

Weekly Economic Monitor

Il punto

Italia - La sorpresa della NADEF è il **miglioramento del deficit tendenziale 2024**. Su tale quadro, il Governo intende approvare una **manovra espansiva da sette decimi di PIL**, che porta il deficit 2024 al 4,3% ma potrebbe mettere a rischio la traiettoria di discesa del debito.

I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** vedrà la pubblicazione dei primi dati di produzione industriale di agosto che dovrebbero mostrare una correzione sia in Francia che in Spagna dopo i rialzi del mese precedente. In Germania, gli ordini all'industria dovrebbero rimbalzare dopo l'ampio calo di luglio in un contesto di domanda che dovrebbe però restare debole. Le rilevazioni relative al mese di agosto relative al complesso dell'Eurozona ci attendiamo riportino un modesto aumento del tasso di disoccupazione, un marginale rimbalzo delle vendite al dettaglio e un ritorno alla crescita dei prezzi alla produzione per via del rincaro dell'energia. Infine, le prime stime dei PMI di settembre in Italia e Spagna sono attese mostrare un leggero miglioramento sia nella manifattura che nei servizi in entrambi i Paesi.

Calendario ricco di dati negli **Stati Uniti**: il focus sarà sull'occupazione di settembre, con i non-farm payroll previsti in discesa, ma su valori più elevati rispetto alla media degli ultimi tre mesi, e il tasso di disoccupazione in calo di un decimo a 3,7%. Fra gli altri dati di settembre in uscita, l'ISM manifatturiero dovrebbe risalire lievemente, rimanendo in territorio recessivo, mentre quello dei servizi potrebbe registrare una moderata flessione, in linea con le altre indagini del mese.

29 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

Italia - La sorpresa della NADEF è il **miglioramento del deficit tendenziale 2024**. Su tale quadro, il Governo intende approvare una **manovra espansiva da sette decimi di PIL**, che porta il deficit 2024 al 4,3% ma potrebbe mettere a rischio la traiettoria di discesa del debito.

Il Consiglio dei Ministri ha approvato ieri sera la **Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza** che delinea lo scenario a legislazione vigente e gli obiettivi programmatici di finanza pubblica per il triennio 2024-26. Le principali novità, rispetto al DEF dello scorso aprile, sono le seguenti:

- come atteso, la NADEF incorpora una **revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL**, a 0,8% da 1% precedente sul 2023 e a 1% (nel quadro tendenziale) da 1,5% di aprile sul 2024; la crescita del PIL è poi vista all'1,4% nel 2025 e all'1% nel 2026;
- **il deficit tendenziale 2023 è stato rivisto a 5,2% da un precedente 4,5% per effetto della contabilizzazione del Superbonus**, che dovrebbe aver pesato per oltre 20 miliardi ovvero circa un punto di PIL in più di quanto previsto ad aprile (pertanto, al netto del Superbonus il deficit tendenziale 2023 sarebbe più basso di tre decimi di quanto previsto in precedenza, attorno a 4,2%);
- soprattutto, **il deficit tendenziale per il 2024 è rivisto a sorpresa al ribasso** a 3,6% dal 3,7% atteso sei mesi fa, **nonostante mezzo punto in meno di crescita del PIL e una spesa per interessi più alta** (78,4 miliardi dai 75,6 stimati ad aprile, oltre un decimo di PIL in più);
- **il nuovo quadro programmatico vede un disavanzo** al 5,3% nel 2023, **al 4,3% nel 2024**, al 3,6% nel 2025 e al 2,9% nel 2026;
- la differenza tra deficit tendenziale e programmatico implica una **manovra espansiva netta** da un decimo di PIL quest'anno (che consiste nel pacchetto annunciato qualche giorno fa da 1,6 miliardi di nuove misure contro il caro-energia) e **che vale ben lo 0,7% del PIL (oltre 14 miliardi) l'anno prossimo** (e poi circa due decimi di PIL ovvero 4 miliardi nel 2025; la prima stretta è prevista per il 2026);
- la Legge di Bilancio 2024 (che dovrebbe valere 20-25 miliardi lordi) sarà imperniata sulle seguenti misure: **conferma del taglio al cuneo fiscale (che da sola dovrebbe valere oltre 10 miliardi ovvero circa metà della manovra)**, prima fase della riforma fiscale, sostegno alle famiglie a basso reddito e rinnovi contrattuali nel pubblico impiego (oltre al rifinanziamento delle politiche invariate); **tra le coperture, l'unico dettaglio fornito dal Ministro dell'Economia riguarda 2 miliardi derivanti da tagli di spesa**;
- per effetto della manovra, **la crescita del PIL l'anno prossimo è attesa nel quadro programmatico all'1,2%** contro l'1% del quadro a legislazione vigente (in altri termini, il budget 2024 è atteso avere un effetto espansivo di due decimi);
- i numeri sul rapporto debito/PIL sono rivisti al ribasso rispetto al DEF per effetto della revisione al rialzo delle stime sul PIL nominale comunicata dall'Istat la settimana scorsa, **ma il calo del debito nel 2024 rispetto al 2023 sarà di appena un decimo** (al 140,1% del PIL);
- anche **la discesa del debito prevista per gli anni prossimi è limitata** (obiettivo: 139,6% nel 2026, ovvero solo sei decimi in meno rispetto al 2023), e poggia su un **obiettivo di privatizzazioni per l'1% del PIL** (ovvero, al netto delle privatizzazioni il debito salirebbe di quattro decimi nel prossimo triennio); secondo il Ministro dell'Economia, la discesa del debito senza il Superbonus sarebbe stata pari a un punto percentuale circa all'anno.

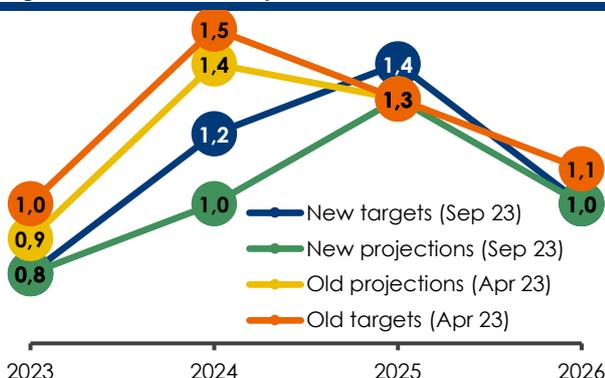
Al momento in cui scriviamo, non è ancora stato pubblicato il testo completo della NADEF 2023. **La nostra valutazione preliminare è la seguente:**

- **le stime di crescita del PIL per il 2024-26 appaiono ottimistiche** (per il 2024: 1,2% contro il nostro 1%, soggetto a nostro avviso a rischi al ribasso, lo 0,8% della Commissione UE e lo 0,7% di consenso); l'impatto stimato della manovra sul PIL 2024 a prima vista può apparire modesto

(il moltiplicatore è di appena 0,3), ma a nostro avviso è anzi soggetto a rischi al ribasso, perché in gran parte la Legge di Bilancio dovrebbe consistere nel rinnovo di misure già esistenti; probabilmente, **il Governo punta a una vistosa accelerazione nei flussi di spesa effettiva finanziati dal PNRR** a partire dal 2024, ma al momento non sono note le ipotesi ufficiali dell'Esecutivo in merito alla ripartizione temporale dei flussi di spesa effettiva nel 2023-26;

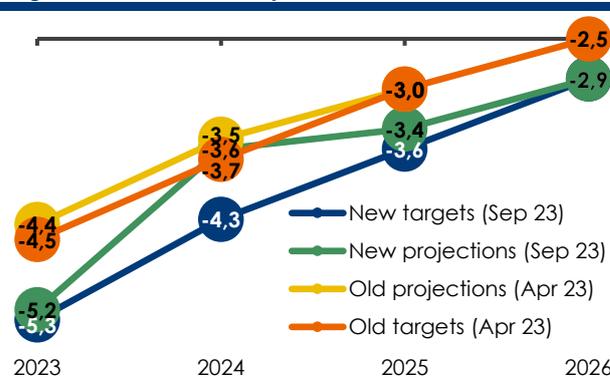
- **il deficit tendenziale sia nel 2023 (al netto dell'effetto-Superbonus) che nel 2024 è risultato migliore del previsto nonostante una minore crescita e una più alta spesa per interessi;** ciò appare poco coerente con l'andamento del fabbisogno del settore statale nei primi 8 mesi dell'anno (per quanto esso sia meno correlato al deficit che in passato), e probabilmente è dovuto ai risparmi sulle misure approvate in risposta alla crisi energetica (viceversa, sembra di poter dire che la spesa per pensioni sia stata superiore al previsto);
- **l'obiettivo su proventi da privatizzazioni pari all'1% del PIL nel triennio 2024-26 appare ambizioso,** visto che analoghi target assunti in passato si sono dimostrati assai difficili da realizzare;
- non vi è al momento chiarezza sulle coperture previste per finanziare la manovra (serviranno 6-11 miliardi), e **lo stesso obiettivo indicato di 2 miliardi di tagli di spesa** (rispetto ai 300 milioni attesi in precedenza) **pare ambizioso,** visto che al momento non risulta sia stato avviato un processo strutturale di "spending review";
- **più che gli obiettivi sul deficit di competenza, saranno assai rilevanti le stime governative in merito all'evoluzione del fabbisogno di cassa della PA,** che già nel DEF superavano abbondantemente i 100 miliardi nel 2024, e che nel nuovo quadro programmatico potrebbero anzi mostrare una salita l'anno prossimo rispetto a quest'anno (quando il fabbisogno della PA è atteso attestarsi attorno a 120 miliardi);
- **sul fabbisogno, e sul debito, dei prossimi anni, peseranno ancora gli effetti del Superbonus:** l'assunzione governativa è che 80 miliardi di crediti d'imposta possano "scaricarsi" sul debito nel 2024-27, ma i rischi rispetto a queste ipotesi sembrano verso l'alto;
- il Governo asserisce che il nuovo quadro programmatico di finanza pubblica è in linea "con quello che si ritiene sarà il futuro assetto delle regole di bilancio dell'Unione Europea", ma non chiarisce se sia *compliant* con il "vecchio" quadro regolatorio, che tornerebbe in vigore qualora non fosse raggiunto un accordo in tema di riforma della governance entro fine anno; al momento non sono state diffuse le stime governative sulla finanza pubblica corretta per il ciclo, ma a nostro avviso **è dubbio che il quadro programmatico prospettato dall'Esecutivo configuri un miglioramento del saldo strutturale l'anno prossimo di almeno 0,6%** (la principale regola fiscale del "vecchio" quadro regolatorio).

