

Weekly Economic Monitor

Il punto

BCE: riunione di politica monetaria. Dati di inflazione in linea con le attese e dati di attività reale decisamente peggiori del previsto potrebbero indurre lo staff della BCE a rivedere al ribasso le proiezioni di medio termine. Forte anche di un miglioramento dei dati di inflazione, il Consiglio direttivo potrebbe quindi sospendere i rialzi dei tassi alla riunione del 14 settembre. Tuttavia, il comunicato segnalerà che nuovi aumenti restano possibili alle riunioni successive.

I market mover della settimana

Il focus della settimana in **area euro** sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE. In calendario anche la pubblicazione dell'indagine ZEW di settembre che potrebbe registrare un leggero miglioramento delle aspettative degli analisti circa la congiuntura tedesca in un contesto però di debolezza. I dati di produzione industriale di luglio dovrebbero, infatti, riportare un calo dell'output sia in Italia sia nel complesso dell'Eurozona. I dati sul costo del lavoro nel 2° trimestre potrebbero mostrare un'accelerazione dei salari orari mentre le stime finali dei prezzi al consumo di agosto dovrebbero confermare il calo dell'inflazione in Italia e il rialzo in Francia. Le previsioni d'estate della Commissione Europea dovrebbero, infine, riservare un taglio delle stime di crescita e, in misura minore, di inflazione sul biennio 2023-24.

Negli **Stati Uniti**, il focus della settimana sarà sul dato di inflazione di agosto che dovrebbe riaccelerare sull'indice headline, spinto dalla componente energetica, e proseguire il trend discendente sull'indice core. La produzione industriale potrebbe rimanere costante ad agosto, dopo il dato sopra alle aspettative di luglio, mentre le vendite al dettaglio sono viste in leggera flessione, sulla scia del rallentamento del comparto auto. Infine, le prime indagini di settembre dovrebbero confermare la moderata recessione del settore manifatturiero e il progressivo raffreddamento della fiducia dei consumatori.

8 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

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone



Il punto

BCE: riunione di politica monetaria. Dati di inflazione in linea con le attese e dati di attività reale decisamente peggiori del previsto potrebbero indurre lo staff della BCE a rivedere al ribasso le proiezioni di medio termine. Forte anche di un miglioramento dei dati di inflazione, il Consiglio direttivo dovrebbe quindi sospendere i rialzi dei tassi alla riunione del 14 settembre. Tuttavia, il comunicato segnalerà che nuovi aumenti restano possibili alle riunioni successive.

- Alla luce del peggioramento dei dati avvenuto negli scorsi mesi, ci attendiamo che lo staff della BCE tagli le previsioni sulla crescita del PIL 2023-24, con riflessi anche sulle proiezioni di inflazione di medio termine. Le proiezioni sull'inflazione core dovrebbero riavvicinarsi al 2% nel 2025.
- I segnali più chiari di rallentamento, i progressi delle misure sottostanti di inflazione e la prospettiva gli effetti negativi della restrizione monetaria sull'economia reale si accentuino nei prossimi mesi, dovrebbero indurre il Consiglio direttivo a non alzare i tassi ufficiali alla riunione del 14 settembre. Perciò, il tasso sui depositi (DFR) resterà al 3,75% e il tasso refi rimarrà al 4,25%. Questa è anche la previsione mediana del consenso Reuters e anche lo scenario implicitamente considerato più probabile dai mercati.
- Tuttavia, non è detto che la fase di rialzo sia già conclusa. I livelli ancora elevati delle aspettative di inflazione e dei tassi di inflazione impliciti nelle curve dei tassi giustificherebbero un orientamento ancora restrittivo della politica monetaria, così come il rischio che l'inflazione resti sopra il 2% anche nel 2025 per fattori non controllabili dalla banca centrale. La BCE ha un obiettivo finale prioritario che è costituito dalla stabilità dei prezzi, tradotto in un tasso di inflazione del 2% nel medio termine: per evitare ulteriori danni alla credibilità, la BCE ha bisogno di portare l'inflazione mediamente prevista nel 2025 ben sotto il 2%, non al 2%. Perciò, le probabilità di rialzo resteranno positive e vicine al 50% alle prossime riunioni. I mercati attribuiscono una probabilità superiore al 60% a un rialzo di 25pb entro fine 2023, mentre la previsione mediana di consenso è per tassi stabili.
- Se l'orientamento restrittivo si tradurrà o no in interventi sui tassi, dipenderà dalla direzione che prenderà l'economia, che è incerto e caratterizzato da spinte contrastanti. Nel nostro scenario di riferimento, che non vede alcuna recessione ma soltanto un periodo di crescita bassa, l'inflazione torna circa in linea con l'obiettivo nel 2025: implicitamente, però, la probabilità di superarlo ancora è significativa. Se la banca centrale attribuisce molta importanza alla credibilità, tale aspetto può giustificare una restrizione maggiore, o più protratta. Al momento, puntiamo sul secondo scenario.
- Non escludiamo altresì che possa essere avviato un dibattito in merito all'opportunità di ridurre il portafoglio PEPP, data l'ottima risposta da parte del mercato alla riduzione del portafoglio APP e alla scadenza TLTRO, in modo da accelerare il drenaggio dell'eccesso di riserve e potenziare la trasmissione della politica monetaria anche attraverso l'aumento del *term premium*.

I market mover della settimana

Il focus della settimana in **area euro** sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE. In calendario anche la pubblicazione dell'indagine ZEW di settembre che potrebbe registrare un leggero miglioramento delle aspettative degli analisti circa la congiuntura tedesca, in un contesto però che rimane debole. I dati di produzione industriale di luglio dovrebbero, infatti, riportare un calo dell'output sia in Italia sia nel complesso dell'Eurozona. I dati sul costo del lavoro nel 2° trimestre potrebbero mostrare un'accelerazione dei salari orari mentre le stime finali dei prezzi al consumo di agosto dovrebbero confermare il calo dell'inflazione in Italia e il rialzo in Francia. Le previsioni d'estate della Commissione Europea dovrebbero, infine, mostrare un taglio delle stime di crescita e, in misura minore, di inflazione sul biennio 2023-24.

Negli **Stati Uniti**, il focus della settimana sarà sul dato di inflazione di agosto, che dovrebbe riaccelerare sull'indice headline, spinta dalla componente energetica, e proseguire il trend discendente sull'indice core. La produzione industriale è attesa stabile ad agosto, dopo il dato sopra alle aspettative di luglio, mentre le vendite al dettaglio sono viste in leggera flessione sulla scia del rallentamento del comparto auto. Infine, le prime indagini di settembre dovrebbero confermare la moderata recessione del settore manifatturiero e il progressivo raffreddamento della fiducia dei consumatori.

Lunedì 11 settembre

Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa in calo a luglio, dopo il rimbalzo visto nei due mesi precedenti. La flessione potrebbe essere pari almeno a $-0,3\%$ m/m, dopo il $+0,5\%$ di giugno. Le indagini segnalano che sta venendo progressivamente meno il supporto degli ordini arretrati, che la domanda sia dall'estero che dall'interno va indebolendosi, e che le imprese riportano un eccesso di scorte. Il rimbalzo visto nei mesi di maggio e giugno lascia un'eredità statistica positiva al trimestre estivo, tuttavia i fondamentali di domanda e offerta restano coerenti con una protratta debolezza dell'attività industriale in un orizzonte di almeno 3-6 mesi.
- La **Commissione Europea** pubblicherà l'aggiornamento ad interim delle **Previsioni Economiche d'estate**. Rispetto alle stime dello scorso maggio, che avevamo già giudicato ottimistiche, dovremmo assistere a una revisione al ribasso delle proiezioni sul PIL Eurozona: le nostre stime si fermano a $0,5\%$ nel 2023 e $0,9\%$ nel 2024, quelle di Bruxelles dello scorso maggio si attestavano rispettivamente a $1,1\%$ e $1,6\%$. Meno ampie invece dovrebbero risultare le correzioni per le stime di inflazione, che potrebbero essere limitate intorno a $5,5\%$ per l'anno in corso e a $2,5\%$ per il 2024 (da $5,8\%$ e $2,8\%$ precedenti). Anche le stime per l'Italia dovrebbero vedere una revisione verso il basso di un paio di decimi della crescita economica sul 2023 e di un decimo sul 2024 (da $1,2\%$ e $1,1\%$ delle stime precedenti), ma i rischi, specie sul prossimo anno, sono verso il basso.

Martedì 12 settembre

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** sulle attese a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia tedesca dovrebbe salire per il secondo mese a settembre, a -10 da $-12,3$ precedente. L'annuncio di un piano fiscale da 32 miliardi (circa 7 miliardi l'anno fino al 2028) da parte del Governo, e le attese di un calo dell'inflazione di fondo, rendono lievemente meno pessimistiche le prospettive cicliche, in un contesto, però, caratterizzato da elevata incertezza. Ci aspettiamo un peggioramento per il quinto mese consecutivo dell'indice sulla situazione corrente, a -74 da $-71,3$ del mese scorso.

Mercoledì 13 settembre

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe essere tornata a calare a luglio. I dati nazionali già pubblicati puntano verso una correzione di -0,9% m/m ed una revisione al ribasso della crescita del mese precedente. Le indagini restano compatibili con un'industria in contrazione anche nei prossimi mesi. Ci aspettiamo che il settore contribuisca negativamente per circa un decimo alla crescita del valore aggiunto nel 3° trimestre.

