni** è invece salito da 51,2 in luglio a 53,8 in agosto, ma è rimasto al di sotto della media del 2° trimestre (59,3). Il ritmo di contrazione degli ordini è diminuito mentre

aspettative e occupazione sono scese. Il **PMI composito** è salito marginalmente, da 51,1 in luglio a 51,3 in agosto, rimanendo ben al di sotto dei livelli pre-pandemici (53,1 in media nel 2019).

Il **PMI del settore manifatturiero rilevato da Caixin**, contrariamente alle attese del consenso (Bloomberg 49) e al PMI del NBS, è salito da 49,2 in luglio a 51 in agosto, toccando il livello più alto da marzo scorso. Tutte le componenti hanno registrato un aumento ad eccezione delle scorte di materie prime. Gli aumenti più rilevanti sono stati registrati dalla componente dei nuovi ordini, della produzione e dell'occupazione, tutte ritornate in territorio espansivo in linea con le segnalazioni delle imprese di miglioramento della domanda. Alcuni casi di chiusura temporanea dell'attività a causa delle temperature elevate hanno contribuito a un aumento degli ordini inevasi nonostante l'incremento di personale. L'occupazione, in particolare, è tornata sopra 50 per la prima volta da marzo toccando il massimo da marzo 2010. La componente degli ordini esteri, anch'essa in aumento, è invece rimasta al di sotto di 50, confermando che la domanda estera rimane in moderata contrazione. Le pressioni sui costi delle imprese sono lievemente salite, con la componente dei prezzi di acquisto in moderato aumento per la prima volta negli ultimi sei mesi, mentre i prezzi di vendita hanno continuato a scendere sebbene a un ritmo inferiore al mese precedente. Nell'insieme, il PMI del NBS e di Caixin segnalano che le pressioni al ribasso sul settore manifatturiero sembrano essere rientrate nel mese di agosto ma l'attività economica, seppur in lieve miglioramento, resta ancora debole.

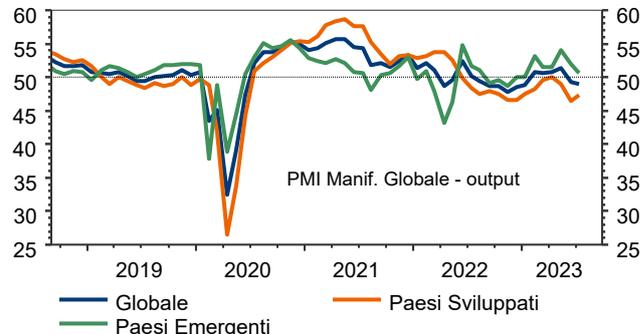
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



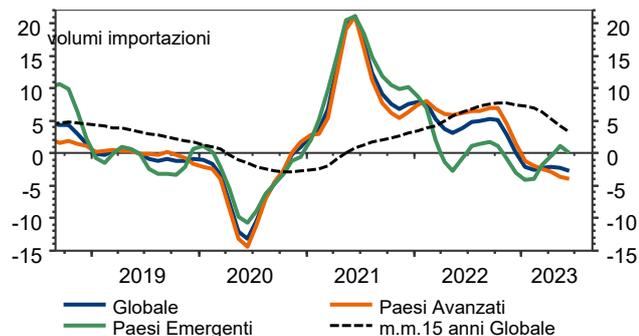
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



