

Weekly Economic Monitor

Il punto

La fase di restrizione della politica monetaria sembra ormai vicina alla conclusione, ma non sarà seguita tanto presto da un ciclo di tagli dei tassi: l'inflazione è sì in calo, ma ancora lontana dall'obiettivo. La crescita globale sarà ancora modesta nel 2024.

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante si prospetta povera di indicatori congiunturali. I dati di produzione industriale di agosto dovrebbero registrare un leggero rimbalzo dell'output in Germania, Italia e nel complesso dell'Eurozona dopo le flessioni del mese precedente. In calendario anche le stime finali d'inflazione di settembre in Francia e Germania, attese confermare quanto emerso nelle letture preliminari.

Negli **Stati Uniti** la settimana entrante vedrà la pubblicazione del dato di inflazione di settembre, atteso in salita rispetto allo scorso mese sull'indice headline, supportato dalla crescita del comparto energetico, e in continua tendenza discendente sull'indice core. La fiducia dei consumatori potrebbe calare ancora ad ottobre, frenata dalle molteplici fonti di incertezza emerse nell'ultimo mese sulla traiettoria dell'economia americana. Sul fronte degli eventi, i verbali della riunione del FOMC di settembre dovrebbero confermare il momento attendista della banca centrale e potrebbero contenere maggiori informazioni sulla revisione al rialzo rispetto a giugno dei tassi obiettivo per i prossimi due anni.

6 ottobre 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

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista – Asia Ex Giappone



Il punto

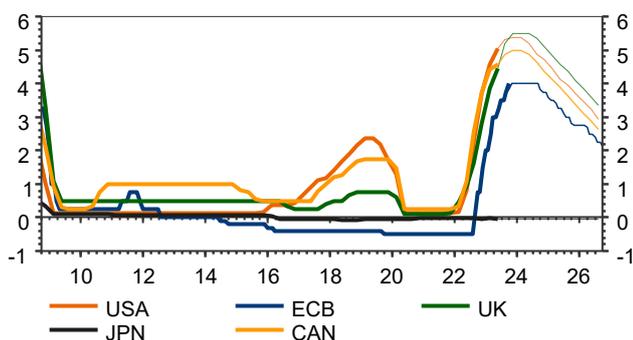
La fase di restrizione della politica monetaria sembra ormai vicina alla conclusione, ma non sarà seguita tanto presto da un ciclo di tagli dei tassi: l'inflazione è sì in calo, ma ancora lontana dall'obiettivo. La crescita globale sarà ancora modesta nel 2024.

Nel corso degli ultimi mesi, le indagini congiunturali hanno segnalato un nuovo indebolimento dell'attività produttiva nell'industria manifatturiera, accompagnato da una flessione dei volumi dell'interscambio commerciale e da una minore capacità di compensazione da parte dei servizi. Nei Paesi occidentali, infatti, si va esaurendo la normalizzazione post-pandemica nei servizi, mentre sta montando l'effetto frenante sulla domanda della restrizione monetaria; in Cina, il rimbalzo seguito all'allentamento delle misure sanitarie si è rivelato poco solido, anche per l'aggravarsi della crisi immobiliare. Malgrado la tendenza negativa, in alcune aree la resistenza dell'economia si è rivelata superiore alle attese: negli Stati Uniti, in particolare, la crescita del PIL è stata molto più alta di quanto previsto a inizio anno. Sul fronte dei prezzi, l'inflazione sta ora rallentando velocemente, anche per i beni industriali non energetici, ma il raffreddamento dei prezzi è stato finora molto limitato per i servizi.

Le **previsioni** di consenso per la crescita 2024 hanno subito revisioni contrastanti, che implicano variazioni limitate a livello globale. Le previsioni sulla crescita del PIL sono salite negli Stati Uniti da 0,5% a 0,8%, mentre sono calate per Cina, Regno Unito, Canada, Eurozona e, marginalmente, anche per il Giappone. Complessivamente, resta una diffusa aspettativa che la crescita globale rimanga su livelli modesti nel 2024, favorendo un ulteriore raffreddamento dell'inflazione.

Condividiamo ambedue le valutazioni. Ci attendiamo una crescita del PIL mondiale di poco superiore al 2% nel 2024, e inferiore rispetto a quest'anno; l'andamento aggregato rifletterà un'ulteriore decelerazione negli Stati Uniti e in Cina, a fronte di un irrobustimento della crescita nell'Eurozona dopo la sostanziale stagnazione del 2023. Quasi tutto l'incremento del PIL globale sarà dovuto all'Asia. L'impatto della restrizione monetaria in Europa e Nord America, che dovrebbe toccare il massimo nel primo semestre 2024, sarà compensato dalla ripresa dei redditi reali delle famiglie e dalla componente non ciclica degli investimenti, legata ai processi di transizione energetica e digitale. Le politiche fiscali saranno meno accomodanti, ma l'effetto frenante sulla domanda non si prospetta molto marcato.

Fig. 1 – L'aumento dei tassi ufficiali è prossimo alla conclusione, ma c'è incertezza...