Stati Uniti

- Il **CPI** di agosto dovrebbe essere in aumento di 0,4% m/m (3,5% a/a da 3,2%), dopo 0,2% m/m di luglio, per via principalmente di un'accelerazione dei prezzi di energia e carburanti nel mese. L'indice core dovrebbe registrare un aumento di 0,2% m/m (4,3% a/a da 4,7%, sarebbe un minimo da settembre 2021), in linea con le variazioni degli ultimi due mesi. Le pressioni sui prezzi in generale sono in aumento rispetto a luglio, in base ai risultati delle indagini. I listini delle auto usate dovrebbero rimanere stabili, alla luce del Manheim Used Car Price Index, in rialzo di 0,1% m/m nella prima metà di agosto, mentre gli indicatori anticipatori relativi al mercato immobiliare puntano verso un calo degli affitti. A meno di sorprese al rialzo sul dato di inflazione di agosto, riteniamo che la Fed lascerà invariati i tassi a settembre e la fase di moderazione dell'inflazione ci aspettiamo acceleri nei prossimi mesi, nonostante la resilienza dei servizi core ex abitazione, dove i segnali di raffreddamento sono ancora contenuti.

Giovedì 14 settembre

Area euro

- La **riunione di politica monetaria** della **BCE** si dovrebbe concludere con tassi invariati (DFR: 3,75%) ma con l'indicazione che i tassi ufficiali potrebbero tornare a salire nei prossimi mesi. La BCE confermerà l'approccio basato sui dati. Per il momento, non ci attendiamo che la BCE estenda al PEPP la riduzione dei reinvestimenti.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di agosto dovrebbero calare di -0,1% m/m dopo lo 0,7% di luglio, sulla scia della flessione del comparto auto. I volumi presso i concessionari sono scesi del -4,4% m/m, dopo la sostanziale stagnazione del mese precedente. Al netto delle auto le vendite sono attese in rialzo moderato, con una variazione di 0,2% m/m da 1% precedente. Tuttavia, le vendite settimanali hanno segnato un aumento di 3,2% m/m ad agosto e sono in crescita anche a inizio settembre, segnalando rischi al rialzo sulla nostra stima.
- Il **PPI** di agosto è atteso in crescita di 0,4% m/m, in accelerazione dopo lo 0,3% di luglio, per via del contributo positivo nel mese della componente energia. L'indice core dovrebbe registrare una variazione di 0,2% m/m, in discesa di un decimo rispetto al mese precedente.

Venerdì 15 settembre

Area euro

- **Area euro.** I dati relativi al 2° trimestre dovrebbero registrare una riaccelerazione del **costo del lavoro** al 5,7% a/a dopo la correzione a 5% di inizio anno. Il ritmo di ripresa delle retribuzioni pro-capite e di quelle contrattuali si è stabilizzato durante la primavera ma la discesa delle ore lavorate punta verso un aumento dei **salari orari** intorno al 5% a/a da un precedente 4,6%. Il calo della produttività, atteso proseguire nei prossimi trimestri in scia al rallentamento ciclico, conferma la presenza di rischi al rialzo sui prezzi.
- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che ad agosto i **prezzi al consumo** sono saliti dell'1% m/m ad agosto (1,1% sull'indice armonizzato) con un conseguente incremento dell'inflazione annua a 5,7% da 5,1% sull'indice armonizzato e a 4,8% a/a da 4,3% su base nazionale. La riaccelerazione sarebbe spiegata interamente dalla componente energetica, in crescita per via di un effetto base sfavorevole, del rialzo mensile dei prezzi dei carburanti e

della fine del *bouclier tarifaire* sull'elettricità; di contro, l'inflazione core è attesa scendere nuovamente al 4,6%. Il recente rincaro dei carburanti suggerisce che l'inflazione potrebbe tornare a calare solo a partire da ottobre e la discesa potrebbe risultare più lenta rispetto agli altri Paesi per via della componente energetica.

- **Italia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che ad agosto l'**inflazione** è scesa al 5,5% (+0,4% m/m) dal 5,9% di luglio, mentre l'inflazione armonizzata è calata al 5,5% (+0,2% m/m) dal 6,3% precedente. Il calo tendenziale dell'IPCA risulterebbe imputabile alla componente energetica non regolamentata, ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona, agli alimentari, ai trasporti e ai beni durevoli. All'opposto, sono visti in aumento i prezzi dei servizi relativi all'abitazione e dei beni energetici regolamentati (ci aspettiamo ulteriori aumenti delle tariffe a ottobre). L'indice al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) è atteso al 4,8% dal 5,2% di luglio. Nelle nostre stime, la crescita dei prezzi potrebbe attestarsi al 2,5% (sul CPI) a fine anno, e tornare al 2% solo a 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.

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** è previsto in modesto miglioramento a -10 a settembre, da -19 di agosto, con indicazioni di persistente, moderata recessione. Il Beige Book ha riportato attività nel comparto in contrazione a luglio e agosto nel distretto di New York, a fronte di giudizi sulle aspettative future decisamente più ottimisti. Anche le componenti maggiormente prospettiche dell'indicatore della NY Fed puntano ad un miglioramento dell'attività del settore ma nell'immediato non vi sono ancora chiari segnali di ripresa dal lato della domanda.
- La **produzione industriale** ad agosto dovrebbe rimanere stabile, dopo il rimbalzo dell'1% m/m registrato il mese precedente. L'aumento di luglio è stato parzialmente spiegato dal balzo delle utility, dovuto a temperature record che hanno incrementato la domanda di aria condizionata. Il contributo del manifatturiero dovrebbe rallentare ad agosto per via di un calo della produzione di autoveicoli (+5,2% m/m a luglio, con possibili problemi di stagionalizzazione). I dati di agosto dovrebbero rimanere in linea con una stagnazione e rischi di recessione per l'industria, come segnalato dalle indagini.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Università del Michigan a settembre (dato preliminare) dovrebbe calare lievemente a 69,1 da 69,5 di agosto, sulla scia di una contrazione delle aspettative. Le attese di inflazione a 1 anno dovrebbero mantenersi sul livello elevato registrato a luglio, 3,5% (massimo degli ultimi tre mesi), per via del rialzo del prezzo della benzina.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (11 – 15 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	11/9 10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	lug	0.5	%	-0.3	-0.3
Mar	12/9 08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		lug	4.2	%	4.3	
		GB	Retribuzioni medie		lug	8.2	%		
		SPA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.4	%	2.4	2.4
		GER	ZEW (Sit. corrente)		set	-71.3		-75.0	-74.0
		GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	set	-12.3		-15.0	-10.0
Mer	13/9 08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	lug	1.8	%	-0.5	
		GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		lug	-15.5	Mld £		
		GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		lug	-2.8	Mld £		
		EUR	Produzione industriale m/m	**	lug	0.5	%	-0.7	-0.9
		USA	CPI m/m	*	ago	0.2	%	0.5	0.4
		USA	CPI a/a		ago	3.2	%		3.5
		USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.2	%	0.2	0.2
		USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	4.7	%		4.3
Gio	14/9 01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		lug	2.7	%	-0.9	
		GIA	Produzione industriale m/m finale		lug	prel -2.0	%		
		USA	Richieste di sussidio	*	settim	216	x1000		
		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.679	Mln		
		USA	PPI m/m		ago	0.3	%	0.4	0.4
		USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ago	0.3	%	0.2	0.2
		USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ago	0.7	%	0.2	-0.1
		USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ago	1.0	%	0.4	0.2
		USA	Scorte delle imprese m/m		lug	0.0	%	0.1	
		Ven	15/9 04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ago	2.5	%
CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a			*	ago	3.4	%	3.3	
CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a				ago	7.3	%		
CN	Produzione industriale cumulata a/a				ago	3.8	%		
CN	Produzione industriale a/a				ago	3.7	%	4.0	
FRA	CPI m/m Ex Tob			*	ago	0.1	%		
FRA	IPCA m/m finale			*	ago	prel 1.1	%	1.1	1.1
FRA	IPCA a/a finale				ago	prel 5.7	%	5.7	5.7
ITA	Prezzi al consumo m/m finale			*	ago	prel 0.4	%		0.4
ITA	IPCA a/a finale				ago	prel 5.5	%	5.5	5.5
ITA	IPCA m/m finale			*	ago	prel 0.2	%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale				ago	prel 5.5	%		5.5
EUR	Costo del lavoro Eurozona				T2	5.0	%		5.7
ITA	Bilancia commerciale (totale)				lug	7.7	Mld €		
ITA	Bilancia commerciale (UE)				lug	-1.7	Mld €		
USA	Prezzi all'import m/m				ago	0.4	%		
USA	Indice Empire Manufacturing			*	set	-19.0		-10.0	-10.0
USA	Impiego capacità produttiva				ago	79.3	%	79.3	
USA	Produzione industriale m/m				ago	1.0	%	0.1	0.0
USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim.				set	69.5		69.5	69.1

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 (11 – 15 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	11/9	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		UE	* La Commissione UE diffonde le Previsioni Economiche d'Estate
Mar	12/9 01:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
Gio	14/9	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate a 4,25%, depo rate a 3,75%)
		EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven	15/9	GER	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

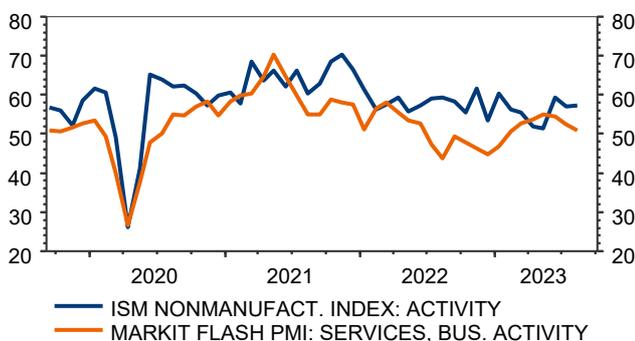
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi industriali m/m	lug	2.3	%	-2.5	-2.1
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug	-5.2	%		-5.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	lug	0.5	%		0.4
Bilancia commerciale	lug	-63.7	Mld \$	-68.0	-65.0
Markit PMI Composito finale	ago	50.4			50.2
Markit PMI Servizi finale	ago	51.0			50.5
Indice ISM non manifatturiero composito	ago	52.7		52.5	54.5
Richieste di sussidio	settim	229	x1000	234	216
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.719	Mln	1.715	1.679
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2	1.6	%	1.9	2.2
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T2	3.7	%	3.4	3.5

