

Weekly Economic Monitor

Il punto

Federal Reserve in pausa, ma i tassi resteranno alti più a lungo. La riunione del FOMC si è conclusa con tassi fermi a 5,25-5,50%, come atteso. La maggiore sorpresa viene dallo spostamento in direzione *hawkish* del grafico a punti, con tassi più alti di mezzo punto rispetto alle attese di giugno sia per il 2024 che per il 2025.

I market mover della settimana

La settimana in **area euro** è ricca di dati e eventi rilevanti. Il focus sarà sulle stime d'inflazione di settembre che dovrebbero evidenziare un nuovo calo nell'Eurozona, trainato dalla Germania (per via di effetti base favorevoli), e in Italia. In calendario anche le indagini nazionali IFO e Istat, nonché le survey della Commissione Europea, attese confermare la debolezza del ciclo nella parte finale dell'anno. Il tasso di disoccupazione è atteso rimanere invariato in Germania a settembre, mentre in Francia i dati su spese e fiducia delle famiglie offriranno maggiori indicazioni sui consumi privati durante l'estate. Il Governo italiano nella NADEF delineerà il nuovo quadro programmatico di finanza pubblica.

Si prospetta una settimana ricca di dati anche negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sul deflatore di agosto, atteso in aumento di 0,5% m/m (3,5% a/a), spinto dal rincaro dei prezzi del carburante, a fronte di un indice core (0,2% m/m) in linea con il ritmo di crescita degli ultimi mesi. La spesa personale dovrebbe rallentare, frenata dal consumo di beni, mentre il reddito personale dovrebbe registrare un leggero aumento rispetto a luglio. La fiducia dei consumatori di settembre potrebbe correggere moderatamente, anticipando un possibile raffreddamento dei consumi nei prossimi mesi. Fra gli altri dati di agosto, le vendite di case nuove dovrebbero registrare una modesta flessione e gli ordini di beni durevoli potrebbero migliorare grazie alla ripresa delle commesse dell'aeronautica civile.

22 settembre 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Simone Zava
Economista



Il punto

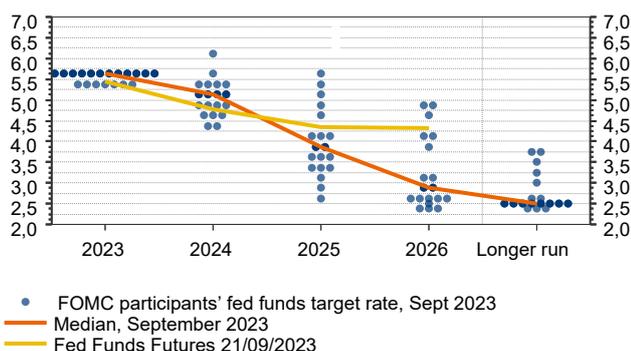
Federal Reserve in pausa, ma i tassi resteranno alti più a lungo. La riunione del FOMC si è conclusa con tassi fermi a 5,25-5,50%, come atteso. La maggiore sorpresa viene dallo spostamento in direzione *hawkish* del grafico a punti, con tassi più alti di mezzo punto rispetto alle attese di giugno sia per il 2024 che per il 2025.

- Come atteso, **la riunione del FOMC si è conclusa con il target sul tasso sui fed funds fermo** a 5,25-5,50%. La decisione è stata presa all'unanimità. La novità fra i membri votanti è l'ingresso di Adriana D. Kugler.
- Il comunicato riporta che nel periodo recente **l'attività economica si è espansa a un ritmo "sostenuto"** (lo *statement* precedente riferiva di un ritmo "moderato"), ma riconosce che **l'aumento dei posti di lavoro, che era giudicato "robusto" a luglio, è rallentato** negli ultimi mesi, pur rimanendo forte. Non ci sono variazioni nelle valutazioni sul tasso di disoccupazione, che resta basso, e sull'inflazione, che rimane elevata.
- Nella conferenza stampa, Powell ha affermato che **la crescita nel periodo recente è stata più forte del previsto**, e che soprattutto i dati sui consumi sono stati particolarmente robusti (aggiungendo che un'attività economica più forte del previsto implica *ceteris paribus* tassi più elevati). **Sul mercato del lavoro continua a prevalere un eccesso di domanda, ma il processo di ribilanciamento sta continuando** (pur senza fare aumentare troppo i disoccupati), il che nel tempo dovrebbe aiutare a contenere le spinte inflazionistiche; inoltre, **la crescita salariale sta cominciando a mostrare segnali di rallentamento, e anche l'inflazione ha cominciato a decelerare dalla metà dell'anno**, anche se la strada per tornare al 2% è ancora lunga.
- Powell ha ribadito che la Fed è consapevole che l'orientamento di politica monetaria sia al momento restrittivo e che i suoi effetti non si siano ancora visti appieno. La scelta di lasciare invariati i tassi alla riunione di questa settimana è stata presa considerando la lunga strada di rialzi intrapresa sinora, ma non significa che la Fed sia "arrivata": per perseguire i suoi obiettivi **la banca centrale è pronta ad alzare ancora i tassi "se appropriato"**. Powell ha ribadito, come già in precedenza, che è necessario un periodo lungo di crescita sotto il trend per raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi, e che la Fed ha bisogno di vedere maggiore evidenza di progressi verso i suoi obiettivi per convincersi di aver raggiunto il punto terminale del suo ciclo restrittivo. Secondo Powell, **i tassi reali dovranno restare in territorio positivo "per un po' di tempo"**.
- L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche (*Summary of Economic Projections*) ha mostrato come atteso una **revisione al rialzo delle stime di crescita**, sia per fine 2023 (a 2,1% dall'1% a/a di giugno) che per fine 2024 (a 1,5% da un precedente 1,1%). Viceversa, **il deflatore dei consumi core è stato rivisto al ribasso di due decimi per quest'anno**, a 3,7% (mantenuto invariato al 2,6% per l'anno prossimo e alzato di un decimo a 2,3% per il 2025). Le stime vedono anche una **revisione al ribasso del tasso di disoccupazione** (al 3,8% dal 4,1% di giugno per fine 2023, e al 4,1% dal 4,5% precedente per i due anni seguenti).
- Il grafico a punti mostra un tasso obiettivo sui fed funds nel 2023 stabile al 5,6% come a giugno, ma evidenzia un **aumento di mezzo punto rispetto al livello atteso tre mesi fa per i due anni successivi**, al 5,1% nel 2024 e al 3,9% nel 2025; il livello dei tassi è visto poi al 2,9% nel 2026 e al 2,5% nel lungo termine.
- In prospettiva, il FOMC seguirà un approccio totalmente dipendente "dall'insieme dei dati" in uscita, e **le decisioni verranno prese "riunione per riunione"** (la Fed sa di essere entrata in una fase in cui occorre procedere con cautela). L'obiettivo è quello di un "soft landing", ovvero di un contenimento delle pressioni inflazionistiche senza danneggiare troppo la crescita, ma l'incertezza sugli effetti della politica monetaria, visti i ritardi con cui agiscono sull'economia, è elevata.
- In sintesi, l'opzione di un ultimo rialzo dei tassi quest'anno resta sul tavolo: non ci sono variazioni in tal senso nella mediana del grafico a punti, posizionata a 5,6% (con 12 membri

a favore di un rialzo e 7 orientati su tassi fermi), ma **la revisione al rialzo delle stime di crescita, e al ribasso sul tasso di disoccupazione, sembrerebbe fornire maggiori argomenti a favore di un nuovo rialzo**, la cui probabilità è aumentata rispetto alla situazione pre-FOMC e oggi potrebbe essere vicina al 50% (i mercati prezzano una nuova stretta con una probabilità inferiore al 30% per la prossima riunione del 1° novembre ma superiore al 50% entro gennaio).

- In ogni caso l'informazione più rilevante emersa dal FOMC è che **occorrerà aspettare più tempo del previsto per vedere tagli dei tassi**, e che il livello di arrivo del ciclo espansivo di politica monetaria che dovrebbe cominciare nel 2024 sarà più alto di quanto stimato in precedenza.
- Sulla scia di previsioni sulla crescita, e sulla disoccupazione, meno ottimistiche di quelle della Fed, pensiamo che il picco sui tassi sia stato raggiunto, anche se attribuiamo a un nuovo rialzo una probabilità vicina al 50%. Tuttavia, **abbiamo spostato in avanti, a settembre 2024, il momento di svolta sui tassi**. Per via di una tenuta migliore del previsto dell'economia anche nel 2024-25, e della lentezza del calo atteso dei salari e dell'inflazione dei servizi core, **la discesa dei fed funds potrebbe essere assai graduale, con tassi a 5% a fine 2024 e al 4,50% a fine 2025**.