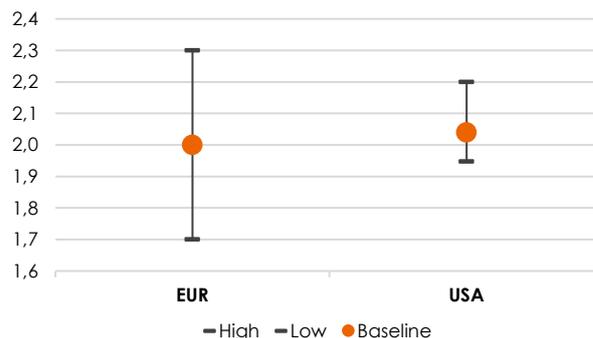


Fonte: LSEG Datastream, proiezioni Intesa Sanpaolo

Nei Paesi avanzati e in Cina, la crescita è ancora debole

Le previsioni sono migliorate per gli Stati Uniti, peggiorate per Europa e Cina. Nel 2024 si prevede crescita reale bassa e inflazione in calo

Fig. 2 – ... legata al rischio che l'inflazione resti superiore al 2% anche nel 2025, che non è trascurabile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo con il modello GEM di Oxford Economics. Nota: le proiezioni 'high' e 'low' riflettono scenari di crescita allineati agli estremi del consenso, dopo rimozione degli outliers

Il 2024 dovrebbe essere anche un anno di transizione per le **politiche monetarie** dei Paesi occidentali, dopo un biennio di rapido aumento dei tassi. L'aumento dei tassi ufficiali è esaurito o molto prossimo ad esaurirsi negli Stati Uniti, nell'Eurozona e nel Regno Unito. La scommessa è che l'attuale livello dei tassi ufficiali, se mantenuto abbastanza a lungo, sarà sufficiente a garantire il ritorno dell'inflazione a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi nel 2025, anche considerando il rischio di sviluppi sfavorevoli sul fronte energetico. I mercati sono inclini a prevedere l'avvio di una fase di taglio dei tassi ufficiali in tempi ravvicinati, eventualità che invece riteniamo incompatibile con la necessità di ridurre il rischio che l'inflazione non cali tanto quanto previsto nello scenario centrale (v. Fig. 2). Data la scarsa profondità del rallentamento, sarà necessario un periodo più prolungato di crescita inferiore al potenziale per suonare il cessato allarme. L'effetto della restrizione dovrebbe essere rafforzato dal drenaggio dell'eccesso di riserve iniettato nell'ultimo decennio e accelerato con la crisi pandemica, processo che (rendendo più stringenti i vincoli di liquidità e obbligando le banche a ricorrere maggiormente al mercato) dovrebbe favorire anche una restrizione delle condizioni del credito. Il riassorbimento dell'eccesso di riserve si basa anche sulla riduzione del portafoglio di titoli pubblici oggi detenuto dalle banche centrali, i cui effetti si dovrebbero manifestare soprattutto nella forma di un aumento dei *term premia* e di maggiore effetto spiazzamento per il finanziamento in deficit della spesa pubblica.

In Asia, il ciclo di politica monetaria resterà sfasato rispetto a quello occidentale: la Cina è impegnata nel tentativo di contrastare la crisi immobiliare e sostenere la crescita della domanda; il Giappone è forse un po' più vicino ad abbandonare la fase di tassi negativi e acquisto su larga scala di titoli di stato, ma è probabile che la necessità di trovare un equilibrio fra sostenibilità del debito pubblico e controllo dell'inflazione mantenga la banca centrale molto cauta nella sua strategia di normalizzazione. Tale asincronia potrebbe riflettersi in ulteriori tensioni sui mercati valutari, tra cui una ripresa dello yen se la BoJ abbandonerà la politica dei tassi negativi. D'altronde, anche i tempi della svolta di Fed e BCE sono incerti. Nello scenario base, i tagli dei tassi iniziano prima negli Stati Uniti. Tuttavia, se la maggiore resistenza finora dimostrata dall'economia americana continuasse nel 2024, non si potrebbe escludere o un nuovo rialzo dei tassi ufficiali Fed o una fase di tassi stabili più protratta di quanto oggi previsto. Di contro, i rischi dello scenario europeo ci sembrano più sbilanciati verso il basso. Se questo scenario di rischio asimmetrico si concretizzasse, la fase di allentamento della politica monetaria potrebbe essere avviata prima dalla BCE che dalla Fed.

Lo scenario è condizionato da altri fattori di incertezza, potenzialmente rilevanti ma di probabilità difficile da valutare. Le condizioni climatiche hanno creato tensioni su alcune materie prime agricole, come il riso, mentre fattori politici influenzano la dinamica del petrolio. Aumenti importanti dei prezzi di energia e alimentari potrebbero interferire con il processo di disinflazione. Se la crisi del settore immobiliare in Cina sfuggisse dal controllo, potrebbe ridurre la crescita molto più di quanto atteso e generare ricadute internazionali attraverso i flussi commerciali (ma con impatti poco rilevanti su Eurozona e Stati Uniti), sia attraverso un aumento dell'avversione al rischio sui mercati finanziari, canale che potrebbe avere effetti reali più rilevanti rispetto a quelli commerciali.

Il 2024 sarà un anno di transizione per le politiche monetarie, con la fine del rialzo dei tassi in Europa e Stati Uniti

Il ciclo di politica monetaria è sfasato in Asia: il Giappone potrebbe abbandonare la politica dei tassi negativi, mentre la Cina è impegnata a sostenere la domanda interna

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante si prospetta povera di indicatori congiunturali. I dati di produzione industriale di agosto dovrebbero registrare un leggero rimbalzo dell'output in Germania, Italia e nel complesso dell'Eurozona dopo le flessioni del mese precedente. In calendario anche le stime finali d'inflazione di settembre in Francia e Germania, attese confermare quanto emerso nelle letture preliminari.

Negli **Stati Uniti** la settimana entrante vedrà la pubblicazione del dato di inflazione di settembre, atteso in salita rispetto allo scorso mese sull'indice headline, supportato dalla crescita del comparto energetico, e in continua tendenza discendente sull'indice core. La fiducia dei consumatori potrebbe calare ancora ad ottobre, frenata dalle molteplici fonti di incertezza emerse nell'ultimo mese sulla traiettoria dell'economia americana. Sul fronte degli eventi, i verbali della riunione del FOMC di settembre dovrebbero confermare il momento attendista della banca centrale e potrebbero contenere maggiori informazioni sulla revisione al rialzo rispetto a giugno dei tassi obiettivo per i prossimi due anni.