Tasso di crescita % del PIL reale: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



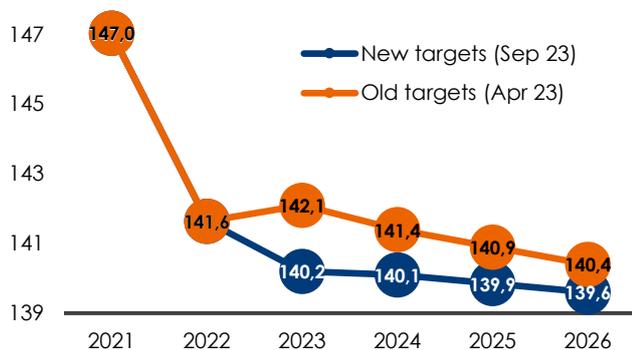
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

Saldo di bilancio in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

Debito pubblico in % del PIL: scenari governativi recenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

Spesa per interessi in miliardi: scenari governativi recenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** vedrà la pubblicazione dei primi dati di produzione industriale di agosto che dovrebbero mostrare una correzione sia in Francia che in Spagna dopo i rialzi del mese precedente. In Germania, gli ordini all'industria dovrebbero rimbalzare dopo l'ampio calo di luglio in un contesto di domanda che dovrebbe però restare debole. Le rilevazioni relative al mese di agosto relative al complesso dell'Eurozona ci attendiamo riportino un modesto aumento del tasso di disoccupazione, un marginale rimbalzo delle vendite al dettaglio e un ritorno alla crescita dei prezzi alla produzione per via del rincaro dell'energia. Infine, le prime stime dei PMI di settembre in Italia e Spagna sono attese mostrare un leggero miglioramento sia nella manifattura che nei servizi in entrambi i Paesi.

Calendario ricco di dati negli **Stati Uniti**: il focus sarà sull'occupazione di settembre, con i non-farm payroll previsti in discesa, ma su valori più elevati rispetto alla media degli ultimi tre mesi, e il tasso di disoccupazione in calo di un decimo a 3,7%. Fra gli altri dati di settembre in uscita, l'ISM manifatturiero dovrebbe risalire lievemente, rimanendo in territorio recessivo, mentre quello dei servizi potrebbe registrare una moderata flessione, in linea con le altre indagini del mese.

Lunedì 2 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** I **PMI manifatturieri** flash di settembre hanno registrato una sostanziale stabilizzazione nel complesso dell'Eurozona (43,4 da 43,5), sintesi di un forte calo in Francia (43,6 da 46) e a fronte di un incremento in Germania (39,8 da 39,1). I dati già pubblicati sono quindi compatibili con un contenuto rialzo anche in **Italia**, stimiamo a 45,8 da 45,4, e in **Spagna**, a 47,1 da 46,5, in entrambi i casi, comunque, su livelli ancora recessivi. In sintesi, nonostante possibili indicazioni di stabilizzazione le indagini dovrebbero continuare a certificare il contesto di debolezza per l'industria.

■ **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** potrebbe tornare a salire di un decimo al 6,5% ad agosto. Al momento il mercato del lavoro sembra essere ancora teso ma le imprese stanno iniziando a ridimensionare le proprie intenzioni di assunzione. Vediamo un tasso di disoccupazione in contenuto aumento nei prossimi mesi con un picco intorno al 6,8% a metà 2024.

Stati Uniti

■ La **spesa in costruzioni** ad agosto dovrebbe aumentare di 0,5% m/m, in rallentamento dallo 0,7% m/m di luglio, supportata da un consistente ritmo di crescita nel mese delle costruzioni di edifici residenziali con cinque o più unità. Le costruzioni industriali e commerciali dovrebbero, invece, continuare ad esercitare una crescente pressione verso il basso, che sarà più marcata a cavallo tra fine 2023 e inizio 2024.

■ L'**ISM manifatturiero** a settembre è previsto in rialzo a 48,1 da 47,6 di agosto. Le indagini del mese hanno dato segnali generalmente positivi, con indicazioni di moderata ripresa da parte del PMI e dell'indicatore della NY Fed a fronte dell'indice della Philadelphia Fed tornato in territorio restrittivo. L'indice dei prezzi pagati potrebbe continuare a crescere, spinto dall'aumento del costo della benzina, mentre l'occupazione dovrebbe registrare un ulteriore miglioramento, dopo aver toccato un minimo di tre anni a luglio. Nonostante il leggero incremento, l'ISM risulterebbe comunque coerente con una moderata recessione del settore manifatturiero, rimanendo sotto la soglia di invarianza per l'undicesimo mese consecutivo.

Mercoledì 4 ottobre

Area euro

■ **Area euro.** L'incremento del **PMI servizi** (48,4 da 47,9) registrato dalle letture flash di settembre è spiegato sia dal progresso tedesco (49,8 da 47,3) sia dalle economie periferiche a fronte del mercato, ma riteniamo ingiustificato, crollo francese (43,9 da 46). Ci aspettiamo dunque

che in **Spagna** il PMI servizi possa tornare al di sopra della soglia d'invarianza a 50,5 dopo l'inatteso e brusco calo a 49,3 di agosto mentre in **Italia**, dove le evidenze puntano verso una stagione turistica inferiore alle aspettative vediamo un incremento a 50 da un precedente 48,1.

- **Area euro.** Il **PPI** dovrebbe essere tornato a crescere ad agosto per la prima volta dopo sette mesi di calo sostenuto dal rincaro dell'energia, stimiamo di 0,6% m/m. La variazione annua dovrebbe comunque rimanere in territorio negativo e accelerare al ribasso a -11,5% grazie a un effetto base favorevole. Al netto della volatilità energetica monitoreremo con particolare attenzione le dinamiche dei beni strumentali e di consumo che finora hanno registrato un rallentamento solo modesto.
- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** potrebbero calare anche ad agosto, intorno a -0,8% m/m, appesantite da prezzi al consumo particolarmente elevati e dagli effetti della restrizione monetaria che frenano la propensione alla spesa dei nuclei famigliari. Le indagini condotte presso gli esercenti non mostrano ancora significativi segnali di riaccelerazione mentre il recente calo della fiducia dei consumatori suggerisce la presenza di rischi al ribasso sulla ripartenza delle spese a fine anno.

Stati Uniti

- L'**ISM non manifatturiero** di settembre dovrebbe calare moderatamente, a 54,1 dopo l'inaspettato rialzo a 54,5 di agosto, in linea con i segnali delle altre indagini nei servizi del mese (PMI, Business Leaders Survey della NY Fed e della Philadelphia Fed). Gli indici di occupazione e prezzi dovrebbero rimanere in territorio ampiamente espansivo mentre potrebbero rimbalzare gli ordini inevasi, che ad agosto hanno registrato il maggior crollo mensile dell'intera serie storica. I servizi dovrebbero ancora trainare la crescita nel terzo trimestre ma ci aspettiamo un netto rallentamento nei prossimi mesi, quando l'esaurimento dei risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia e il raffreddamento del mercato del lavoro freneranno i consumi.

Giovedì 5 ottobre

Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** dovrebbe essere tornata a calare ad agosto, stimiamo di -0,6% m/m dopo il progresso di 0,8% registrato a luglio. Dovremmo assistere a un calo dell'output di mezzi di trasporto penalizzato da nuove difficoltà di approvvigionamento, sia nell'aeronautica che nel comparto auto, mentre la debolezza della domanda continuerà a pesare sul resto della manifattura. Negli ultimi mesi l'evoluzione dell'attività manifatturiera si è rivelata complessivamente migliore rispetto a quanto suggerito dagli indici PMI ma dato il rallentamento della domanda segnalato anche dalle rilevazioni INSEE e Banque de France, nonché dalle indicazioni delle associazioni di settore, ci aspettiamo una sostanziale stagnazione nel 3° trimestre.
- **Spagna.** La **produzione industriale** è attesa correggere di -0,6% m/m (-2,5% a/a) ad agosto dopo il modesto rimbalzo di 0,2% del mese precedente, frenata da un calo dell'output nel comparto auto superiore rispetto a quanto implicito alle normali dinamiche stagionali. Le indagini offrono segnali piuttosto univoci di indebolimento della domanda che lasciano supporre che la fase di rallentamento proseguirà anche nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- Il deficit della **bilancia commerciale** di agosto dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato, a -65,1 mld da -65 mld di luglio. Nel 2° trimestre il contributo al PIL da parte del canale estero è stato marginale; l'apporto dovrebbe rimanere contenuto anche nel trimestre in corso, con un rimbalzo sia delle esportazioni che delle importazioni.

Venerdì 6 ottobre**Area euro**

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti recuperare solo di +1,5% m/m ad agosto dopo il forte crollo del mese precedente (-11,7% m/m). Ad ogni modo, persisterebbe la fase di debolezza degli ordinativi che al momento coinvolge sia le commesse estere che quelle domestiche. Le indicazioni dalle indagini di fiducia sono di una stabilizzazione della domanda su livelli storicamente bassi.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a settembre sono attesi in aumento di 170 mila, dopo +187 mila di agosto, leggermente superiori alla media degli ultimi tre mesi (150 mila). Il venir meno degli eventi transitori dello scorso mese (scioperi a Hollywood e fallimento di Yellow) dovrebbero influenzare positivamente la crescita degli occupati in settembre, mentre gli effetti delle recenti manifestazioni nel settore automobilistico si ripercuoteranno sul dato del prossimo mese. Pressioni verso l'alto sul numero degli occupati sono esercitate, inoltre, dalle richieste di nuovi sussidi di disoccupazione, in discesa a settembre sui livelli di inizio anno, e dalle componenti occupazionali del PMI, in territorio ampiamente positivo sia nel manifatturiero che nei servizi: segnali che il mercato del lavoro rimane ancora solido. Il **tasso di disoccupazione** potrebbe calare di un decimo a 3,7%, dopo il forte aumento dello scorso mese a 3,8% m/m (dettato dalla crescita del tasso di partecipazione), e i **salari orari** sono visti in crescita di 0,3% m/m, in accelerazione dallo 0,2% m/m del mese precedente. La variazione annua dovrebbe rimanere stabile al 4,3% a/a e l'intensificarsi delle rivendicazioni contrattuali in diversi comparti potrebbe, nei prossimi mesi, rendere ancora più lenta la convergenza della crescita salariale su ritmi compatibili con la stabilità dei prezzi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 – 8 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 2/10	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.	**	T3	23	24	
	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T3	5	6	
	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		set	prel 48.6		
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	set	45.4	45.7	45.8
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		set	prel 43.6	43.6	43.6
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 39.8	39.8	39.8
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	ago	7.6	%	7.6
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 43.4	43.4	43.4
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	set	44.2	44.2	
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	ago	6.4	%	6.4
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		set	48.9		48.9
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		ago	0.7	%	0.5
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	set	47.6	47.8	48.1
Mer 4/10	09:45	ITA	PMI servizi	*	set	49.8	50.0	50.0
	09:50	FRA	PMI servizi finale		set	prel 43.9	43.9	43.9
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	set	prel 49.8	49.8	49.8
	10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T2	12.1	%	
	10:00	ITA	PIL a/a finale		T3	0.4	%	0.4
	10:00	ITA	PIL t/t finale	*	T3	-0.4	%	-0.4
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	set	prel 48.4	48.4	48.4
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	set	prel 47.1	47.1	47.1
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	set	47.2	47.2	
	11:00	EUR	PPI a/a		ago	-7.6	%	-11.5
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ago	-0.2	%	-0.8
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		set	177	x1000	150
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		set	50.1		50.1
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		set	50.2		50.2
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ago	-2.1	%	0.2
	16:00	USA	Ordinativi beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ago	prel 0.4	%	0.4
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ago	prel 0.2	%	0.2
16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	set	54.5	54	54.1	
Gio 5/10	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ago	15.9	Mld €	15.0
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	0.8	%	-0.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ago	-1.8	%	-2.5
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	204	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.670	Mln	
	14:30	USA	Bilancia commerciale		ago	-65	Mld \$	-65.1
Ven 6/10	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ago	-5	%	-4.3
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ago	-11.7	%	1.9
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ago	2.7	%	
	14:30	USA	Salari orari m/m		set	0.2	%	0.3
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	set	3.8	%	3.7
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	set	187	x1000	150