Il grafico a punti si sposta verso l'alto per il 2024-25, con ampia dispersione nel 2025



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Proiezioni del FOMC: le revisioni al rialzo sulla crescita e al ribasso sulla disoccupazione giustificano minori tagli dei tassi nel 2024-25

Variabile	Mediana			
	2023	2024	2025	Più lungo termine
PIL reale	2.1	1.5	1.8	1.8
Proiezione giugno	1.0	1.1	1.8	1.8
Tasso disoccup.	3.8	4.1	4.1	4.0
Proiezione giugno	4.1	4.5	4.5	4.0
Deflatore consumi	3.3	2.5	2.2	2.0
Proiezione giugno	3.2	2.5	2.1	2.0
Deflatore core	3.7	2.6	2.3	
Proiezione giugno	3.9	2.6	2.2	
Proiezione sentiero appropriato dei tassi				
Tasso federal funds	5.6	5.1	3.9	2.5
Proiezione giugno	5.6	4.6	3.4	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, settembre 2023. Fonte: Federal Reserve Board

I market mover della settimana

La settimana in **area euro** è ricca di dati e eventi rilevanti. Il focus sarà sulle stime d'inflazione di settembre che dovrebbero evidenziare un nuovo calo nell'Eurozona, trainato dalla Germania (per via di effetti base favorevoli), e in Italia. In calendario anche le indagini nazionali IFO e Istat, nonché le survey della Commissione Europea, attese confermare la debolezza del ciclo nella parte finale dell'anno. Il tasso di disoccupazione è atteso rimanere invariato in Germania a settembre, mentre in Francia i dati su spese e fiducia delle famiglie offriranno maggiori indicazioni sui consumi privati durante l'estate. Il Governo italiano nella NADEF delinea il nuovo quadro programmatico di finanza pubblica.

Si prospetta una settimana ricca di dati anche negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sul deflatore di agosto, atteso in aumento di 0,5% m/m (3,5% a/a), spinto dal rincaro dei prezzi del carburante, a fronte di un indice core (0,2% m/m) in linea con il ritmo di crescita degli ultimi mesi. La spesa personale dovrebbe rallentare, frenata dal consumo di beni, mentre il reddito personale dovrebbe registrare un leggero aumento rispetto a luglio. La fiducia dei consumatori di settembre potrebbe correggere moderatamente, anticipando un possibile raffreddamento dei consumi nei prossimi mesi. Fra gli altri dati di agosto, le vendite di case nuove dovrebbero registrare una modesta flessione e gli ordini di beni durevoli potrebbero migliorare grazie alla ripresa delle commesse dell'aeronautica civile.

Lunedì 25 settembre

Area euro

■ **Germania.** Il nuovo aumento dei tassi di interesse da parte della BCE rappresenterebbe il principale motivo del quinto calo di fila dell'indice **IFO**, atteso a 84,6 in settembre da 85,7 precedente. Gli indicatori sulle aspettative e sulla situazione corrente dovrebbero seguire una dinamica simile a quella registrata dalle medesime componenti dell'indagine ZEW pubblicata la scorsa settimana: l'indice relativo alle attese dovrebbe crescere di quattro decimi, a 83, per effetto di aspettative di calo dell'inflazione, mentre l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe scendere a 86,5 da 89.

Martedì 26 settembre

Stati Uniti

■ La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board è vista correggere moderatamente a settembre, a 104,6 dopo la consistente flessione a 106,1 registrata ad agosto. Le famiglie dovrebbero segnalare un ulteriore calo dell'ottimismo sulle condizioni occupazionali e sulla situazione finanziaria corrente, influenzata dai recenti aumenti del prezzo della benzina, e le aspettative potrebbero scendere appena al di sotto della soglia recessiva di 80. Nel complesso, la survey dovrebbe indicare un possibile rallentamento dei consumi nei prossimi mesi.

■ Le **vendite di case nuove** ad agosto dovrebbero correggere a 700 mila, dopo il rialzo a 714 mila (+4,4% m/m) di luglio. Tra gli indicatori che puntano a un rallentamento delle vendite troviamo un marcato peggioramento della fiducia dei costruttori, la tendenza discendente dei nuovi cantieri (ad agosto sui minimi da giugno 2020) e la scarsità di scorte di case invendute. Il prezzo mediano di vendita potrebbe inoltre calare nei prossimi mesi, in linea con un numero sempre maggiore di costruttori disposto ad offrire sconti e incentivi al fine di sostenere le vendite.

Mercoledì 27 settembre

Area euro

■ **Francia.** La **fiducia dei consumatori** potrebbe calare di un punto a settembre, a 84. Il dato lascerebbe l'indice al di sopra dei livelli toccati nel 1° semestre, ma ancora al di sotto della

media storica. L'indagine di agosto ha evidenziato un deciso indebolimento delle aspettative, mentre i recenti rincari dei carburanti e il forte dibattito sui prezzi alimentari che ha caratterizzato la rentrée politica dovrebbero pesare sul morale dei nuclei familiari.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** di agosto (prel.) sono previsti in calo di -1,6% m/m da - 5,2% m/m, grazie a una ripresa delle commesse dell'aeronautica civile, dopo la forte volatilità registrata a causa degli ordini di Boeing degli ultimi mesi. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero segnare una variazione di 0,3% m/m, proseguendo su un trend discendente anticipato dalle recenti indagini manifatturiere.

Giovedì 28 settembre

Area euro

- **Area euro.** Le **indagini di fiducia della Commissione Europea** di settembre confermeranno il quadro di rallentamento del ciclo nel 2° semestre. L'indice composito ESI dovrebbe correggere a 92,5 da un precedente 93,3.
- **Italia.** Le **indagini Istat** dovrebbero mostrare un nuovo calo della fiducia di consumatori e imprese a settembre, anche per effetto del nuovo rialzo dei tassi da parte della BCE. Il morale delle famiglie è visto a 106,2 da 106,5 di agosto, quello delle aziende manifatturiere potrebbe vedere una flessione più significativa, a 97 da 97,8 precedente. L'indice composito IESI di fiducia delle imprese dovrebbe vedere anch'esso un calo, a 106,2 dal 106,8 del mese scorso.
- **Germania. I dati dai Länder** dovrebbero mostrare un significativo rallentamento dell'inflazione a settembre, a 4,5% da 6,1% sulla misura nazionale e al 4,3% dal 6,4% sull'indice armonizzato. Il calo sarebbe imputabile a effetti base sia sulla componente core (al netto di alimentari ed energia), attesa a 4,7% da 5,5% precedente, che sull'energia. Nel mese i prezzi sono visti in aumento di +0,3% m/m sul CPI e di +0,1% m/m sull'IPCA. L'inflazione media annua dovrebbe passare dal 6,1% di quest'anno al 2,9% nel 2024 (sull'IPCA).

Stati Uniti

- La stima finale del **PIL** del 2° trimestre dovrebbe confermare la variazione di 2,1% t/t ann., in accelerazione rispetto al 2% t/t del trimestre precedente grazie principalmente alla spinta degli investimenti fissi non residenziali (6,1% t/t ann.) e dei consumi delle famiglie (1,7% t/t ann.).

Venerdì 29 settembre

Area euro

- **Area euro.** La **stima preliminare** dovrebbe mostrare un'**inflazione** dell'Eurozona a settembre in calo al 4,5% (0,5% m/m) da 5,2% a/a; anche l'inflazione al netto di energia ed alimentari freschi è vista in calo, al 5,7% dal 6,2% precedente. Nelle nostre stime, l'indice generale potrebbe attestarsi al 3,4% a fine anno, e scendere al 2,4% a dicembre 2024. L'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è stimato al 4% a fine 2023 e al 2,2% a dicembre 2024.
- **Germania.** Il **tasso di disoccupazione** è atteso invariato a settembre, al 5,7%. Vediamo una ulteriore salita del tasso dei senza-lavoro nei prossimi mesi per effetto del rallentamento ciclico.
- **Francia.** A settembre, i **prezzi al consumo** sono attesi in calo di mezzo punto sia sull'indice nazionale, che su quello armonizzato. L'inflazione dovrebbe risultare stabile al 4,9% sull'indice nazionale e al 5,7% sull'IPCA, per via di effetti base sfavorevoli. In prospettiva, l'inflazione francese dovrebbe calare nei prossimi mesi, per attestarsi al 4,4% (sul CPI) a fine anno.
- **Francia.** La **spesa per consumi** di beni potrebbe tornare a calare di -0,4% m/m dopo tre rialzi consecutivi. Se il dato fosse confermato lascerebbe comunque i consumi in rotta per un

rimbalzo nel 3° trimestre. Nonostante i dati favorevoli sulle immatricolazioni di auto, le rilevazioni sul morale degli esercenti dopo saldi estivi complessivamente deludenti suggeriscono che gli acquisti al dettaglio potrebbero essere rimasti deboli anche in agosto. Anche i consumi di energia sono visti sostanzialmente invariati dopo la correzione di luglio: se la lunga ondata di calore di fine mese sosterrà i consumi di elettricità, il rincaro dei prezzi continuerà a pesare sugli acquisti di carburante.