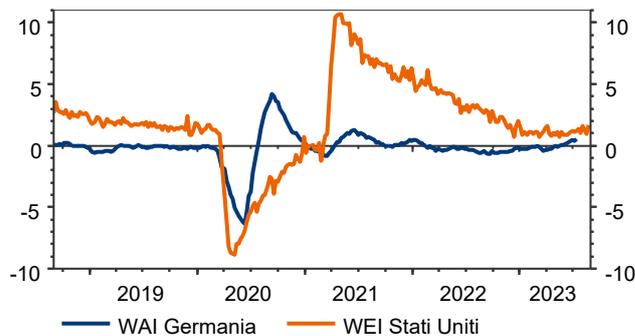
Fonte: S&P Global

Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



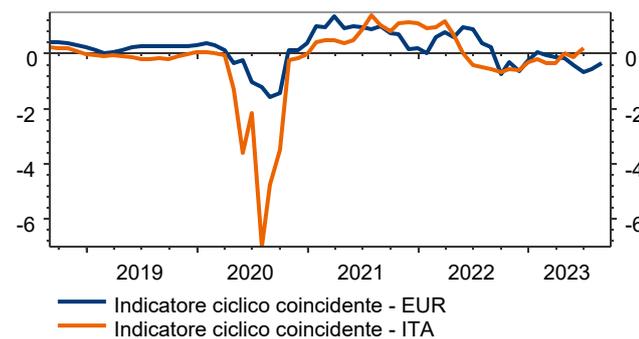
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



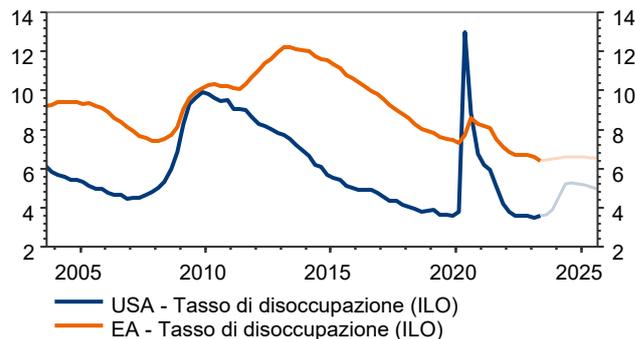
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

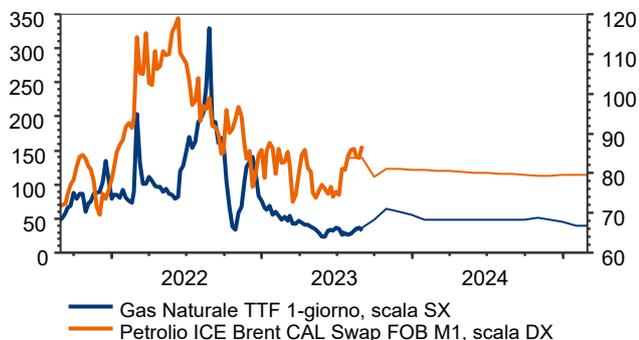
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

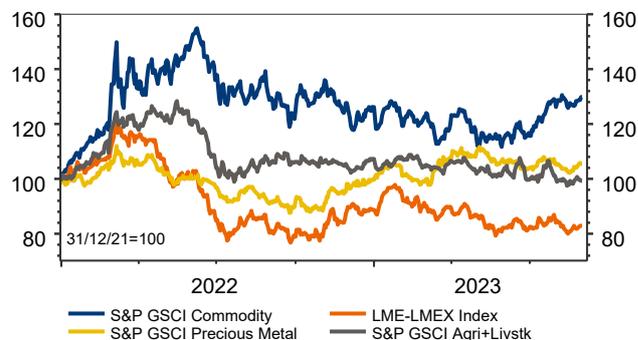
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



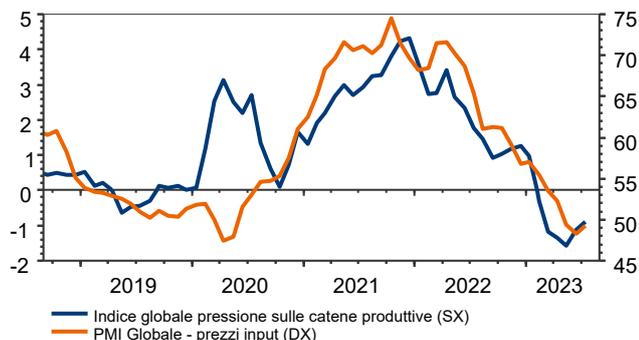
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