Lunedì 9 ottobre

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** ad agosto è attesa recuperare solo di 0,2% m/m, dopo i cali di luglio (-0,8% m/m) e giugno (-1,4% m/m). I rischi sono orientati verso il basso: ad agosto l'IFO aveva registrato un peggioramento del morale e anche per l'indice PMI sulla produzione, nel mese, è prevista una nuova contrazione. Se confermato, la variazione annua passerebbe a -1,6% da -2,2% precedente, lasciando la produzione in rotta per un nuovo calo di -1,8% t/t da -1,3% t/t. Non ci aspettiamo una ripresa nel comparto nei prossimi mesi dato il livello storicamente basso della domanda.
- **Italia.** La **produzione industriale** è vista in marginale recupero ad agosto (0,1% m/m) dopo la flessione di -0,7% m/m vista a luglio. L'indagine PMI per il settore manifatturiero ha mostrato una minore contrazione negli ultimi tre mesi, dopo il punto di minimo toccato a giugno, e l'indagine Istat ha evidenziato valutazioni correnti sulla produzione solo in lieve flessione nel mese. L'output potrebbe però tornare a flettere a settembre.

Mercoledì 11 ottobre

Area euro

- **Germania.** La **stima finale** dei **prezzi al consumo** di settembre dovrebbe confermare l'aumento di +0,3% m/m sulla misura nazionale e di +0,2% su quella armonizzata. La tendenza annua dovrebbe essere confermata in 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, per via di effetti base favorevoli su servizi ed energia. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è vista crollare al 4,6% dal 5,5% di agosto, e chiudere l'anno intorno al 4%.

Stati Uniti

- Il **PPI** di settembre è atteso in crescita di 0,3% m/m, in rallentamento dallo 0,7% di agosto che era stato fortemente influenzato dalla crescita dell'energia (+10,5% m/m). L'indice core dovrebbe registrare una variazione di 0,2% m/m, in linea con il mese precedente, confermando il graduale raffreddamento delle pressioni inflazionistiche sui servizi.
- I **verbali della riunione del FOMC** di settembre dovrebbero confermare il momento attendista della Fed, in pausa nell'ultima seduta per valutare la trasmissione della restrizione all'economia, ma potrebbero contenere indicazioni sul sentiero dei tassi nei prossimi mesi. Nonostante la banca centrale abbia ribadito che le decisioni saranno prese riunione per riunione in base ai dati, la revisione al rialzo delle stime di crescita e al ribasso del tasso di disoccupazione forniscono maggiori argomenti a favore di un nuovo aumento dei tassi entro la fine dell'anno. Altre indicazioni rilevanti potrebbero riguardare l'aggiornamento dei tassi

obiettivo sui fed funds, in aumento di mezzo punto rispetto al livello atteso a giugno sia per il 2024 che per il 2025, segnale che occorrerà aspettare più tempo del previsto per vedere un'inversione della politica monetaria. Su questo fronte, riteniamo che il momento di svolta sui tassi si manifesterà verso la fine del 2024 (probabilmente settembre) per via di una tenuta migliore del previsto dell'economia nel 2024-25 e della lentezza del calo atteso dei salari e dell'inflazione dei servizi core.

Giovedì 12 ottobre

Stati Uniti

- Il **CPI** di settembre è previsto in rialzo di 0,6% m/m, in linea con il dato di agosto, ancora supportato dalla componente energetica, portando la variazione annuale al 3,9%. L'indice core dovrebbe aumentare di 0,3% m/m, come lo scorso mese, con l'inflazione in rallentamento a 4,1% a/a da 4,3% a/a, sui minimi da settembre 2021. I dati dovrebbero evidenziare un aumento del comparto delle auto usate (dopo il -1,2% m/m di agosto), in base alle indicazioni del Manheim Used Vehicle Value Index, che ha registrato prezzi in rialzo nelle prime due settimane di settembre, mentre potrebbero continuare a frenare i servizi abitativi, come anticipato dal raffreddamento dei prezzi immobiliari. Inoltre, le indagini di settembre hanno offerto segnali incoraggianti sul trend discendente dell'inflazione, con prezzi di vendita di PMI e ISM in ulteriore calo e attese di inflazione a breve termine dei consumatori su nuovi minimi da inizio 2021. I dati di settembre dovrebbero dunque essere coerenti con la tendenza di raffreddamento delle pressioni inflazionistiche core degli ultimi mesi, che, insieme al "ribilanciamento" in corso del mercato del lavoro, dovrebbero limitare la probabilità di un rialzo alla prossima riunione del 1° novembre. Attualmente i mercati monetari assegnano una probabilità del 26% a un rialzo a novembre e del 45% a dicembre.

