

Weekly Economic Monitor

Il punto

**BCE.** Malgrado il taglio alle proiezioni di crescita e la limatura a quelle di inflazione core, la BCE ha nuovamente aumentato i tassi ufficiali di 25pb: il tasso sui depositi sale al 4,0%. Ora, però, si entra nella fase di mantenimento della restrizione: a meno di dati sconvolgenti, per alcuni mesi non sono più da attendersi altre mosse. Per i tagli dei tassi, occorrerà però un miglioramento drastico delle proiezioni e delle aspettative di inflazione.

**Federal Reserve.** Alla luce dei dati macroeconomici recenti, l'esito più probabile della riunione del FOMC del 19-20 settembre è una sospensione dei rialzi dei tassi, con il mantenimento di un bias restrittivo.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana, saranno diffusi tre fra più importanti indici di fiducia relativi al mese di settembre, ovvero l'INSEE francese, la stima flash dei PMI per l'Eurozona (oltre a quella di Germania e Francia) e la fiducia dei consumatori elaborata dalla Commissione Europea. Le indagini dovrebbero confermare lo stato di debolezza dell'economia dell'area. La produzione nelle costruzioni nell'Eurozona dovrebbe rimbalzare a luglio, in coerenza con i dati già diffusi per i principali Paesi. Infine, sempre per l'insieme dell'area euro, la stima finale dei prezzi al consumo di agosto dovrebbe confermare un'inflazione stabile al 5,3%.

La prossima settimana negli **Stati Uniti** i riflettori saranno puntati sulla riunione del FOMC, che dovrebbe concludersi con una sospensione dei rialzi dei tassi a fronte del mantenimento di un bias restrittivo. I dati sul mercato immobiliare di agosto dovrebbero segnalare una flessione dei nuovi cantieri residenziali e delle licenze, mentre è previsto un leggero aumento delle vendite di case esistenti, ancora sostenute dalla solida domanda di case unifamiliari. Le prime indagini di settembre potrebbero confermare la recessione del settore manifatturiero e mostrare una perdita di slancio nei servizi.

15 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.** Malgrado il taglio alle proiezioni di crescita e la limatura a quelle di inflazione core, la BCE ha nuovamente aumentato i tassi ufficiali di 25pb: il tasso sui depositi sale al 4,0%. Ora, però, si entra nella fase di mantenimento della restrizione: a meno di dati sconvolgenti, per alcuni mesi non sono più da attendersi altre mosse. Per i tagli dei tassi, occorrerà però un miglioramento drastico delle proiezioni e delle aspettative di inflazione.

- La BCE ha annunciato ieri l'**aumento del tasso sui depositi (DFR) e del tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) di 25pb, rispettivamente a 4,00% e 4,50%**. La decisione è stata presa a "**solida maggioranza**", secondo quanto dichiarato nella conferenza stampa dalla presidente Lagarde, la quale ha ammesso che **alcuni governatori avrebbero preferito una pausa**. La giustificazione fornita dal Consiglio direttivo per tale decisione è la **volontà di rafforzare i progressi nella discesa dell'inflazione**, malgrado una significativa revisione al ribasso delle proiezioni di crescita e segnali di una vigorosa trasmissione dei passati rialzi alle condizioni di finanziamento.
- Le **previsioni macroeconomiche dello staff**, infatti, includono una **significativa revisione al ribasso delle proiezioni di crescita** nel biennio 2023-24, come atteso, mentre le proiezioni di inflazione sono state riviste al rialzo nel biennio 2023-24 e leggermente al ribasso nel 2025 (si veda la tabella). Tuttavia, ciò riflette esclusivamente le ipotesi meno favorevoli sull'andamento dei prezzi energetici, perché invece **le proiezioni sull'inflazione core sono state limate nel 2024-25** e restano invariate quest'anno. La BCE riconosce che l'economia è rimasta stagnante nei primi tre trimestri del 2023 e che le misure di inflazione sottostante stanno ora calando. Inoltre, lo staff commenta che gli effetti della restrizione sull'offerta di credito potrebbero essere maggiori di quanto previsto in giugno. Allo stesso tempo, però, **lo staff continua ad attendersi una discreta ripresa della crescita il prossimo anno**, tanto che la previsione resta più elevata rispetto alla media del consenso e alla nostra stima. La spinta arriverebbe dai consumi, sostenuti dalla ripresa del reddito disponibile reale. La Presidente ha sottolineato che buona parte del taglio alle stime di crescita riflette andamenti già osservati e non le prospettive.
- La BCE valuta i **rischi** al ribasso per la crescita come prevalenti su quelli al rialzo. I rischi per l'inflazione sono contrastanti, e la Presidente non ha espresso una valutazione di sintesi.

### Principali proiezioni macroeconomiche della BCE

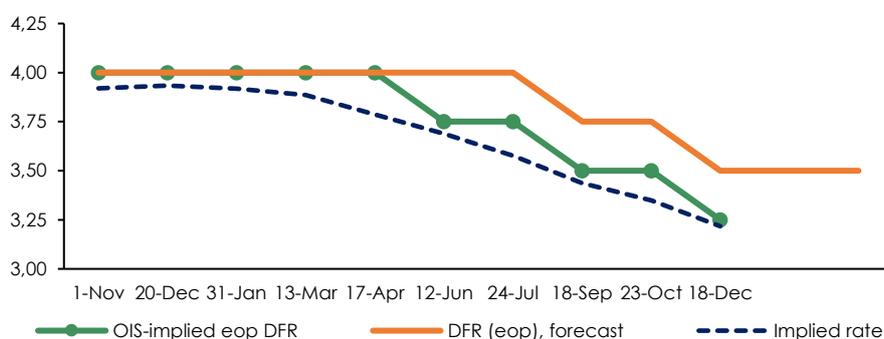
	2023			2024			2025					
	ECB			ISP	ECB			ISP	ECB			ISP
	Mar	Jun	Sep	Sep	Mar	Jun	Sep	Sep	Mar	Jun	Sep	Sep
PIL	1.0	0.9	<b>0.7</b>	0.5	1.6	1.5	<b>1.0</b>	0.8	1.6	1.6	<b>1.5</b>	1.6
IPCA	5.3	5.4	<b>5.6</b>	5.6	2.9	3.0	<b>3.2</b>	2.8	2.1	2.2	<b>2.1</b>	2.0
IPCA ex food and energy	4.6	5.1	<b>5.1</b>	5.0	2.5	3.0	<b>2.9</b>	2.7	2.2	2.3	<b>2.2</b>	2.0

Fonte: ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2023; proiezioni della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo (ISP, settembre 2023)

- Per quanto riguarda le **misure non convenzionali**, la Presidente ha dichiarato che il Consiglio direttivo non ha discusso né dei reinvestimenti PEPP, né della possibilità di vendite di titoli APP. Riguardo al primo punto, riteniamo possibile che nei prossimi mesi sia annunciata una riduzione dei reinvestimenti con avvio prima del 2025.
- Che cosa accadrà nei prossimi mesi? L'**indirizzo sui tassi** è ora più neutro: "il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano raggiunto livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale a un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo". Conseguentemente, a meno di dati o eventi sconvolgenti, ora è da attendersi un periodo relativamente lungo di politica monetaria restrittiva, e **diversi mesi di tassi stabili ai livelli correnti**. Quanti mesi? "**Finché necessario**", cioè fino a quando le prospettive dell'inflazione, l'andamento dell'inflazione di fondo, dell'economia reale e della trasmissione della politica monetaria non garantiranno il ritorno all'obiettivo del 2%. In sostanza, **l'approccio resta legato all'evoluzione dei dati, non al calendario**.

■ Per ora, **nelle stime BCE, l'inflazione ritorna al 2% soltanto alla fine del 2025**, e ciò non è ritenuto sufficiente. La crescita dell'economia europea dovrà restare inferiore al potenziale per un po' di tempo perché le prospettive di inflazione diventino più coerenti con l'obiettivo. Sulla base delle nostre attuali previsioni, che sono meno positive di quelle BCE riguardo alla riaccelerazione del 2024, la fase di tassi stabili potrebbe estendersi fino al settembre del prossimo anno. I mercati collocano oggi il primo taglio tra aprile e giugno 2024, e ne scontano in pieno quasi tre entro fine anno. La mossa di ieri, non prezzata fino a pochi giorni fa, era diventata lo scenario centrale del mercato OIS dopo le indiscrezioni diffuse da Reuters in merito alla revisione delle proiezioni di inflazione. Nei prossimi mesi, prima di correre a incorporare tagli dei tassi, occorrerà tenere sempre ben presente che la BCE sarà tendenzialmente poco reattiva ai segnali di rallentamento, almeno fino a quando il loro effetto cumulato non abbia reso trascurabile il rischio che l'inflazione resti sopra il 2% anche nel 2025.

#### Ora i mercati si attendono che la prossima mossa sia un taglio



Fonte: LSEG Refinitiv, con elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo. Il tasso sui depositi (DFR) implicito è calcolato assumendo uno spread costante rispetto all'OIS e arrotondando ai 25pb più prossimi

**Federal Reserve.** Alla luce dei dati macroeconomici recenti, l'esito più probabile della riunione del FOMC del 19-20 settembre è una sospensione dei rialzi dei tassi, con il mantenimento di un bias restrittivo.

■ **I dati recenti sul ciclo statunitense sembrano dare maggiore supporto a un'evoluzione "virtuosa" dello scenario**, nella quale l'economia reale evita una vera e propria recessione, ma si verifica il tanto atteso (dalla Fed) "ribilanciamento" tra domanda e offerta sul mercato del lavoro, e si attenuano le pressioni sia sui salari che sui prezzi core. Insomma, uno scenario di "soft landing" con "normalizzazione" dello scenario occupazionale e inflattivo.

- È emersa una **tenuta migliore del previsto dei dati reali di crescita, in particolare relativi ai consumi**: la spesa delle famiglie è stata molto forte a luglio (0,6% m/m in termini reali, un massimo da gennaio), anche se è avvenuta al prezzo di un ulteriore taglio del tasso di risparmio (sceso al 3,5%, un minimo da ottobre dell'anno scorso); tale vivacità dei consumi (non interamente smentita dai dati sulle vendite al dettaglio di agosto) potrebbe affievolirsi nei prossimi trimestri (anche perché su di essa hanno influito fattori temporanei), sulla scia della correzione della fiducia dei consumatori vista nei dati di agosto. Tuttavia, la crescita dei consumi (e del PIL) potrebbe sorprendere al rialzo anche nel trimestre estivo; dal lato delle imprese, le indagini mostrano che il settore manifatturiero resta in difficoltà, mentre il comparto dei servizi rimane ampiamente in espansione, e in entrambi i settori **le indagini sul morale delle aziende mostrano in media un miglioramento negli ultimi mesi**. Nel complesso, sono in aumento le probabilità che l'economia americana possa evitare una vera e propria recessione: nel nostro scenario centrale, la variazione trimestrale del PIL potrebbe risultare vicina a zero nei due trimestri a cavallo d'anno, ma per l'insieme del 2024 la crescita media annua si attesterebbe a 0,9%, ovvero un decimo superiore a quella che stimavamo 3 mesi fa.