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 (2 – 6 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	2/10	10:00	EUR	Discorsi di Centeno e De Cos (BCE)
		17:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
		17:00	USA	* Discorsi di Powell e Harker (Fed)
		19:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
Mar	3/10	01:30	USA	Discorso di Mester (Fed)
		08:00	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		08:10	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		10:35	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		14:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		14:45	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Mer	4/10	10:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		16:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		16:25	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		16:30	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
Gio	5/10	11:45	UE	Discorsi di Broadbent (BoE) e Lane (BCE)
		15:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
		15:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		15:45	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		16:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		17:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		UE	* Riunione della Comunità politica europea	
Ven	6/10	UE	* Riunione informale dei capi di Stato o di governo	

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	lug	-1.2	%	-0.3	0.1
Indice dei prezzi delle case m/m	lug	0.4 (0.3)	%		0.8
Vendite di nuove case (mln ann.)	ago	0.739 (0.714)	Mln	0.700	0.675
Fiducia consumatori (CB)	set	108.7 (106.1)		105.5	103.0
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ago	-5.6 (-5.2)	%	-0.5	0.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ago	0.1 (0.4)	%	0.1	0.4
Richieste di sussidio	settim	202 (201)	x1000	215	204
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.658 (1.662)	Mln	1.675	1.670
PIL t/t ann. finale	T2	2.1	%	2.1	2.1
Deflatore consumi core t/t finale	T2	3.7	%	3.7	3.7
PIL, deflatore t/t ann. finale	T2	2.0	%	2.0	1.7
Bilancia commerciale prelim	ago	-90.92	Mld \$		
Deflatore consumi (core) a/a	ago	4.2	%	3.9	
Deflatore consumi a/a	ago	3.3	%	3.5	
Spesa per consumi (nominale) m/m	ago	0.8	%	0.4	
Redditi delle famiglie m/m	ago	0.2	%	0.4	
Deflatore consumi (core) m/m	ago	0.2	%	0.2	
PMI (Chicago)	set	48.7		47.6	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	set	67.7		67.7	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a settembre è calata sensibilmente per il secondo mese consecutivo, a 103 da 108,7 di agosto (rivisto al rialzo da 106,1), con una marcata correzione delle aspettative (a 73,7 da 83,3) solo in parte compensata dal miglioramento delle condizioni correnti (147,1 da 146,7). I consumatori hanno manifestato preoccupazioni per l'aumento dei prezzi dei generi alimentari e della benzina, segnalando un peggioramento della situazione finanziaria corrente e futura. Le aspettative a 6 mesi sono calate sotto la soglia di 80, livello che storicamente segnala una recessione entro un anno, e sono tornati a crescere i timori recessivi delle famiglie. In sintesi, l'indagine anticipa un rapido rallentamento dei consumi nei prossimi mesi (dopo un trimestre estivo robusto), che verranno influenzati negativamente anche dalla ripresa dei rimborsi dei prestiti agli studenti e dall'esaurimento dei risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia.

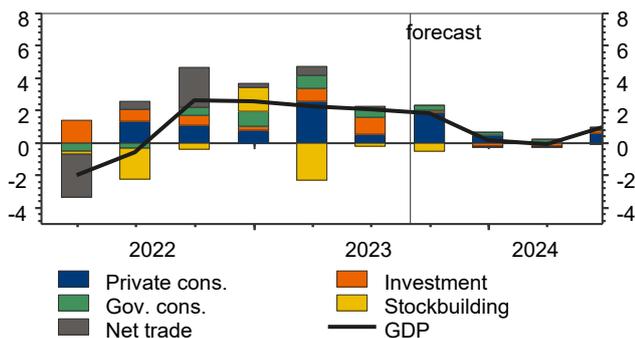
Le **vendite di case nuove** ad agosto sono scese di -8,7% m/m a 675 mila da 739 mila di luglio (rivisto al rialzo da 714 mila), per via di un calo sia delle unità in costruzione (-55 mila) che, in minor misura, di quelle finite (-21 mila). Il prezzo mediano è diminuito marginalmente, di -1,44% m/m (-2,3% a/a), e le scorte di case invendute sono risultate equivalenti a 7,8 mesi di vendite, in crescita dai 7,0 di luglio. Ci aspettiamo che il mercato immobiliare residenziale rimanga in recessione anche nei prossimi mesi, in linea con il peggioramento della fiducia dei costruttori e con una domanda di mutui su nuovi minimi.

Gli **ordini di beni durevoli** ad agosto hanno sorpreso al rialzo, registrando una crescita dello 0,2% m/m dopo l'ampio calo di -5,2% di luglio, spinti principalmente dall'ampio incremento dell'aeronautica militare (+19,2% m/m) che ha più che compensato il secondo crollo consecutivo di quella civile (-15,9% m/m). Al netto dei trasporti (che hanno registrato una lieve flessione pari al -0,2% m/m), le commesse sono in rialzo di 0,4% m/m, sostenute da macchinari e prodotti metallici, mentre i beni capitali non destinati alla difesa sono rimbalzati di 0,9% m/m da -0,4%, probabilmente non abbastanza per mantenere il ritmo di crescita degli investimenti in attrezzature visto nel 2° trimestre (7,7% t/t ann.).

La lettura finale del **PIL** del 2° trimestre ha confermato la crescita a 2,1% t/t ann. della seconda stima, con un apporto più contenuto dei consumi (0,8% t/t ann. da 1,7%), controbilanciato principalmente da maggiori investimenti fissi non-residenziali (7,4% t/t ann. da 6,1%). Il dato del 1°

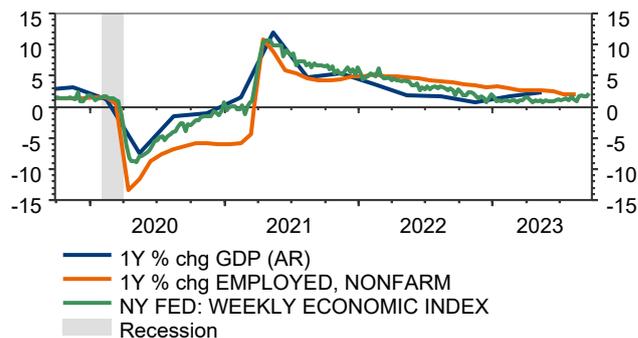
trimestre è stato rivisto al rialzo a 2,2% t/t ann. da 2% mentre le revisioni sul 2022 hanno comportato un calo della media annua da 2,1% a 1,9%. La variazione trimestrale del deflatore è risultata più bassa di tre decimi, attestandosi a 1,7%. Ci aspettiamo un rallentamento della crescita nei prossimi trimestri, con un minimo a cavallo tra fine anno e inizio 2024. La media annua del PIL dovrebbe passare da 1,9% nel 2023 a 0,9% nel 2024.

La crescita del PIL è ancora sostenuta dai consumi privati che dovrebbero trainare l'economia nel 3° trimestre...



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni ISP

...tuttavia, indicatori prospettici e mercato del lavoro segnalano un possibile rallentamento del ritmo di crescita



Fonte: Refinitiv Datastream

Le **richieste di nuovi sussidi di disoccupazione** al 23 settembre sono salite marginalmente a 204 mila da 202 mila della settimana precedente, mantenendosi su un sentiero discendente in atto da metà agosto e non mostrando ancora segnali di deterioramento del mercato del lavoro.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	ago	1.29	1.29	1.29
Tasso di disoccupazione	ago	2.7	%	2.6
Vendite al dettaglio a/a	ago	7.0 (6.8)	%	6.6
Produzione industriale m/m prelim	ago	-1.8	%	-0.8
Fiducia delle famiglie	set	36.2		35.2

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	set	-14.9		-14.4
EUR	M3 dest. a/a	ago	-0.4	%	-1.0 -1.3
EUR	Fiducia consumatori finale	set	-17.8		-17.8 -17.8
EUR	Fiducia servizi	set	4.3 (3.9)		3.5 4.0
EUR	Fiducia industria	set	-9.9 (-10.3)		-10.5 -9.0
EUR	Indice di fiducia economica	set	93.6 (93.3)		92.5 93.3
EUR	CPI a/a stima flash	set	5.2	%	4.5 4.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	6.2	%	5.7 5.5
FRA	Fiducia consumatori	set	85		84 83
FRA	Spese per consumi m/m	ago	0.4 (0.3)	%	-0.5 -0.5
FRA	IPCA a/a prelim	set	5.7	%	5.9 5.6
GER	IFO	set	85.8 (85.7)		85.2 85.7
GER	IFO (sit. corrente)	set	89.0		88.0 88.7
GER	IFO (attese)	set	82.7 (82.6)		82.9 82.9
GER	Fiducia consumatori	ott	-25.6 (-25.5)		-26.0 -26.5
GER	IPCA m/m prelim	set	0.4	%	0.3 0.2
GER	IPCA a/a prelim	set	6.4	%	4.5 4.3
GER	CPI (Lander) a/a prelim	set	6.1	%	4.6 4.5
GER	CPI (Lander) m/m prelim	set	0.3	%	0.3 0.3
GER	Prezzi import a/a	ago	-13.2	%	-16.4 -16.4
GER	Vendite al dettaglio a/a	ago	-2.2	%	-0.7 -2.3
GER	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.8	%	0.5 -1.2
GER	Tasso di disoccupazione	set	5.7	%	5.7 5.7
GER	Variazione n° disoccupati	set	20 (18) x1000		15 10
ITA	Indice di fiducia delle imprese	set	97.7 (97.8)		97.8 96.4
ITA	Fiducia consumatori	set	106.5		105.5 105.4
ITA	PPI m/m	ago	-0.1	%	0.5
ITA	PPI a/a	ago	-10.2	%	-12.2
ITA	IPCA m/m prelim	set	0.2	%	1.3 1.7
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	set	5.4	%	5.3 5.3
ITA	IPCA a/a prelim	set	5.5	%	5.3 5.7
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	set	0.3	%	0.1 0.2
ITA	Fatturato industriale a/a	lug	1.3 (-0.4)	%	-1.6
ITA	Fatturato industriale m/m	lug	0.4 (0.5)	%	-0.4
SPA	IPCA a/a prelim	set	2.4	%	3.3 3.2

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

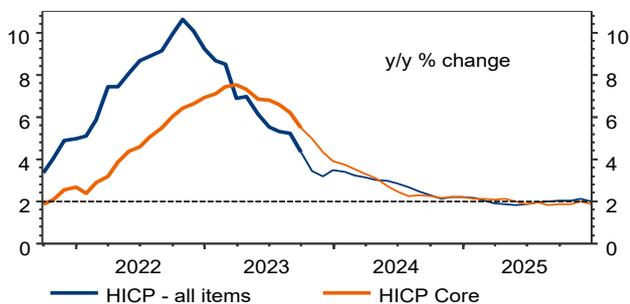
Area euro. L'inflazione headline è calata più delle attese in settembre, al 4,3% (+0,3% m/m) dal 5,2% di agosto; il dato rappresenta un minimo da ottobre 2021. Ulteriori buone notizie continuano ad arrivare dagli indici al netto delle componenti più volatili, diminuiti anch'essi più delle attese di consenso. L'indice core BCE (al netto di energia e alimentari freschi) scende per la sesta volta a 5,5% (0,2% m/m) da 6,2% precedente, un minimo da oltre un anno; l'indice al netto di alimentari ed energia cala per la seconda volta al 4,5% (+0,2% m/m) dal 5,3% di agosto.