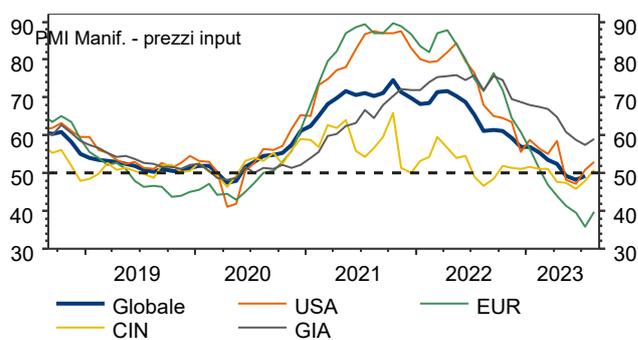
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



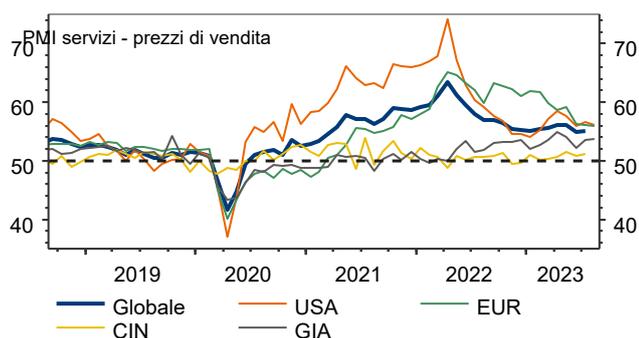
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



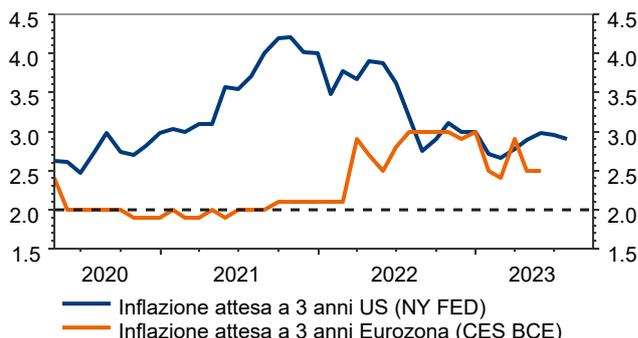
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

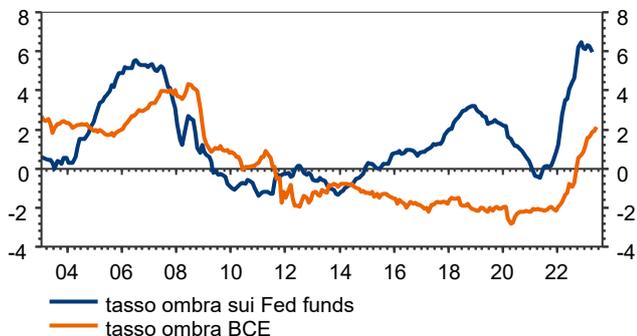
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

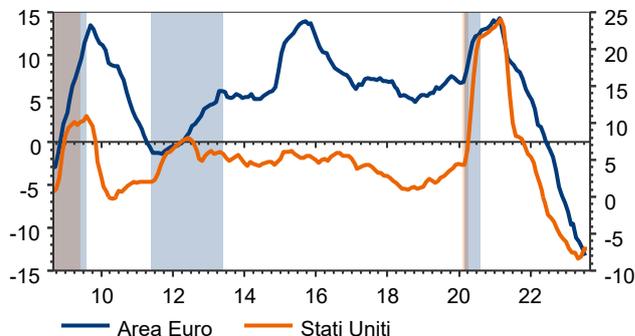
Condizioni Finanziarie

Tassi "ombra" di politica monetaria (Fed funds e €STR)



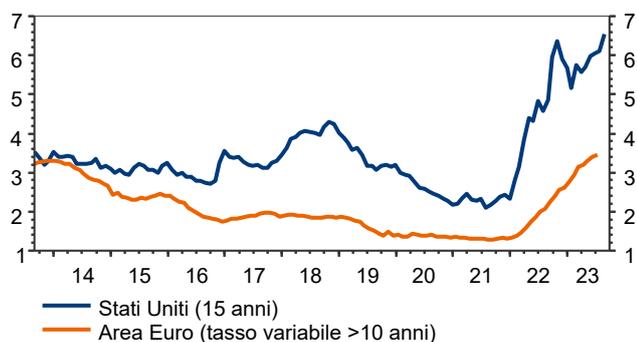
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