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

Il **Beige Book**, preparato per la riunione del FOMC di settembre, ha riportato un'attività in leggera crescita nei mesi di luglio e agosto, sostenuta da una spesa per il turismo maggiore delle aspettative. Per quanto riguarda il manifatturiero, si evidenzia una riduzione dei lavori arretrati a fronte di una domanda ancora fiacca nella maggior parte dei distretti. La costruzione di nuove case monofamiliari, nonostante l'aumento dei costi di finanziamento e dei premi assicurativi, è invece aumentata per via della carenza di offerta di immobili sul mercato. La crescita occupazionale è stata modesta in tutto il Paese, con persistenti squilibri tra domanda e offerta di lavoro, e le imprese si aspettano un raffreddamento dei salari nei prossimi mesi. Infine, la crescita dei prezzi ha rallentato nella maggior parte dei distretti (soprattutto nel manifatturiero). Nel complesso, il Beige Book dipinge un quadro di attività resiliente e mercato del lavoro e inflazione in moderato rallentamento, non fornendo dunque chiare indicazioni per un rialzo dei tassi a fine mese.

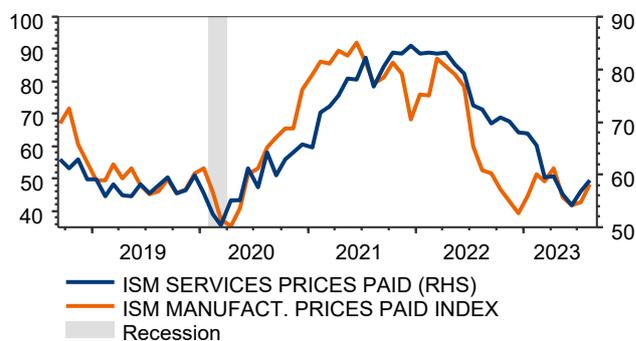
L'**ISM non manifatturiero** di agosto ha sorpreso al rialzo, salendo a 54,5 (massimo da sei mesi) dal 52,7 di luglio. I miglioramenti sono diffusi agli ordini (57,5 da 55), alle scorte (57,7 da 50,4) e all'occupazione (54,7 da 50,7); gli ordini inevasi sono, invece, calati a 41,8 da 52,1. I prezzi sono saliti per il secondo mese consecutivo, a 58,9 da 56,8, spinti dal rialzo dei costi dell'energia e dei salari. In base all'evidenza storica, l'indice ISM dei servizi sarebbe coerente con un rallentamento del PIL annualizzato all'1,6% nel 3° trimestre.

Si amplia il divario tra indice ISM non manifatturiero e PMI servizi



Fonte: ISM, S&P Global, Refinitiv Eikon

Tornano a crescere sia nel manifatturiero che nei servizi gli indici dei prezzi pagati



Fonte: ISM, Refinitiv Eikon

Il **disavanzo commerciale** è aumentato a -65 miliardi di dollari a luglio da -63,7 precedente (rivisto da -65,5 miliardi), con un incremento sia delle importazioni (+1,7% m/m) che delle esportazioni (+1,6% m/m). L'import ha registrato una crescita del 2,1% m/m dei beni, trainata da prodotti

farmaceutici e telefoni cellulari, mentre i servizi sono rimasti sostanzialmente stabili. L'aumento dell'export è dovuto sia ai beni (+2% m/m), spinti al rialzo dal comparto auto, sia ai servizi (+0,8% m/m), principalmente di viaggio. Secondo la stima GDPNow dell'Atlanta Fed, il contributo del canale estero alla crescita del 3° trimestre dovrebbe essere pari a +0,4%.

Le **nuove richieste di sussidio** relative alla scorsa settimana hanno sorpreso al ribasso, calando per la quarta rilevazione consecutiva, a 216 mila unità da 229 mila precedenti (minimo da fine marzo), mentre i sussidi esistenti, aggiornati alla settimana precedente, si sono attestati a 1,679 milioni da 1,719. I dati sui sussidi al momento stanno dando indicazioni più positive sulla forza del mercato del lavoro rispetto ai segnali di raffreddamento della dinamica occupazionale emersi dagli ultimi *employment report*.

La **produttività** nel 2° trimestre è stata rivista al ribasso a 3,5% t/t ann. (da 3,7% t/t ann. della stima preliminare e da -2,1% del 1° trimestre), con una variazione delle ore lavorate di -1,5% (primo calo dal 2° trimestre 2020) e un aumento dell'output di 1,9%. Il **costo del lavoro per unità di prodotto** è cresciuto di 2,2% t/t ann. (rivisto al rialzo da 1,6% della lettura preliminare), comunque in netto rallentamento rispetto a inizio anno.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Consumi delle famiglie a/a	lug	-4.2	%	-2.5	-5.0
PIL t/t, ann. finale	T2	6.0	%	5.5	4.8
PIL t/t finale	T2	1.5	%	1.3	1.2

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

Area euro

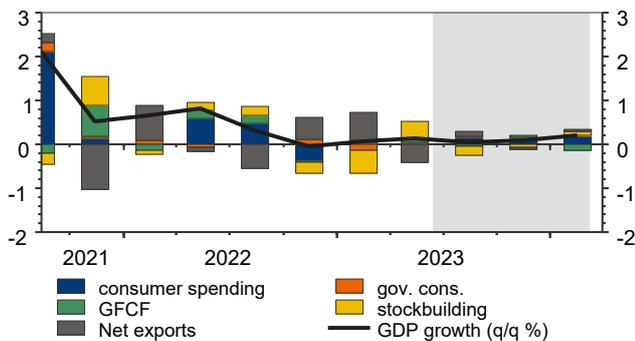
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
EUR	PMI servizi finale	ago	48.3	48.3	47.9		
EUR	PMI composito finale	ago	47.0	47.0	46.7		
EUR	PPI a/a	lug	-3.4	%	-7.6	-7.6	
EUR	Vendite al dettaglio m/m	lug	0.2	(-0.3)	%	-0.1	-0.2
EUR	PIL t/t finale	T2	0.3	%	0.3	0.1	
EUR	PIL a/a finale	T2	0.6	%	0.6	0.5	
EUR	Occupazione t/t	T2	0.2	%	0.2	0.2	
FRA	PMI servizi finale	ago	46.7	46.7	46.0		
FRA	Produzione industriale m/m	lug	-0.9	%	0.1	0.8	
GER	Bilancia commerciale destag.	lug	18.7	Mld €	17.8	15.9	
GER	PMI servizi finale	ago	47.3	47.3	47.3		
GER	Ordini all'industria m/m	lug	7.6	(7.0)	%	-4.0	-11.7
GER	Produzione industriale m/m	lug	-1.4	(-1.5)	%	-0.5	-0.8
GER	CPI m/m finale	ago	0.3	%	0.3	0.3	
GER	CPI a/a finale	ago	6.1	%	6.1	6.1	
GER	IPCA m/m finale	ago	0.4	%	0.4	0.4	
GER	IPCA a/a finale	ago	6.4	%	6.4	6.4	
ITA	PMI servizi	ago	51.5	50.5	49.8		
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	3.9	(3.6)	%	2.7	
SPA	Produzione industriale a/a	lug	-3.2	(-3.0)	%	-2.0	-1.8

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

Area euro. La crescita del **PIL** nel 2° trimestre è stata rivista al ribasso di due decimi a 0,1% t/t mentre è stato alzato di un decimo a 0,1% t/t il dato relativo al 1° trimestre. La revisione non è sorprendente, dato che era stata ampiamente anticipata dalle stime finali dei dati nazionali la scorsa settimana. Anche lo spaccato per componenti è sostanzialmente in linea con le nostre attese e mostra come siano state le esportazioni nette a frenare la crescita durante la primavera, mentre l'apporto della domanda interna al netto delle scorte è risultato sostanzialmente nullo. L'economia europea potrebbe risultare, nel migliore dei casi, sostanzialmente stagnante nel 2°

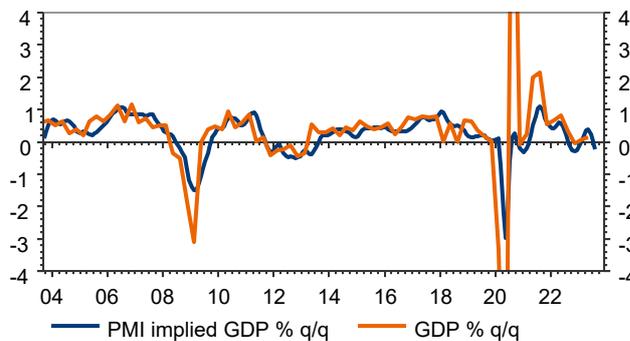
semestre del 2023, quando si intensificheranno gli effetti ritardati della stretta monetaria. La revisione del PIL implica una limatura di un decimo alle nostre stime di crescita in media annua, a 0,5% nel 2023 e a 0,8% nel 2024; i rischi su tale profilo previsivo restano verso il basso.