- Al contempo, è iniziato da giugno, ed è continuato in luglio e agosto, un **trend di netto rallentamento delle assunzioni**, che sta riducendo il ritmo mensile di creazione di nuovi posti di lavoro: i nuovi occupati non-agricoli sono cresciuti in media di 150 mila unità al mese tra giugno e agosto, in linea con i ritmi pre-pandemici e in netta decelerazione rispetto al ritmo di quasi 290 mila unità visto nei primi 5 mesi del 2023; un minor supporto dal settore sanità, decisivo ad agosto, potrebbe accentuare la tendenza. Proprio ad agosto, si è avuta una salita sensibile del tasso di disoccupazione dal 3,5 al 3,8% (massimo da inizio 2022), anche per effetto di un aumento della partecipazione. Nel complesso, il mercato del lavoro americano resta teso, come suggerito dal livello ancora elevato delle posizioni vacanti e delle ore lavorate (pure entrambi in lenta diminuzione). **Si comincia a vedere anche un graduale rallentamento della crescita salariale**: la variazione mensile dei salari orari medi è stata di solo 0,2% m/m ad agosto (la metà del ritmo congiunturale osservato nei 4 mesi precedenti), anche se la variazione tendenziale è rallentata solo marginalmente (a 4,3% a/a, sui minimi degli ultimi due anni). A questo riguardo, un rischio potrebbe essere rappresentato dall'intensificarsi delle rivendicazioni salariali in diversi comparti.
- Infine, sempre da giugno, si è visto un **raffreddamento delle pressioni inflazionistiche core**, che è proseguito sino ad agosto, quando, sebbene il CPI headline sia risalito per effetto dei carburanti (a 0,6% da 0,2% m/m, e a 3,7% da 3,2% a/a), l'indice core ha mostrato una variazione mensile di 0,3% m/m, in aumento rispetto allo 0,2% di giugno e luglio ma ancora al di sotto dello 0,4% medio dei primi 5 mesi dell'anno; l'indice al netto di energetici e alimentari ha rallentato su base annua a 4,3% da 4,7% precedente. Inoltre, l'indice al netto di food, energy & shelter, dopo il -0,1% m/m di luglio, è sì rimbalzato di 0,3% m/m ad agosto, ma è rallentato su base annua a 2,2%. Il ritmo di crescita dei servizi al netto dell'energia resta elevato (0,4% m/m, circa stabile negli ultimi 6 mesi), ma i servizi abitativi hanno cominciato a mostrare i primi segnali di decelerazione (0,3% m/m, 7,3% a/a ad agosto).
- Se dunque il rallentamento del ciclo e anche delle assunzioni appare ben avviato, **il raffreddamento delle dinamiche salariali e dei prezzi dei servizi core appare ben lungi dall'essere completato**, e, se ci sono rischi, sono che tali pressioni rimangano insostenibilmente elevate nel caso in cui permanga un indesiderato eccesso di domanda (o una carenza di offerta) sul mercato del lavoro e nel settore dei servizi.
- In questo contesto, quali sono le conseguenze per il FOMC del 19-20 settembre? Le implicazioni di una crescita economica che (al contrario di quella dell'Eurozona) ha sorpreso al rialzo negli ultimi mesi, e di minori pressioni inflattive, sono contrastanti:
  - Il Beige Book preparato per la riunione del FOMC di settembre ha definito la crescita economica riportata dalla maggiore parte dei distretti come "modesta" in luglio e agosto, laddove il comunicato del FOMC di luglio aveva rivisto in senso migliorativo il giudizio sulla crescita rispetto alla riunione precedente, proprio da "modesta" a "moderata". Il Beige Book riferiva anche di una dinamica occupazionale tenue in tutto il Paese, pur con persistenti squilibri tra domanda e offerta di lavoro, aggiungendo che le imprese si aspettano un raffreddamento dei salari nei prossimi mesi, e che la crescita dei prezzi è rallentata nella maggior parte dei distretti. Nel complesso, **il Beige Book dipingeva un quadro di attività resiliente, e mercato del lavoro e inflazione in moderato rallentamento**, non fornendo dunque chiare indicazioni per un rialzo dei tassi nella riunione del 20 settembre ma nemmeno elementi per escludere del tutto un nuovo ritocco al rialzo nei prossimi mesi.
  - Nella conferenza stampa, **Powell potrebbe evidenziare che l'evoluzione recente dello scenario è stata in linea con le tendenze attese dalla Fed**, ovvero i dati hanno confermato che è continuato il ribilanciamento del mercato del lavoro, che pure resta incompleto. Probabilmente, Powell ribadirà anche che sarà necessario un periodo non breve di bassa crescita prima che il raffreddamento del mercato del lavoro si traduca in un significativo ribilanciamento tra domanda e offerta. Perciò, anche se riteniamo probabile che a

settembre i tassi ufficiali restino invariati, l'opzione di un nuovo rialzo nei prossimi mesi potrebbe rimanere ancora sul tavolo.

- L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche (Summary of Economic Projections) potrebbe evidenziare una **revisione al rialzo delle stime di crescita** per fine 2023 (dall'1% a/a di giugno) ma anche una **possibile limatura al ribasso dell'inflazione core** (dal 3,9% a/a precedente, che era stato rivisto al rialzo di tre decimi) **e al rialzo del tasso di disoccupazione** (dal 4,1% di giugno, che era stato abbassato di 4 decimi rispetto alla stima precedente). Potrebbero esserci poche novità per gli anni successivi (sempre con rischi di revisioni al rialzo su crescita e disoccupazione, e al ribasso sul deflatore core).
- **Il grafico a punti, dopo il netto spostamento in senso hawkish visto a giugno, potrebbe "stabilizzarsi" con una mediana sui fed funds attorno a 5,6%** come tre mesi fa, ovvero poco sopra il livello corrente (a indicare che un nuovo rialzo dei tassi da 25pb non è escluso del tutto); per il 2024, la mediana potrebbe risultare pari o lievemente superiore al precedente 4,6%. Viste le indicazioni in parte contrastanti giunte dai dati, potrebbe aumentare la dispersione dei "punti" nel grafico, specie per il 2024.
- In conclusione, **l'esito più probabile è che i tassi vengano lasciati fermi, ma mantenendo un orientamento restrittivo**. Ancora non si può escludere del tutto che il FOMC decida un ulteriore rialzo dei tassi (verosimilmente, l'ultimo) in una delle successive due riunioni (1° novembre o 13 dicembre). La decisione dipenderà interamente dai dati. Se, come nel nostro scenario centrale, continuerà il processo di rientro dell'inflazione al netto delle componenti più volatili, e, soprattutto, se il rallentamento in corso delle assunzioni si rifletterà, complice un trend di recupero della partecipazione, in un più sostanzioso aumento del tasso di disoccupazione, allora la Fed potrebbe decidere che il lavoro è concluso. In ogni caso, visto che al contempo sono aumentate le probabilità che l'economia eviti una recessione (si configura più probabilmente una sostanziale stagnazione del PIL su base congiunturale nei due trimestri a cavallo d'anno), **riteniamo che un primo taglio dei tassi si avrà più tardi di quanto atteso in precedenza (e dal mercato) ovvero non prima del 2° trimestre 2024** (verosimilmente, a giugno).

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, in settimana, saranno diffusi tre fra più importanti indici di fiducia relativi al mese di settembre, ovvero l'INSEE francese, la stima flash dei PMI per l'Eurozona (oltre a quella di Germania e Francia) e la fiducia dei consumatori elaborata dalla Commissione Europea. Le indagini dovrebbero confermare lo stato di debolezza dell'economia dell'area. La produzione nelle costruzioni nell'Eurozona dovrebbe rimbalzare a luglio, in coerenza con i dati già diffusi per i principali paesi. Infine, sempre per l'insieme dell'area euro, la stima finale dei prezzi al consumo di agosto dovrebbe confermare un'inflazione stabile al 5,3%.

La prossima settimana negli **Stati Uniti** i riflettori saranno puntati sulla riunione del FOMC, che dovrebbe concludersi con una sospensione dei rialzi dei tassi a fronte del mantenimento di un bias restrittivo. I dati sul mercato immobiliare di agosto dovrebbero segnalare una flessione dei nuovi cantieri residenziali e delle licenze, mentre è previsto un leggero aumento delle vendite di case esistenti, ancora sostenute dalla solida domanda di case unifamiliari. Le prime indagini di settembre potrebbero confermare la recessione del settore manifatturiero e mostrare una perdita di slancio nei servizi.

### Martedì 19 settembre

#### Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** ad agosto sono attesi in discesa a 1,440 mln da 1,452 mln di luglio. Le licenze sono previste in lieve riduzione a 1,435 mln da 1,443 mln. Il calo è in linea con una fiducia dei costruttori in flessione ad agosto (dopo sette rialzi consecutivi), frenata da elevati tassi di finanziamento e costi di costruzione. Nonostante i fattori sopracitati, la carenza di circa 1,5 mln di unità abitative a livello nazionale e la mancanza di scorte di rivendita sosterranno la domanda di nuove costruzioni (soprattutto case unifamiliari) nei prossimi mesi.

### Mercoledì 20 settembre

#### Area euro

- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe tornare a crescere a luglio, sulla base dei dati nazionali già pubblicati, che pesano per circa il 60% del totale, stimiamo quindi un rialzo di 1,4% m/m dopo la flessione di -1% registrata nel mese precedente. Il rimbalzo lascerebbe anche un effetto trascinalamento favorevole sul 3° trimestre. Il progressivo deterioramento delle indagini di fiducia, nonché i dati sulla domanda di mutui e permessi di costruzione non lasciano prospettare però una ripresa per il settore nel 2° semestre dell'anno, quando riteniamo che l'attività resterà complessivamente debole in scia agli effetti dei rialzi dei tassi.
- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che ad agosto l'**inflazione** è risultata stabile al 5,3% (+0,6% m/m). L'indice core BCE (al netto di energia e alimentari freschi) dovrebbe registrare il quinto calo consecutivo, a 6,2% (+0,3% m/m) da 6,6% precedente. Quasi tutte le principali componenti sono attese in rallentamento con l'eccezione dell'energia, risalita temporaneamente a causa del rincaro dei carburanti e di un effetto base sfavorevole.

#### Stati Uniti

- La riunione del **FOMC** dovrebbe concludersi con una pausa dei rialzi dei tassi a fronte del mantenimento di un bias restrittivo. La sospensione dovrebbe, infatti, venir accompagnata da un orientamento restrittivo per le prossime sedute, visto che ancora non si può escludere del tutto che la banca centrale decida un ulteriore rialzo dei tassi (verosimilmente, l'ultimo) nella riunione del 1° novembre o del 13 dicembre. Powell potrebbe evidenziare che l'evoluzione recente dello scenario è stata in linea con le tendenze attese dalla Fed, ovvero che i dati più recenti hanno mostrato un raffreddamento sia delle dinamiche occupazionali che delle pressioni inflazionistiche core, ma dovrebbe ribadire che tutte le opzioni sono sul tavolo e che le decisioni verranno prese in base al flusso di nuovi dati. In ogni caso, riteniamo

che un primo taglio dei tassi si avrà non prima del 2° trimestre 2024 (verosimilmente a giugno), visto che gli ultimi dati reali hanno incrementato le probabilità che l'economia eviti una recessione (si configura più probabilmente una sostanziale stagnazione del PIL su base congiunturale nei due trimestri a cavallo d'anno).