Il rallentamento tendenziale è diffuso a tutte le principali componenti. L'energia scende al -4,7% da -3,3% di agosto per mezzo di effetti base favorevoli che hanno più che compensato il rincaro dei carburanti. Il punto di minimo per l'inflazione energetica dovrebbe essere toccato a ottobre; successivamente, il cambiamento di segno degli effetti base dovrebbe guidare la risalita in territorio positivo a inizio 2024, cui seguirà un'accelerazione dalla primavera dato l'esaurirsi delle misure anti-rincaro. Gli alimentari lavorati sono scesi al 9,5% da 10,3% a/a, quelli freschi a 6,6% da 7,8% di agosto; nel complesso, l'inflazione da alimentari è diminuita a 8,8% da 9,7% e dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi mesi, spinta al ribasso sia dal calo dei costi energetici sia delle quotazioni internazionali delle materie prime agricole, nonché da effetti base favorevoli. Una nuova flessione si è registrata per i beni industriali non-energetici (a 4,2% da 4,7% di agosto), attesi in rallentamento per tutto l'orizzonte previsivo sulla scia della normalizzazione dei fattori di offerta e di un indebolimento della domanda, sino a raggiungere il 2,7% a fine 2023 e stazionare ben

sotto la soglia BCE a dicembre 2024. Confermiamo, tuttavia, una discesa più lenta e irregolare nei servizi, calati in settembre a 4,7% da 5,5% (grazie a effetti base favorevoli sui servizi tedeschi), per i quali la decelerazione sarà significativa solo nel corso del 2024, sulla scia del minor vigore della domanda: l'inflazione nei servizi è attesa passare dal 4,2% di dicembre 2023 al 2,5% a fine 2024.

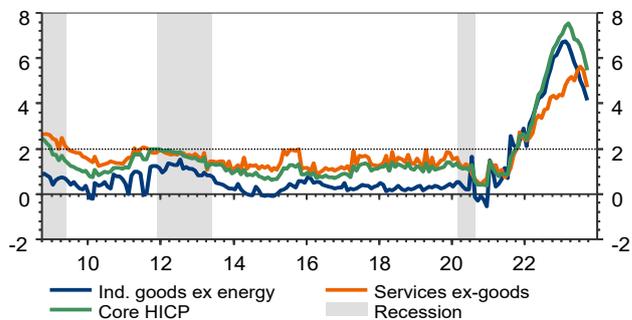
Nelle nostre stime, **l'inflazione potrebbe attestarsi al 3,5% a fine anno, continuare a scendere al 2,2% nel dicembre 2024** e stabilizzarsi intorno alla soglia del 2% da inizio 2025, mentre **al netto di alimentari freschi ed energia è attesa passare dal 3,9% di fine 2023 al 2,2% di dicembre 2024**, per attestarsi stabilmente sotto la soglia del 2% dal 2° trimestre 2025. Ad ogni modo, la bilancia dei rischi sul profilo atteso di inflazione pende ancora, seppur lievemente, verso l'alto per via di possibili nuovi shock sulle componenti più volatili (energia e alimentari).

Inflazione generale vs. inflazione sottostante



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

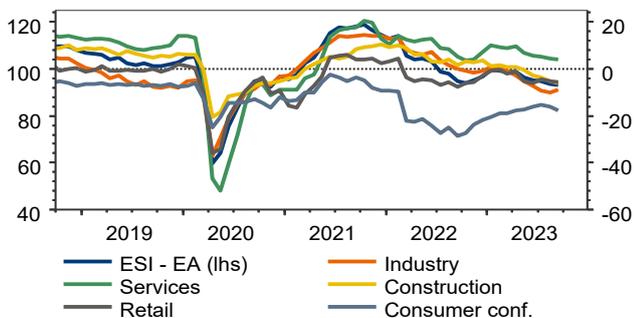
Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

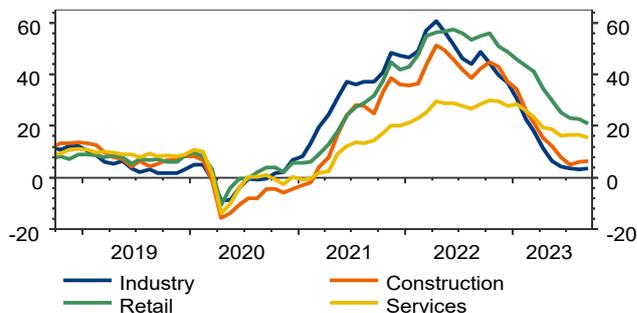
Area euro. L'indice **ESI** della Commissione Europea è calato, sia pur meno delle attese, per il quinto mese a settembre, a 93,3 da un precedente 93,6 (rivisto al rialzo da 93,3). Lo spaccato settoriale mostra il primo rialzo della fiducia industriale dopo sette mesi di diminuzione, a -9 da un precedente -9,9 (comunque ancora ben al di sotto della media di lungo periodo), a fronte della quinta correzione consecutiva del morale nei servizi, a 4 da un precedente 4,3. In calo anche il morale nel commercio al dettaglio (-6,7 da -5,1) e nelle costruzioni (-6,2 da -5,4). Confermata a -17,8 la fiducia delle famiglie, in flessione da -16 di agosto. Al momento non interpretiamo il rimbalzo del morale manifatturiero come un segnale di ripresa, piuttosto di una stabilizzazione su livelli storicamente bassi, mentre il resto delle rilevazioni conferma il contesto di rallentamento del ciclo nel 2° semestre dell'anno.

Solo la fiducia nei servizi resta sopra la media storica ma è in progressivo calo



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

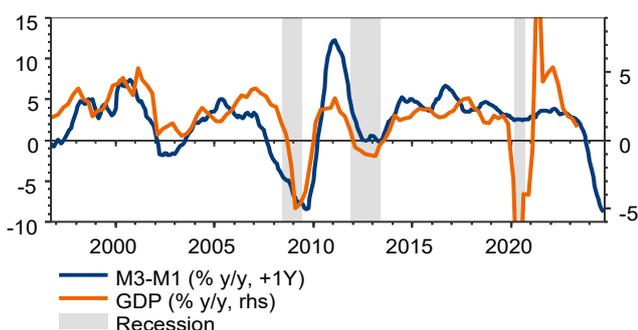
La tendenza di calo dei prezzi di vendita si è arrestata?



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

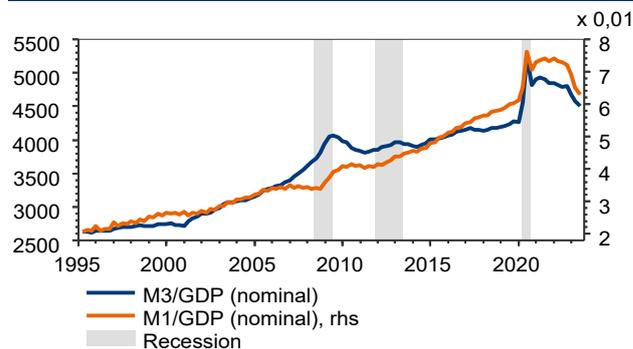
Area euro. Il ritmo di contrazione dell'aggregato monetario **M3** ha accelerato al ribasso ad agosto, a -1,3% a/a da un precedente -0,4%, un nuovo minimo storico. L'analisi delle controparti mostra un deciso rallentamento del credito al settore privato (0,6% da 1,6%) più marcato per i prestiti alle imprese (0,6% da 2,2%) che per quelli ai nuclei famigliari (1% da 1,3%). I dati confermano come la restrizione monetaria si stia progressivamente trasferendo all'economia reale, con un punto di minimo che verrà raggiunto verosimilmente a fine 2023. Sulla base della relazione storica con la crescita economica in questa fase i ritmi di crescita della moneta sono compatibili con un'ampia contrazione del PIL. Tuttavia, è possibile che i dati sugli aggregati monetari stiano in parte sovrastimando l'entità del rallentamento influenzati anche dalla normalizzazione dopo la forte espansione monetaria registrata durante la pandemia.

I dati sugli aggregati monetari segnalano rischi al ribasso sulla tenuta del ciclo



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

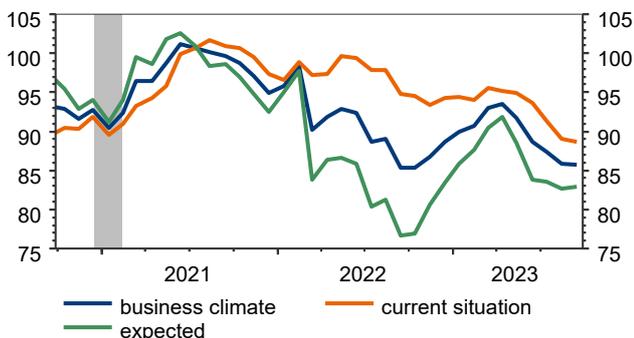
Il forte calo è in spiegata in parte dalla normalizzazione dopo il periodo della pandemia



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

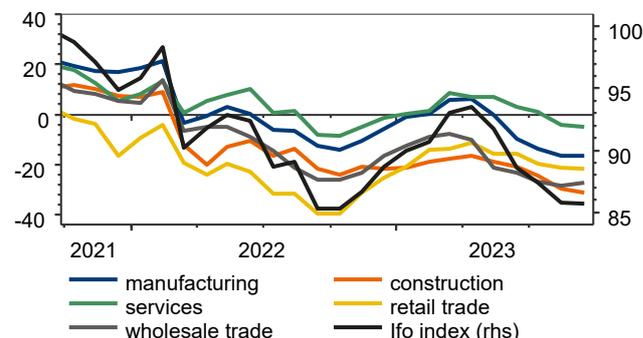
Germania. L'indice **Ifo** è risultato poco variato a settembre, a 85,7 da 85,8 (rivisto da 85,7); il dato è superiore alle attese di consenso (85,2). A peggiorare, seppur lievemente, è ancora l'indice sulla situazione corrente, a 88,7 da 89, sui minimi dal 2009 se escludiamo i mesi del primo lockdown. Le aspettative migliorano marginalmente dopo quattro mesi di cali, a 82,9 da 82,7 (rivisto da 82,6). Nell'insieme, i dati risulterebbero compatibili con una contrazione del PIL di -0,2% t/t nel trimestre estivo. La timida risalita delle attese sembrerebbe rafforzare la nostra previsione di un ritorno in territorio lievemente positivo del PIL nei mesi autunnali.