- **Italia.** L'**inflazione** è attesa calare per il quinto mese di fila a settembre, a 4,8% a/a da 5,4% sull'indice nazionale e a 5,1% da 5,8% sull'armonizzato. Nel mese i prezzi al consumo avrebbero registrato un calo di -0,4% m/m sul NIC e un rimbalzo di +1,2% m/m sull'IPCA dopo i saldi estivi. L'indice al netto di energetici e alimentari freschi dovrebbe anch'esso rallentare a 4,3% da 4,8% di agosto sul NIC. In media annua, l'inflazione nazionale dovrebbe passare dal 6% del 2023 al 2,6% nel 2024, mentre la media dell'indice al netto di energia ed alimentari freschi è attesa calare al 2,5% dal 5,2% di quest'anno.

Stati Uniti

- La **spesa personale** ad agosto è prevista in rialzo di 0,4% m/m, in rallentamento rispetto al mese precedente (0,8%). La spesa in beni dovrebbe moderare, alla luce della variazione solo marginalmente positiva registrata dall'aggregato più "core" delle vendite al dettaglio (0,1% m/m, minimo da marzo). I servizi dovrebbero proseguire su un trend positivo, come indicato dalle indagini del settore (ancora ampiamente in territorio espansivo), nonostante il lieve raffreddamento delle vendite dei servizi di ristorazione registrate nel mese di agosto. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,3% m/m, in leggero aumento rispetto alla rilevazione precedente, ma sarà particolarmente importante monitorare l'evoluzione del tasso di risparmio, in forte discesa a luglio (minimo da novembre), segnale che le famiglie potrebbero faticare nei prossimi mesi a mantenere l'attuale ritmo di spesa. Il **deflatore** è atteso in crescita di 0,5% m/m sull'indice headline (3,5% a/a da 3,3%), spinto dal rincaro dei prezzi del carburante, e di 0,2% m/m su quello core (3,9% a/a da 4,2%), confermando il rallentamento della dinamica dei prezzi dei servizi core ex-abitazione (come anticipato dal PPI di agosto).

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (25 – 29 settembre)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 25/9	10:00	GER	IFO (attese)		set	82.6	82.8	83.0
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		set	89.0	87.7	86.5
	10:00	GER	IFO	**	set	85.7	85.0	84.6
Mar 26/9	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		lug	-1.2	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		lug	0.3	%	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	ago	0.714	Mln	0.700
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	set	106.1		105.9
Mer 27/9	08:00	GER	Fiducia consumatori		ott	-25.5		-26.0
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		set	85		84
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	ago	-0.4	%	-1.0
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	ago	-5.2	%	-1.6
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	ago	0.4	%	0.3
Gio 28/9	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		set	2.4	%	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	set	97.8		97.0
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		set	106.5		106.2
	10:00	ITA	PPI m/m		ago	-0.1	%	
	10:00	ITA	PPI a/a		ago	-10.2	%	
	11:00	EUR	Fiducia servizi		set	3.9		3.0
	11:00	EUR	Fiducia industria		set	-10.3		-11.0
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	set	93.3		92.5
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		set	prel -17.8		-17.8
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	set	6.4	%	4.8
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	set	0.4	%	0.5
	14:00	GER	CPI (Länder) a/a prelim	*	set	6.1	%	4.6
	14:00	GER	CPI (Länder) m/m prelim	**	set	0.3	%	0.4
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	201	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.662	Mln	
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T2	prel 3.7	%	3.7
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T2	prel 2.0	%	2.0
14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T2	prel 2.1	%	2.2	

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 dei dati macroeconomici (25 – 29 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven	29/9	GIA	Tasso di disoccupazione		ago	2.7	%	2.6	
			Job to applicant ratio		ago	1.3		1.3	
			GIA	Vendite al dettaglio a/a		ago	7.0 (6-8)	%	6.6
			GIA	Produzione industriale m/m prelim		ago	-1.8	%	-0.8
			GIA	Fiducia delle famiglie		set	36.2		
			GB	PIL t/f finale		T2	prel 0.2	%	0.2
			GER	Prezzi import a/a		ago	-13.2	%	
			GER	Vendite al dettaglio m/m	*	ago	-0.8	%	0.1
			GER	Vendite al dettaglio a/a		ago	-2.2	%	
			FRA	IPCA a/a prelim	*	set	5.7	%	5.7
			FRA	Spese per consumi m/m	**	ago	0.3	%	-0.4
			GER	Tasso di disoccupazione		set	5.7	%	5.7
			GER	Variazione n° disoccupati	*	set	18	x1000	14
			ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		lug	9.5	Mld €	
			ITA	Fatturato industriale m/m		lug	0.4	%	
			ITA	Fatturato industriale a/a		lug	1.3	%	
			GB	Credito al consumo		ago	1.191	Mld £	
			ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	set	0.3	%	-0.4
			ITA	IPCA a/a prelim	*	set	5.5	%	5.1
			ITA	IPCA m/m prelim	**	set	0.2	%	1.2
			ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	set	5.4	%	4.8
			EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	set	6.2	%	5.7
			EUR	CPI a/a stima flash	**	set	5.2	%	4.6
			USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		ago	-91.2	Mld \$	
			USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	ago	4.2	%	3.9
			USA	Deflatore consumi a/a	*	ago	3.3	%	3.5
			USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	ago	0.2	%	0.2
		USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	ago	0.8	%	0.5	
		USA	Redditi delle famiglie m/m		ago	0.2	%	0.4	
		USA	PMI (Chicago)	*	set	48.7			
		USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		set	prel 67.7		67.7	
Sab	30/9	CN	PMI non manifatturiero - NBS		set	51.0			
			PMI manifatturiero - NBS	*	set	49.7			
			PMI composito - Caixin		set	51.3			
Dom	1/10	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	set	51.0			
			PMI servizi - Caixin	*	set	51.8			

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 (25 – 29 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	25/9	09:00 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Mar	26/9	00:00 USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		09:00 EUR	Discorso di Lane (BCE)
Mer	27/9	ITA	* Il Ministero dell'Economia presenta la Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza (NADEF)
Gio	28/9	15:00 USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		16:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		19:00 USA	Discorso di Cook (Fed)
		22:00 USA	* Discorsi di Powell (Fed)
Ven	29/9	01:00 USA	Discorso di Barkin (Fed)
		09:40 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		18:45 USA	Discorso di Williams (Fed)
		POR	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano del Portogallo

Note: (**) molto importante; (*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Indice Mercato Immobiliare NAHB	set	50		50	45	
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	lug	186.0	(195.9)	Mld \$	8.8	
Licenze edilizie	ago	1.443		Mln	1.443	1.543
Nuovi cantieri residenziali	ago	1.447	(1.452)	Mln	1.440	1.283
Richieste di sussidio	settim	221	(220)	x1000	225	201
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.683	(1.688)	Mln	1.695	1.662
Saldo partite correnti	T2	-214.5	(219.3)	Mld \$	-221.0	-212.1
Indice Philadelphia Fed	set	12.0			-0.7	-13.5
Vendite di case esistenti (mln ann.)	ago	4.07		Mln	4.10	4.04
Indice anticipatore m/m	ago	-0.3	(-0.4)	%	-0.5	-0.4
Markit PMI Composito prelim.	set	50.2				
Markit PMI Manif. prelim.	set	47.9			48.0	
Markit PMI Servizi prelim.	set	50.5			50.6	

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

La **fiducia dei costruttori** rilevata da NAHB ha registrato il secondo calo consecutivo a settembre, attestandosi a 45 da 50 di agosto, sotto la soglia di invarianza per la prima volta negli ultimi cinque mesi. Il morale è ancora frenato dagli elevati tassi sui mutui (stabilmente sopra il 7%) e dalla carenza di manodopera e lotti edificabili. Per sostenere le vendite, un numero sempre maggiore di costruttori segnala di aver ridotto i prezzi delle case (32% del totale rispetto al 25% di agosto) e di fornire ogni sorta di incentivo (59% degli intervistati, massimo da aprile), ma la limitata offerta di case sul mercato sta mantenendo i listini su livelli ancora elevati.