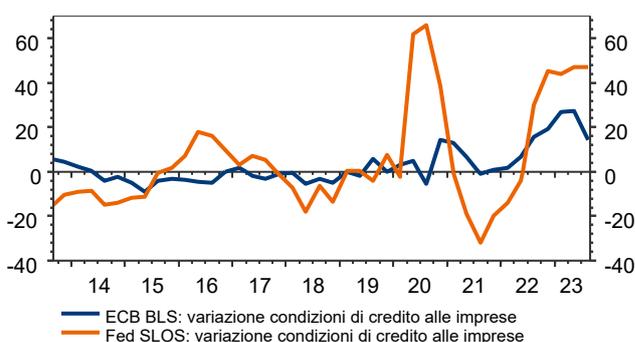
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



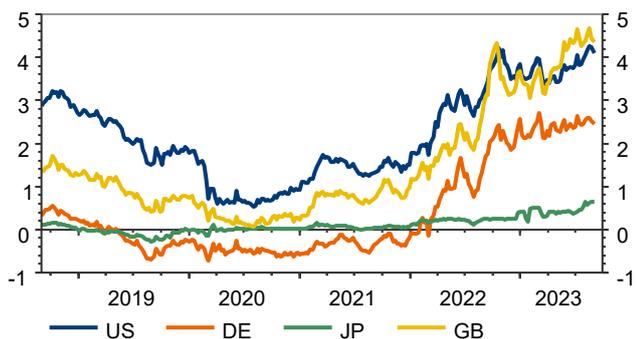
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



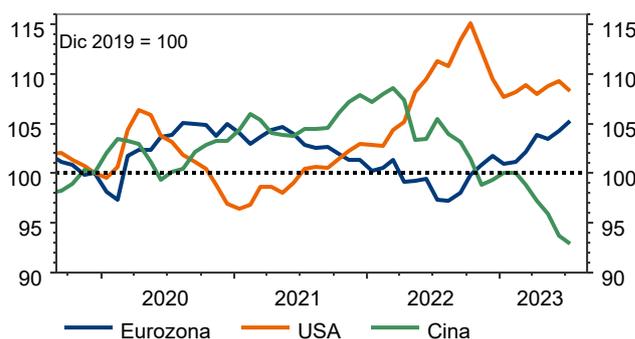
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

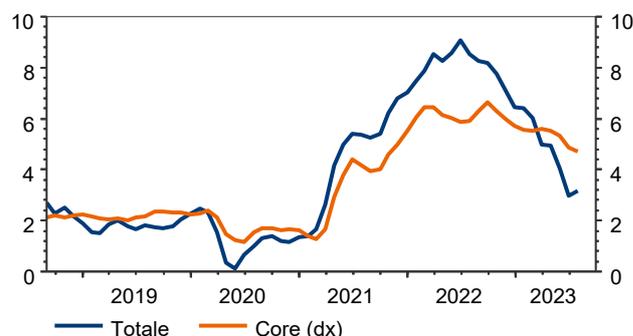
Stati Uniti

Indagini ISM



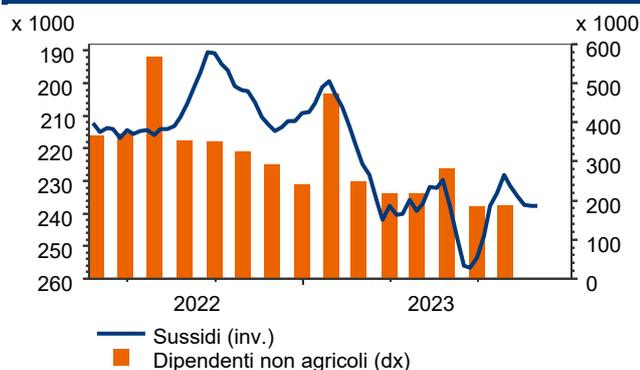
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