L'IFO risulta circa stabile, migliorano le aspettative mentre cala ancora l'indice sulla situazione corrente



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

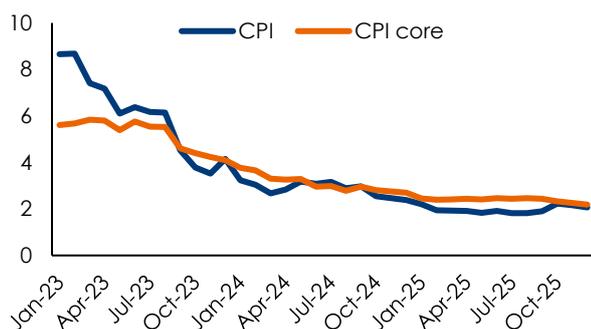
Lo spaccato settoriale conferma lo stato di forte debolezza dell'economia tedesca



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

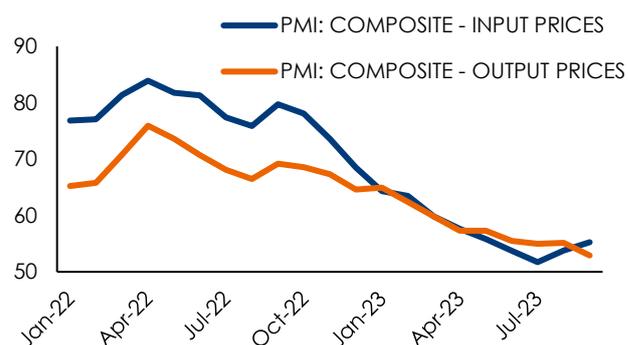
Germania. A settembre l'**inflazione** ha registrato un brusco calo, al 4,5% a/a dal 6,1% di agosto sul CPI e al 4,3% a/a dal 6,4% precedente sull'indice armonizzato. Il dato, in linea con le nostre stime ma più basso delle attese di consenso, rappresenta un minimo dallo scoppio della guerra in Ucraina. L'indice core (sul CPI) è stimato in discesa al 4,6% (circa in linea con le nostre attese) dal 5,5% di agosto. Il rallentamento tendenziale dell'inflazione è dovuto principalmente all'impatto ribassista di effetti base sia sulla componente trasporti, che ha spinto al ribasso i servizi a 4% da 5,1% precedente, che sull'energia (all'1% da 8,3% precedente); rallentano anche gli alimentari (a 7,5% da 9% di agosto), che dovrebbero continuare a scendere nei prossimi mesi. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe proseguire lungo un trend di discesa, in un contesto però di elevata incertezza. La variazione congiunturale è stata di +0,3% m/m sulla misura nazionale e di +0,2% su quella armonizzata. Come mostra la stima flash dai Länder, l'aumento registrato per abbigliamento e calzature e carburanti (saliti rispettivamente del +4% m/m e del 2,3% m/m in Sassonia) ha più che compensato il calo dei pacchetti vacanze (-6,5% m/m in Baviera). Nel complesso, la crescita mensile è imputabile in buona parte alla componente energia (+0,8% m/m, mentre nel settembre 2022 l'aumento era stato dell'8% m/m). L'inflazione nazionale è attesa passare da 4,2% di dicembre 2023 a 2,4% alla fine del prossimo anno. L'indice al netto di energia e alimentari (sul CPI) dovrebbe scendere al 4,1% a fine 2023 ed è visto al 2,6% a dicembre 2024.

Inflazione headline vs inflazione core



Fonte: Destatis e previsioni Intesa Sanpaolo

Una risalita dei prezzi degli input potrebbe rallentare la discesa dei prezzi core



Fonte: S&P Global

Germania. Il tasso di **disoccupazione** è rimasto stabile a settembre, al 5,7%, in linea con le nostre attese e quelle del consenso. Il numero dei senza lavoro è aumentato di 10 mila unità, da 20 mila di agosto (consenso: 15 mila). I principali indici anticipatori sul mercato del lavoro continuano a segnalare un probabile aumento del tasso dei senza lavoro nei prossimi mesi, atteso toccare un picco oltre il 6% nei mesi primaverili, prima di vedere una flessione nella seconda metà del 2024. Lo scenario rimane caratterizzato da una forte carenza di manodopera specializzata.

Germania. L'indice **GfK** di fiducia dei consumatori (dato preliminare di ottobre) è calato per il secondo mese a -26,5 da -25,6 precedente, riducendo la probabilità di una ripresa dei consumi a fine anno. Il trend di recupero del morale delle famiglie, iniziato un anno fa e proseguito sino a metà 2023, sembra essersi interrotto.

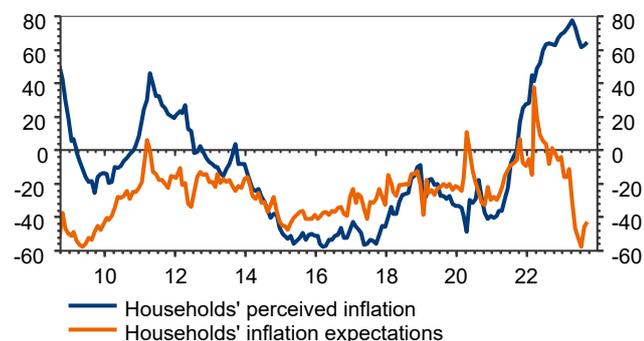
Germania. Le **vendite al dettaglio** sono calate di -1,2% m/m e -2,3% a/a. Le indagini sul morale dei consumatori segnalano che nessuna ripresa dei consumi è in atto.

Germania. I **prezzi all'import** sono cresciuti di +0,4% m/m in agosto, mentre effetti base favorevoli hanno spinto verso il basso la variazione annua a -16,4% da -13,2%, un minimo da novembre 1986.

Francia. L'**inflazione** armonizzata è tornata a calare a settembre a 5,6% a/a da un precedente 5,7% (stabile al 4,9% sul CPI nazionale). Sul CPI, nonostante l'aumento della componente energetica (11,5% a/a da 6,8%) per via del rincaro dei carburanti e dell'effetto base sulle tariffe elettriche (legato alla fine del *bouclier tarifaire*) si registra un deciso rallentamento della crescita dei prezzi alimentari (9,6% a/a da 11,2%), dei beni industriali non energetici (2,9% a/a da 3,1%) e dei servizi (2,8% a/a da 3%). Escludendo l'energia, il dato è quindi incoraggiante e complessivamente migliore delle attese, compatibilmente con un ulteriore calo dell'inflazione core (al 3% dal 3,2% sul CPI). Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe calare ancora in scia al raffreddamento sui prezzi core ma la discesa potrebbe risultare più lenta rispetto al resto dell'Eurozona per via degli effetti base sulla componente energetica regolata. Vediamo un'inflazione armonizzata al 4,1% a/a a dicembre 2023 e poco sopra al 2% a fine 2024.

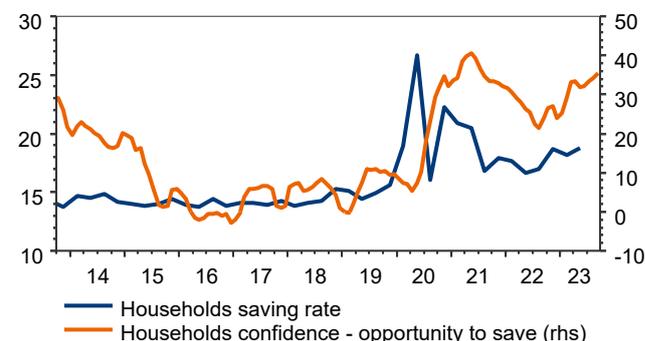
Francia. La **fiducia dei consumatori** è calata di due punti, a 83, a settembre, lasciando l'indice ben al di sotto della media di lungo periodo. L'indagine riporta un ulteriore deterioramento delle aspettative che erano già scese in agosto ed un incremento delle preoccupazioni per la disoccupazione. Anche le valutazioni sull'inflazione, corrente ed attesa, sembrano aver smesso di scendere, complici i recenti rincari dei prezzi del carburante, in un contesto in cui le misure proposte dal Governo appaiono poco risolutive. In sintesi, i consumatori francesi (come quelli tedeschi e italiani) restano piuttosto cauti segnalando il rischio che nei prossimi mesi il recupero dei redditi disponibili si possa tradurre in un aumento dei risparmi più che in una ripartenza delle spese.

Le valutazioni sull'inflazione, corrente e attesa, hanno smesso di scendere



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

I consumatori segnalano che nei prossimi mesi il recupero dei redditi potrebbe sostenere i risparmi più che le spese



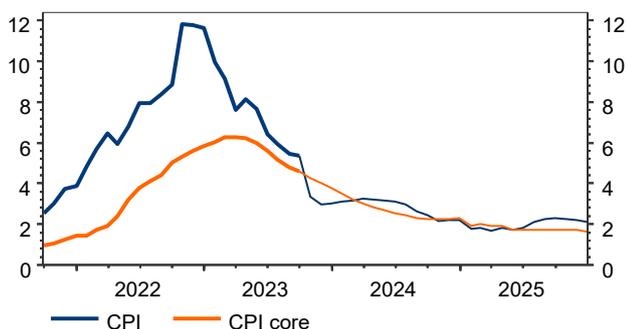
Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Francia. La **spesa per consumi** ad agosto è calata di -0,5% m/m dopo tre mesi di rialzo (il dato di luglio è stato anche rivisto al rialzo di un decimo a 0,4% m/m). Il dato è migliore delle attese, anche alla luce delle prime stime sulle vendite al dettaglio della Banque de France che hanno registrato una pesante flessione. Gli acquisti di alimenti sono calati per il secondo mese (-0,5% m/m da -0,9%) appesantiti dal rincaro dei prezzi mentre correggono dopo il rimbalzo di luglio i beni non alimentari (-0,5% m/m da 1,7%). I dati sugli acquisti sono stati però sostenuti dalle immatricolazioni di veicoli (2,5% m/m da 2,3%) che beneficiano del riassorbimento delle strozzature all'offerta a fronte di più ampie contrazioni per abbigliamento dopo i deludenti saldi estivi (-2,3% m/m da 0,1%) e strumenti per la casa (-4,2% m/m da 6,1%). In discesa anche l'energia (-0,6% m/m da -0,3%), come nel mese precedente appesantita dai minori acquisti di carburanti (-1,5% m/m da -1,4%) che risentono del rincaro dei prezzi, solo in parte compensato dalle utility (0,1% m/m da 0,8%). Nonostante la correzione di agosto, le spese restano in rotta per un'espansione nel 3° trimestre (+0,8% t/t nel caso di una stagnazione a settembre) compatibilmente con un rimbalzo dei consumi privati di contabilità nazionale. Il recente calo del morale dei nuclei familiari suggerisce però che il ritmo di crescita degli acquisti possa riaccelerare in misura più significativa solo dal 2024.