I **nuovi cantieri residenziali** ad agosto hanno sorpreso verso il basso, calando a 1,283 mln (-11,3% m/m, -2,7% a/a) da 1,447 mln di luglio (un minimo da giugno 2020), con un crollo sia della componente multifamiliare (-26,3% m/m) che, in minor misura, di quella unifamiliare (-4,3% m/m). Le licenze, invece, sono cresciute più delle aspettative, a 1,543 mln da 1,443 mln, indicando che la domanda abitativa nel breve termine rimane ancora sostenuta. Il settore rimane fortemente penalizzato dalla politica monetaria restrittiva della Fed, che ha portato i tassi dei mutui su nuovi massimi, e dal rallentamento del mercato del lavoro; pertanto, ci aspettiamo che il ritmo delle nuove costruzioni rallenti ancora nell'ultimo trimestre dell'anno.

Le **vendite di case esistenti** ad agosto sono calate lievemente, a 4,04 milioni dai 4,07 milioni di luglio (-0,7% m/m, -15,3% a/a), tornando sui livelli di inizio anno. Le scorte di case invendute restano relativamente basse, pari a 3,3 mesi di vendite, su valori pari a circa la metà dei livelli pre-pandemici, mentre i prezzi di vendita si mantengono su livelli elevati ma confermano il trend di rallentamento visto negli ultimi due mesi.

L'indice della **Philadelphia Fed** di settembre ha sorpreso al ribasso, calando a -13,5 da 12 di agosto, con ordini, attività e consegne ritornate in territorio negativo dopo il rimbalzo dello scorso mese. L'indicatore sull'occupazione ha subito una flessione meno marcata, ma è anch'esso rimasto in territorio recessivo, mentre i prezzi pagati e ricevuti hanno registrato marginali variazioni positive nel mese. Segnali positivi provengono dalle aspettative a 6 mesi, in rialzo per la terza rilevazione consecutiva, con previsioni di modesta riaccelerazione di ordini e consegne nei prossimi mesi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Bilancia commerciale	ago	-66.3	(-78.7)	Mld ¥ JP	-659.1	-930.5
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	ago	3.1		%	3.0	3.1
CPI (naz.) a/a	ago	3.3		%		3.2
PMI manifatturiero prelim.	set	49.6				48.6

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

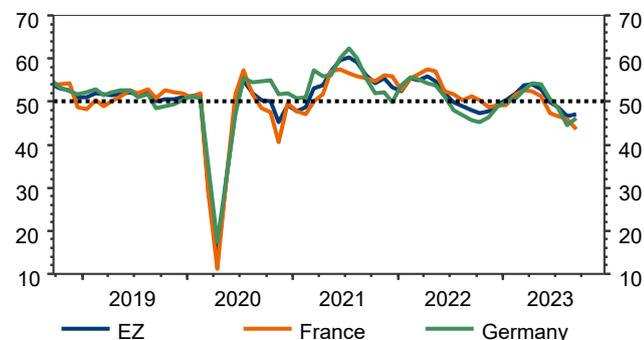
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	CPI a/a finale	ago	5.3	%	5.3	5.2
EUR	CPI m/m finale	ago	-0.1	%	0.6	0.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ago	6.2	%	6.2	6.2
EUR	Fiducia consumatori flash	set	-16.0		-16.5	-17.8
EUR	PMI servizi prelim	set	47.9		47.7	48.4
EUR	PMI composito prelim	set	46.7		46.5	47.1
EUR	PMI manifatturiero prelim	set	43.5		44.0	43.4
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	set	97	(96)	97	99
FRA	PMI servizi prelim	set	46.0		46.0	43.9
FRA	PMI manifatturiero prelim	set	46.0		46.0	43.6
GER	PPI a/a	ago	-6.0	%	-12.6	-12.6
GER	PPI m/m	ago	-1.1	%	0.2	0.3
GER	PMI servizi prelim	set	47.3		47.2	49.8
GER	PMI manifatturiero prelim	set	39.1		39.5	39.8
SPA	PIL t/t finale	T2	0.4	%	0.4	0.5

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

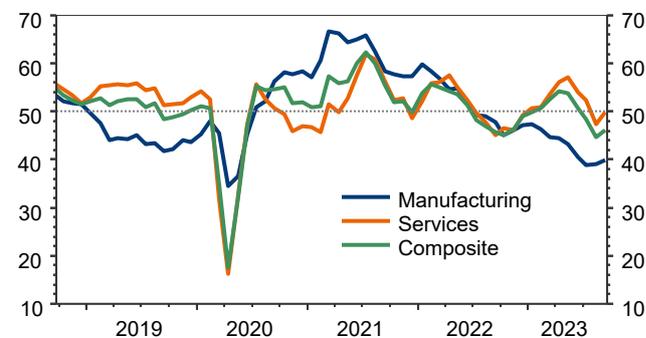
Area euro. A settembre il **PMI composito** è salito a 47,1 da un precedente 46,7, interrompendo una striscia di quattro cali consecutivi. Il **PMI manifatturiero** risulta poco mosso su livelli ancora ampiamente recessivi a 43,4, da 43,5; dopo il brusco calo di agosto, il **PMI servizi** sale a 48,4 da 47,9. Le indicazioni sui **prezzi** segnalano una riaccelerazione, per il secondo mese del ritmo di crescita dei prezzi pagati dalle imprese sia nella manifattura che nei servizi, spinti probabilmente dal recente rincaro dei prezzi dei carburanti. Non sembra al contrario arrestarsi la tendenza di rallentamento dei prezzi di vendita, in crescita al tasso più lento da febbraio 2021, influenzata anche dal calo della domanda. Tra le principali economie continuano le sorprese al ribasso in **Francia**, dove il PMI composito crolla al 43,5 (minimo da novembre 2020) da un precedente 46, con forti cali diffusi a manifattura e servizi. La netta divergenza in atto tra indagini PMI e quelle INSEE e Banque de France ci spinge ad interpretare questo dato con cautela e continuiamo a ritenere che in questa fase il PMI stia sovrastimando il rallentamento francese (come peraltro già successo in passato). In **Germania** il rimbalzo del PMI composito a 46,2 è incoraggiante ma non è sufficiente a recuperare il forte calo a 44,6 del mese precedente. Si registra però il secondo rialzo del PMI manifatturiero (39,8 da 39,1), che potrebbe aver superato il punto di minimo ed è ora in fase di stabilizzazione su bassi livelli. Il PMI servizi si riavvicina alla soglia d'invarianza (49,8 da 47,3), ma riteniamo rimarrà debole nei prossimi mesi. **I dati sono compatibili con un aumento dei PMI in Italia e Spagna.**

Il recupero del PMI composito in Eurozona è stato frenato dal pesante calo francese



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

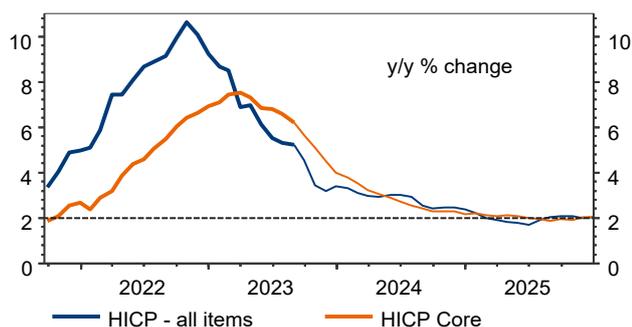
Germania: manifattura in stabilizzazione su livelli ancora recessivi, i servizi si riavvicinano alla soglia d'invarianza