Venerdì 13 ottobre

Area euro

- **Area euro.** Dopo la flessione del mese precedente ci aspettiamo che la **produzione industriale** possa tornare a crescere ad agosto, stimiamo di 0,5% m/m (-3% a/a). Una parte del rimbalzo sarà imputabile al volatile dato irlandese ma prevediamo un recupero dell'output anche in Germania e Italia. Nel complesso, però, l'industria dovrebbe restare in rotta per una contrazione nel 3° trimestre, seppur meno severa rispetto alla primavera. Le indagini manifatturiere sembrano aver superato il punto di minimo ma restano su livelli ampiamente recessivi, suggerendo che l'attività resterà debole anche a fine anno.
- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che l'**inflazione** è rimasta invariata al 4,9% sul CPI in settembre, mentre l'indice armonizzato è sceso al 5,6%, dal 5,7% di agosto. Sul CPI, l'aumento della componente energetica (per via del rincaro dei carburanti e di un effetto base sfavorevole) dovrebbe essere compensato dal rallentamento di alimentari, beni industriali non energetici e servizi. Di conseguenza, ci aspettiamo un indice core al netto di alimentari ed energia in discesa al 4,4%.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Università di Michigan ad ottobre (dato preliminare) dovrebbe calare leggermente per la terza rilevazione consecutiva, a 67,6 da 68,1, frenata da un possibile peggioramento delle aspettative, viste le molteplici fonti di incertezza sulla traiettoria dell'economia americana (*shutdown*, scioperi del settore automobilistico e rimborsi dei prestiti agli studenti). Le attese sull'inflazione dovrebbero confermare i segnali positivi di rallentamento visti a settembre.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (9 – 13 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	9/10	GER	Produzione industriale m/m	**	ago	-0.8	%	-0.1	0.2
Mar	10/10	ITA	Produzione industriale m/m	**	ago	-0.7	%	-0.2	0.1
Mer	11/10	CN	M2 a/a	*	set	10.6	%	10.6	
		CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	set	3120	Mld ¥ CN	3800	
		CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	set	1360	Mld ¥ CN	2500	
		GER	IPCA m/m finale	*	set	prel 0.2	%	0.2	0.2
		GER	CPI m/m finale	*	set	prel 0.3	%	0.3	0.3
		GER	CPI a/a finale	*	set	prel 4.5	%	4.5	4.5
		GER	IPCA a/a finale	*	set	prel 4.3	%	4.3	4.3
		USA	PPI m/m	*	set	0.7	%	0.4	0.4
		USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	set	0.2	%	0.2	0.2
Gio	12/10	GIA	Ordinativi di macchinari m/m	*	ago	-1.1	%	0.4	
		GB	Produzione industriale m/m	*	ago	-0.7	%	-0.1	
		GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)	*	ago	-14.1	Mld £		
		GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)	*	ago	-2.4	Mld £		
		USA	Richieste di sussidio	*	settim	207	x1000		
		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.664	Mln		
		USA	CPI m/m	*	set	0.6	%	0.3	0.6
		USA	CPI a/a	*	set	3.7	%		3.9
		USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	set	0.3	%	0.3	0.3
		USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a	*	set	4.3	%		4.1
Ven	13/10	CN	CPI a/a	*	set	0.1	%	0.2	
		CN	PPI a/a	*	set	-3.0	%	-2.4	
		CN	CPI m/m	*	set	0.3	%	0.3	
		CN	Bilancia commerciale USD	*	set	68.4	Mld \$	70.0	
		CN	Esportazioni in USD a/a	*	set	-8.8	%	-8.3	
		CN	Importazioni in USD a/a	*	set	-7.3	%	-6.0	
		FRA	CPI m/m Ex Tob	*	set	1.0	%		
		FRA	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.6	%	-0.6	-0.6
		FRA	IPCA a/a finale	*	set	prel 5.6	%	5.6	5.6
		SPA	IPCA a/a finale	*	set	prel 3.2	%	3.2	3.2
		EUR	Produzione industriale m/m	**	ago	-1.1	%	0.0	0.5
		USA	Prezzi all'import m/m	*	set	0.5	%	0.5	
		USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim	*	ott	68.1		68.0	67.6

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 (9 – 14 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	9/10	10:15	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		14:00	USA	Discorso di Barr (Fed)
		15:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
		18:50	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		22:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
Mar	10/10	15:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
		21:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
Mer	11/10	00:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		10:15	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		13:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		18:15	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	12/10	03:30	GIA	Discorso di Noguchi (BoJ)
		10:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		11:00	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		12:00	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		13:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di settembre
		19:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Ven	13/10	10:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		15:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		15:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		18:30	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
Sab	14/10	17:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)

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

Osservatorio macroeconomico

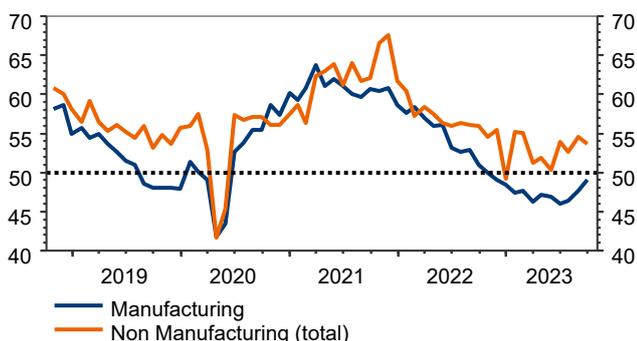
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	set	48.9		49.8
Spesa in costruzioni	ago	0.9 (0.7)	%	0.5
Indice ISM manifatturiero	set	47.6	47.8	49.0
Nuovi occupati: stima ADP	set	180 (177)	x1000	153
Markit PMI Composito finale	set	50.1		50.2
Markit PMI Servizi finale	set	50.2		50.1
Ordinativi industriali m/m	ago	-2.1	%	0.2
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	0.2	%	0.1
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.4	%	0.4
Indice ISM non manifatturiero composito	set	54.5	53.6	53.6
Richieste di sussidio	settim	205 (204)	x1000	210
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.665 (1.670)	Mln	1.675
Bilancia commerciale	ago	-64.7 (-65.0)	Mld \$	-62.3
Tasso di disoccupazione	set	3.8	%	3.7
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	187	x1000	170
Salari orari m/m	set	0.2	%	0.3