## Giovedì 21 settembre

### Area euro

- **Francia.** Dopo il pesante calo del mese precedente la **fiducia manifatturiera** rilevata dall'INSEE a settembre potrebbe risalire di due punti a 98, restando però al di sotto della media di lungo periodo. Le indagini di settembre della Banque de France hanno registrato un rimbalzo dell'attività nella produzione di mezzi di trasporto e macchinari dopo la flessione di agosto, a fronte però di condizioni di domanda che restano complessivamente deboli.
- **Area euro.** La stima flash di settembre dell'indice di **fiducia dei consumatori** dovrà essere monitorata per valutare se la flessione registrata nel mese precedente era compatibile con un'inversione della tendenza di recupero vista nel 1° semestre dell'anno. Le indagini IPSOS di settembre, nonché la componente aspettative del GfK tedesco, hanno registrato un deterioramento del morale coerente con una flessione dell'indice della Commissione Europea a -17 da -16 di agosto.

### Stati Uniti

- Dopo il rimbalzo di agosto, l'indice della **Philadelphia Fed** a settembre dovrebbe tornare in territorio lievemente negativo, a -1 da 12 del mese precedente. Le componenti più prospettiche dell'indicatore hanno segnalato minor ottimismo su attività, ordini e occupazione nei prossimi sei mesi e le imprese nel Beige Book di settembre hanno dichiarato di non aspettarsi una ripresa della domanda nel breve.
- Le **vendite di case esistenti** ad agosto dovrebbero salire a 4,15 mln da 4,07 mln di luglio. I contratti di compravendita a luglio sono aumentati del +0,9% m/m, dopo il dato marginalmente positivo (+0,3% m/m) di giugno. A rallentare la crescita delle vendite nei prossimi mesi sarà ancora il limitato ammontare di scorte che rimangono su valori pari a circa metà dei livelli pre-pandemici.

## Venerdì 22 settembre

### Area euro

- **Area euro.** Le stime flash degli **indici PMI di settembre** resteranno su livelli coerenti con una contrazione dell'attività economica. Le rilevazioni di agosto hanno mostrato un recupero del morale manifatturiero rimanendo comunque su livelli ampiamente recessivi. Tuttavia, le indicazioni sugli ordinativi non mostrano ancora segnali di ripartenza per il settore e anche le intenzioni di acquisto di beni intermedi non sembrano, almeno per il momento, prospettare una fase di restocking. Vediamo una sostanziale stabilizzazione del morale in Francia e Germania a fronte di un nuovo calo per la periferia, compatibile con un PMI manifatturiero per l'area euro a 43,2 da 43,5. Nei servizi la spinta della ripresa post-pandemica dovrebbe essere ormai alle spalle e il settore sta iniziando a risentire della frenata industriale. Da monitorare con attenzione l'indice francese in quanto i pesanti cali registrati negli ultimi mesi divergono da quanto emerso dalle rilevazioni della Banque de France e dell'INSEE dipingendo un quadro, a nostro avviso, eccessivamente pessimistico. Nel complesso dell'Eurozona stimiamo un PMI servizi circa stabile a 48 da 47,9. Il PMI composito potrebbe risalire leggermente a 46,8 da 46,7, valori di norma compatibili con una contrazione del PIL.

### Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero** flash a settembre è previsto a 47,1, poco variato rispetto al 47,9 di agosto e sotto la soglia di invarianza per il quarto mese consecutivo. Gli ordini dovrebbero rimanere in territorio ampiamente negativo, come segnalato anche nel Beige Book, frenati da una domanda ancora fiacca. Nei **servizi**, l'indice potrebbe correggere moderatamente, a 50,1

da 50,5, proseguendo sul trend discendente degli ultimi tre mesi. I prezzi pagati nel manifatturiero dovrebbero tornare a calare dopo il rialzo del mese precedente, in misura minore rispetto ai listini di vendita, riducendo i margini di profitto delle imprese. Nei servizi l'indice dei prezzi di vendita potrebbe mostrarsi più resiliente, supportato dal recente rialzo dei costi dell'energia e da salari che non manifestano ancora chiari segnali di raffreddamento.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (18 -22 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	18/9	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		set	50			
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		lug	195.9	Mld \$		
Mar	19/9	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	ago	prel 0.6	%	0.6	0.6
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ago	prel 6.2	%		6.2
		11:00	EUR	CPI a/a finale		ago	prel 5.3	%	5.3	5.3
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	ago	1.452	Mln	1.440	1.440
		14:30	USA	Licenze edilizie		ago	1.443	Mln	1.441	1.435
Mer	20/9	01:50	GIA	Bilancia commerciale		ago	-66.3	(-78.7) Mld ¥ JP	-659.1	
		03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	set	4.2	%		
		03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	set	3.5	%		
		08:00	GB	CPI m/m		ago	-0.4	%		
		08:00	GB	CPI a/a	*	ago	6.8	%	7.0	
		08:00	GER	PPI a/a		ago	-6.0	%		
		08:00	GER	PPI m/m		ago	-1.1	%	0.1	
Gio	21/9	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	set	96		97	98
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	220	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.688	Mln		
		14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T2	-219.3	Mld \$		
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	set	12.0		0.0	-1.0
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		ago	-0.4	%	-0.3	
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ago	4.07	Mln	4.10	4.15
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	set	-16.0		-17.0	-17.0
Ven	22/9	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	ago	3.3	%		
		01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	ago	3.1	%	3.0	
		02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		set	49.6			
		06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T2	prel -0.3	%		-0.3
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		ago	-3.2	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ago	-1.2	%		
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.4	%	0.4	0.4
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	set	46.0		45.6	47.0
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	set	46.0		46.0	46.2
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	set	47.3		47.2	47.2
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	set	39.1		39.0	39.1
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	set	47.9		47.4	48.0
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	set	46.7		46.2	46.8
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	set	43.5		43.4	43.2
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	set	49.5			
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	set	43.0			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	set	50.5			50.1
15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	set	47.9			47.1		
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		set	50.2					

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 (18 -22 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	19/9	14:30	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
Mer	20/9	14:30	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 5,25-5,50%)
		20:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	21/9	13:00	GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +25pb a 5,50%)
		16:40	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
Ven	22/9	00:45	EUR	Discorso di Lane (BCE) e Vasle (BCE)
		13:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		19:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
			GER	S&P 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	
CPI m/m	ago	0.2		%	0.6	0.6
CPI a/a	ago	3.2		%	3.6	3.7
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ago	4.7		%	4.3	4.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ago	0.2		%	0.2	0.3
Richieste di sussidio	settim	217	(216)	x1000	225	220
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.684	(1.679)	Mln	1.695	1.688
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ago	0.4	(0.3)	%	0.2	0.2
PPI m/m	ago	0.4	(0.3)	%	0.4	0.7
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ago	0.7	(1.0)	%	0.4	0.6
Vendite al dettaglio m/m	ago	0.5	(0.7)	%	0.2	0.6
Scorte delle imprese m/m	lug	-0.1	(0.0)	%	0.1	0.0
Prezzi all'import m/m	ago	0.4		%	0.3	
Indice Empire Manufacturing	set	-19.0			-10.0	
Produzione industriale m/m	ago	1.0		%	0.1	
Impiego capacità produttiva	ago	79.3		%	79.3	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	set	69.5			69.1	

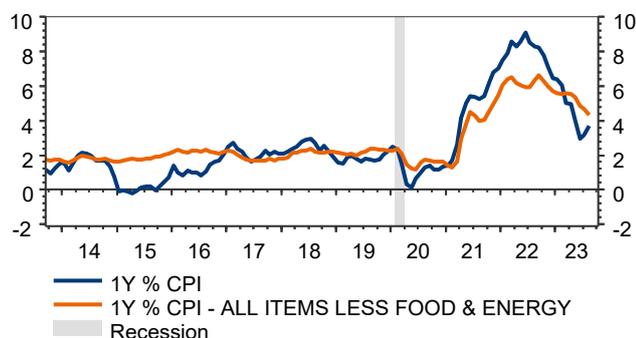
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **vendite al dettaglio** di agosto hanno sorpreso nuovamente al rialzo, registrando una crescita dello 0,6% m/m (2,5% a/a), in aumento dallo 0,5% di luglio (rivisto al ribasso da 0,7%). Il dato positivo, tuttavia, deriva quasi interamente dall'aumento dei prezzi della benzina, che ha incrementato i ricavi del comparto del +5,2% m/m. Auto, elettronica, abbigliamento e, in minor misura, sanità hanno riportato variazioni positive, a fronte di correzioni per arredamento, articoli sportivi e prodotti vari. Al netto delle auto e benzina, le vendite sono in rialzo solo marginale, di 0,2% m/m e l'aggregato più correlato ai consumi di contabilità nazionale (al netto di automobili, benzina, materiali da costruzione e servizi di ristorazione) è in aumento di appena 0,1% m/m (minimo da marzo). Nel complesso, il dato di agosto suggerisce che i consumi daranno ancora un apporto concreto alla crescita del PIL nel 3° trimestre, ma dovrebbero sostanzialmente ridimensionarsi nell'ultima parte dell'anno. Con le informazioni delle vendite, la stima GDPNow dell'Atlanta Fed per i consumi del 3° trimestre risulta pari al 3,5% t/t ann.

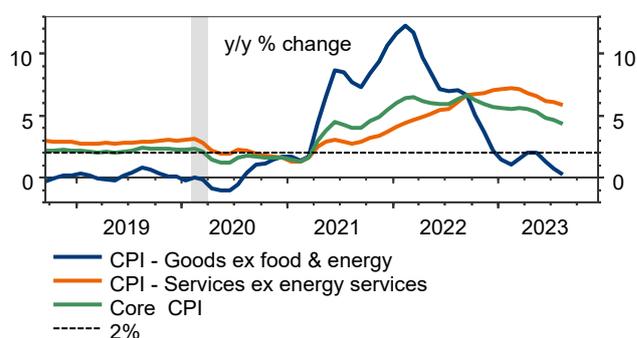
I dati sul **CPI** di agosto di mercoledì sono risultati circa in linea con le attese. L'indice headline ha mostrato un'accelerazione a 0,6% da 0,2% m/m, e a 3,7% da 3,2% a/a, principalmente a causa dell'energia (+5,6% m/m, con la benzina in crescita di ben +10,6% m/m). Il CPI core ha registrato una variazione mensile di 0,3% m/m, marginalmente superiore al previsto, in aumento rispetto allo 0,2% di giugno e luglio ma ancora al di sotto dello 0,4% medio dei primi 5 mesi dell'anno; l'indice ha rallentato su base annua a 4,3% da 4,7% precedente (in linea con le attese). I prezzi dei beni, al netto di alimentari ed energia, sono rimasti in calo su base congiunturale (-0,1% da -0,3% m/m di luglio) e sostanzialmente stagnanti su base tendenziale (0,2% a/a). I servizi al netto dell'energia hanno mostrato rincari di 0,4% m/m, circa in linea con la media dei 6 mesi precedenti, attestandosi a 5,9% su base annua. I servizi abitativi sono in rialzo di 0,3% m/m (7,3% a/a), da 0,4% m/m precedente, in netto rallentamento rispetto alla primavera: pensiamo che questo trend possa continuare e anzi intensificarsi nei prossimi mesi in relazione al raffreddamento dei prezzi immobiliari. In conclusione, i dati sul CPI di agosto non dovrebbero impedire una probabile pausa nel ciclo restrittivo della Fed nella riunione di mercoledì prossimo.