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

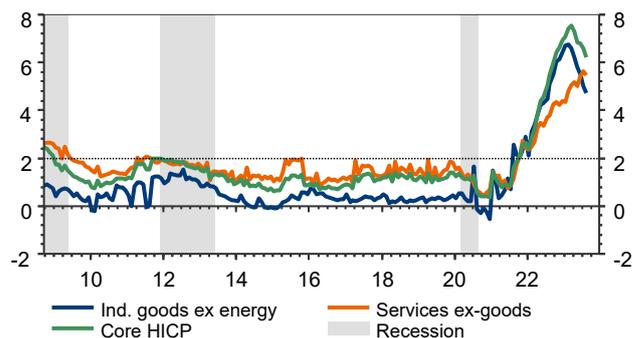
Area euro. L'inflazione è stata rivista al ribasso di un decimo rispetto alla stima preliminare, a 5,2% (+0,6% m/m); a luglio l'inflazione era al 5,3%. L'indice core BCE (che esclude+ energia e alimentari freschi) ha invece confermato il quinto calo consecutivo, a 6,2% (+0,3% m/m) da 6,6% precedente; confermato anche il calo dell'indice al netto di alimentari ed energia, passato al 5,3% (+0,3% m/m) dal 5,5% di luglio. Quasi tutte le principali componenti sono in rallentamento con l'eccezione dell'energia, risalita temporaneamente al -3,3% da -6,1% di luglio a causa del rincaro dei carburanti e di un effetto base sfavorevole; l'energia tornerà a calare da settembre e toccherà un punto di minimo ad ottobre. Gli alimentari (a 9,7% da 10,8% precedente) continuano a far segnare i cali più ampi: la flessione riguarda sia gli alimentari lavorati (a 10,3% da 11,3%), che quelli freschi (a 7,8% da 9,2% precedente). L'inflazione dei beni industriali non energetici, scesa per il sesto mese consecutivo a 4,7% da 5%, è attesa continuare a calare nei prossimi mesi sulla scia della normalizzazione dei fattori di offerta e di un indebolimento della domanda, sino a raggiungere il 2,9% a fine anno. La correzione, infine, è stata solamente marginale nei servizi, a 5,5% da 5,6% precedente, ma pensiamo che questa componente abbia superato ormai il punto di massimo e continuerà a calare nei prossimi mesi. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe calare al 4,5% a settembre e scendere al 3,4% a fine anno; la crescita dei prezzi dovrebbe avvicinarsi alla soglia del 2% solo a inizio 2025. L'indice core BCE dovrebbe calare in maniera più marcata da settembre, anche per effetti base sfavorevoli sui servizi tedeschi, sino a scendere al 4% a fine 2023 e al 2,2% a dicembre 2024.

Inflazione generale vs. inflazione sottostante



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo

Area euro. I dati BCE di luglio hanno registrato un restringimento dell'avanzo di **partite correnti** a 20,9 miliardi di euro dai 35,8 miliardi di giugno (dati destagionalizzati). In particolare, l'incremento del surplus nei servizi (11 mld da 8 mld) non è risultato sufficiente a compensare la diminuzione nel commercio di beni (23 mld da 38 mld). In ridimensionamento sia l'avanzo sui redditi primari (1 mld da 4 mld) sia il deficit per quelli secondari (-14 mld da -15 mld).

Area euro. L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è calato per il secondo mese a settembre, a -17,8 da un precedente -16, un minimo dallo scorso marzo. L'inversione di tendenza dopo il recupero visto nei mesi precedenti sembra confermare come i nuclei familiari stiano risentendo di prezzi ancora elevati e degli effetti della restrizione monetaria, suggerendo la presenza di rischi al ribasso sulle nostre stime di ripartenza dei consumi nei prossimi trimestri.

Negli ultimi mesi il morale dei consumatori ha beneficiato del calo dell'inflazione ma il trend potrebbe essersi invertito



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

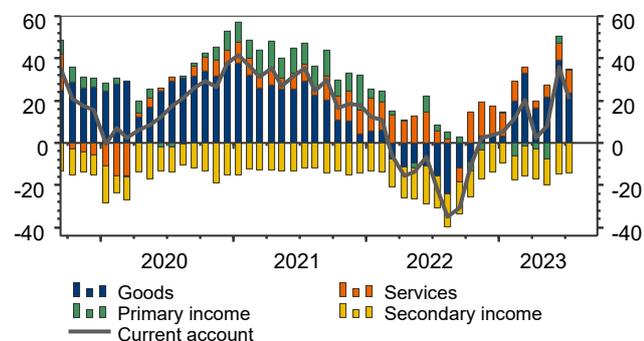
Rischi al ribasso sulla ripresa dei consumi nel 2° semestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

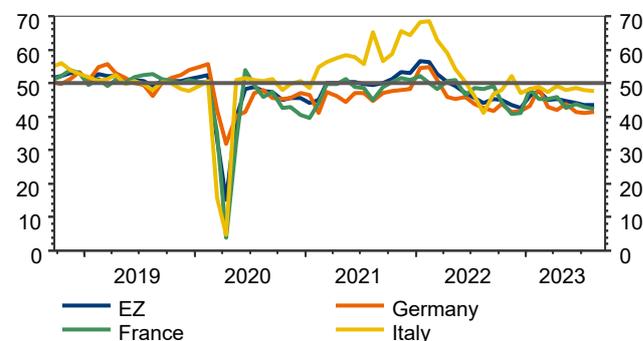
Area euro. La **produzione nelle costruzioni** è cresciuta meno delle attese a luglio, di 0,8% m/m, dopo che la flessione del mese precedente è stata rivista al ribasso di due decimi a -1,2% m/m. Tra le principali economie il dato è stato appesantito dalla flessione italiana a fronte di rimbalzi in Germania, Francia e Spagna. Nell'ipotesi, ottimistica, di una stagnazione dell'output nelle costruzioni nei due mesi seguenti, il settore potrebbe risultare poco più che invariato nel 3° trimestre; tuttavia, le indagini di fiducia e i dati su permessi di costruzione e domanda di mutui puntano verso una contrazione anche nel trimestre estivo, anche di entità minore rispetto a quella registrata in primavera.

Si restringe l'avanzo di partite correnti a luglio



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

PMI costruzioni in territorio recessivo in area euro

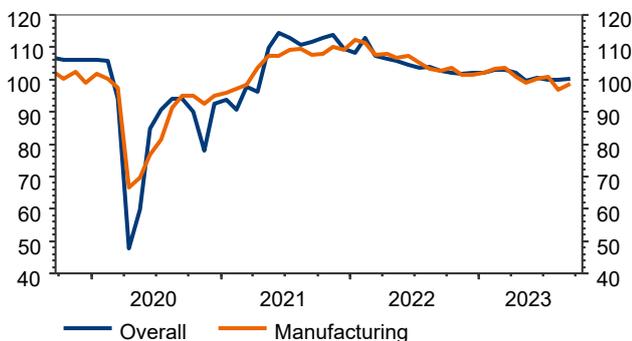


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Germania. I **prezzi alla produzione** sono cresciuti di +0,3% m/m (da -1,1% a luglio), per una variazione annua a -12,6% da -6% precedente (minimo da quando esiste la serie, ovvero dal 1949). La ragione principale del calo tendenziale del PPI è stato il crollo dei prezzi dell'energia, ma anche la flessione dei prezzi dei beni intermedi. L'inflazione sui beni di consumo e sui beni strumentali continua a rallentare. Al netto dell'energia (-31,9% a/a, con l'energia elettrica a -43,2% a/a), il PPI risulta in crescita dell'1,2% rispetto allo stesso mese dello scorso anno.

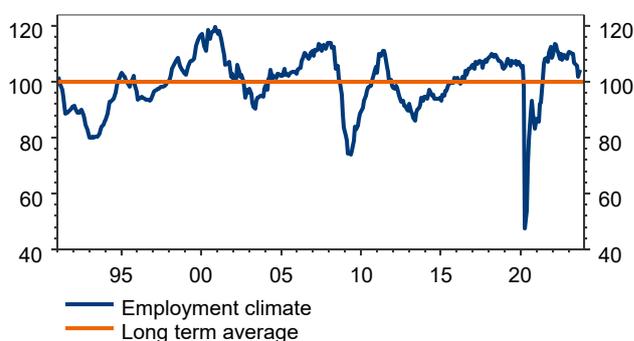
Francia. A settembre l'indice composito INSEE di **fiducia delle imprese** si è stabilizzato sulla media di lungo periodo (100). Il morale ha mostrato un recupero nel manifatturiero (99 da 97) mentre è calato nelle costruzioni e nel commercio al dettaglio. Invariato l'indice nei servizi (102), poco al di sopra della media storica. L'indagine INSEE sembra suggerire che il quadro delineato dai PMI possa essere eccessivamente pessimista e che i rischi recessivi in Francia siano minori che altrove. Tuttavia, il morale delle imprese resta al di sotto della media toccata nei primi sei mesi dell'anno, e compatibile con un'attività fiacca nel 2° semestre.

Clima economico stabile per il quarto mese a settembre, parziale rimbalzo per la manifattura



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Intenzioni di assunzione in rallentamento ma ancora positive



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Italia. A luglio la **produzione nelle costruzioni** è calata di -1,6% m/m (-1,1% a/a), annullando il progresso di 1,5% registrato il mese precedente. Il dato lascia l'output in rotta per una contrazione anche nel 3° trimestre, seppur su ritmi meno severi rispetto a quella registrata durante la primavera.