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

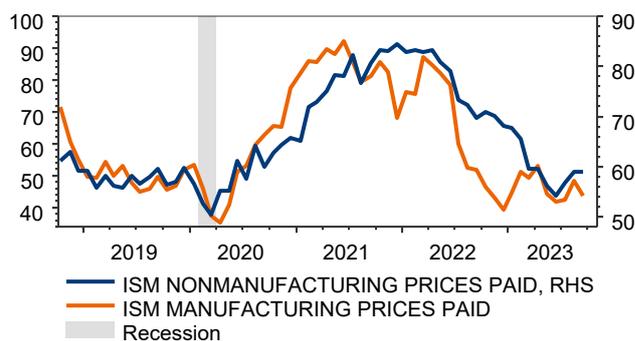
L'**ISM manifatturiero** di settembre ha registrato un netto incremento a 49 da 47,6 di agosto, rimanendo sotto la soglia di invarianza ma segnando un massimo da novembre 2022. L'indagine ha mostrato un miglioramento per la produzione (52,5 da 50) e gli ordini (49,2 da 46,8), mentre l'indice sui prezzi pagati è calato a 43,8 da 48,4, nonostante il recente rincaro della benzina. Segnali positivi sono giunti anche dall'occupazione, tornata in territorio espansivo a settembre (51,2 da 48,5). Nonostante il terzo rialzo consecutivo, l'ISM è coerente con un contributo marginale del settore manifatturiero alla crescita del PIL nel 3° trimestre. L'**ISM non manifatturiero**, invece, ha eroso parte del rialzo di agosto, calando a 53,6 da 54,5, per via principalmente di un peggioramento degli ordini (51,8 da 57,5). Le indicazioni dell'indagine rimangono complessivamente positive, con attività, consegne e ordini inevasi in salita e un'occupazione stabilmente su livelli espansivi. I prezzi non manifestano ancora chiari segnali di rallentamento, rimanendo sui livelli di agosto. In base all'evidenza storica, l'indice ISM dei servizi sarebbe coerente con un rallentamento del PIL annualizzato all'1,3% nel 3° trimestre.

Si riduce il divario tra manifatturiero e servizi a settembre



Fonte: ISM, Refinitiv Eikon

Gli indici dei prezzi pagati rallentano, in maggior misura nella manifattura rispetto ai servizi



Nota: ISM, Refinitiv Eikon

I segnali di (timido) recupero dell'industria hanno trovato conferma nella stima finale del **PMI manifatturiero** di settembre, che si è attestata a 49,8, in aumento rispetto alla stima preliminare (48,9) e alla rilevazione di agosto (47,9), trainato da ordini, produzione e, in minor misura, occupazione in crescita nel mese. La produzione, tuttavia, pare spinta più dalle scorte che non

dalla domanda, segnale che per i prossimi mesi il manifatturiero potrebbe rimanere apatico. La stima finale del **PMI servizi** ha registrato una lieve flessione a 50,1, da 50,2 della stima preliminare e da 50,5 di agosto, con correzioni diffuse sia alle componenti correnti che alle aspettative (al netto dell'occupazione, ancora saldamente in territorio espansivo). L'indice composito, grazie alla revisione al rialzo del manifatturiero, è salito di un decimo a 50,2, in linea con il dato dello scorso mese.

La **spesa in costruzioni** ad agosto è aumentata, come previsto dal consenso, dello 0,5% m/m (7,4% a/a), in leggero rallentamento rispetto allo 0,9% di luglio (rivisto verso l'alto da 0,7% precedente). La spesa privata è cresciuta dello 0,5% m/m, grazie alla variazione positiva della componente residenziale (0,6% m/m) e, in minor misura, di quella non residenziale (0,3% m/m). La spesa pubblica ha registrato un rimbalzo di 0,6% m/m dopo il -0,4% di luglio, trainata dal settore sanitario. Nonostante gli effetti della restrizione monetaria e dei nuovi massimi raggiunti dai tassi sui mutui, le costruzioni sono cresciute ancora a un ritmo solido nel 3° trimestre, supportate dalla domanda di abitazioni residenziali unifamiliari che sta beneficiando della scarsità di case esistenti in vendita sul mercato.

Il **deficit della bilancia commerciale** ad agosto si è ridotto più di quanto atteso, a -58,3 miliardi di dollari (minimo da giugno 2020) da -64,7 miliardi di luglio (rivisto al ribasso da -65 miliardi), trainato da un incremento di +1,6% m/m delle esportazioni e una correzione di -0,7% m/m delle importazioni. L'aumento dell'export è dovuto sia ai beni (+1,8% m/m), spinti al rialzo dai beni capitali, sia ai servizi (+1,3% m/m), principalmente di viaggio. L'import ha registrato una contrazione di -0,9% m/m dei beni, diffusa a tutti i principali comparti, mentre i servizi sono rimasti sostanzialmente stabili. L'energia ha influenzato marginalmente la bilancia commerciale in quanto si sono registrate variazioni in aumento (dettate dal rincaro dei prezzi) di egual misura sia sull'export che sull'import. Secondo la stima GDPNow dell'Atlanta Fed, il contributo del canale estero alla crescita del 3° trimestre potrebbe essere pari a +0,9%.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** di settembre ha sorpreso al ribasso, con una variazione di 89 mila unità (un minimo da gennaio 2022) dopo le 180 mila di agosto (riviste al rialzo da 177 mila), sulla scia del rallentamento delle assunzioni da parte delle grandi imprese. L'occupazione, seppur in attenuazione, è spinta dai servizi di ricreazione e ospitalità (92 mila) e dalle costruzioni (16 mila), mentre il manifatturiero (-12 mila) e i servizi professionali e aziendali (-32 mila) hanno registrato le correzioni più marcate nel mese. Le rilevazioni sulle retribuzioni offrono ulteriori segnali di attenuazione delle pressioni salariali diffuse a *jobstayers* (dodicesimo calo consecutivo) e *job-changers*. Dopo il picco di assunzioni registrato in estate, l'indicatore sta tornando sui livelli pre-pandemici, in linea con un moderato raffreddamento del mercato del lavoro.