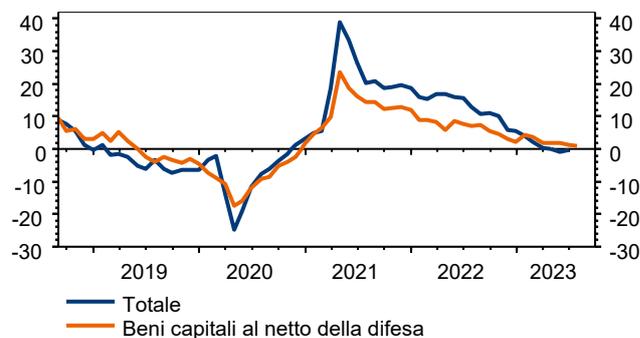
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

Nuovi ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

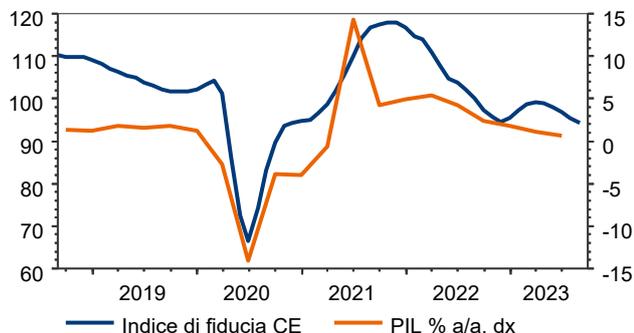
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.9	0.9	1.9	0.9	1.8	2.5	2.1	1.4	0.9	0.6
- trim./trim. annualizzato				3.2	2.6	2.0	2.1	1.6	0.0	-0.1	1.0
Consumi privati	2.7	2.1	0.8	2.3	1.0	4.2	1.7	0.9	0.5	0.1	0.9
IFL - privati non residenziali	3.9	2.6	0.5	6.2	4.0	0.6	6.1	-0.7	-1.4	-1.4	1.3
IFL - privati residenziali	-10.6	-12.8	2.1	-27.1	-25.1	-4.0	-3.6	-4.4	-7.6	-2.5	5.0
Consumi e inv. pubblici	-0.6	3.2	1.2	3.7	3.8	5.0	3.3	1.7	1.1	1.0	0.8
Esportazioni	7.1	1.8	0.7	14.6	-3.7	7.8	-10.6	2.0	0.5	1.2	1.5
Importazioni	8.1	-2.6	0.8	-7.3	-5.5	2.0	-7.0	1.2	0.5	1.2	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.7	-0.1	-1.4	2.0	-2.6	-0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.2	-3.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-6.9	-6.4								
Debito pubblico (% PIL)	144.2	144.0	147.8								
CPI (a/a)	8.0	4.0	2.3	8.3	7.1	5.8	4.0	3.3	2.9	2.5	2.2
Produzione industriale	3.4	-0.3	-1.2	0.5	-0.6	-0.1	0.0	-0.4	-0.5	-1.3	0.4
Disoccupazione (%)	3.7	3.6	4.2	3.6	3.6	3.5	3.6	3.5	3.6	3.8	4.2

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

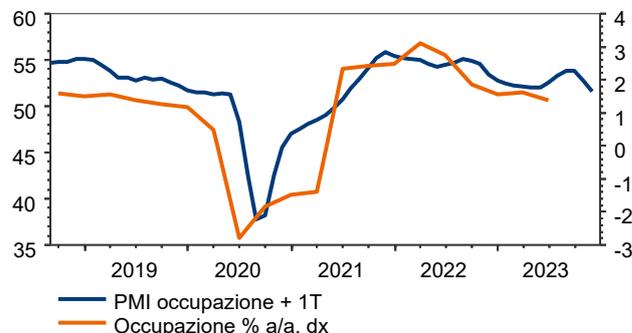
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-23	120.3	115.3	112.4	120.0	8.6	7.1	5.3	8.8
feb-23	121.2	116.3	113.3	120.9	8.5	7.4	5.6	8.6
mar-23	122.3	117.7	114.7	122.0	6.9	7.5	5.7	6.9
apr-23	123.1	118.8	115.9	122.8	7.0	7.3	5.6	7.0
mag-23	123.2	119.2	116.1	122.8	6.1	6.9	5.3	6.1
giu-23	123.5	119.6	116.6	123.1	5.5	6.8	5.5	5.5
lug-23	123.4	119.5	116.4	123.0	5.3	6.6	5.5	5.3
ago-23	124.1	119.9	116.8	123.6	5.3	6.2	5.3	5.2
set-23	124.5	120.3	117.4	124.1	4.4	5.6	4.8	4.3
ott-23	125.0	120.5	117.5	124.6	3.3	5.1	4.3	3.1
nov-23	124.5	120.1	117.2	124.1	2.9	4.4	4.1	2.8
dic-23	124.3	120.4	117.7	123.8	3.1	4.0	3.9	3.0
Media	123.3	119.0	116.0	122.9	5.5	6.2	5.1	5.5