Italia. L'**inflazione** è calata meno delle attese, passando al 5,3% dal 5,4% di agosto sull'indice nazionale, ed è cresciuta (contro attese di un calo) al 5,7% dal 5,5% sull'armonizzato. Nel mese i prezzi sono saliti di +0,2% m/m sul NIC e di +1,7% m/m sull'IPCA, che però risente della fine dei saldi estivi. Il lieve rallentamento tendenziale dei prezzi sul NIC è imputabile ad alimentari freschi (da +9,2% a +7,7%), alimentari lavorati (da +10,0% a +9,1%), beni durevoli (da +4,6% a +4,0%) e, in misura minore, a beni non durevoli (da +5,2% a +4,8%), beni semidurevoli (da +2,9% a +2,4%) e servizi relativi all'abitazione (da +3,9% a +3,7%). All'opposto, salgono i prezzi degli energetici non regolamentati (da +5,7% a +7,6%) e dei servizi relativi ai trasporti (da +1,2% a +3,8%). L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) continua a calare, al 4,6% da 4,8% di agosto. Scende, pur rimanendo su livelli elevati, anche l'inflazione del "carrello della spesa" (+8,3% a/a).

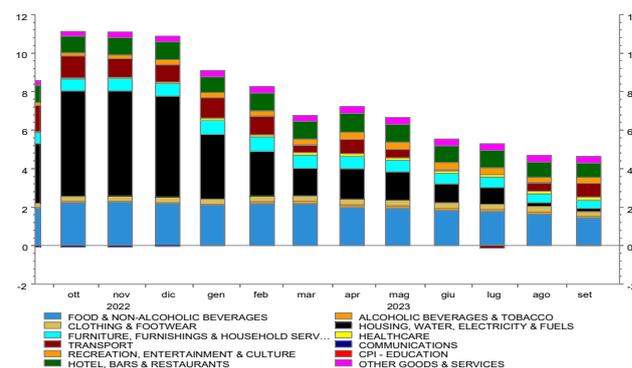
L'inflazione italiana calerà nei mesi finali dell'anno per via di effetti base favorevoli sulla componente energia ma probabilmente meno delle attese. Ieri, l'Arera ha annunciato un aumento della bolletta elettrica nel mercato tutelato del +18,6% nel 4° trimestre, mentre il patto anti-inflazione promosso dal Governo potrebbe non essere sufficiente a rallentare significativamente la crescita tendenziale dei prezzi. In prospettiva, l'inflazione potrebbe attestarsi al 3% (sul CPI) a fine anno, e scendere, temporaneamente, poco sotto il 2% solo a inizio 2025. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stimato al 3,8% a fine 2023 e al 2,3% a dicembre 2024.

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



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In questa fase il contributo principale all'inflazione arriva ancora dagli alimentari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Italia. La **fiducia dei consumatori** è scesa, circa in linea con le attese, a 105,4 (minimo da maggio) da un precedente 106,5, mentre l'indice composito di **morale delle imprese** IESI è diminuito a 104,9 da 106,7 di agosto, tornando sui livelli di ottobre 2022. Il calo è diffuso a manifattura (96,4 da 97,7), servizi (100,5 da 103,5) e commercio al dettaglio (107,3 da 108,7), mentre si registra un sorprendente rialzo nelle costruzioni (160,9 da 160,2, su livelli ben superiori alla media storica). Tra i nuclei famigliari, sono soprattutto le valutazioni sul clima economico nazionale corrente e le preoccupazioni sulla disoccupazione a pesare sul morale. In leggero miglioramento, invece, i giudizi sul bilancio famigliare che non si riflettono però in un aumento della propensione alla spesa ma, al contrario, in un incremento delle intenzioni di risparmio. In sintesi, come emerso dalle indagini tedesche e francesi, anche in Italia i rischi sulla ripartenza delle spese private, pur in un contesto di rallentamento dell'inflazione, sono verso il basso, complici una crescita salariale meno vivace che altrove e il recente rincaro dell'energia che si manifesta anche nel deciso rialzo delle aspettative sui prezzi (sui massimi dallo scorso novembre).

Lo spaccato dell'**indagine manifatturiera** riporta chiari segnali di rallentamento per il settore e non mostra ancora prospettive di ripresa nei prossimi mesi. In particolare, le imprese segnalano un peggioramento della tendenza di calo degli ordini (soprattutto per quelli provenienti

dall'estero), continuano a ridimensionare le aspettative di produzione e riportano un aumento delle scorte di prodotti invenduti. Anche il morale nei **servizi**, dopo aver toccato un picco a luglio, inizia a risentire del rallentamento della domanda. I comparti più penalizzati sono quelli sensibili alla frenata manifatturiera, come trasporto e magazzinaggio, ma il calo della fiducia è generalizzato, anche nel turismo, alla luce di una stagione estiva che potrebbe essersi rilevata meno positiva rispetto alle attese.

Nonostante le chiare indicazioni di rallentamento ciclico restano favorevoli le **intenzioni di assunzione** delle imprese, un fattore che sembra supportare il nostro scenario di aumento solo moderato del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi. In calo anche le **aspettative sui prezzi di vendita** delle imprese, sia nell'industria che nei servizi, seppur ancora al di sopra della media storica.

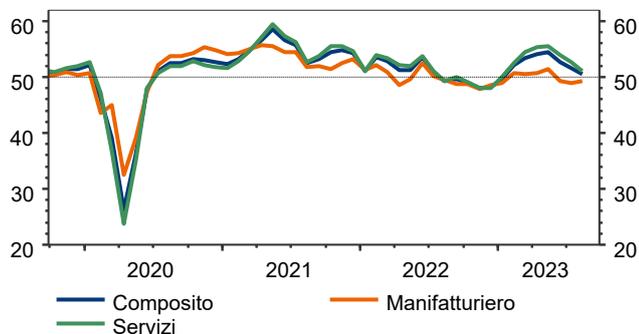
Italia. Ad agosto il **PPI** è tornato a crescere dopo 7 mesi di calo, di +0,5% m/m (+0,7% m/m sul mercato domestico), trainato dal rincaro dell'energia (+2,1% m/m). I prezzi sono in calo di -12,2% rispetto allo scorso anno ma nei prossimi mesi la risalita dei costi energetici dovrebbe frenare la tendenza deflattiva dei prezzi alla produzione.

Italia. I dati di agosto sul **commercio estero extra-UE** registrano un aumento più forte per le esportazioni (+7,1% m/m) che per le importazioni (+3,8% m/m). Come di consueto, nel caso di incrementi così ampi, il dato sull'export è spiegato da movimentazioni occasionali ad elevato impatto nella cantieristica navale, al netto di cui le vendite verso l'estero restano comunque in rialzo di un robusto +4,1% m/m. Si registrano infatti progressi nell'export di beni di consumo (+6% m/m), soprattutto non durevoli e di energia (+49,5% m/m). La salita dell'import è diffusa a tutte le componenti ad eccezione dei beni intermedi (-2,3% m/m) e guidata da beni di consumo (4,7% m/m) ed energia (+12,1% m/m) al netto di cui le importazioni sono in rialzo di un più modesto 0,7% m/m. L'avanzo commerciale con i paesi extra-UE si attesta a +3,1 miliardi (-7,8 miliardi un anno prima). Il disavanzo energetico (-5,1 miliardi) si è drasticamente ridimensionato rispetto ad agosto 2022 (-11,8 miliardi) mentre il surplus al netto dell'energia (8,2 miliardi) è in forte aumento (+4,1 miliardi lo scorso anno).

Spagna. L'**inflazione** è salita sia sull'indice nazionale, al 3,5% a/a da 2,6%, che su quello armonizzato, al 3,2% da 2,4%, per via dei rincari dei carburanti e di effetti base sull'energia elettrica. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia (sul CPI) è rallentato di tre decimi, al 5,8% a/a.

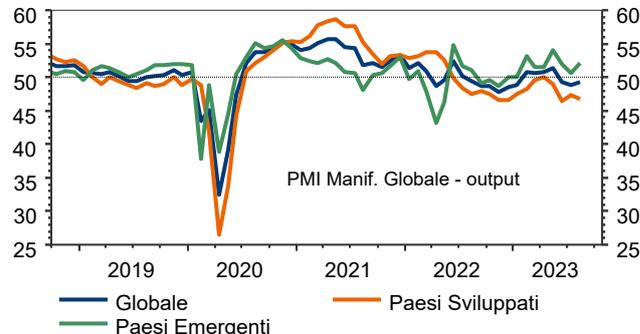
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



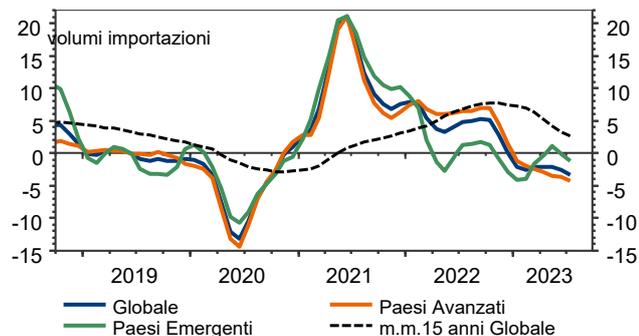
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



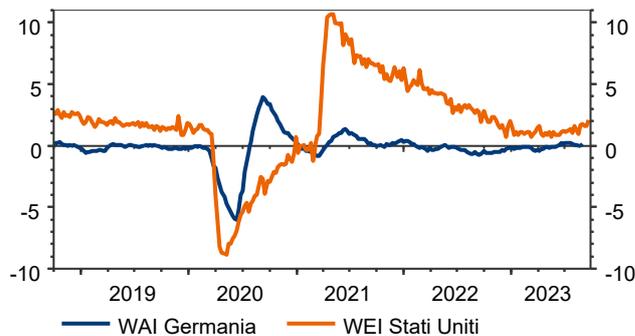
Fonte: S&P Global

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



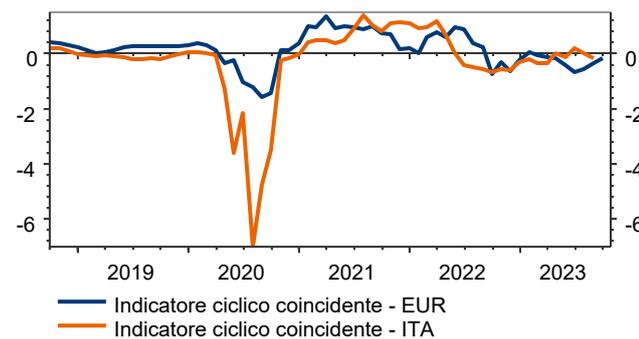
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



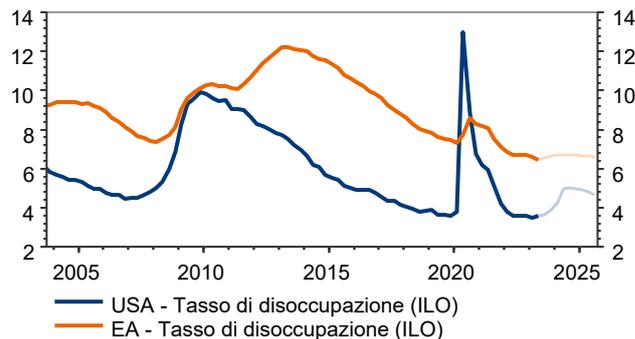
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