Le esportazioni nette hanno frenato il PIL, sostanzialmente nullo l'apporto della domanda interna al netto delle scorte



Nota: contributi alla crescita % 1/t del PIL. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

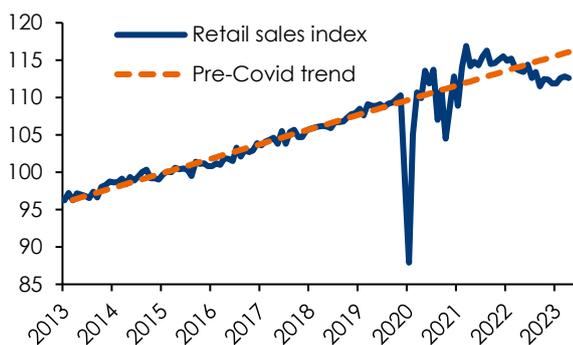
Le indagini offrono segnali di deterioramento del ciclo nel 2° semestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

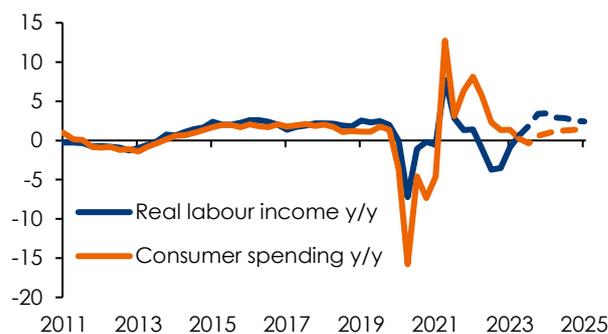
Area euro. Le vendite al dettaglio sono calate circa in linea con le attese a luglio, di -0,2% m/m mentre è stata rivista al rialzo la variazione del mese precedente (a +0,2% m/m da -0,3%). La flessione di luglio è interamente spiegata dai minori acquisti di carburante (-1,2% m/m) in decrescita per il secondo mese. Il confronto con i livelli medi del 2° trimestre suggerisce che i consumi di beni potrebbero evidenziare una crescita modesta nel trimestre estivo. Il potere d'acquisto dei nuclei famigliari sembra essere in fase di recupero ma al momento però, complici il rialzo dei tassi e l'incertezza sui prezzi, le prospettive per le spese nei prossimi mesi rimangono piuttosto fiacche, con consumi che stimiamo in crescita solo modesta nel 2° semestre dell'anno.

La tendenza delle vendite al dettaglio resta debole



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

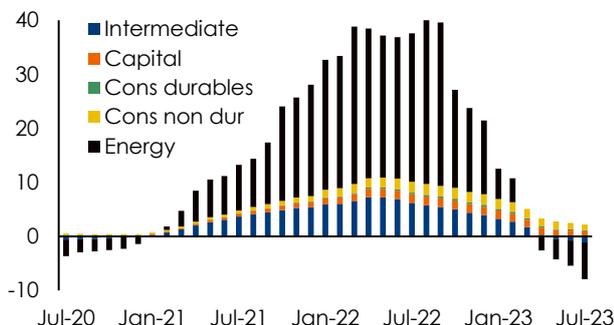
Nonostante il graduale recupero dei redditi da lavoro reali le prospettive per i consumi privati restano fosche



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat, BCE

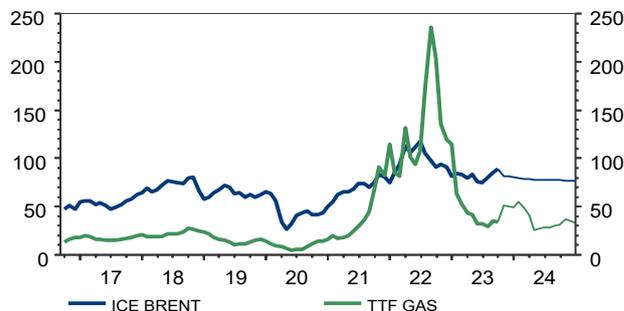
Area euro. A luglio il PPI è calato di -0,5% m/m (settima flessione mensile consecutiva), portando la variazione annua a -7,6% da -3,4%, in territorio negativo per il terzo mese. Come nei mesi precedenti, la discesa dei prezzi alla produzione è guidata da energia (-0,9% m/m, -24,2% a/a) e beni intermedi (-1,2% m/m, -4% a/a) mentre restano più sostenute le dinamiche dei beni capitali (0,2% m/m, 4,7% a/a) e di consumo durevoli (0,2% m/m, 5,1% a/a) e non durevoli (0,1% m/m, 7,6% a/a). Nei prossimi mesi un effetto base sfavorevole continuerà a spingere al ribasso la variazione annua dell'inflazione dei prezzi alla produzione toccando un minimo nel 4° trimestre ma il rincaro di carburanti e gas potrebbe comunque frenare la tendenza di raffreddamento delle pressioni a monte delle filiere produttive.

Dopo aver trainato i rincari, sono energia e beni intermedi a guidare la disinflazione dei prezzi alla produzione



Nota: contributi alla crescita a/a del PPI. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Nei prossimi mesi il rincaro dell'energia potrebbe attenuare la tendenza di raffreddamento dei prezzi



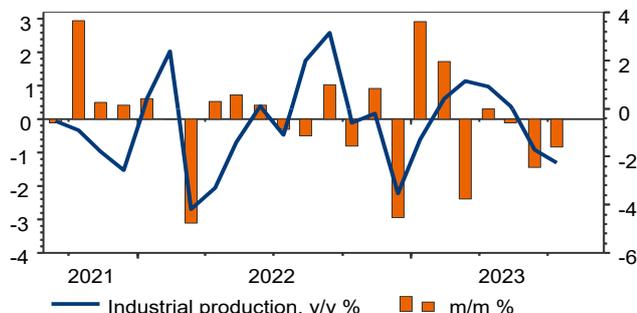
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Refinitiv Datastream

Germania. Gli **ordini all'industria** di luglio hanno subito un crollo di -11,7% m/m, dopo il +7,6% m/m di giugno (rivisto da +7%); al netto degli ordini su larga scala (-54,5% m/m per via di aeromobili e veicoli spaziali), le nuove commesse risultano in marginale crescita (+0,3% m/m). Le aziende hanno registrato una contrazione ampia per i beni capitali (-15,9% m/m) e meno marcata per i beni di consumo (-8,2% m/m) e beni intermedi (-4,5% m/m). Al di là del crollo nella produzione di veicoli vari, lo spaccato settoriale mostra una flessione nella produzione di computer, prodotti elettronici e ottici (-23,6% m/m), macchinari (-8,7% m/m), apparecchiature elettriche (-16,7% m/m) e prodotti in metallo (-14,2% m/m); di contro, l'automotive registra un aumento di +2,7% m/m. Gli ordini esteri sono scesi di -12,9% m/m, quelli interni di -9,7% m/m. Il fatturato in termini reali è calato di -1% m/m ma è rimasto in crescita rispetto a un anno prima (+1,4% a/a).

Germania. A luglio la **produzione industriale** è scesa nuovamente, più del previsto, di -0,8% m/m (-2,1% a/a), dopo la flessione di -1,4% m/m (rivista da -1,5%) di giugno. La contrazione è imputabile esclusivamente all'output manifatturiero, in calo di -1,8% m/m per via di un crollo dei beni capitali (-2,9% m/m) e, in minor misura, di una diminuzione di beni di consumo (-1% m/m) e intermedi (-0,7% m/m). Di contro, è cresciuta la produzione nel settore energetico (+2,2% m/m) e nelle costruzioni (+2,6% m/m). Nei comparti energivori, l'output ha registrato una flessione di -0,6% nel mese, e resta in contrazione di ben -11,4% su base annua. Il dato lascia la produzione in rotta per un calo oltre il -1,5% t/t nel 3° trimestre, dopo il -1,3% t/t registrato nei mesi primaverili.

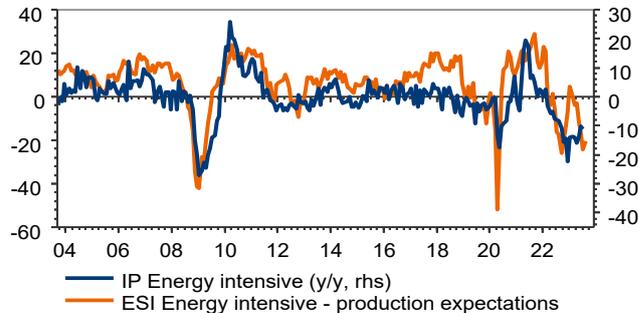
Le indagini congiunturali confermano lo stato di profonda debolezza dell'industria tedesca. L'indice PMI sulla produzione manifatturiera è calato per il quarto mese consecutivo e non ci sono segnali di inversione di tendenza nel breve periodo. Più in generale, gli ordini inevasi sono in costante diminuzione ed è quindi improbabile che possano sostenere la produzione ancora a lungo. Inoltre, i nuovi ordini hanno toccato i minimi visti solo durante la pandemia e la crisi finanziaria del 2009. La contrazione attesa nell'industria dovrebbe trascinare il PIL in territorio negativo (-0,2% t/t) nel 3° trimestre.