Italia. La **revisione dei conti nazionali annuali** relativa al triennio 2020-2022 ha mostrato una ampia rilettura al rialzo del livello del PIL sia in termini nominali (+37,3 miliardi nel 2022) che reali (+22,6 miliardi sempre per il 2022). Il tasso di crescita del PIL non è variato per il 2022, mentre è stato rivisto al rialzo per il 2021, di 2,1 punti percentuali a prezzi correnti e di 1,2 punti a prezzi costanti (a 9,7% e 8,3%, rispettivamente). La revisione ha riguardato soprattutto consumi delle famiglie e investimenti. Per quanto riguarda la finanza pubblica, l'indebitamento netto 2022 è rivisto in senso migliorativo per quasi 3 miliardi, ma è confermato all'8% in rapporto al PIL. La principale novità è che il rapporto debito/PIL è più basso di quasi tre punti di quanto stimato in precedenza, a 141,6% anziché a 144,4%.

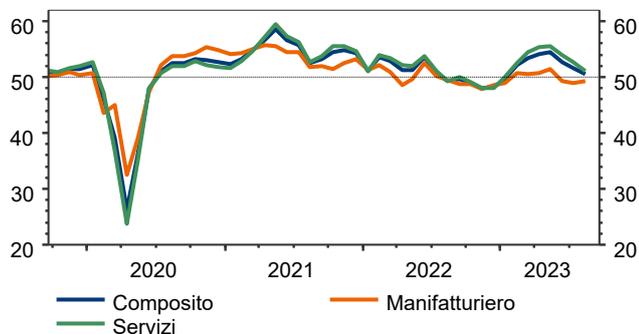
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	set	3.45	%	3.45
Tasso prime rate a 5 anni	set	4.20	%	4.20

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

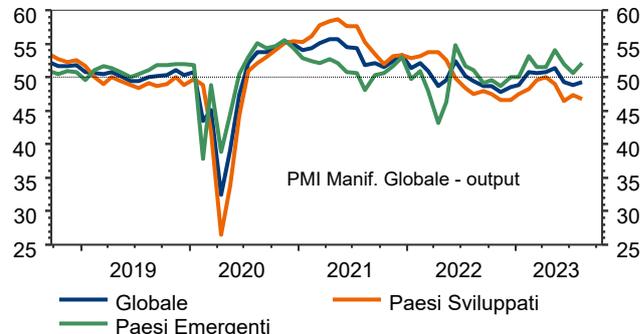
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



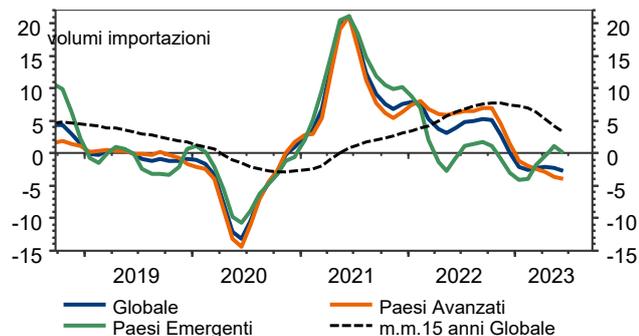
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



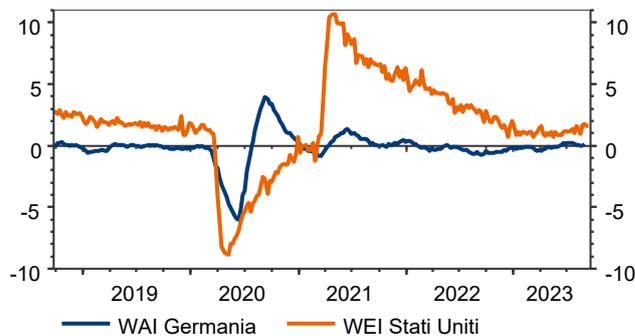
Fonte: S&P Global

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



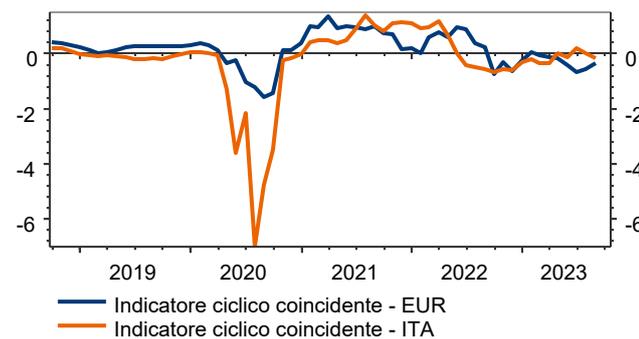
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



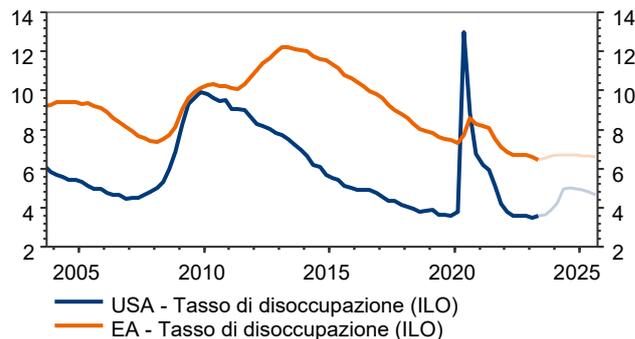
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

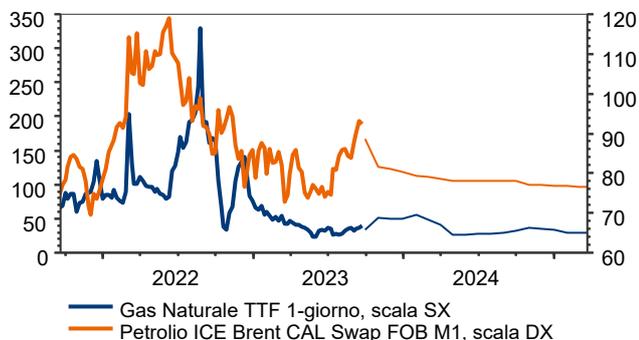
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

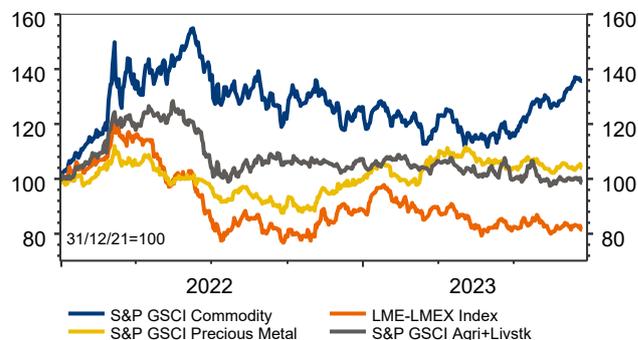
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



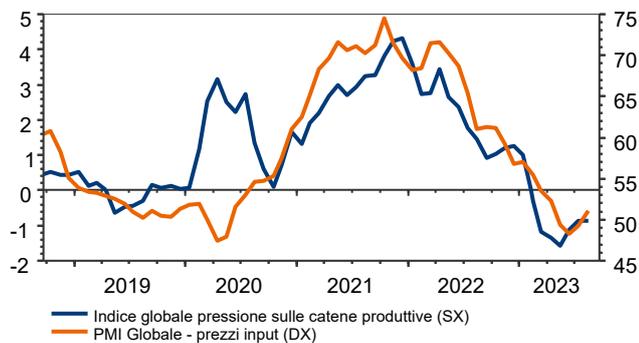
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



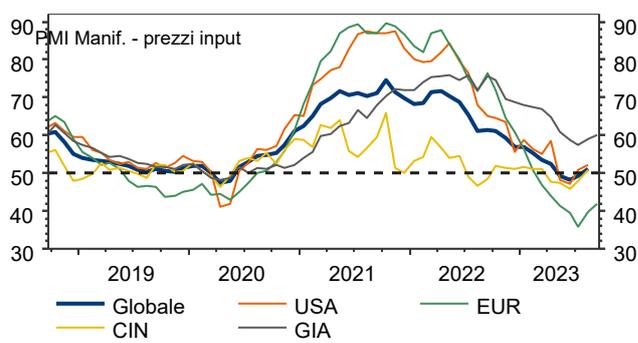
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



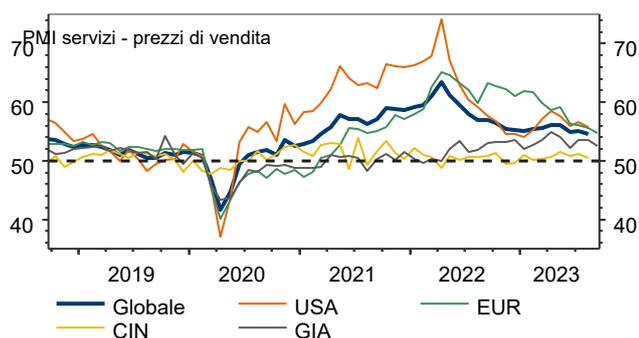
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