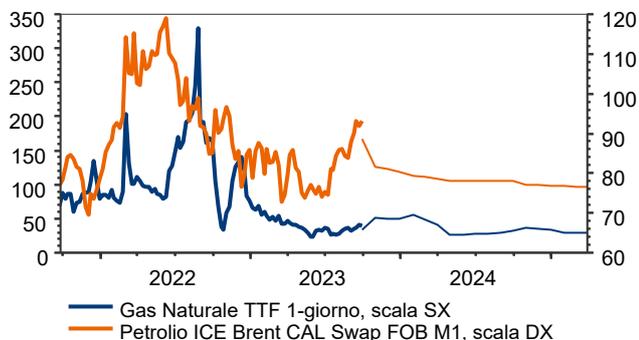
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

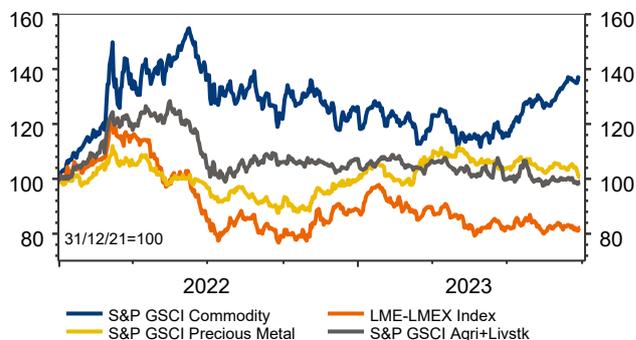
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



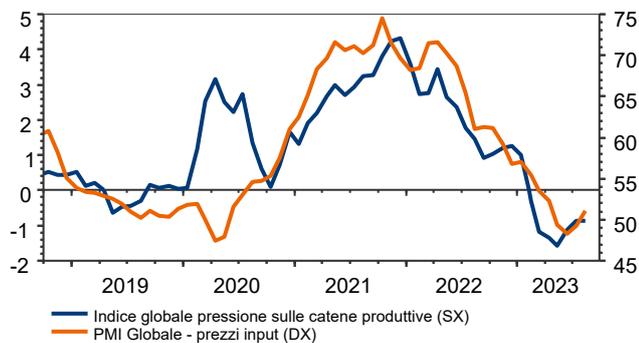
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



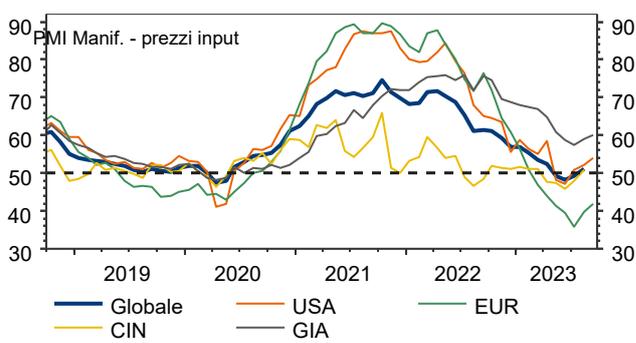
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



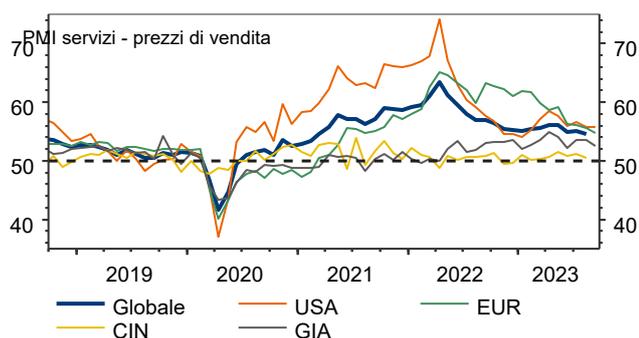
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



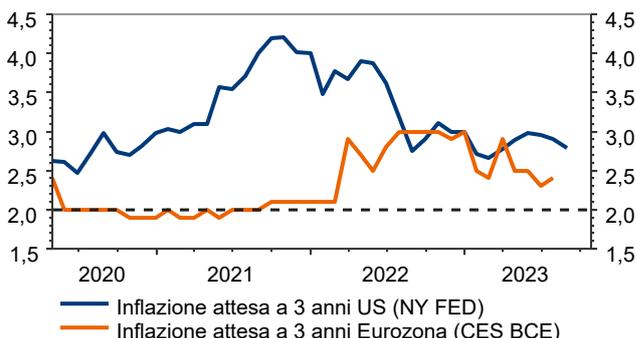
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

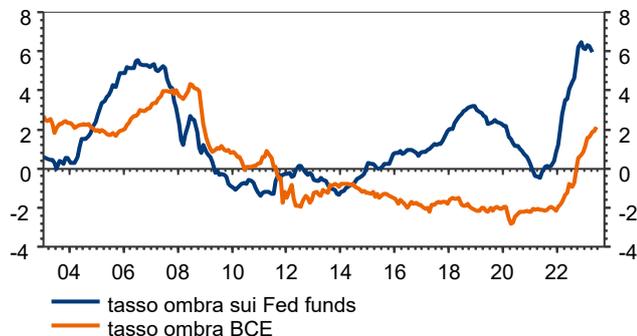
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

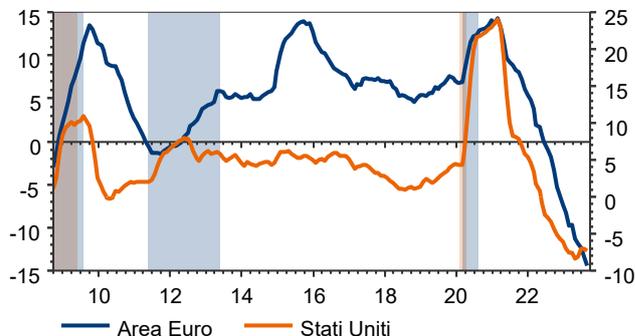
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



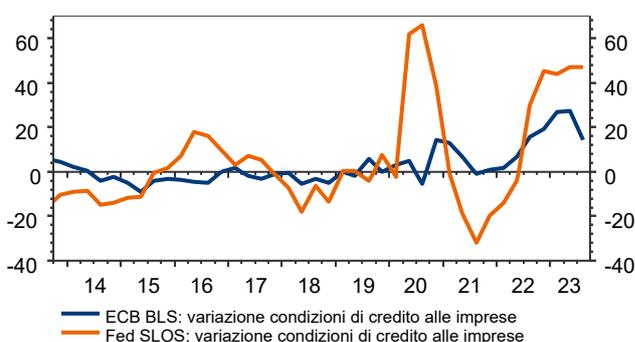
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



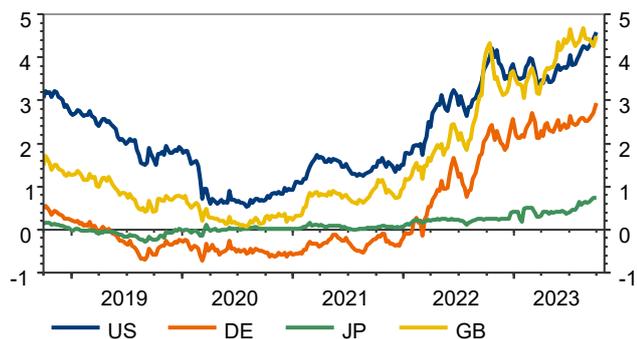
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



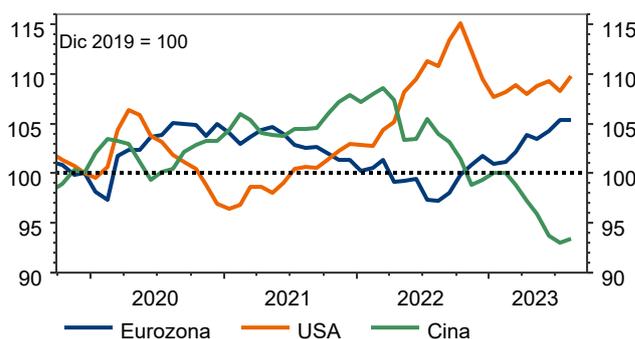
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

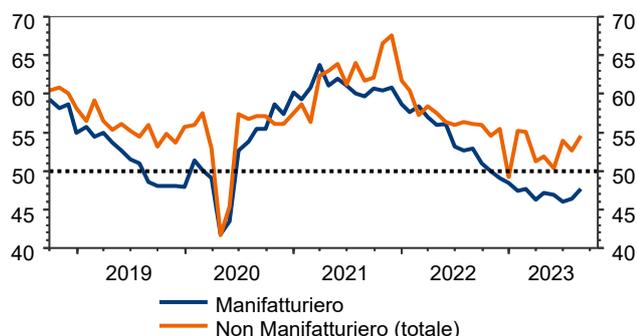
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

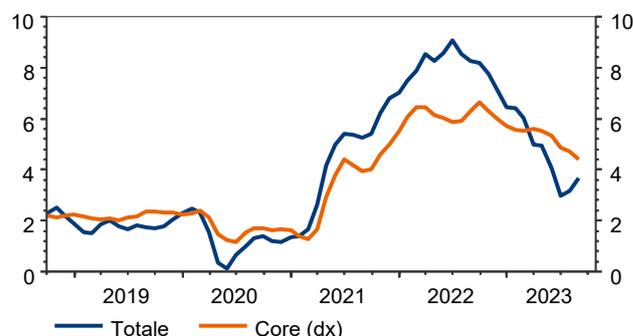
Stati Uniti

Indagini ISM



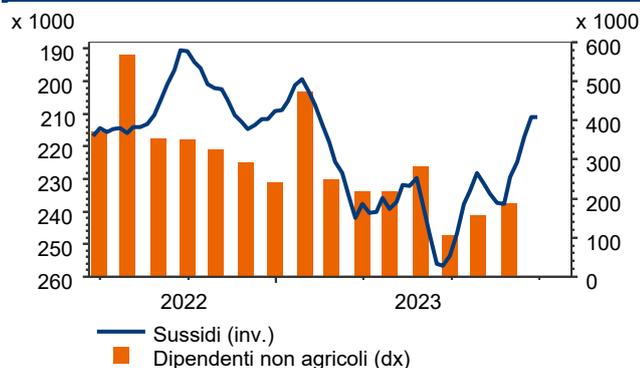
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



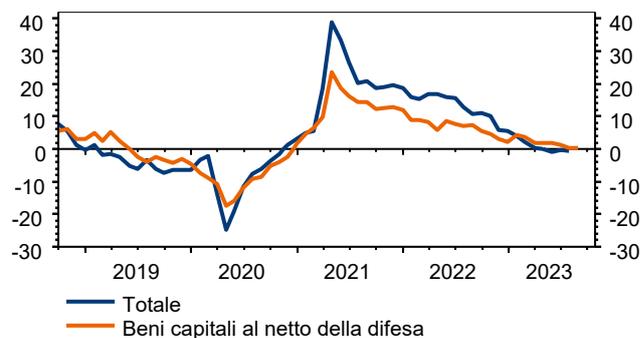
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