Area euro

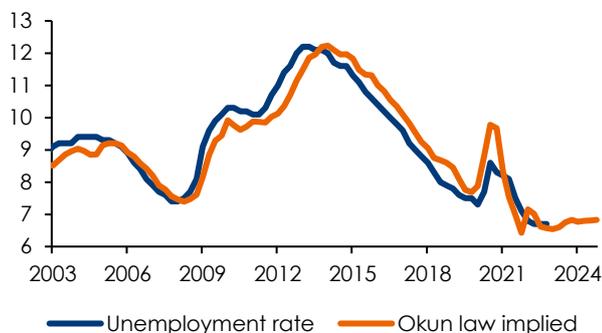
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PMI manifatturiero finale	set	43.4		43.4	43.4	
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	6.5	(6.4)	%	6.4	6.4
EUR	PMI servizi finale	set	48.4		48.4	48.7	
EUR	PMI composito finale	set	47.1		47.1	47.2	
EUR	PPI a/a	ago	-7.6		%	-11.6	-11.5
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.1	(-0.2)	%	-0.3	-1.2
FRA	PMI manifatturiero finale	set	43.6		43.6	44.2	
FRA	PMI servizi finale	set	43.9		43.9	44.4	
FRA	Produzione industriale m/m	ago	0.5	(0.8)	%	-0.4	-0.3
GER	PMI manifatturiero finale	set	39.8		39.8	39.6	
GER	PMI servizi finale	set	49.8		49.8	50.3	
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	17.7	(15.9)	Mld €	15.0	16.6
GER	Ordini all'industria m/m	ago	-11.3	(-11.7)	%	1.8	3.9
ITA	PMI manifatturiero	set	45.4		45.7	46.8	
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	7.5	(7.6)	%	7.7	7.3
ITA	PMI servizi	set	49.8		50.0	49.9	
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T2	11.3	(12.1)	%		5.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	2.8	(2.70)	%		2.4
SPA	Produzione industriale a/a	ago	-2.2	(-1.8)	%	-2.1	-3.4

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

Area euro. Il tasso di disoccupazione è calato al 6,4% ad agosto (un minimo da almeno il 1998), dopo che il dato relativo al mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo al 6,5%. Nonostante i segnali di rallentamento del ciclo, il mercato del lavoro resta solido e le intenzioni di assunzione delle imprese non mostrano ancora indicazioni di inversione. Tuttavia, riteniamo che un aumento, anche se contenuto, del tasso di disoccupazione già dai prossimi mesi sia inevitabile. Prevediamo un picco intorno al 6,8% nei mesi centrali del 2024.

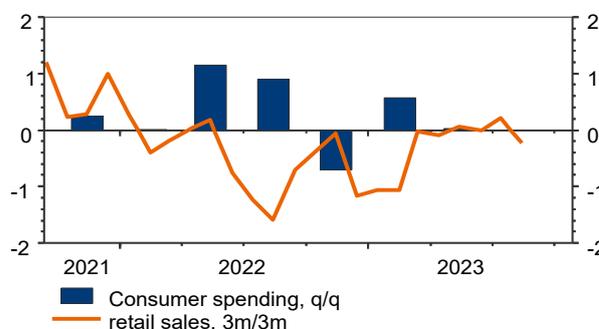
Area euro. Le vendite al dettaglio di agosto sono calate per il secondo mese registrando la più ampia flessione dallo scorso dicembre: -1,2% m/m (-2,1% a/a) da -0,2% a luglio con diminuzioni diffuse a tutte le principali componenti di spesa. Anche ipotizzando un rimbalzo a settembre, le vendite dovrebbero diminuire di oltre -0,5% t/t nel 3° trimestre. È possibile che i servizi e il rimbalzo delle immatricolazioni di auto possano attenuare i minori acquisti al dettaglio ma ci aspettiamo consumi privati poco più che stagnanti durante l'estate mentre le recenti rilevazioni sul morale dei nuclei familiari suggeriscono la presenza di rischi al ribasso sulle nostre, già piuttosto caute, previsioni di ripresa a cavallo d'anno.

Il tasso di disoccupazione potrebbe salire modestamente nei prossimi mesi toccando un picco a 6,8% nel 2024



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Vendite al dettaglio in contrazione anche nel 3° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Area euro. Il **PPI** è cresciuto di 0,6% m/m (-11,5% a/a), ad agosto. Il primo incremento dei prezzi alla produzione nell'industria dopo sette mesi di calo è imputabile soprattutto al rincaro dell'energia mentre prosegue la tendenza di rallentamento per beni strumentali e di consumo, sostanzialmente stagnanti su base mensile. La crescita dei costi energetici dovrebbe essere proseguita anche a settembre ma al momento riteniamo che non metterà a rischio (al più rallenterà) il processo di riassorbimento delle pressioni inflattive a monte delle filiere produttive.

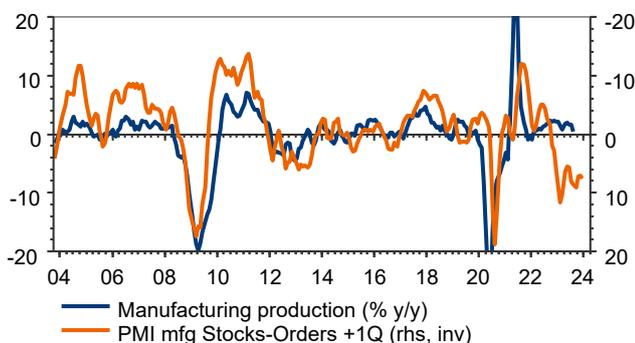
Area euro. Nel 2° trimestre i **prezzi delle case** sono cresciuti solo marginalmente (0,1% t/t) dopo due trimestri di ampio calo (con una flessione cumulata di -2,7%), mentre la variazione annua è approdata in territorio negativo (-1,7%) per la prima volta da inizio 2014. Rispetto ad un anno prima i valori immobiliari sono in ampio calo in Germania (-9,9%), mentre restano in crescita in Francia (0,7%), Italia (0,7%) e Spagna (3,7%). La tendenza discendente è attesa proseguire nei prossimi trimestri sulla scorta del calo della domanda dovuto all'aumento dei tassi sui mutui.