## Risale il CPI, continua il rallentamento tendenziale del CPI core



Fonte: BLS

## I prezzi dei beni sono ormai stagnanti su base annua, e le pressioni sui servizi core continuano a ridursi, sia pur molto lentamente



Fonte: BLS

Il **PPI** di agosto ha registrato il terzo aumento consecutivo, a 0,7% m/m (1,6% a/a) dopo lo 0,4% di luglio (rivisto al rialzo da 0,3% m/m), trainato principalmente dalla forte crescita dell'energia (10,5% m/m rispetto allo 0,8% del mese precedente). L'indice core (al netto energia e alimentari) è aumentato di 0,2% m/m (2,2% a/a), in rallentamento rispetto allo scorso mese (0,4% m/m), grazie al raffreddamento della componente servizi (0,2% m/m da 0,5%). I beni core hanno registrato un leggero rimbalzo di 0,1% m/m dopo esser rimasti stabili nel mese di luglio. I dati sul PPI, depurati dalla componente energetica, aggiungono evidenza di un graduale raffreddamento delle pressioni inflazionistiche anche sui servizi.

## Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	lug	2.7	%	-0.9
Produzione industriale m/m finale	lug	-2.0	%	-1.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	lug	0.4	{0.5}	-1.1
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T2	5.2	{5.0}	4.5
FRA	IPCA m/m finale	ago	1.0	%	1.1
FRA	IPCA a/a finale	ago	5.7	%	5.7
FRA	CPI m/m Ex Tob	ago	0.1	%	1.0
GER	ZEW (Sit. corrente)	set	-71.3	-75.0	-79.4
GER	ZEW (Sentiment econ.)	set	-12.3	-15.0	-11.4
ITA	Produzione industriale m/m	lug	0.5	%	-0.7
ITA	IPCA a/a finale	ago	5.5	%	5.5
ITA	IPCA m/m finale	ago	0.2	%	0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ago	0.4	%	0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ago	5.5	%	5.4
ITA	Bilancia commerciale (totale)	lug	3.461	{7.718} Mld €	6.375
ITA	Bilancia commerciale (EU)	lug	-1.805	{-1.729} Mld €	1.331
SPA	IPCA a/a finale	ago	2.4	%	2.4

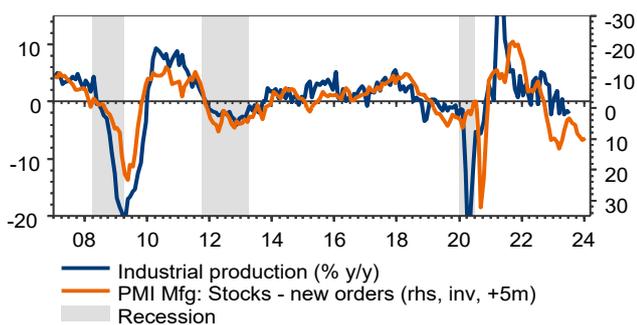
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

La **Commissione Europea ha pubblicato l'aggiornamento ad interim delle previsioni macroeconomiche**. Rispetto alle stime dello scorso maggio, le proiezioni di crescita del PIL sono state corrette a 0,8% da 1,1% nel 2023 e a 1,3% da 1,6% per il 2024. Se la stima sull'anno in corso potrebbe risentire del fatto che la Commissione non ha tenuto in considerazione la revisione al ribasso del PIL nel 2° trimestre, riteniamo che la previsione sul 2024 (decisamente superiore al

consenso) sia eccessivamente ottimistica. Per quanto riguarda l'inflazione, le previsioni per l'anno in corso sono state portate a 5,6% da 5,8%, circa in linea con le nostre stime, mentre quelle per il 2024 sono state alzate di un decimo al 2,9%, un dato superiore sia alle attese di consenso che alle nostre previsioni. La differenza tra le nostre stime d'inflazione per il 2024 e quelle della Commissione dovrebbero dipendere da due fattori: ipotesi tecniche più aggressive da parte di Bruxelles circa i prezzi dell'energia (che risentono del fatto che la Commissione ricorre ai prezzi impliciti nei future di mercato) e stime meno favorevoli circa gli effetti base e l'elasticità delle tariffe energetiche dopo la rimozione delle misure di sostegno varate dai Governi. Per l'Italia le previsioni sul PIL sono state riviste al ribasso a 0,9% sul 2023 e a 0,8% sul 2024 (da 1,2% e 1,1% rispettivamente). Tagliate anche le stime per la Germania, a -0,4% da 0,2% nel 2023 e a 1,1% da 1,4% nel 2024. Per Francia e Spagna le proiezioni sono state riviste al rialzo per quest'anno (a 1% da 0,7% e a 2,2% da 1,9% rispettivamente) e viceversa al ribasso per il 2024 (a 1,2% da 1,4% e a 1,9% da 2% rispettivamente).

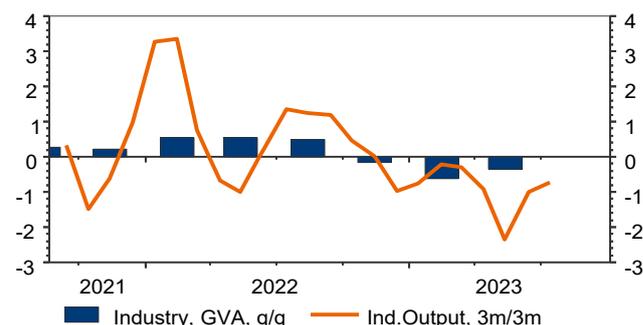
**Area euro.** La **produzione industriale** è calata di -1,1% m/m (-2,2% a/a) a luglio mentre il progresso del mese precedente è stato rivisto al ribasso di un decimo a 0,4% m/m. Anche al netto del volatile dato irlandese l'output sarebbe in diminuzione di -0,4% m/m, alla seconda flessione consecutiva da un precedente -0,8%. Il contesto di debolezza dell'industria europea è confermato dallo spaccato delle componenti: la flessione del dato aggregato è stata in parte attenuata dal progresso nella produzione di energia (1,6% m/m da 0,4%) mentre nel solo settore manifatturiero l'output è sceso del -2,1%. In calo, per il secondo mese, la produzione di beni strumentali (-2,7% da -0,3%) si protrae inoltre la fase di debolezza per i beni di consumo durevoli, in diminuzione per il quarto mese consecutivo (rispetto allo scorso marzo sono in ribasso del 6,5%): i dati offrono prospettive di frenata per gli investimenti delle imprese e segnalano come i consumatori continuino a risentire della perdita del potere d'acquisto. Poco più che stagnanti, infine, i beni intermedi e non durevoli di consumo dopo i cali del mese precedente: 0,2% da -1% e 0,4% da -1,4% rispettivamente. Il dato lascia la produzione in rotta per una contrazione nel 3° trimestre; secondo le nostre stime l'industria in senso stretto potrebbe sottrarre circa un decimo alla crescita del valore aggiunto. È possibile che le indagini PMI stiano sovrastimando l'entità della recessione manifatturiera, tuttavia, non vediamo ancora segnali d'inversione e continuiamo ad aspettarci uno scenario di debolezza per il 2° semestre dell'anno.

#### È possibile che i PMI stiano sovrastimando la frenata manifatturiera ma il quadro resta sfavorevole



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

#### L'industria frenerà la crescita del valore aggiunto anche durante l'estate



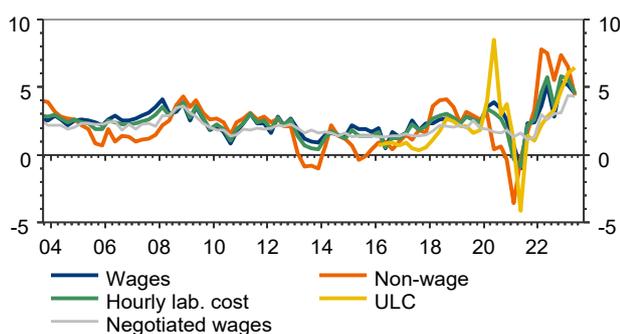
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Area euro.** I dati Eurostat sul **costo del lavoro** hanno registrato un inatteso rallentamento nel 2° trimestre al 4,5% a/a da un precedente 5,2% (rivisto al rialzo di due decimi). La decelerazione risulta diffusa sia ai salari (al 4,6% dal 4,9%) che alla componente non retributiva (al 4% dal 6,2%). I dati destagionalizzati mostrano un contenuto incremento congiunturale (+0,8%) dopo la stagnazione del trimestre precedente. I dati pubblicati dalla BCE sul costo del lavoro per unità di prodotto hanno al contrario registrato un'accelerazione al 6,5% da un precedente 6% spiegato

verosimilmente dal calo ciclico della produttività in corso. Negli ultimi trimestri i dati sulle retribuzioni (compresi quelli misurati su base pro capite e i salari negoziali) sono risultati decisamente inferiori alle attese e sorprendenti alla luce di fondamentali occupazionali particolarmente robusti. I salari sono una variabile ritardata del ciclo ed è possibile che possano continuare a salire nei prossimi trimestri ma a ritmi più modesti e, al netto della tipica volatilità delle retribuzioni orarie che risentono particolarmente delle ore lavorate, probabilmente il picco della crescita è già stato raggiunto.

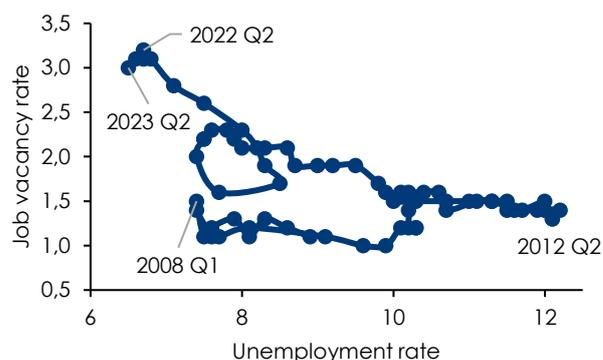
**Area euro.** Dopo tre trimestri di stabilizzazione il **tasso di posizioni vacanti** nel 2° trimestre è calato di un decimo, al 3%, comunque non troppo distante dai massimi storici toccati a metà 2022, inoltre nello stesso trimestre anche il tasso di disoccupazione è sceso di un decimo al 6,5%. La diminuzione riguarda sia l'industria (al 2,6% dal 2,7%), sia i servizi (al 3,3% dal 3,4%). In prospettiva storica le posizioni vacanti restano su livelli elevati anche se è probabile che continueranno a calare nei prossimi trimestri sulla scia del rallentamento del mercato del lavoro. Nell'ipotesi in cui l'elevato tasso di posizioni vacanti non sia dovuto a problemi nell'incrocio tra la domanda e l'offerta ma ad un eccesso di domanda, è possibile che nei prossimi trimestri il deterioramento ciclico si manifesti in un calo delle posizioni aperte limitando la crescita del tasso di disoccupazione.