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia; l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-24	123.7	119.6	116.7	123.2	2.9	3.7	3.8	2.7
feb-24	124.5	120.4	117.4	124.0	2.7	3.5	3.6	2.5
mar-24	125.6	121.6	118.6	125.1	2.7	3.3	3.4	2.5
apr-24	126.2	122.4	119.5	125.7	2.5	3.0	3.2	2.4
mag-24	126.4	122.6	119.6	125.9	2.6	2.9	3.0	2.5
giu-24	126.7	122.8	119.8	126.2	2.6	2.7	2.8	2.5
lug-24	126.3	122.3	119.0	125.8	2.4	2.3	2.2	2.3
ago-24	126.8	122.7	119.2	126.2	2.2	2.3	2.1	2.1
set-24	127.2	123.1	119.6	126.7	2.2	2.3	1.9	2.1
ott-24	127.8	123.3	120.0	127.3	2.2	2.3	2.2	2.2
nov-24	127.4	122.9	119.8	126.8	2.3	2.3	2.2	2.2
dic-24	127.2	123.0	120.3	126.6	2.3	2.2	2.2	2.3
Media	126.3	122.2	119.1	125.8	2.5	2.7	2.7	2.4

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia; l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

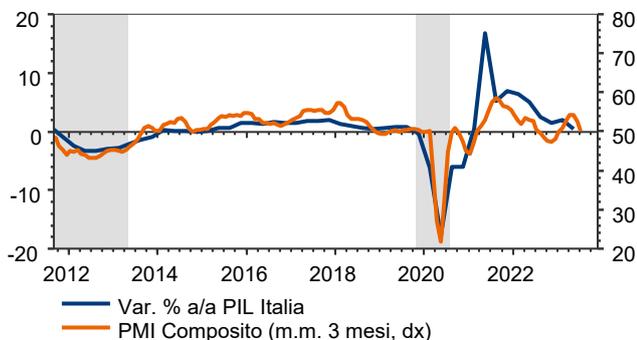
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.6	0.9	2.4	1.8	1.1	0.6	0.2	0.4	0.6	0.6
- t/t				0.4	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.1	0.2	0.3
Consumi privati	4.5	0.1	1.2	1.3	-1.0	-0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	3.0	1.3	0.7	1.0	-0.6	0.6	0.6	-0.2	0.2	-0.6	0.6
Consumi pubblici	1.4	-0.9	0.4	0.0	0.6	-1.6	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	7.2	0.9	2.2	1.1	-0.3	0.2	-0.4	0.3	0.3	0.5	0.9
Importazioni	8.1	-0.2	1.5	2.6	-1.5	-1.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.1	-0.4	0.2	-0.1	-0.3	0.3	-0.2	-0.1	0.1	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.7	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.6	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	91.5	91.0	90.0								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.5	2.5	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.1	2.7	2.6
Produzione industriale (a/a)	2.3	-0.9	1.0	3.4	2.2	0.3	-1.2	-1.8	-1.0	-0.6	1.0
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.6	6.7	6.8
Euribor 3 mesi	0.34	3.38	3.61	0.48	1.77	2.63	3.36	3.74	3.78	3.76	3.71