Germania. Gli **ordini all'industria** sono cresciuti più delle attese in agosto, a +3,9% m/m, recuperando parte del crollo di -11,3% a luglio (rivisto da -11,7%). Anche al netto delle grandi commesse la crescita è stata di +3,9% m/m. Le aziende hanno registrato un aumento per i beni intermedi e di consumo (rispettivamente +9,3% m/m e +8,8% m/m), mentre risultano poco variati i beni di investimento (+0,1% m/m). Lo spaccato settoriale mostra un'ampia crescita nella produzione di computer, prodotti elettronici e ottici (+37,9% m/m), ed un aumento di apparecchiature elettriche (+8,7% m/m) e prodotti farmaceutici (+4% m/m); di contro, l'*automotive* registra una flessione di -0,7% m/m. Gli ordini esteri sono saliti di +3,9% m/m, quelli interni di +4% m/m. Nel complesso, le commesse totali rimangono circa il 12% sotto i livelli pre-febbraio 2022 (ovvero l'inizio della guerra russo-ucraina), nonostante siano aumentate in sei dei primi otto mesi di quest'anno; le indagini congiunturali, inoltre, suggeriscono una stabilizzazione della domanda su livelli bassi. Il fatturato in termini reali è cresciuto di 0,4% m/m.

Germania. I dati sul **commercio estero** di agosto hanno mostrato un calo sia dell'export (-1,2% m/m), che, in minor misura, dell'import (-0,4% m/m). Nel dettaglio, sono scese le esportazioni verso i Paesi UE (-1,5% m/m) ed extra UE (-0,9% m/m), mentre l'aumento delle importazioni dai Paesi comunitari (+1,9% m/m) è stato più che compensato dal forte calo di quelle extra UE (-3% m/m). L'avanzo commerciale stagionalizzato è sceso a 16,6 miliardi da 17,7 miliardi (rivisti da 15,9 miliardi) di luglio.

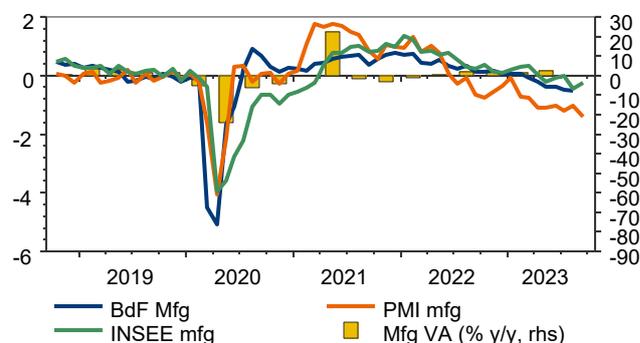
Francia. La **produzione manifatturiera** è diminuita di -0,4% m/m ad agosto da un precedente +0,4% m/m. La contrazione risulta comunque diffusa a gran parte dei comparti, ad eccezione di pochi settori (raffinazione, altri mezzi di trasporto e tessile). L'output di energia cresce per il quinto mese (+1% m/m da 0,6%) mentre nel complesso dell'industria la produzione cala di -0,3% m/m da un precedente 0,5% (rivisto al ribasso da 0,8%). Ipotizzando un calo dell'output anche a settembre, l'industria al netto delle costruzioni potrebbe risultare circa stagnante nel 3° trimestre. Sarà al contrario marcata la contrazione per l'edilizia dove la produzione torna a calare dopo il timido rialzo di luglio: -1,4% m/m da 0,5%, lasciando il settore in rotta per una caduta superiore a -1,5% t/t nel 3° trimestre. Negli ultimi mesi l'evoluzione dell'attività manifatturiera si è rivelata complessivamente migliore rispetto a quanto suggerito dagli indici PMI che riteniamo stiano sovrastimando l'entità del rallentamento (sia nell'industria che nei servizi). Tuttavia, anche le rilevazioni INSEE e Banque de France, nonché le indicazioni delle associazioni di settore, segnalano un calo della domanda compatibile con una frenata della produzione nei prossimi mesi.

L'evoluzione recente della produzione manifatturiera si è rivelata meno severa rispetto a quanto anticipato dai PMI



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE, S&P Global

Anche le indagini INSEE e Banque de France mostrano però segnali di rallentamento per l'industria



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

Italia. Il **tasso di disoccupazione** è calato a sorpresa al 7,3% da un precedente 7,5% (rivisto da 7,6%), un minimo da gennaio 2009. I dati mostrano un aumento degli occupati (+59 mila unità, con il tasso di occupazione al 61,5%, un massimo dall'inizio delle rilevazioni mensili nel 2004), un calo dei disoccupati (-62 mila) e una sostanziale stabilità degli inattivi (+5 mila, con un tasso di inattività invariato al minimo storico di 33,5%). Sul fronte contrattuale la crescita dell'occupazione è risultata trainata dai lavoratori a termine (+39 mila) ma con progressi anche per dipendenti a tempo indeterminato e autonomi (+10 mila in entrambi i casi). I dati estivi sono tipicamente volatili; ci aspettiamo che nei prossimi mesi il tasso dei senza lavoro possa tornare a salire ma in misura moderata, raggiungendo un picco attorno all'8% nei mesi centrali del 2024.

Italia. Ad agosto le **vendite al dettaglio** sono calate sia in valore (-0,4% m/m) che in volume (-0,5% m/m), quest'ultime in flessione per il terzo mese. La diminuzione risulta diffusa a beni alimentari (-0,7% m/m) e non alimentari (-0,4% m/m), e lascia il volume degli acquisti in rotta per una contrazione di circa -0,7% t/t durante l'estate dopo il -0,9% t/t registrato nel 2° trimestre. In termini tendenziali la variazione resta in territorio negativo per il quindicesimo mese, al -4,1%, in leggero ridimensionamento dal -4,4% del mese precedente. I dati confermano la debolezza degli acquisti al dettaglio ma ci aspettiamo che il ritmo di crescita dei consumi privati di contabilità nazionale possa stabilizzarsi intorno allo 0,2% t/t nel 3° trimestre, supportato dai servizi.