#### La crescita delle retribuzioni ha toccato un picco?



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

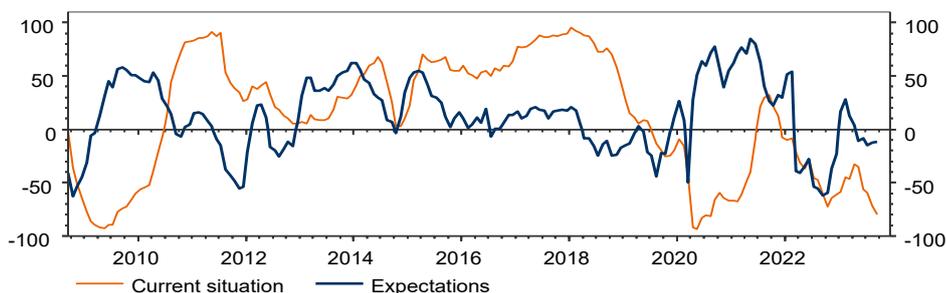
#### La curva di Beveridge resta favorevole



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Area euro.** A luglio le **esportazioni** di beni sono calate di -1,7% m/m a fronte di un incremento dello 0,7% m/m per le **importazioni**. L'avanzo commerciale destagionalizzato si è quindi ristretto a 2,9 miliardi di euro dagli 8,6 miliardi del mese precedente. Nonostante il recente deprezzamento dell'euro, l'export di beni dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi trimestri sulla scia del calo della domanda globale. I flussi turistici estivi potrebbero offrire qualche sostegno alle esportazioni di servizi nel 3° trimestre ma al momento ci aspettiamo un contributo sostanzialmente nullo da parte delle esportazioni nette alla crescita del PIL nel 2° semestre del 2023.

**Germania.** L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia tedesca, è salito, seppur marginalmente, per il secondo mese in settembre, a -11,4 da -12,3 precedente. Di contro, l'indicatore sulla situazione corrente è calato più delle attese, a -79,4 da -71,3 precedente, ai minimi da agosto 2020. Come spiegato dal Presidente dello ZEW, il lieve miglioramento delle aspettative è legato a una visione più ottimistica degli sviluppi del mercato azionario internazionale legata, in parte, ad attese per una pausa nel rialzo dei tassi di interesse sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti.

**ZEW: migliorano marginalmente le aspettative ma cala ancora l'indice sulla situazione corrente in settembre**

Fonte: ZEW

**Francia.** L'**inflazione** di agosto è stata rivista al rialzo di un decimo sull'indice nazionale al 4,9% a/a mentre è stata lasciata invariata al 5,7% a/a su quello armonizzato. In ogni caso si conferma l'incremento rispetto al mese precedente (rispettivamente da 4,3% e 5,1%). Come anticipato dalla stima flash, il rialzo è dovuto interamente all'energia (per via del rincaro dei carburanti e della fine del bouclier tarifaire sull'elettricità) mentre è calata ancora l'inflazione core al 4,6% dal 5% di luglio, un minimo dallo scorso settembre. La discesa dell'inflazione core proseguirà anche nei prossimi mesi, mentre il calo dell'indice headline potrebbe risultare meno pronunciato rispetto al resto dell'Eurozona (a settembre potrebbe risultare circa stabile) per via di effetti base energetici legati alla rimozione delle misure governative di supporto, una dinamica attesa proseguire nel 2024 quando dovremmo assistere a dei rialzi nelle tariffe regolamentate dell'elettricità (le prime stime della Commission de Régulation de l'énergie puntano verso un incremento di circa il 10% a febbraio).

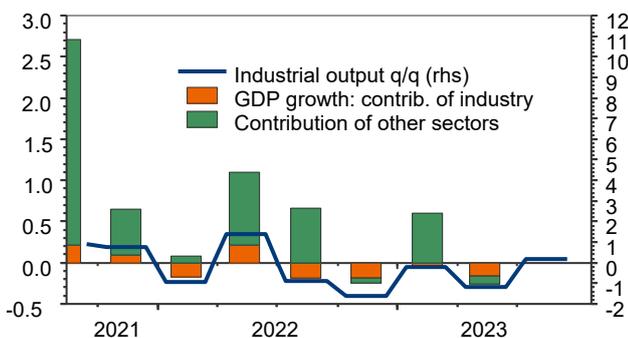
**Italia. La produzione industriale è tornata a calare a luglio dopo essere cresciuta nei due mesi precedenti.** La diminuzione di -0,7% m/m è stata più ampia della previsione di consenso (e della nostra stima) di una flessione limitata a -0,3%. Su base annua (corretta per i giorni lavorativi e gli effetti del calendario), l'output è calato a -2,1% da un precedente -0,7%. **Il calo dell'indice generale è stato attenuato da un aumento della produzione di energia (+3,7% m/m)**, mentre gli altri principali gruppi di industrie hanno subito tutti una flessione (beni di consumo -1,6%, con i durevoli a -4,4%; beni strumentali -1,5%; beni intermedi -0,5%). **Nel solo settore manifatturiero, la produzione è calata di -1,1% m/m (-2% a/a, sempre sul dato corretto per gli effetti di calendario).** Tra i settori manifatturieri, a guidare il **calo mensile vi sono i mezzi di trasporto (-4,8% m/m) e i prodotti farmaceutici (-2,8% m/m)**; entrambi questi comparti **tuttavia mantengono una significativa crescita su base annua (+10,1% e +5,8% a/a rispettivamente).** **A soffrire maggiormente, nel confronto con un anno prima, sono ancora i settori ad alta intensità energetica** come legno, carta e stampa (-12,3%), coke e prodotti petroliferi raffinati (-10,8%) e prodotti chimici (-9,2%).

Nel complesso, **nonostante il calo di luglio, il rimbalzo visto nei due mesi precedenti lascia un effetto di trascinamento positivo al trimestre estivo (+0,2% t/t dopo il -1,2% dei mesi primaverili)**, il che significa che, in caso di stagnazione in agosto e settembre, la produzione smetterebbe di calare nel trimestre corrente, dopo 4 trimestri negativi di fila. Ciò, assieme a un probabile rimbalzo delle costruzioni (su cui hanno pesato in parte fattori una tantum nel 2° trimestre), e a un moderato contributo positivo da parte dei servizi, sarebbe coerente con la nostra stima di un ritorno alla crescita per il PIL nei mesi estivi dopo il deludente -0,4% t/t visto in primavera.

Tuttavia, i **fondamentali di domanda e offerta segnalano una protratta debolezza per l'attività industriale** su un orizzonte di almeno 3-6 mesi: da un lato, il sostegno derivante dalla "normalizzazione" dei fattori di offerta (calo dei prezzi dell'energia, minori strozzature nelle catene globali del valore) sta venendo meno; dall'altro, la domanda, sia dal mercato interno che dall'estero, rimane debole. A causa di questo combinato disposto, per la prima volta in tre anni

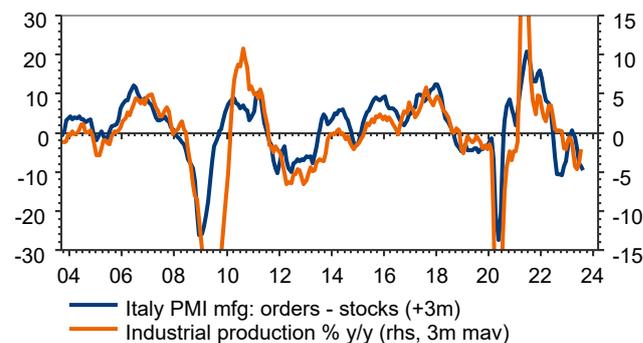
le imprese industriali stanno segnalando un eccesso di scorte, il che ovviamente non è di buon auspicio per le prospettive dell'attività produttiva nei prossimi mesi. Abbiamo recentemente rivisto le nostre stime per il PIL italiano nel 2023-24, portandole all'1% in media nel biennio, ma i rischi su questo profilo rimangono chiaramente orientati al ribasso.

**L'industria potrebbe non pesare sul PIL nel terzo trimestre...**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

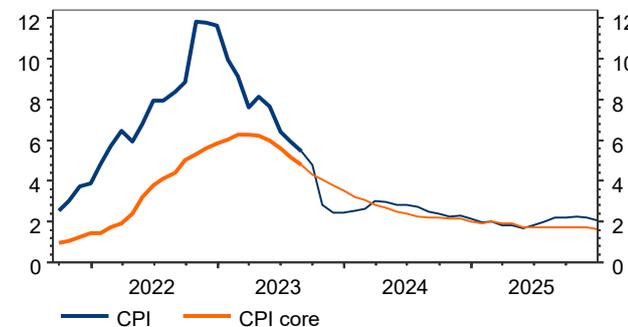
**...ma le indagini continuano a segnalare rischi di ribasso per i prossimi mesi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