La produzione industriale è calata per il terzo mese a luglio



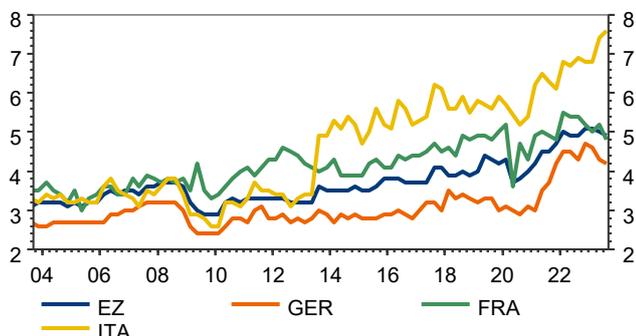
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

L'output nei settori energivori resta in territorio ampiamente negativo rispetto ad un anno prima



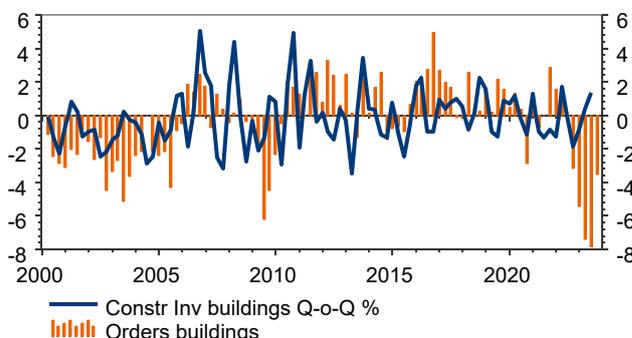
Nota: i settori energivori sono chimica, metallurgia, prodotti minerali non metallici, carta, raffinazione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, EU Commission DG Ecofin

I mesi di produzione assicurata nell'industria restano superiori alla media ma sono ormai in fase discendente



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Lo scenario per le costruzioni rimane sfavorevole, pesa il rialzo dei tassi

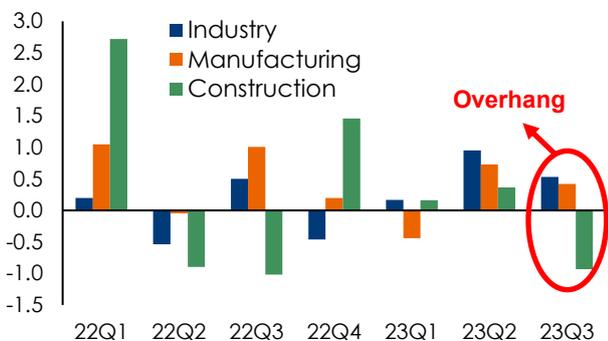


Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, Deutsche Bundesbank

Germania. La stima finale ha confermato il calo marginale dell'**inflazione** ad agosto, al 6,1% a/a (+0,3% m/m) dal 6,2% di luglio sul CPI e al 6,4% a/a (+0,4% m/m) dal 6,5% sull'indice armonizzato. L'indice core (sul CPI), al netto di energia e alimentari, è risultato stabile al 5,5%, ma è atteso, nelle nostre stime, calare di otto decimi al 4,7% in settembre per via del venir meno dell'effetto base legato allo sconto sui trasporti pubblici.

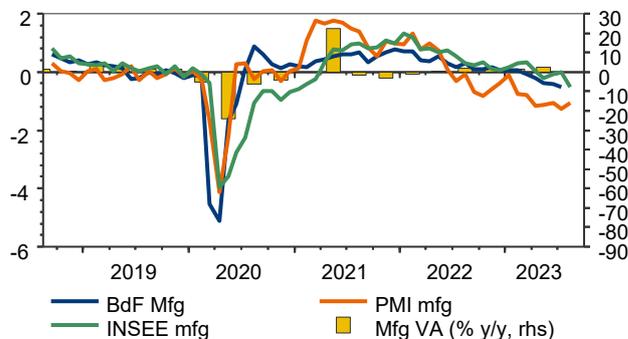
Francia. La **produzione industriale** è rimbalzata di 0,8% m/m a luglio dopo il calo di -0,9% del mese precedente. Nel solo settore manifatturiero l'output è cresciuto di 0,7% m/m, un rimbalzo comunque non sufficiente a compensare il tonfo di -1,1% (rivisto al ribasso di un decimo) registrato a giugno: i dati sembrano più interpretabili come un rimbalzo "fisiologico" dopo le contrazioni piuttosto ampie del mese precedente e non come anticipatori di una riaccelerazione per i prossimi mesi. Nonostante un buon inizio di trimestre, una specializzazione settoriale meno ciclica e il solido libro ordini di Airbus, che potrebbe offrire qualche sostegno all'output di mezzi di trasporto, ci aspettiamo che la produzione possa tornare ad indebolirsi nei prossimi mesi. Le indagini di fiducia confermano la tendenza di calo della domanda mentre la spinta proveniente dalla normalizzazione dei fattori d'offerta è in fase di esaurimento. Ci aspettiamo dunque una manifattura in media stagnante nel 3° trimestre mentre l'attività nelle costruzioni dovrebbe continuare a contrarsi. Stimiamo un PIL fermo nel 3° trimestre e una crescita di 0,1% t/t a fine anno: uno scenario di attività piuttosto flebile nel 2° semestre dell'anno. Prevediamo una crescita del PIL in media annua di 0,8% sia nel 2023 che nel 2024.

Un buon inizio di trimestre per la manifattura ma la produzione tornerà a calare nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

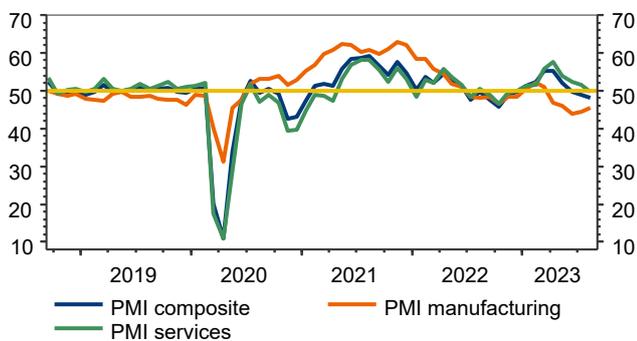
Le indagini di fiducia manifatturiere suggeriscono che la tendenza sottostante per il settore è debole



Nota: indici di fiducia standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE, Banque de France, S&P Global

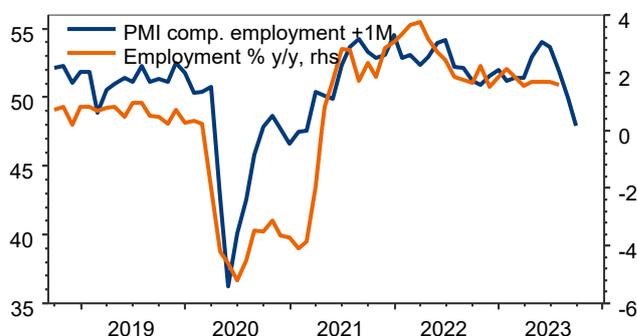
Italia. L'indice **PMI servizi** è tornato al di sotto della soglia d'invarianza ad agosto, a 49,8 da 51,5 del mese precedente; non accadeva da fine 2022, e il dato rappresenta un minimo dallo scorso novembre. Le indagini riportano una contrazione dell'attività in scia ad un deciso peggioramento della domanda, appesantita da prezzi elevati, che non mostrano ancora segnali di raffreddamento. In particolare, riaccelera la crescita dei costi degli input, un possibile segnale di aumento delle pressioni salariali, mentre la decelerazione per i listini di vendita è solo modesta. La frenata dell'attività e il peggioramento delle aspettative si riflette inoltre in un calo delle intenzioni di assunzione che scendono sui minimi dal 2020 al 47,3 da 49,7 di luglio. Ad agosto sia l'indice PMI manifatturiero che quello relativo ai servizi si attestano dunque su livelli recessivi portando l'indicatore composito a 48,2 da 48,9, compatibilmente con una contrazione dell'attività economica per il terzo mese e di rallentamento del mercato del lavoro.

Ad agosto manifattura e servizi in contrazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

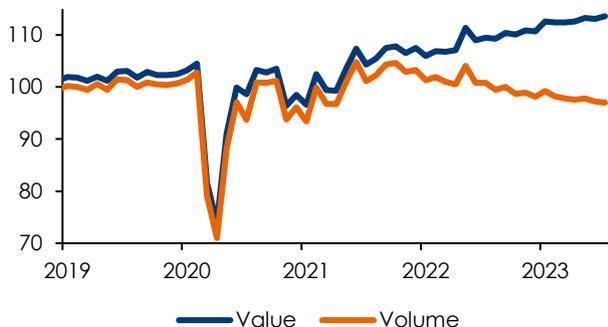
Le intenzioni di assunzione anticipano una possibile frenata degli occupati



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

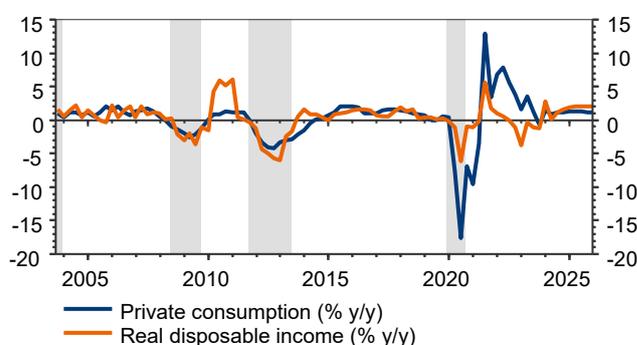
Italia. Il volume delle **vendite al dettaglio** è calato per il secondo mese a luglio, di -0,2% m/m da un precedente -0,6%, appesantito dalla seconda flessione consecutiva del comparto non alimentare (-0,4% m/m da -0,8%), mentre gli acquisti di alimenti risultano stagnanti dopo due mesi di calo. Tornano, al contrario, a salire le vendite in valore (0,4% m/m da -0,2%), gonfiate dalla crescita dei prezzi. Assieme alle evidenze di una stagione turistica meno positiva rispetto alle attese, i primi dati sulle vendite al dettaglio suggeriscono che i consumi di contabilità nazionale potrebbero rimanere deboli nel 3° trimestre dopo la stagnazione vista nei mesi primaverili.