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

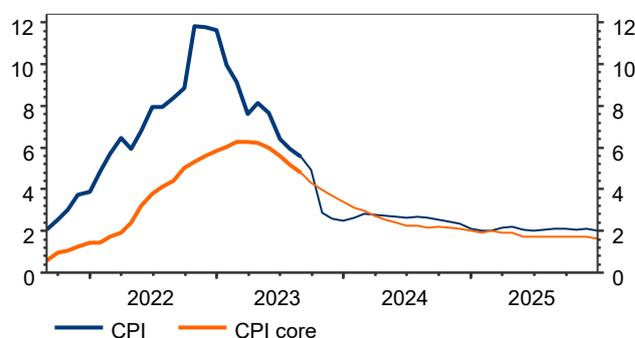
Italia

PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-23	119.3	119.1	118.2	118.3	10.7	10.0	9.6	9.8
feb-23	119.4	119.3	118.4	118.5	9.8	9.1	8.7	8.9
mar-23	120.3	118.8	118.0	118.0	8.1	7.6	7.4	7.4
apr-23	121.3	119.3	118.3	118.4	8.6	8.2	7.7	7.9
mag-23	121.7	119.7	118.5	118.6	8.0	7.6	7.1	7.2
giu-23	121.8	119.7	118.5	118.6	6.7	6.4	5.9	6.0
lug-23	119.9	119.7	118.6	118.7	6.3	5.9	5.6	5.7
ago-23	120.1	120.2	119.1	119.2	5.5	5.5	5.2	5.3
set-23	121.7	119.8	118.8	118.9	5.3	4.9	4.7	4.8
ott-23	123.6	121.5	120.3	120.4	3.0	2.9	2.7	2.7
nov-23	124.1	121.8	120.6	120.7	2.7	2.6	2.5	2.4
dic-23	124.2	121.9	120.9	121.0	2.6	2.5	2.4	2.4
Media	121.4	120.1	119.0	119.1	6.3	6.0	5.7	5.8

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	122.5	122.2	121.0	121.1	2.7	2.6	2.4	2.4
feb-24	122.9	122.6	121.5	121.5	2.9	2.8	2.6	2.5
mar-24	123.8	122.1	121.0	121.0	2.9	2.8	2.5	2.5
apr-24	124.8	122.6	121.4	121.3	2.8	2.7	2.6	2.4
mag-24	125.1	122.9	121.6	121.5	2.8	2.7	2.6	2.4
giu-24	125.1	122.8	121.5	121.4	2.7	2.6	2.5	2.4
lug-24	123.2	122.9	121.5	121.4	2.8	2.7	2.4	2.3
ago-24	123.4	123.3	121.9	121.8	2.7	2.6	2.4	2.2
set-24	124.9	122.8	121.5	121.4	2.6	2.5	2.3	2.1
ott-24	126.7	124.5	122.9	122.8	2.5	2.4	2.2	2.0
nov-24	127.1	124.6	123.1	123.0	2.4	2.3	2.1	1.9
dic-24	127.0	124.5	123.1	123.0	2.2	2.1	1.8	1.7
Media	124.7	123.2	121.8	121.8	2.7	2.6	2.4	2.2

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	0.9	1.0	2.5	1.5	2.0	0.4	0.4	0.7	0.4	1.0
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi privati	4.6	1.5	1.3	2.3	-1.8	0.8	0.0	0.5	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	9.7	0.5	1.4	-0.3	1.2	0.4	-1.8	0.6	0.4	0.6	0.4
Consumi pubblici	0.0	0.1	-0.1	-0.3	0.4	1.3	-1.6	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	10.2	1.1	2.6	-0.3	2.1	-1.0	-0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
Importazioni	12.5	-0.1	2.8	2.9	-2.6	-0.3	-0.4	0.9	0.8	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.5	-0.1	0.1	-1.0	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-4.9	-4.1								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	141.3	140.7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.3	2.7	8.9	12.5	9.5	7.8	5.7	2.8	2.8	2.8
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.0	0.6	0.2	-2.0	-1.3	-3.9	-2.3	-0.5	-0.1	1.3
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	7.8	8.0	8.0	7.9	7.9	7.6	7.7	7.9	7.9	8.0
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.19	4.27	3.50	4.13	4.13	4.09	4.19	4.33	4.23	4.13