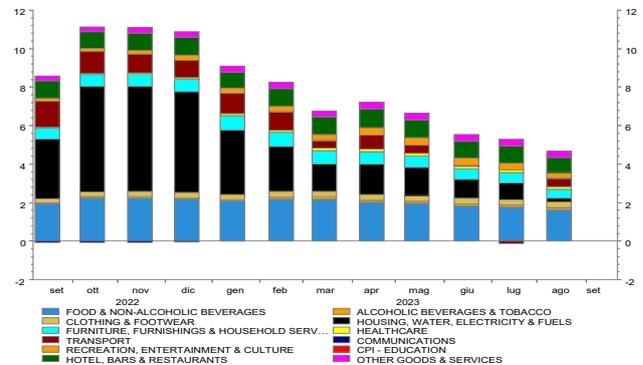
**Italia.** La stima finale ha rivisto al ribasso di un decimo l'inflazione calcolata sull'indice nazionale, al 5,4% (a luglio era stata del 5,9%), mentre l'inflazione armonizzata è stata confermata al 5,5% della stima preliminare, dal 6,3% del mese precedente. Nel mese, i prezzi sono cresciuti di +0,3% m/m sul NIC (la stima preliminare era di +0,4% m/m) e di +0,2% m/m sull'IPCA, che però risente dell'impatto dei saldi estivi (l'indice armonizzato per abbigliamento e calzature ha registrato un calo di -3,2% m/m). 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 5,8%), 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%). All'opposto, salgono i prezzi dei servizi relativi all'abitazione (da +3,6% a +3,9%) e dei beni energetici regolamentati (da -30,3% a -29,6%). L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) conferma il calo al 4,8% dal 5,2% di luglio. Cala, pur rimanendo su livelli elevati, anche l'inflazione del "carrello della spesa" (+9,4% a/a). Nelle nostre stime, la crescita dei prezzi potrebbe attestarsi al 2,4% (sul CPI) a fine anno, e al 2% ad inizio 2025. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stimato al 3,5% 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.** I dati di luglio sul **commercio estero** registrano un calo dei flussi di scambi diffuso a esportazioni (-1,8% m/m) e, in misura maggiore a importazioni (-4,7% m/m). Il saldo commerciale risulta quindi in surplus di 6,4 miliardi di euro (contro un deficit di 0,5 miliardi un anno prima) grazie al deciso ridimensionamento del disavanzo energetico (-4,8 da -11,4 miliardi). Al netto dell'energia si registra un avanzo di 11,2 miliardi da 11 miliardi di luglio 2022. La frenata dell'export è guidata dall'energia (-11,5%) ma le vendite verso l'estero risultano in diminuzione anche al netto della componente energetica (-1,5%) appesantite dai beni di consumo (-3%), soprattutto durevoli (-8,7%). In discesa anche i beni intermedi (-1,8%) mentre gli strumentali risultano poco più che stagnanti (+0,4%). Su base tendenziale l'export è in calo del -7,7% (-11,6% analizzando i dati espressi in volume, quindi al netto dell'effetto dei maggiori prezzi) penalizzato da minori vendite di prodotti farmaceutici e chimici verso il Belgio e di mezzi di trasporto verso gli Stati Uniti. Si registrano però cali delle esportazioni anche in direzione Germania e Cina. Dato il rallentamento della domanda, soprattutto in mercati di sbocco rilevanti come la Germania, riteniamo che le esportazioni di beni resteranno deboli nei prossimi mesi. Ci aspettiamo però che le esportazioni di contabilità nazionale possano beneficiare dell'afflusso di turisti durante l'estate (anche se i dati, al momento aggiornati fino a giugno, sono risultati piuttosto deludenti) e registrare un rimbalzo dopo la flessione del 1° semestre.

#### Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
M2 a/a	ago	10.7		% 10.7	10.6
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ago	345.9	Mld ¥ CN	1200.0	1360.0
Finanza sociale aggregata (flusso)	ago	528.2	Mld ¥ CN	2460.0	3120.0
Produzione industriale cumulata a/a	ago	3.8		%	3.9
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ago	7.33		%	6.98
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ago	3.4		% 3.3	3.2
Produzione industriale a/a	ago	3.7		% 3.9	4.5
Vendite al dettaglio a/a	ago	2.5		% 3.0	4.6

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

L'**inflazione dei prezzi al consumo**, dopo un temporaneo calo di -0,3% a/a in luglio, è risalita a 0,1% a/a in agosto, in linea con le attese di consenso. Le cause principali dell'aumento risiedono sia nella minore deflazione nel comparto dei carburanti, da -13,2% in luglio a -4,5% in agosto (per via dell'aumento del prezzo del petrolio) sia nell'incremento dei prezzi del comparto del turismo (+16,1% a/a), dei medicinali tradizionali e di alcuni alimentari. L'**inflazione core** è rimasta invariata a 0,8% a/a; mentre i prezzi dei beni sono ancora in calo, l'inflazione dei servizi è salita a 1,3% a/a, il massimo degli ultimi 18 mesi, in linea con la migliore dinamica della domanda nel settore. La deflazione dei **prezzi alla produzione** si è ridotta da -4,4% a/a in luglio a -3% a/a in agosto, in parte per la diminuzione dell'effetto base favorevole, registrando un aumento dello 0,2% m/m.

I dati di attività relativi al mese di agosto hanno sorpreso al rialzo, ad eccezione di quelli riguardanti il mercato immobiliare, segnalando nel complesso un miglioramento della domanda, soprattutto per quanto riguarda la componente dei consumi privati. La **produzione industriale** è salita del 4,5% a/a in agosto (consenso: 3,9% a/a), in accelerazione rispetto al 3,7% a/a in luglio, trainata principalmente dalle imprese statali e dal settore manifatturiero. La dinamica delle **vendite al dettaglio** è accelerata a 4,6% a/a in agosto da 2,5% a/a in luglio, molto oltre le attese (consenso: 3% a/a), spinta dalle vendite di auto ma anche di beni di largo consumo. I segnali sul mercato del lavoro sono stati positivi: il **tasso di disoccupazione urbano**, dopo un aumento a 5,3% in luglio, è tornato a 5,2% in agosto, sui livelli di aprile-giugno, mentre nelle maggiori 31 città, seppure in calo, si è attestato a 5,3%; le ore lavorate sono rimaste stabili sui livelli dei due mesi precedenti.

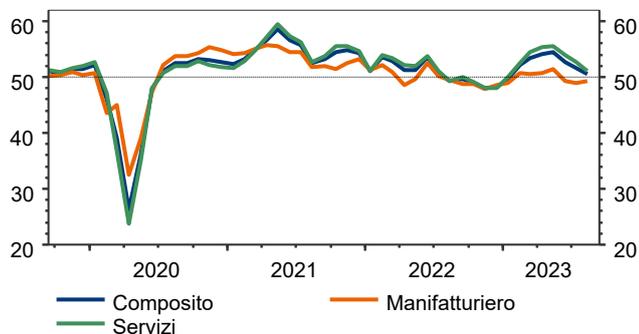
Gli **investimenti fissi nominali** sono aumentati del 3,2% cumulato a/a nei primi otto mesi dell'anno, implicando una dinamica tendenziale del 2%, in moderata accelerazione dal minimo di 1,2%

a/a toccato in luglio, trainata dagli investimenti delle imprese statali e dalle infrastrutture. La contrazione degli **investimenti immobiliari** è rimasta significativa ma è in riduzione, stimiamo da -12,2% a/a in luglio a -10,9% a/a in agosto, e le acquisizioni di terreni hanno registrato un forte aumento dopo molti mesi di cali. Tuttavia, i prezzi degli immobili di nuova costruzione nelle maggiori 70 città sono scesi per il terzo mese consecutivo, di -0,29% m/m, in particolare nelle città di prima e terza fascia, e l'indice di fiducia delle imprese immobiliari è ulteriormente sceso così come i nuovi cantieri, mantenendo ancora negative le prospettive del settore.

La **PBoC** giovedì ha annunciato un **taglio del coefficiente di riserva obbligatoria di 25pb**, con effetto dal 15 settembre, in linea con le nostre previsioni. Il taglio, il secondo dopo quello effettuato a fine marzo, porta il tasso di riserva a 10,5% per le grandi banche e a 8,5% per quelle piccole. La mossa contribuisce a liberare liquidità a lungo termine per oltre 500 miliardi di CNY e dovrebbe spingere verso una ripresa del credito. Riteniamo che la PBoC possa effettuare un altro taglio della riserva obbligatoria della stessa entità entro fine anno, accompagnato da altri 20pb complessivi di tagli dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento.

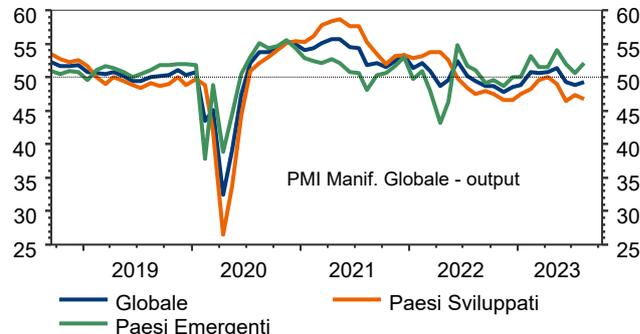
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



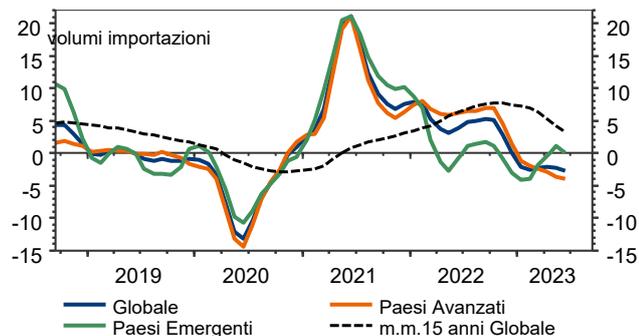
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



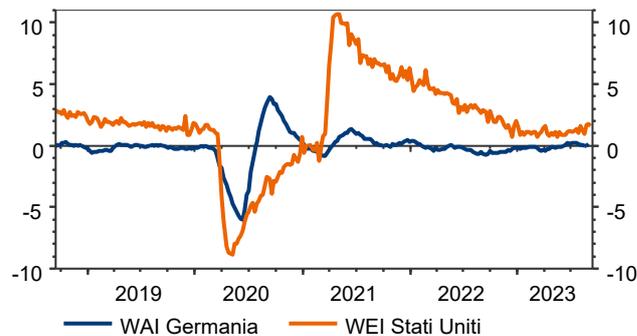
Fonte: S&P Global

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



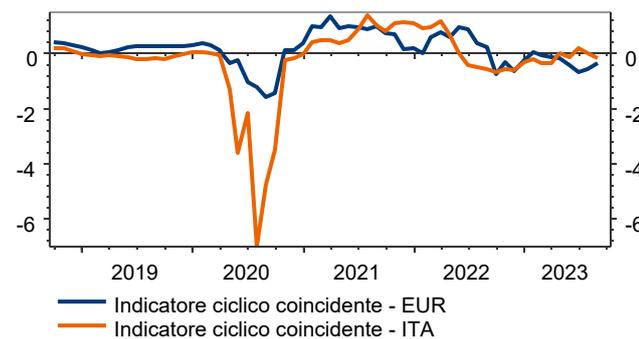
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



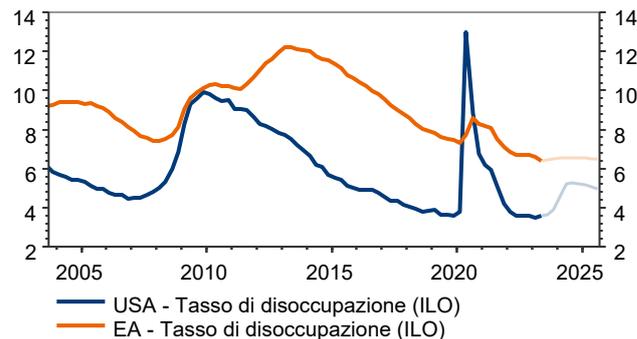
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

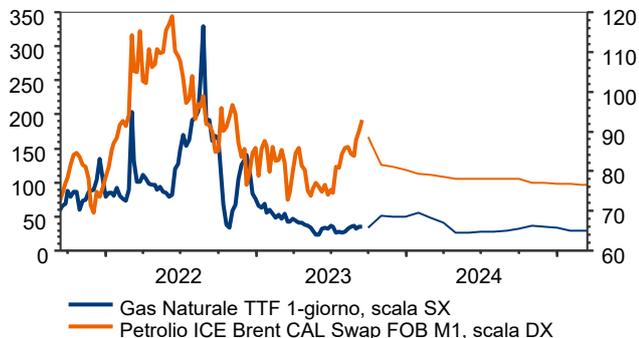
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