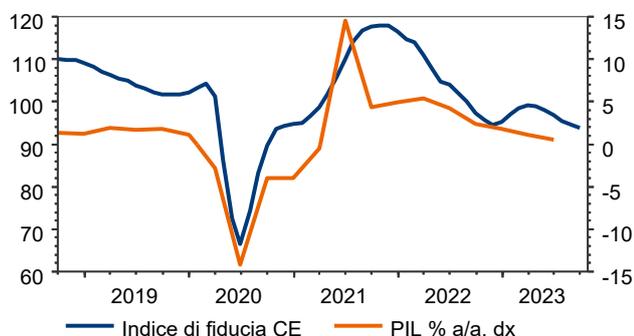
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	2.0	1.0	1.7	0.7	1.7	2.4	2.2	1.6	1.0	0.7
- trim./trim. annualizzato				2.7	2.6	2.2	2.1	1.8	0.2	-0.1	1.0
Consumi privati	2.5	2.0	1.0	1.6	1.2	3.8	0.8	2.8	0.7	0.1	0.9
IFL - privati non residenziali	5.2	4.0	0.7	4.7	1.7	5.7	7.4	0.7	-1.4	-1.4	1.3
IFL - privati residenziali	-9.0	-12.4	2.2	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	-4.4	-7.6	-2.5	5.0
Consumi e inv. pubblici	-0.9	3.3	1.2	2.9	5.3	4.8	3.3	1.7	1.1	1.0	0.8
Esportazioni	7.0	1.9	0.8	16.2	-3.5	6.8	-9.3	2.0	0.5	1.2	1.5
Importazioni	8.6	-2.1	0.8	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	1.2	0.5	1.2	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.6	-0.1	-0.4	1.5	-2.3	-0.2	-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

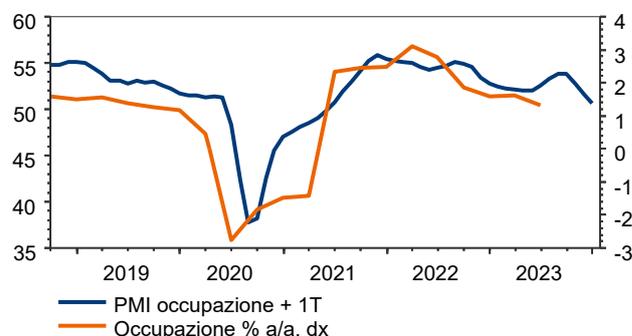
Area euro

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-23	120.3	115.3	112.4	120.0	8.6	7.1	5.3	8.8
feb-23	121.2	116.3	113.3	120.9	8.5	7.4	5.6	8.6
mar-23	122.3	117.7	114.7	122.0	6.9	7.5	5.7	6.9
apr-23	123.1	118.8	115.9	122.8	7.0	7.3	5.6	7.0
mag-23	123.2	119.2	116.1	122.8	6.1	6.9	5.3	6.1
giu-23	123.5	119.6	116.6	123.1	5.5	6.8	5.5	5.5
lug-23	123.4	119.5	116.4	123.0	5.3	6.6	5.5	5.3
ago-23	124.0	119.9	116.8	123.7	5.2	6.2	5.3	5.2
set-23	124.4	120.2	117.1	124.0	4.3	5.5	4.5	4.2
ott-23	125.2	120.3	117.2	124.8	3.5	5.0	4.1	3.3
nov-23	124.8	120.0	116.9	124.3	3.2	4.3	3.9	3.0
dic-23	124.7	120.2	117.4	124.2	3.5	3.9	3.7	3.3
Media	123.3	118.9	115.9	123.0	5.6	6.2	5.0	5.5

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-24	124.4	119.6	116.6	123.9	3.4	3.7	3.7	3.3
feb-24	125.2	120.4	117.4	124.7	3.2	3.5	3.6	3.1
mar-24	126.2	121.7	118.6	125.7	3.2	3.3	3.3	3.0
apr-24	126.9	122.5	119.6	126.3	3.0	3.1	3.2	2.9
mag-24	126.8	122.4	119.4	126.3	3.0	2.7	2.8	2.8
giu-24	127.0	122.5	119.4	126.5	2.9	2.5	2.4	2.7
lug-24	126.7	122.2	118.8	126.1	2.7	2.3	2.1	2.6
ago-24	127.1	122.7	119.2	126.6	2.5	2.3	2.1	2.3
set-24	127.3	122.8	119.4	126.8	2.3	2.2	2.0	2.2
ott-24	127.9	122.9	119.6	127.4	2.1	2.2	2.1	2.1
nov-24	127.5	122.6	119.4	127.0	2.2	2.2	2.1	2.1
dic-24	127.5	122.9	119.9	126.9	2.2	2.2	2.1	2.1
Media	126.7	122.1	118.9	126.2	2.7	2.7	2.6	2.6

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.

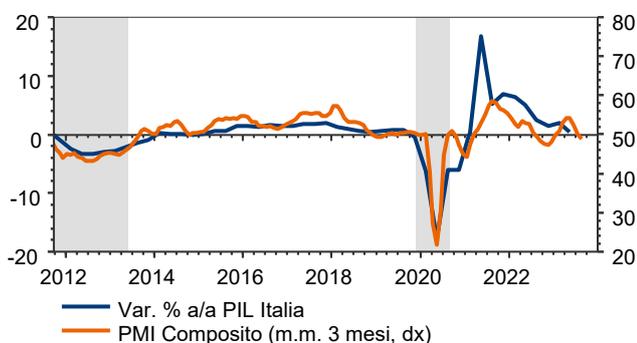
Previsioni

	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	1.8	2.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	91.5	91.0	90.0								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.6	2.7	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.4	3.3	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

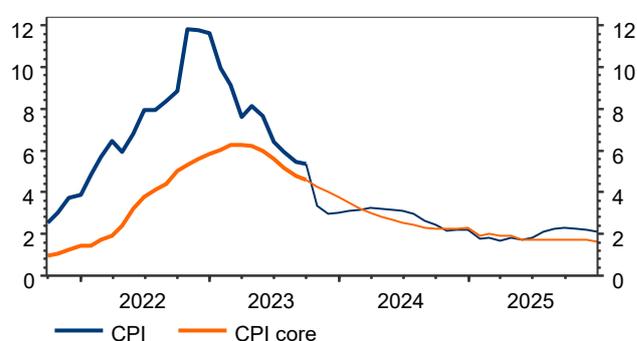
Italia

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	122.2	120.3	119.3	119.4	5.7	5.3	5.1	5.2
ott-23	124.1	122.1	120.9	121.0	3.4	3.3	3.2	3.2
nov-23	124.5	122.2	121.1	121.2	3.1	3.0	2.9	2.8
dic-23	124.8	122.6	121.5	121.6	3.1	3.0	2.9	2.9
Media	121.6	120.2	119.2	119.3	6.5	6.2	5.9	6.0

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	123.2	122.8	121.6	121.7	3.2	3.1	2.9	2.9
feb-24	123.3	123.1	121.9	121.9	3.3	3.2	3.0	2.9
mar-24	124.3	122.7	121.5	121.5	3.4	3.3	3.0	3.0
apr-24	125.3	123.1	121.8	121.8	3.3	3.2	3.0	2.9
mag-24	125.7	123.5	122.1	122.1	3.3	3.2	3.0	3.0
giu-24	125.7	123.4	122.0	122.0	3.2	3.1	3.0	2.9
lug-24	123.6	123.2	121.8	121.8	3.1	3.0	2.7	2.6
ago-24	123.4	123.3	121.8	121.8	2.7	2.6	2.4	2.3
set-24	125.3	123.2	121.8	121.8	2.5	2.4	2.1	2.0
ott-24	126.9	124.7	123.1	123.1	2.3	2.2	1.8	1.7
nov-24	127.4	124.9	123.3	123.3	2.3	2.2	1.8	1.7
dic-24	127.7	125.3	123.8	123.8	2.3	2.2	1.9	1.8
Media	125.1	123.6	122.2	122.2	2.9	2.8	2.5	2.5

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	-5.3	-4.4								
Debito pubblico (% PIL)	141.6	140.5	140.4								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.5	2.9	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	3.2	3.3	3.3
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

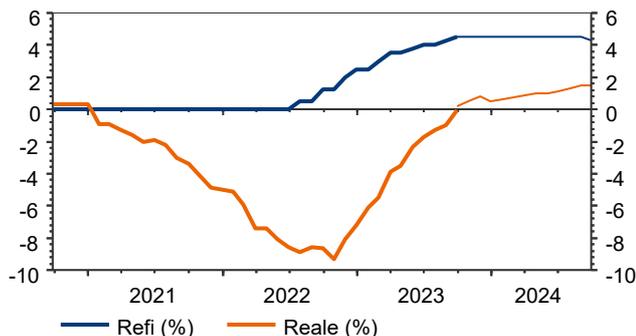
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	28/9	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	3.85	3.66	3.90	3.92	3.93
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	3.95	3.80	4.01	4.01	3.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

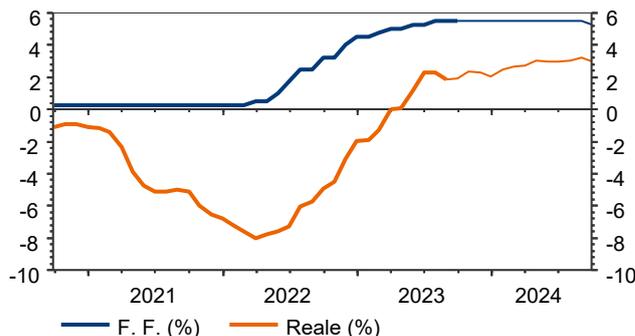


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	28/9	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	5.41	5.42	5.41	5.47	5.47

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

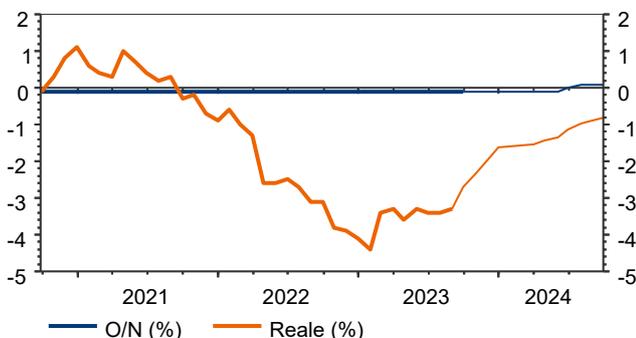


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	28/9	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

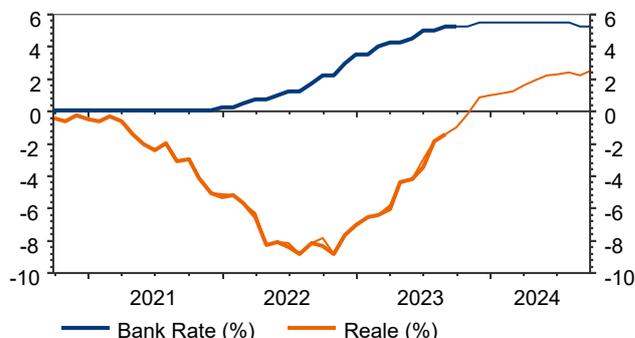


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	28/9	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	5.40	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	29/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	0.97	1.08	1.09	1.08	1.0595	1.06	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	112	145	133	145	146	149.15	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.34	1.10	1.23	1.26	1.26	1.2253	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.08	0.95	1.00	0.98	0.96	0.9669	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	130	140	144	158	159	158.05	158	156	150	142	139
EUR/GBP	0.86	0.89	0.88	0.86	0.86	0.8645	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