Il forte rincaro dei prezzi spiega l'ampia differenza tra vendite in valore e in volume



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita reale del reddito disponibile potrebbe tornare positiva solo a fine anno, suggerendo che i consumi resteranno deboli nel 2° semestre



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Cina

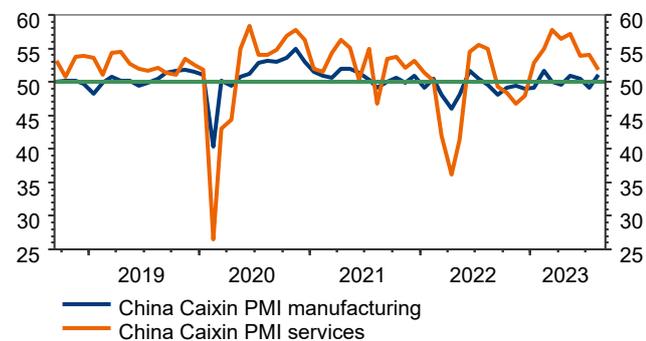
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	ago	-14.5		% -9.2	-8.8
Importazioni in USD a/a	ago	-12.4		% -9.0	-7.3
Bilancia commerciale USD	ago	80.60	Mld \$	73.90	68.36
Riserve in valuta estera	ago	3.204	1000Mld \$	3.187	3.160
M2 a/a	ago	10.7		% 10.7	
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ago	345.9	Mld ¥ CN	1200.0	
Finanza sociale aggregata (flusso)	ago	528.2	Mld ¥ CN	2460.0	
CPI m/m	ago	0.2		% 0.3	
CPI a/a	ago	-0.3		% 0.2	
PPI a/a	ago	-4.4		% -3.0	

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

La dinamica tendenziale del **commercio estero** ha continuato a contrarsi in agosto anche se a un ritmo inferiore a luglio. Le **esportazioni** in dollari sono scese di -8,8% a/a in agosto (consenso Bloomberg: -9%) dopo un calo di -14,5% a/a in luglio, principalmente grazie ad un minor calo delle esportazioni verso gli USA (-9,5% a/a in agosto da -23,1% in luglio) e l'area ASEAN-6 (-13,1% a/a in agosto da -21,5% di luglio). Buona parte di esso è imputabile alla diminuzione dei prezzi delle esportazioni (-5,5% a/a in luglio), che rimane comunque meno forte di quella dei prezzi alle importazioni (-9,1% a/a in luglio). La contrazione tendenziale delle **importazioni** in dollari si è ridotta più delle attese di consenso (-9% a/a), passando da -12,4% a/a in luglio a -7,3% a/a in agosto, anche in questo caso aiutata dal minor calo delle importazioni da Stati Uniti e area ASEAN-6, mentre sono ulteriormente diminuiti gli acquisti dal Giappone (-16,9% a/a in agosto da -14,7% a/a in luglio). Le importazioni dall'area euro 3 (Italia, Francia, Germania), seppur in calo, risultano relativamente resilienti (-3,7% a/a in agosto da -4% a/a in luglio). I dati destagionalizzati segnalano una stabilizzazione delle esportazioni e un moderato aumento delle importazioni rispetto a luglio. Mentre la stabilizzazione delle esportazioni è in contrasto con la contrazione degli ordini segnalata dagli indici PMI in Cina e in molti Paesi, e potrebbe perciò rivelarsi temporanea, il miglioramento delle importazioni potrebbe continuare, trainato dagli investimenti soprattutto in infrastrutture. Il **surplus della bilancia commerciale** si è ridotto da 80,6 miliardi di dollari in luglio a 68,4 miliardi in agosto, portando l'avanzo cumulato dei primi otto mesi dell'anno a 553,4 miliardi di dollari, poco al di sopra dello stesso periodo del 2022 (551,9 miliardi).

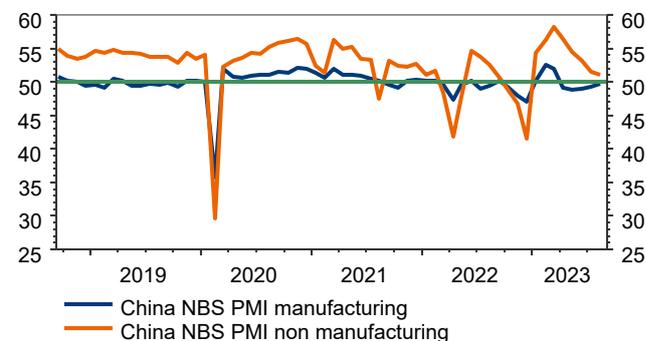
Il **PMI dei servizi rilevato da Caixin-Markit** è sceso da 54,1 in luglio a 51,8 in agosto, molto più delle attese di consenso (53,5), accompagnato da un calo di tutte le componenti, ad eccezione degli ordini inevasi, che sono stati in lieve aumento. Il dato segnala un rallentamento del ritmo di espansione del settore che ha raggiunto il minimo degli ultimi otto mesi. Le imprese indicano un ulteriore rallentamento dell'inflazione sia dei prezzi di acquisto sia dei prezzi di vendita. In presenza di un minor aumento degli ordini rispetto a luglio e di un marginale calo degli ordini esteri, esse hanno continuato ad assumere personale, rimanendo ottimiste sulle prospettive a un anno. L'aumento del PMI manifatturiero (da 49,2 in luglio a 51 in agosto) ha solo parzialmente compensato la diminuzione del PMI dei servizi, determinando un marginale calo del **PMI composito** a 51,7 in agosto, da 51,9 in luglio.

Prosegue il rallentamento dei servizi, nonostante il rialzo di agosto l'attività manifatturiera resta fiacca



Fonte: Intesa Sanpaolo, Caixin

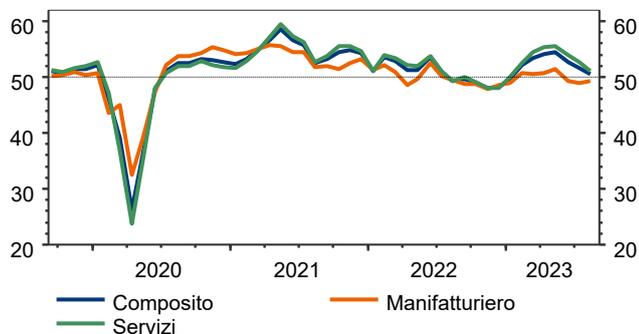
I dati Caixin confermano lo scenario delineato la settimana precedente dalle indagini NBS



Fonte: Intesa Sanpaolo, NBS

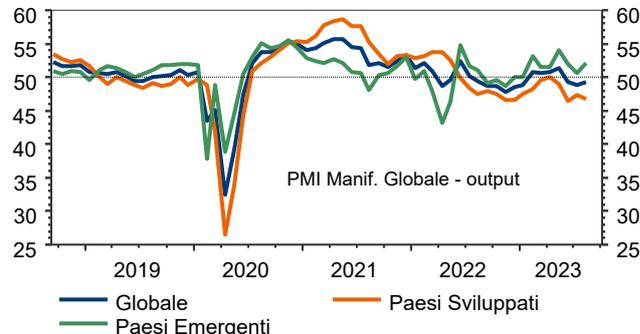
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



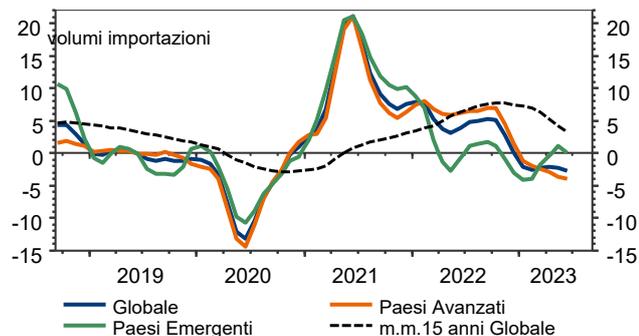
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



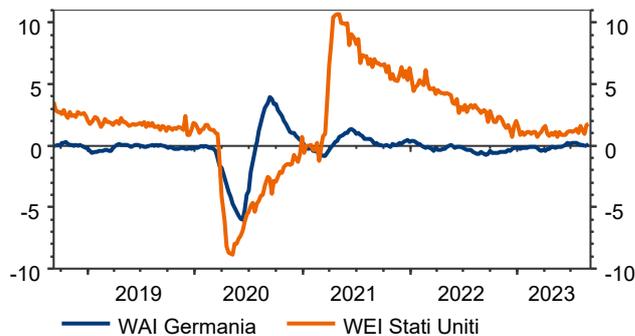
Fonte: S&P Global

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



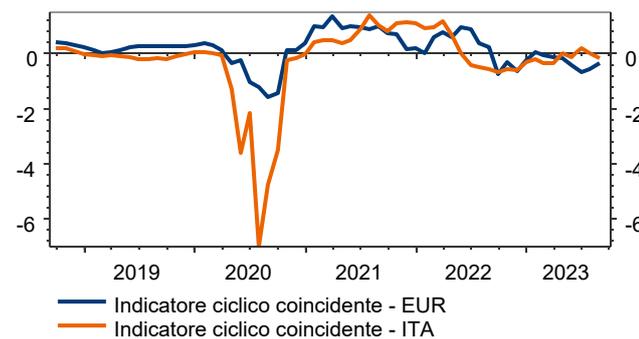
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