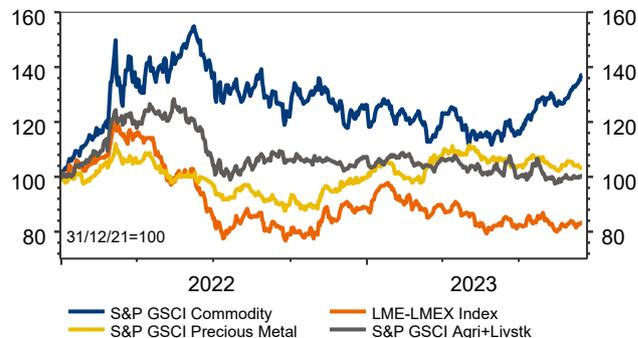
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



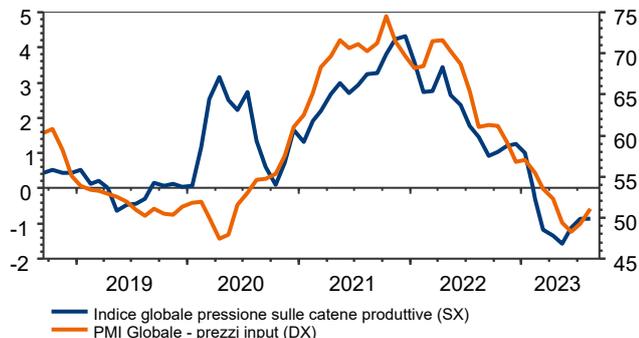
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



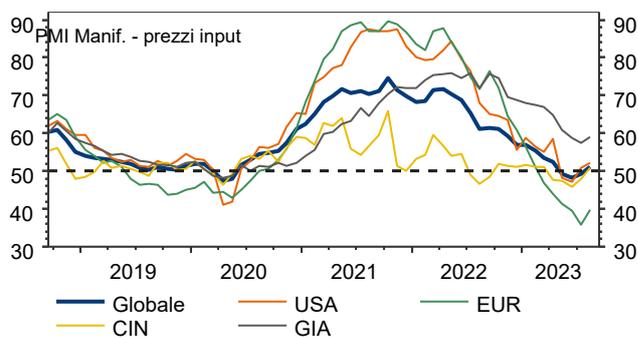
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



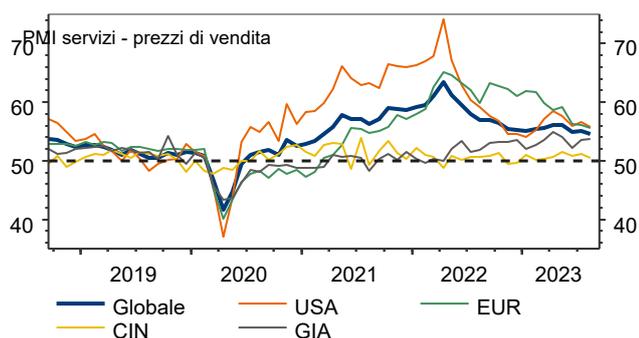
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



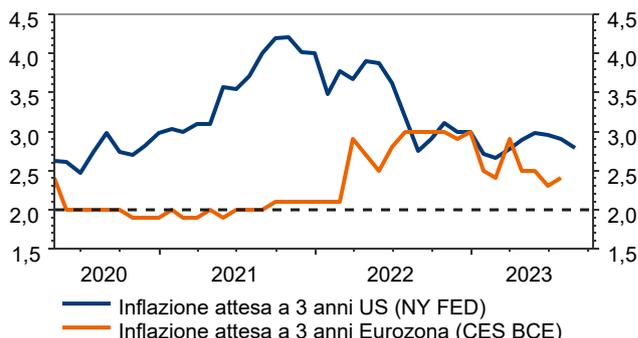
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

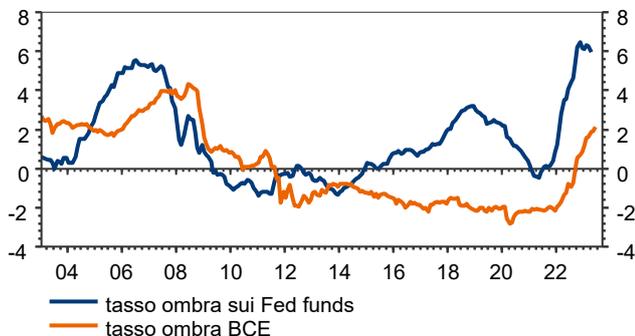
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

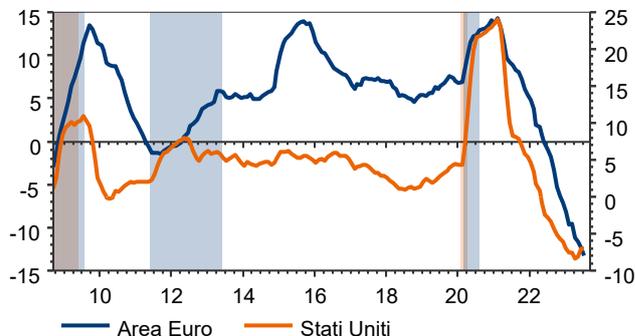
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



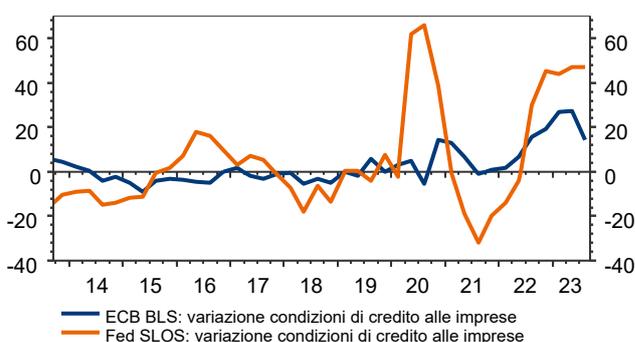
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



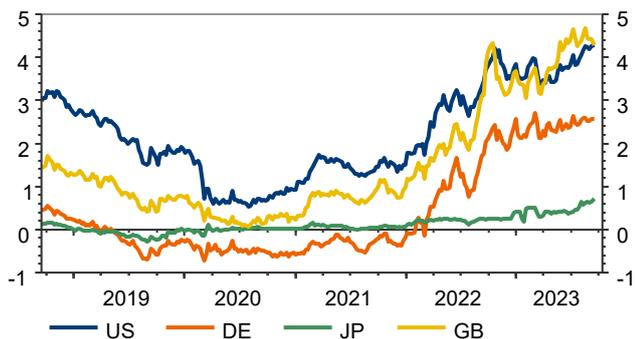
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



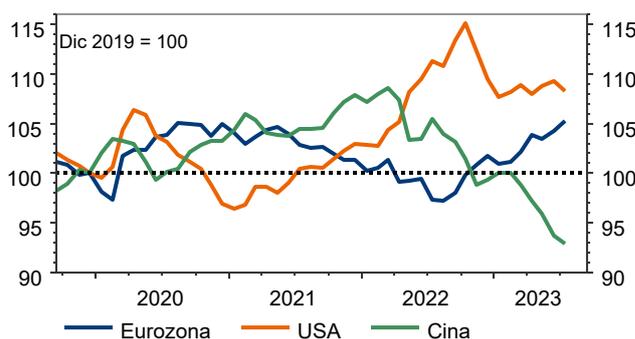
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

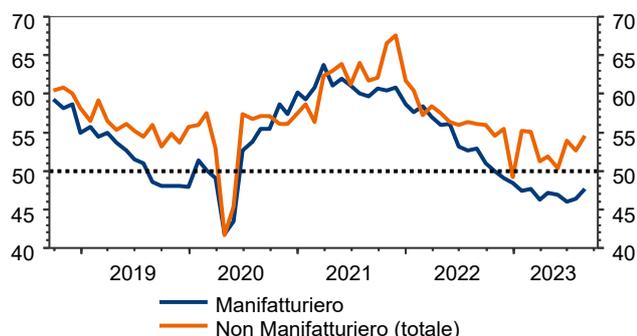
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

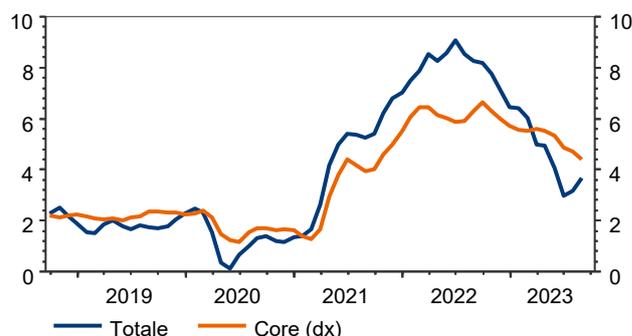
## Stati Uniti

### Indagini ISM



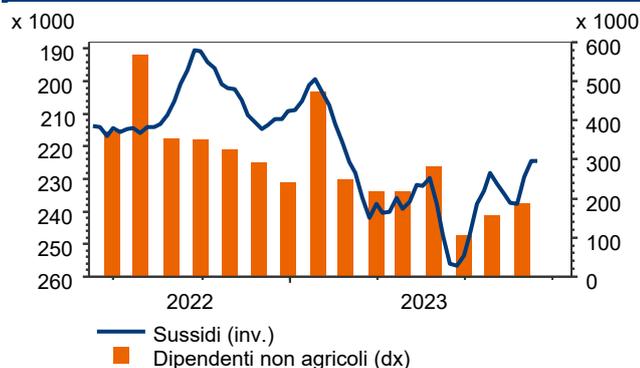
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



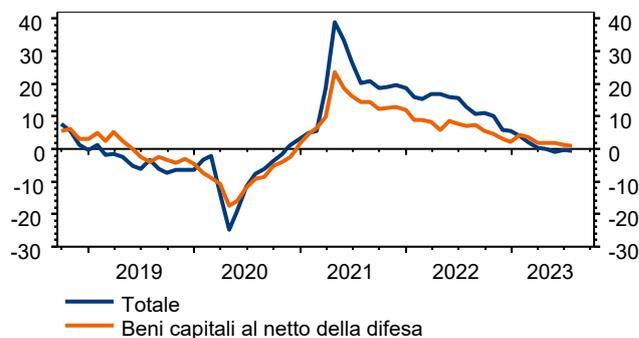
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

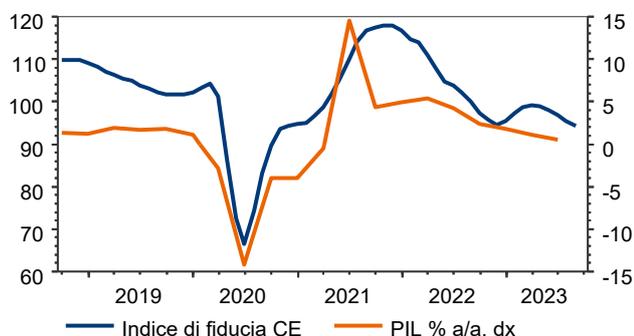
### Previsioni

	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	4.1	2.5	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.3	2.9	2.5
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