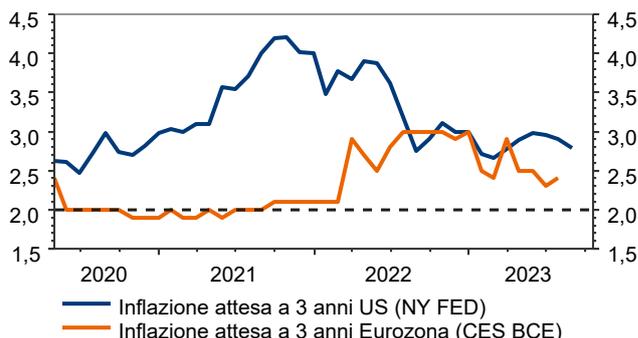
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

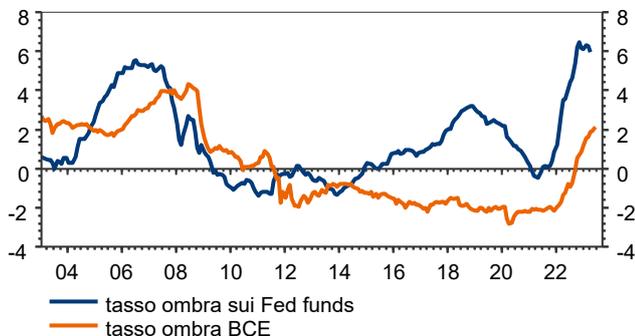
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

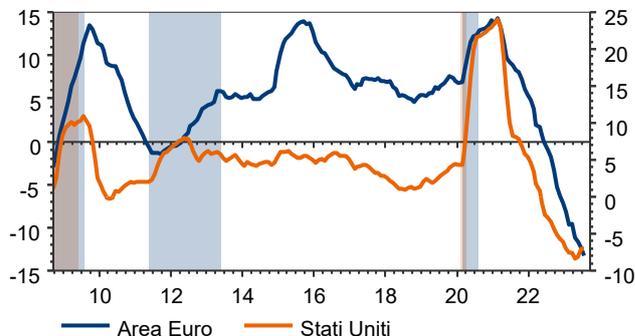
Condizioni Finanziarie

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



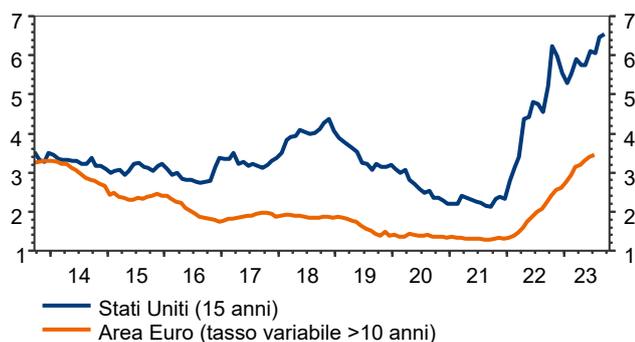
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



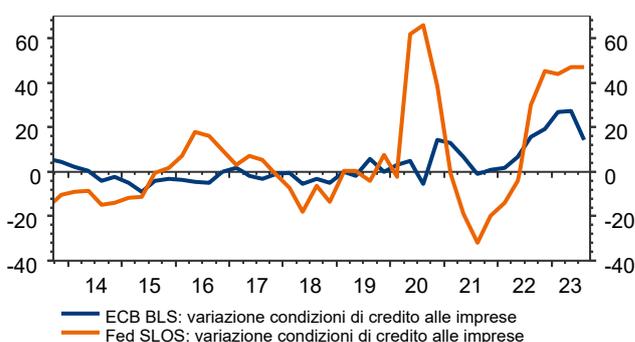
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



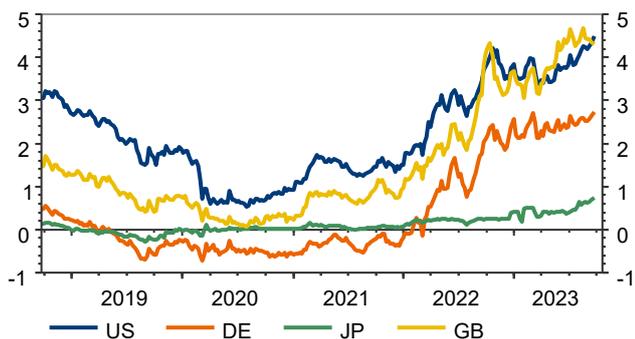
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



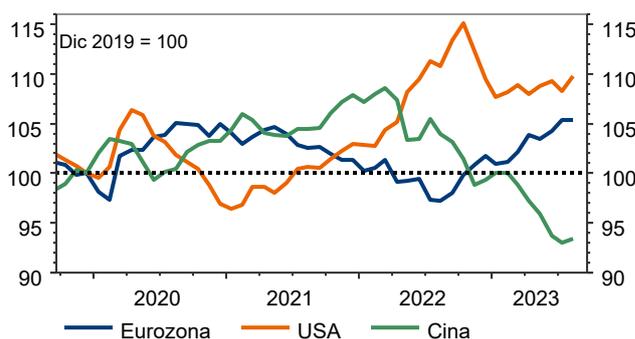
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

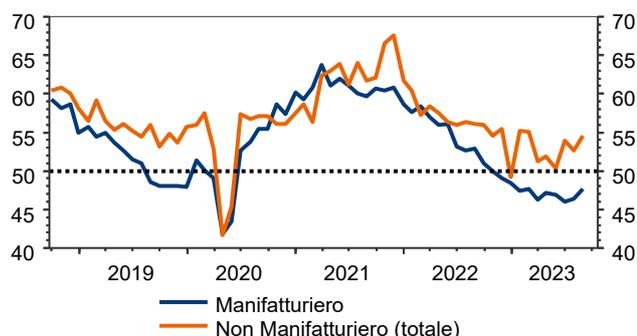
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

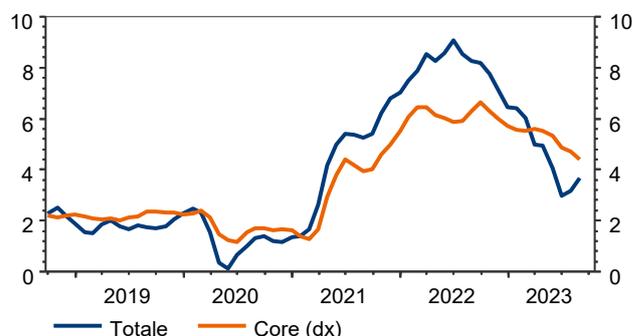
Stati Uniti

Indagini ISM



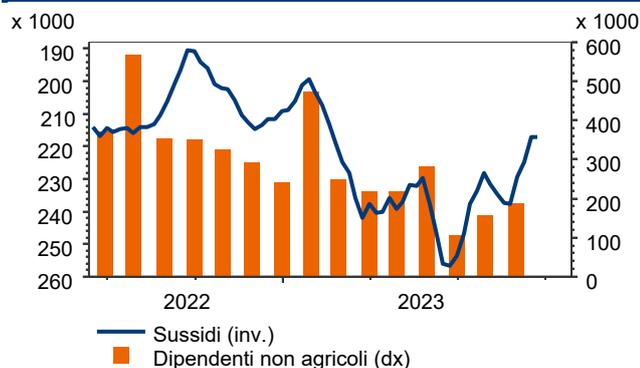
Fonte: ISM

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

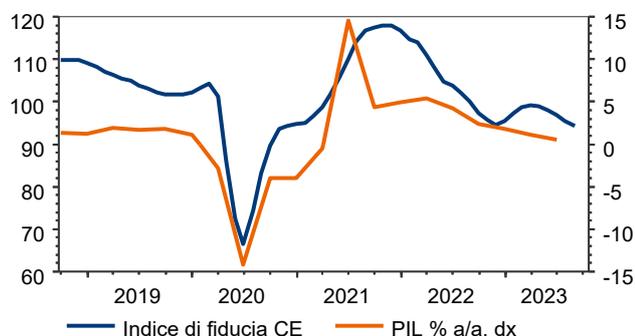
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.0	1.0	1.9	0.9	1.8	2.5	2.3	1.6	1.1	0.8
- trim./trim. annualizzato				3.2	2.6	2.0	2.1	2.4	0.0	-0.1	1.0
Consumi privati	2.7	2.2	0.9	2.3	1.0	4.2	1.7	2.0	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	-3.3	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-7.2	-6.4								
Debito pubblico (% PIL)	144.2	144.0	147.5								
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	-0.2	0.5	-0.6	-0.1	0.2	0.5	-0.3	-0.8	0.3
Disoccupazione (%)	3.7	3.7	4.1	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.0	4.1