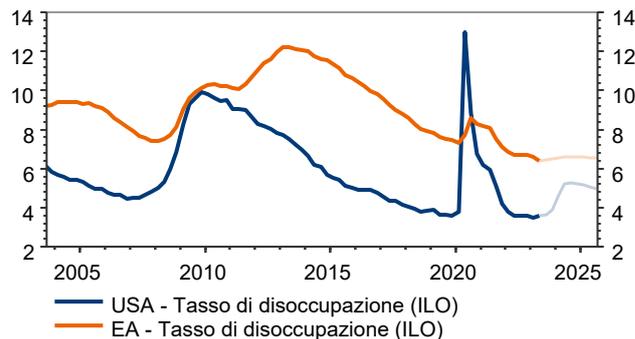
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

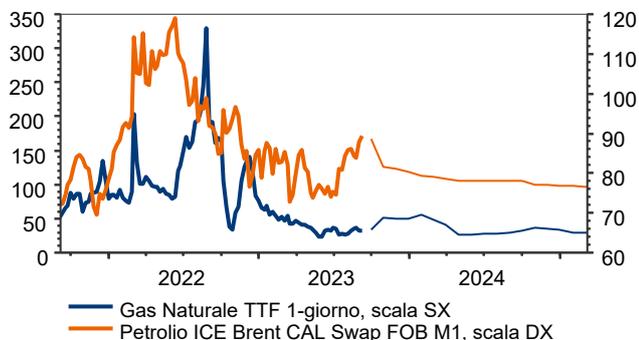
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

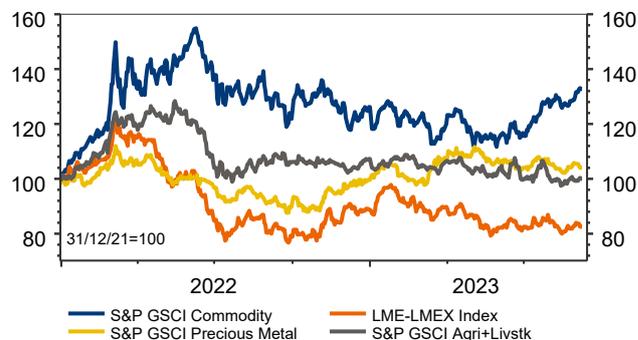
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



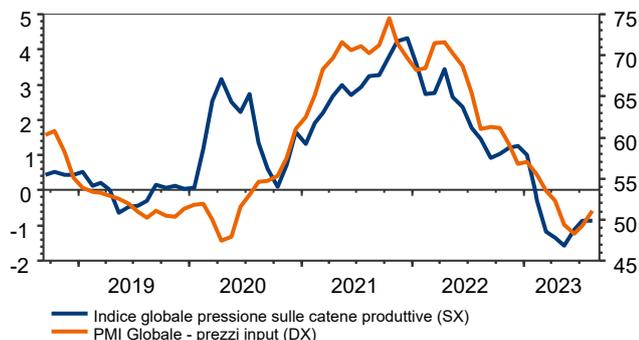
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



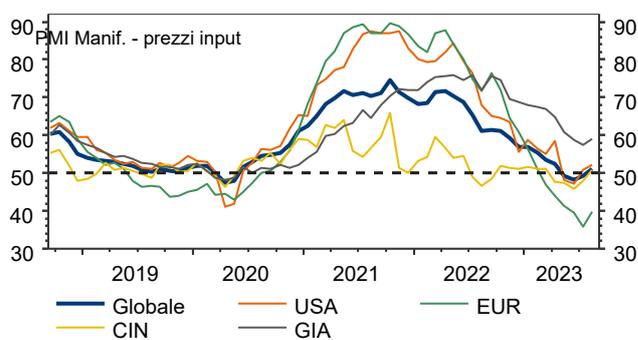
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



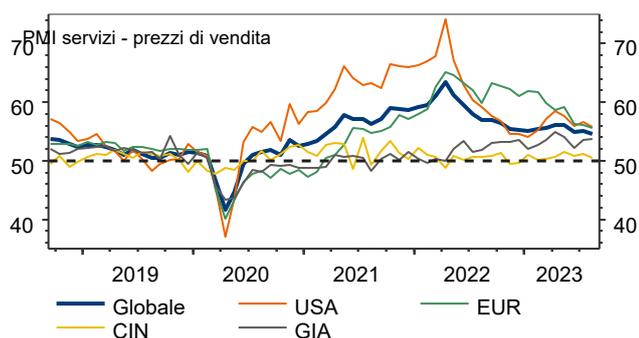
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



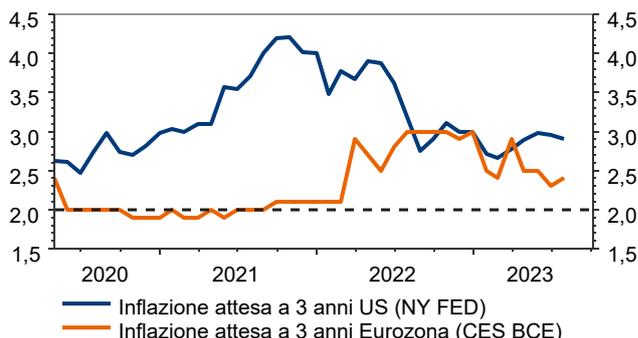
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

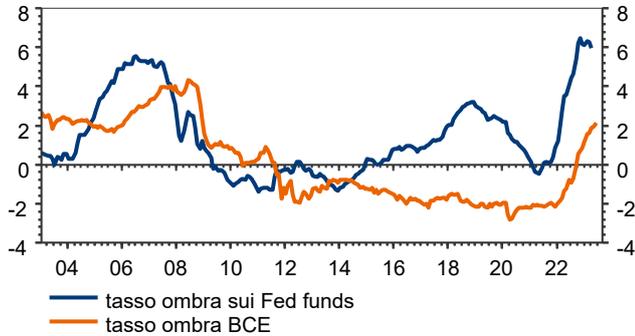
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

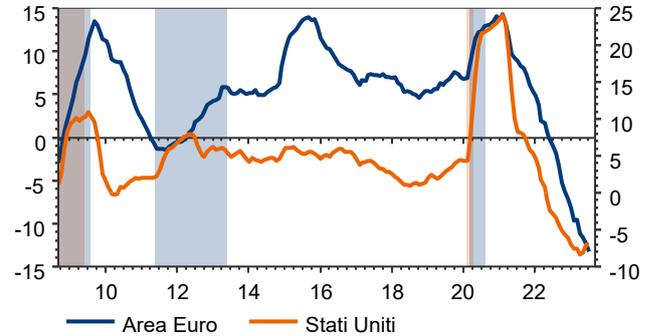
Condizioni Finanziarie

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



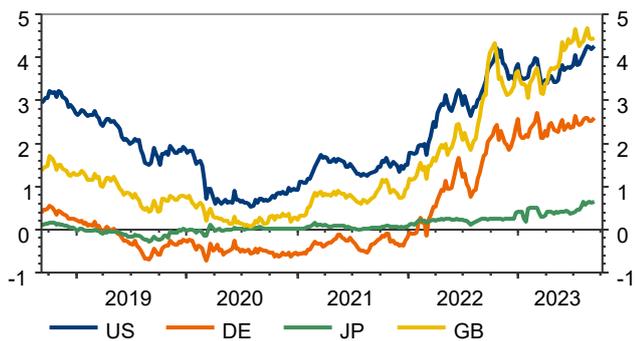
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



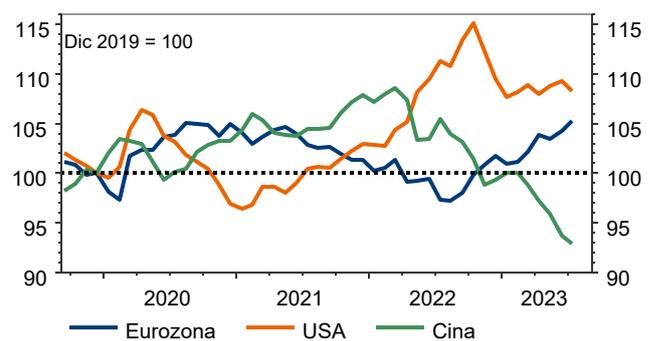
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

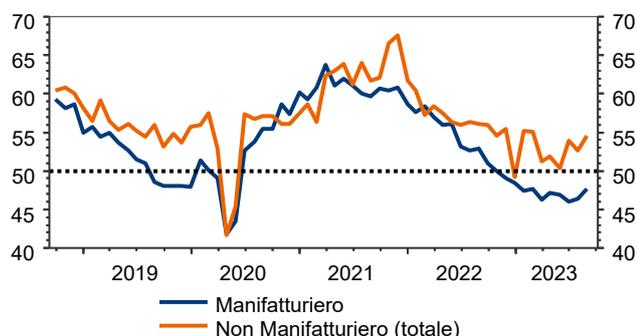
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