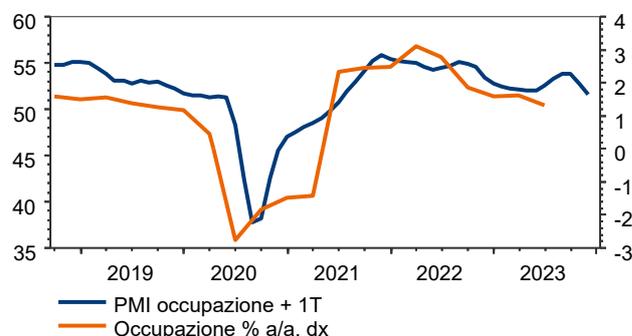
## Area euro

## PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&amp;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	124.7	120.4	117.3	124.2	4.5	5.7	4.8	4.4
ott-23	125.1	120.5	117.4	124.7	3.4	5.1	4.2	3.3
nov-23	124.7	120.2	117.2	124.3	3.1	4.5	4.0	3.0
dic-23	124.5	120.4	117.5	124.1	3.3	4.0	3.8	3.2
<b>Media</b>	<b>123.3</b>	<b>119.0</b>	<b>116.0</b>	<b>123.0</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.5</b>

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	124.1	119.7	116.6	123.7	3.2	3.8	3.7	3.1
feb-24	125.0	120.4	117.3	124.5	3.1	3.5	3.5	3.0
mar-24	126.1	121.6	118.4	125.6	3.1	3.3	3.2	2.9
apr-24	126.8	122.5	119.5	126.3	3.0	3.1	3.1	2.9
mag-24	126.9	122.6	119.5	126.4	3.0	2.9	2.9	2.9
giu-24	127.1	122.9	119.7	126.6	2.9	2.7	2.7	2.8
lug-24	126.8	122.6	119.2	126.3	2.8	2.6	2.4	2.7
ago-24	127.1	122.8	119.4	126.6	2.5	2.4	2.2	2.4
set-24	127.6	123.1	119.7	127.1	2.4	2.3	2.1	2.3
ott-24	128.2	123.3	120.0	127.7	2.4	2.3	2.3	2.4
nov-24	127.8	122.9	119.8	127.2	2.4	2.3	2.2	2.4
dic-24	127.5	123.0	120.0	126.9	2.4	2.2	2.1	2.3
<b>Media</b>	<b>126.7</b>	<b>122.3</b>	<b>119.1</b>	<b>126.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>

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.

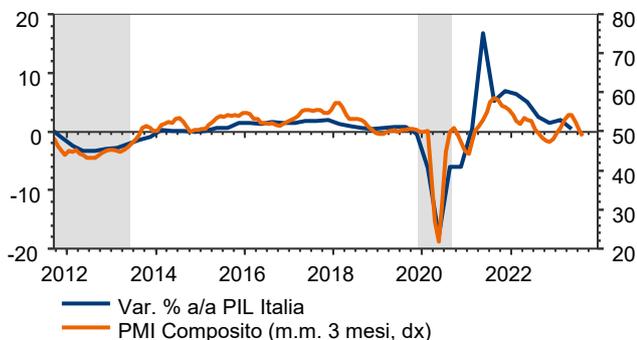
## Previsioni

	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	-0.6	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	5.6	2.8	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.3	3.1	3.0
Produzione industriale (a/a)	2.2	-1.3	0.7	3.4	2.1	0.2	-1.1	-2.8	-1.6	-1.1	0.4
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	3.43	3.89	0.48	1.77	2.63	3.36	3.75	3.98	4.01	3.99

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

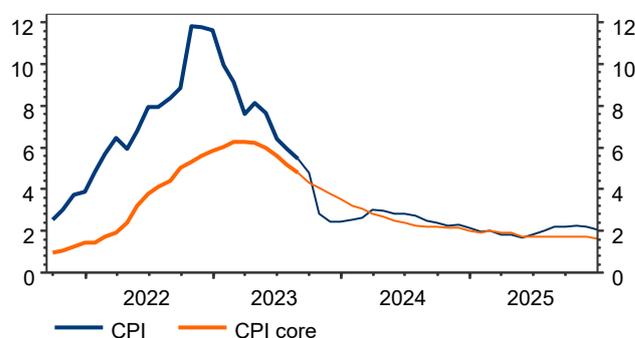
## Italia

### 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	120.1	119.0	119.1	5.5	5.4	5.1	5.2
set-23	121.5	119.7	118.7	118.8	5.1	4.8	4.6	4.7
ott-23	123.5	121.5	120.3	120.4	2.9	2.8	2.7	2.7
nov-23	123.8	121.6	120.4	120.5	2.5	2.4	2.3	2.2
dic-23	124.2	121.9	120.8	120.9	2.5	2.4	2.3	2.3
<b>Media</b>	<b>121.4</b>	<b>120.0</b>	<b>119.0</b>	<b>119.1</b>	<b>6.3</b>	<b>6.0</b>	<b>5.7</b>	<b>5.8</b>

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	122.4	122.1	120.9	121.0	2.6	2.5	2.3	2.3
feb-24	122.7	122.4	121.3	121.3	2.7	2.6	2.4	2.4
mar-24	124.0	122.4	121.3	121.2	3.1	3.0	2.8	2.7
apr-24	125.0	122.8	121.6	121.5	3.0	3.0	2.8	2.6
mag-24	125.3	123.1	121.8	121.7	2.9	2.8	2.8	2.6
giu-24	125.3	123.1	121.7	121.7	2.9	2.8	2.7	2.6
lug-24	123.3	122.9	121.6	121.6	2.8	2.7	2.5	2.4
ago-24	123.2	123.1	121.8	121.8	2.6	2.5	2.4	2.3
set-24	124.6	122.6	121.3	121.3	2.5	2.4	2.2	2.1
ott-24	126.5	124.2	122.8	122.8	2.4	2.3	2.1	2.0
nov-24	126.8	124.3	122.9	122.9	2.4	2.3	2.1	2.0
dic-24	126.9	124.5	123.2	123.2	2.2	2.1	2.0	1.9
<b>Media</b>	<b>124.7</b>	<b>123.1</b>	<b>121.9</b>	<b>121.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>

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	1.0	-0.3	1.2	0.4	-1.8	0.6	0.3	0.3	0.4
Consumi pubblici	0.0	0.1	-0.1	-0.3	0.4	1.4	-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	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-6.5	-4.3								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	143.5	143.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.3	2.7	8.9	12.5	9.5	7.8	5.7	2.7	2.8	3.0
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.2	0.4	0.3	-2.0	-1.3	-3.9	-2.7	-0.9	-0.7	0.7
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

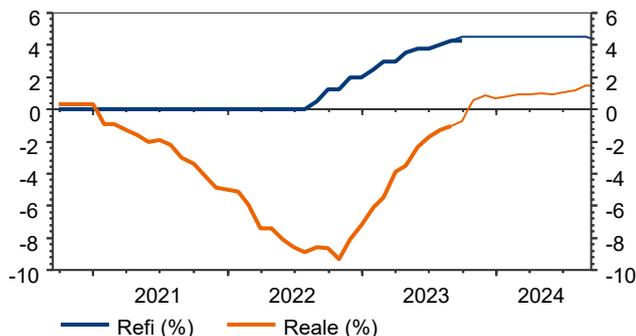
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	14/9	set	dic	mar	giu
Refi	2.50	3.50	4.00	<b>4.25</b>	4.50	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	1.88	2.92	3.40	<b>3.76</b>	3.71	3.90	3.92	3.93
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	<b>3.88</b>	3.80	4.01	4.01	3.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

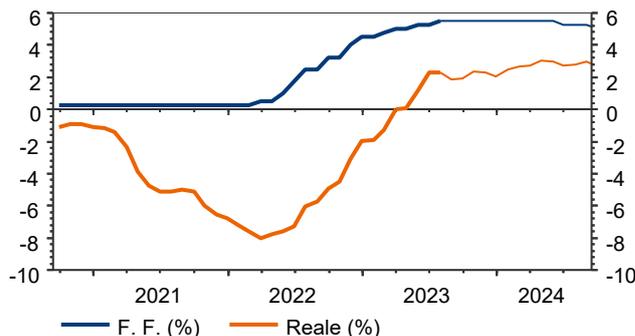


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	14/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	5.00	5.25	<b>5.50</b>	5.50	5.50	5.50	5.25
OIS 3m	4.61	4.93	5.27	<b>5.41</b>	5.42	5.41	5.47	5.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

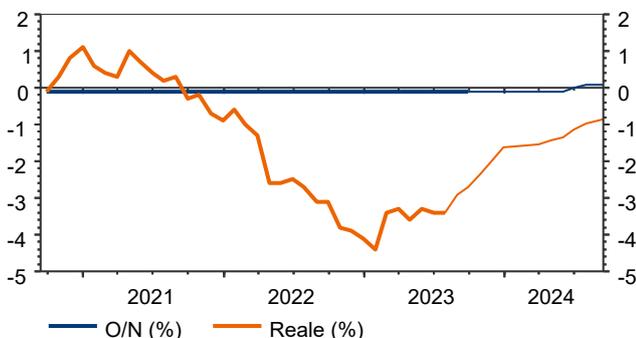


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	dic	mar	giu	14/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	0.01
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

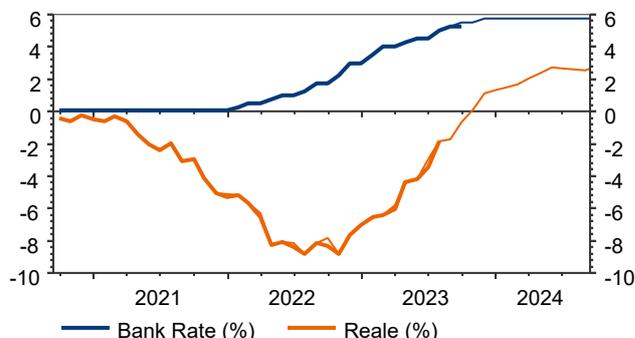


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	14/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	3.50	4.25	5.00	<b>5.25</b>	5.50	5.75	5.75	5.75
Libor GBP 3m	3.87	4.42	5.39	<b>5.58</b>	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	15/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.00	1.05	1.08	1.09	<b>1.0653</b>	1.07	1.10	1.12	1.13	1.14
USD/JPY	109	143	133	140	145	<b>147.88</b>	148	140	135	127	122
GBP/USD	1.38	1.15	1.20	1.27	1.27	<b>1.2408</b>	1.25	1.30	1.31	1.32	1.33
EUR/CHF	1.08	0.96	0.97	0.98	0.96	<b>0.9550</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	129	143	140	153	159	<b>157.57</b>	158	154	151	144	139
EUR/GBP	0.86	0.87	0.87	0.86	0.86	<b>0.8584</b>	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