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

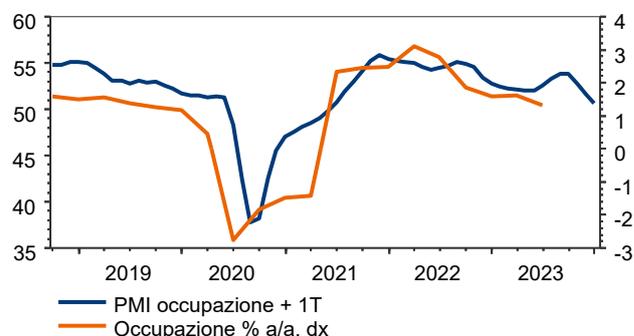
Area euro

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	124.0	119.9	116.8	123.7	5.2	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	125.2	120.5	117.3	124.8	3.4	5.1	4.2	3.3
nov-23	124.8	120.2	117.1	124.3	3.2	4.5	4.0	3.0
dic-23	124.6	120.3	117.5	124.2	3.4	4.0	3.8	3.3
Media	123.4	119.0	116.0	123.0	5.6	6.2	5.0	5.6

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	124.3	119.7	116.6	123.8	3.3	3.8	3.7	3.2
feb-24	125.0	120.4	117.3	124.5	3.1	3.5	3.5	3.0
mar-24	126.0	121.5	118.4	125.5	3.0	3.2	3.2	2.9
apr-24	126.7	122.5	119.5	126.2	2.9	3.0	3.1	2.8
mag-24	126.9	122.6	119.5	126.4	3.0	2.9	2.9	2.9
giu-24	127.2	122.9	119.7	126.7	3.0	2.7	2.7	2.9
lug-24	127.0	122.6	119.2	126.4	2.9	2.5	2.4	2.8
ago-24	127.2	122.8	119.4	126.7	2.6	2.4	2.2	2.4
set-24	127.7	123.1	119.7	127.2	2.4	2.3	2.0	2.4
ott-24	128.3	123.3	120.0	127.7	2.4	2.3	2.2	2.4
nov-24	127.9	122.9	119.7	127.3	2.5	2.3	2.2	2.4
dic-24	127.6	123.0	120.0	127.0	2.4	2.2	2.1	2.3
Media	126.8	122.3	119.1	126.3	2.8	2.8	2.7	2.7

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.

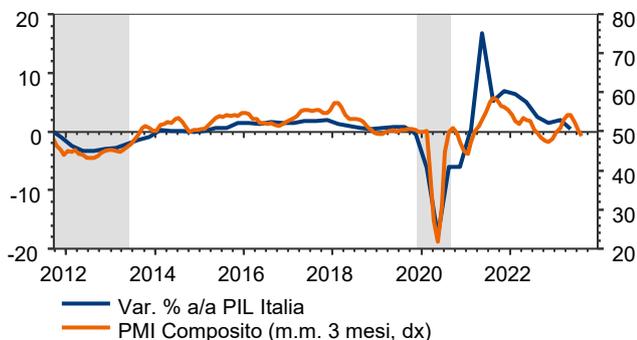
Previsioni

	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	0.4	0.5
- t/t				0.3	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3
Consumi privati	4.3	0.3	0.8	0.9	-0.7	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
Investimenti fissi	2.9	0.9	0.6	0.9	-0.2	0.3	0.3	-0.3	0.0	0.0	0.3
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	0.6	1.5	1.2	-0.4	0.0	-0.7	0.4	0.3	0.3	0.5
Importazioni	8.0	-0.4	1.7	2.5	-1.4	-1.3	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	-0.3	0.1	0.2	-0.2	-0.5	0.4	-0.2	0.1	0.1	0.0
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

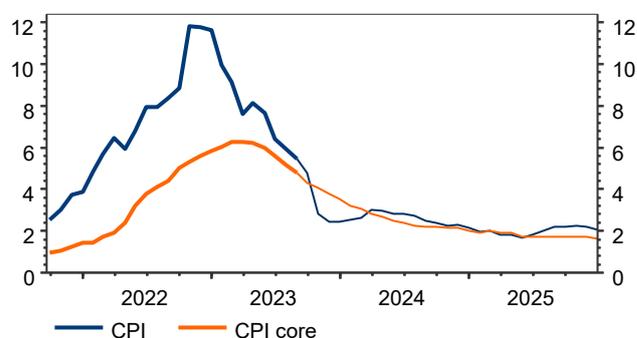
Italia

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
Media	121.4	120.0	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	122.4	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
Media	124.7	123.1	121.9	121.8	2.7	2.6	2.4	2.3

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)	-7.8	-6.2	-4.2								
Debito pubblico (% PIL)	141.6	140.5	140.3								
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	4.22	4.59	3.50	4.13	4.13	4.09	4.20	4.44	4.53	4.70

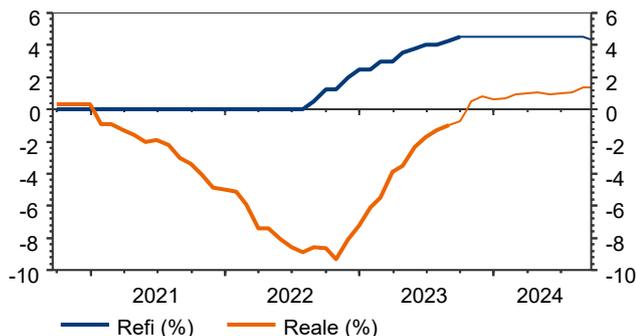
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	21/9	set	dic	mar	giu
Refi	2.50	3.50	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	1.88	2.92	3.40	3.87	3.66	3.90	3.92	3.93
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	3.96	3.80	4.01	4.01	3.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

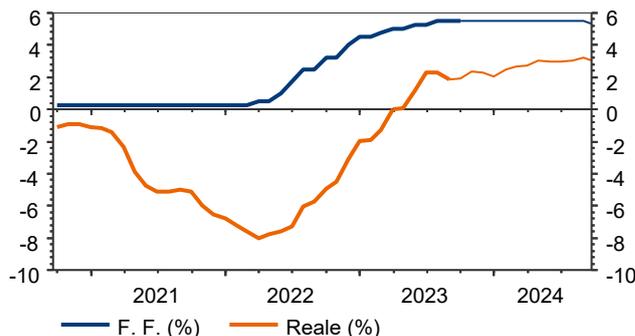


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	21/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
OIS 3m	4.61	4.93	5.27	5.42	5.42	5.41	5.47	5.47

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

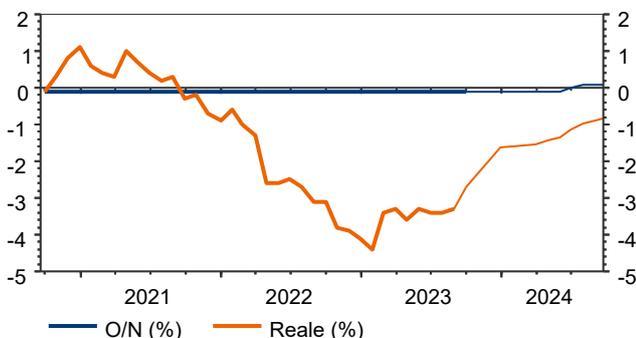


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	21/9	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

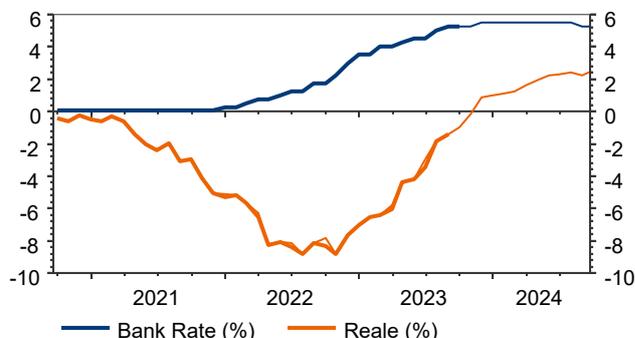


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	21/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	3.50	4.25	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50
Libor GBP 3m	3.87	4.42	5.39	5.50	5.40	5.60	5.50	5.40

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	22/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	0.99	1.08	1.10	1.09	1.0636	1.06	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	110	142	133	143	146	148.25	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.36	1.13	1.22	1.27	1.27	1.2239	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.08	0.97	1.00	0.98	0.96	0.9642	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	129	139	143	156	159	157.68	158	156	150	142	139
EUR/GBP	0.86	0.87	0.88	0.86	0.85	0.8689	0.86	0.87	0.87	0.88	0.88

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