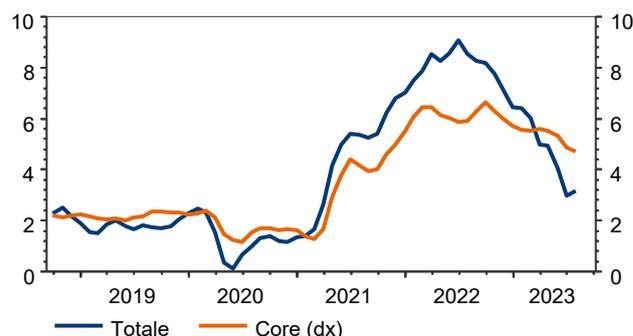
Stati Uniti

Indagini ISM



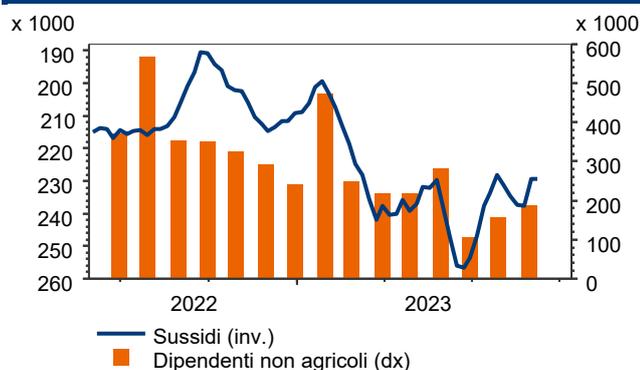
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



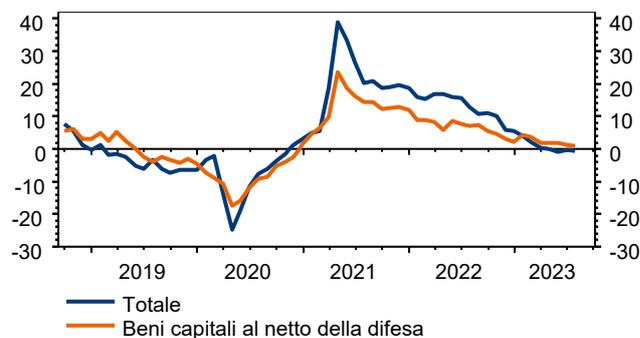
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

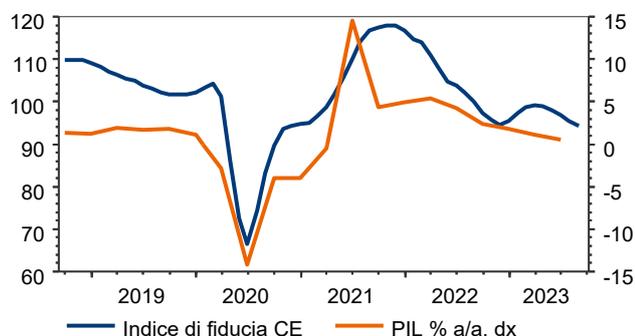
Previsioni

	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	3.7	4.3	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.8	4.0	4.2

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

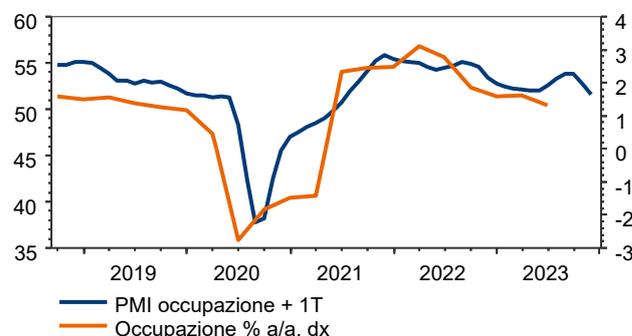
Area euro

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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	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.

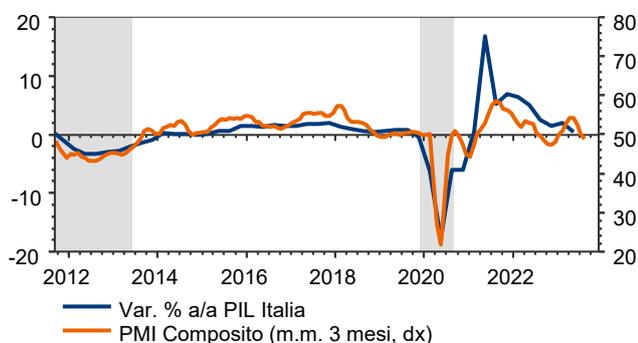
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.5	0.8	2.3	1.7	1.1	0.5	0.2	0.3	0.5	0.6
- t/t				0.3	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
Consumi privati	4.3	0.5	1.2	0.9	-0.7	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.9	1.0	0.6	0.9	-0.2	0.3	0.3	-0.2	0.2	-0.7	0.6
Consumi pubblici	1.3	-0.1	0.4	0.0	0.5	-0.6	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	7.1	0.5	2.1	1.2	-0.4	0.0	-0.7	0.3	0.3	0.5	0.9
Importazioni	8.0	-0.4	1.4	2.5	-1.4	-1.3	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	-0.4	-0.4	0.2	-0.2	-0.5	0.4	-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	-1.0	0.9	3.4	2.2	0.3	-1.2	-2.0	-1.2	-0.8	0.8
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.7	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

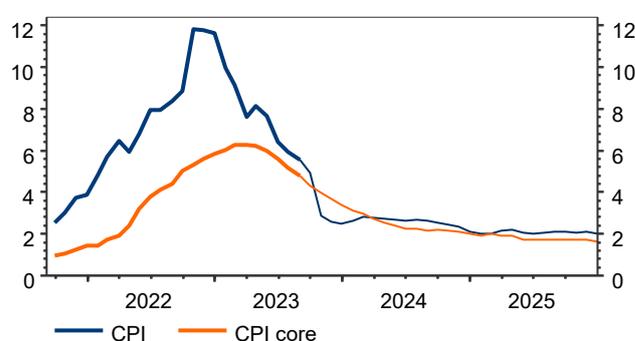
Italia

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	1.0	1.0	2.5	1.5	2.0	0.4	0.6	0.9	0.5	1.2
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.2
Consumi privati	4.6	1.4	1.1	2.3	-1.8	0.8	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	9.7	0.5	1.2	-0.3	1.2	0.4	-1.8	0.6	0.4	0.4	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	1.0	2.5	-0.3	2.1	-1.0	-0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
Importazioni	12.5	-0.5	2.4	2.9	-2.6	-0.3	-0.4	0.2	0.8	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.5	0.0	0.1	-1.0	0.1	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.0	-4.2								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	143.2	143.1								
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	-2.4	-0.5	-0.2	1.2
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

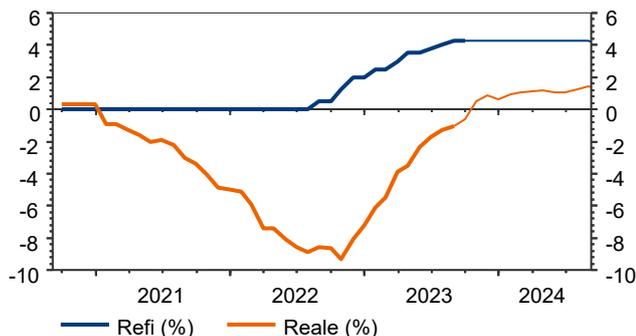
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	7/9	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	3.68	3.65	3.66	3.66	3.64
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	3.80	3.77	3.78	3.75	3.69

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

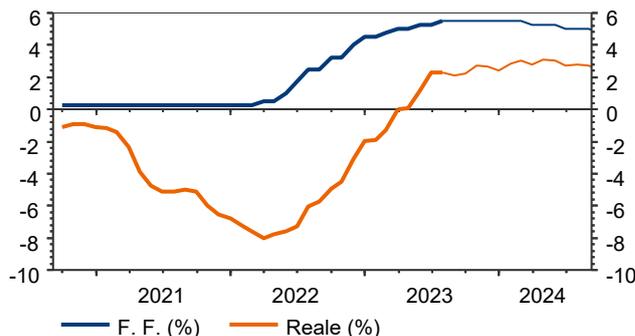


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	7/9	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

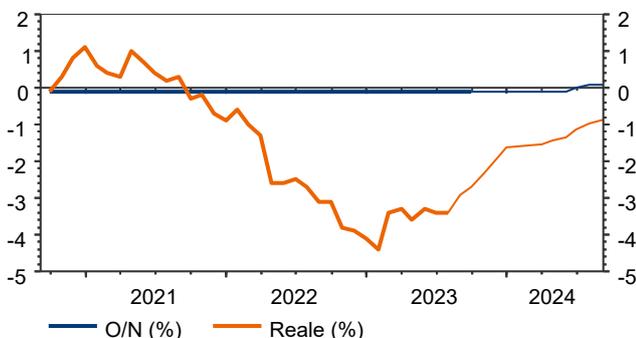


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	7/9	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

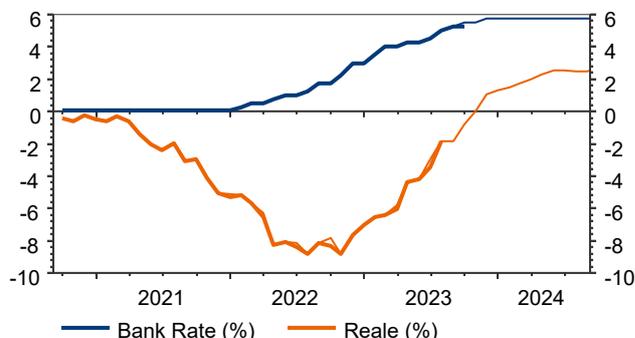


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	7/9	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	5.58	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	8/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.00	1.05	1.07	1.09	1.0703	1.07	1.10	1.12	1.13	1.14
USD/JPY	110	144	137	139	143	147.24	148	140	135	127	122
GBP/USD	1.37	1.15	1.18	1.25	1.27	1.2482	1.25	1.30	1.31	1.32	1.33
EUR/CHF	1.09	0.97	0.99	0.98	0.96	0.9542	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	130	144	145	150	157	157.64	158	154	151	144	139
EUR/GBP	0.86	0.87	0.89	0.86	0.86	0.8573	0.85	0.85	0.85	0.86	0.86

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