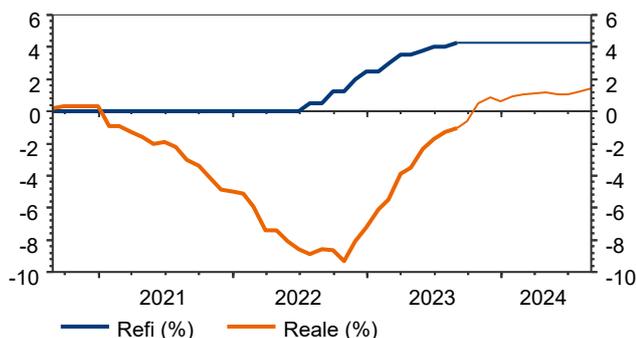
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	31/8	set	dic	mar	giu
Refi	2.50	3.50	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
Euribor 1m	1.88	2.92	3.40	3.64	3.65	3.66	3.66	3.64
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	3.77	3.77	3.78	3.75	3.69

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

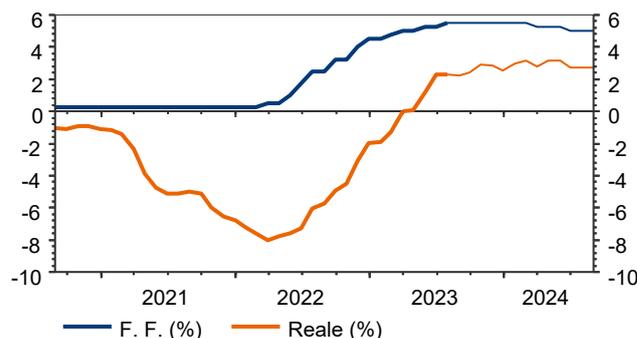


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	31/8	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00
OIS 3m	4.61	4.93	5.27	5.42	5.40	5.39	5.25	5.01

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

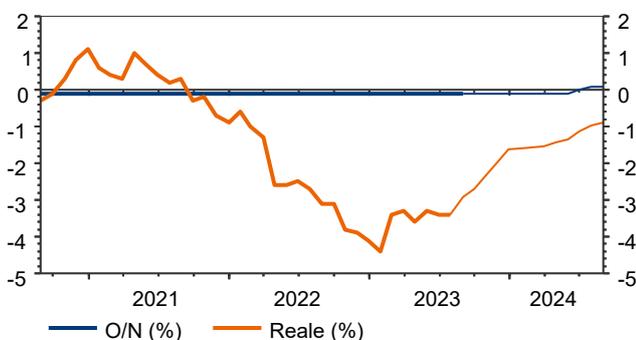


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	31/8	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.01
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

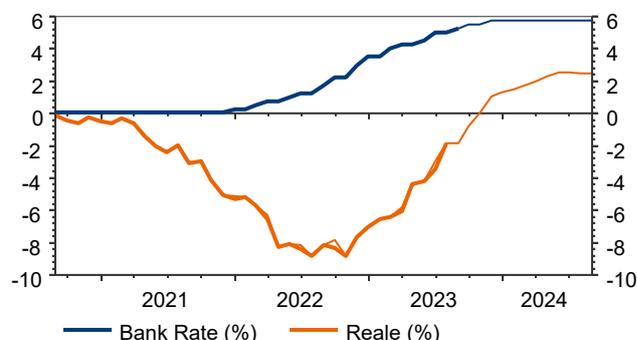


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	31/8	set	dic	mar	giu
Bank rate	3.50	4.25	5.00	5.25	5.50	5.75	5.75	5.75
Libor GBP 3m	3.87	4.42	5.39	5.60	5.70	6.00	5.90	5.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	1/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.00	1.07	1.07	1.10	1.0845	1.11	1.13	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	110	140	136	139	143	145.44	138	133	128	120	118
GBP/USD	1.38	1.15	1.20	1.25	1.28	1.2673	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34
EUR/CHF	1.08	0.98	1.00	0.97	0.96	0.9568	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	130	139	145	149	157	157.75	153	150	146	137	136
EUR/GBP	0.86	0.86	0.89	0.86	0.86	0.8555	0.85	0.86	0.86	0.86	0.87

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., 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)
Aniello Dell'Anno
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com