Italia. I **PMI** di settembre hanno registrato un aumento nella manifattura (46,8 da 45,4) e una sostanziale stabilizzazione nei servizi (49,9 da 49,8), con un indice composito in salita di un punto a 49,2, al di sotto della soglia d'invarianza per il quarto mese. L'indagine manifatturiera registra un rallentamento del ritmo di contrazione di produzione e ordinativi. Le imprese operanti nei servizi riportano un miglioramento delle aspettative che restano però al di sotto della media del 1° semestre, mentre le indicazioni sull'attività sembrano confermare come la ripresa post-pandemica nel settore si stia ormai esaurendo. Il mercato del lavoro rimane la principale nota positiva con intenzioni di assunzione, sia nell'industria che nei servizi, che tornano in territorio espansivo dopo il calo di agosto.

Italia. Le stime finali dei dati di contabilità nazionale del 2° trimestre non hanno registrato revisioni, confermando la contrazione di -0,4% t/t (+0,4% a/a). Le rilevazioni sui **conti trimestrali** hanno evidenziato una flessione di -0,2% t/t (-1,7% a/a) del **potere d'acquisto dei nuclei famigliari**; il leggero incremento dei consumi (0,2% t/t) è stato quindi finanziato attraverso un calo del tasso di risparmio, al 6,3% dal 6,7% di inizio anno (sotto la media pre-Covid). Nel 2° semestre la crescita del reddito disponibile potrebbe essere sostenuta dalla ripresa delle retribuzioni e dal taglio del cuneo contributivo ma i progressi in termini reali verranno limitati dalla crescita dei prezzi al consumo. I dati sulle **imprese** hanno registrato un calo del valore aggiunto (-0,8% t/t) e del

risultato lordo di gestione (5% t/t) che si riflette in una diminuzione della quota di profitto al 43,2% da un precedente 45,1%, comunque ancora al di sopra della media pre-pandemica. Il tasso di investimento è rimasto invariato al 22,7%. I **conti delle amministrazioni pubbliche** hanno infine riportato un indebitamento netto pari al -5,4% del PIL (-5,7% un anno prima, -11,3% a inizio 2023). Rispetto al 2° trimestre del 2022, sono calate sia le entrate che le uscite in rapporto al PIL (rispettivamente a 47,1% da 48% e a 52,5% da 53,7%). La pressione fiscale è rimasta invariata al 42% mentre il disavanzo primario si è ristretto a -0,8% del PIL da -1,1% nello stesso trimestre del 2022.

Cina

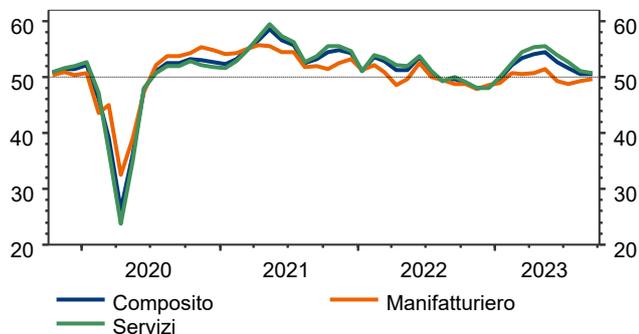
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	set	51.3		52.0
PMI manifatturiero - NBS	set	49.7	50.0	50.2
PMI non manifatturiero - NBS	set	51.0		51.7
PMI manifatturiero - Caixin	set	51.0	51.2	50.6
PMI servizi - Caixin	set	51.8		50.2
Riserve in valuta estera	set	3.160	1000Mld \$	3.130

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

Gli indici **PMI** relativi al mese di settembre hanno dato **segnali contrastanti** nelle due rilevazioni, mostrando in media una marginale accelerazione del settore manifatturiero, supportato più dalla domanda interna che da quella estera, e un'ulteriore perdita di slancio dell'attività nel settore dei servizi. Il **PMI manifatturiero** rilevato dal **NBS** è salito da 49,7 a 50,2 in settembre, grazie a un aumento della componente della produzione e degli ordini interni e un balzo della componente dei prezzi di acquisto, salita di quasi tre punti a 59,4, massimo dal maggio 2022. Gli ordini esteri hanno continuato a contrarsi anche se a un ritmo inferiore rispetto ad agosto. La scomposizione per tipologia di impresa indica che il miglioramento dell'attività nel settore manifatturiero è stato trainato dalle grandi imprese. Il **PMI non manifatturiero** è salito da 51 a 51,7 in settembre grazie all'aumento sia del **PMI dei servizi** sia di quello delle **costruzioni**. Il **PMI manifatturiero** rilevato da **Caixin**, al contrario di quello dell'ufficio statistico, è sceso da 51 a 50,6 in settembre, trainato al ribasso soprattutto dal calo della componente occupazione, ritornata in territorio di contrazione in settembre. Le componenti dei prezzi di acquisto e di vendita hanno registrato, invece, gli aumenti più significativi, seguite da quella degli ordini esteri, che rimane però al di sotto della soglia di 50. Il **PMI dei servizi** è sceso da 51,8 a 50,2 in settembre, toccando il **minimo da inizio anno**.

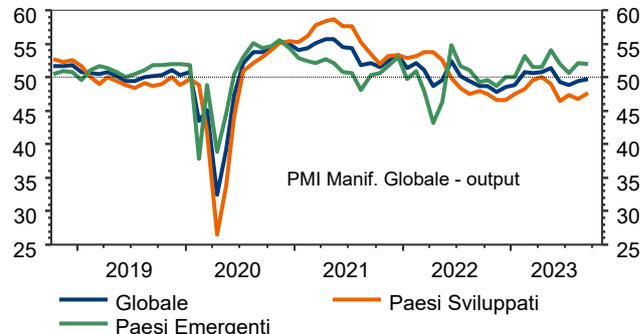
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



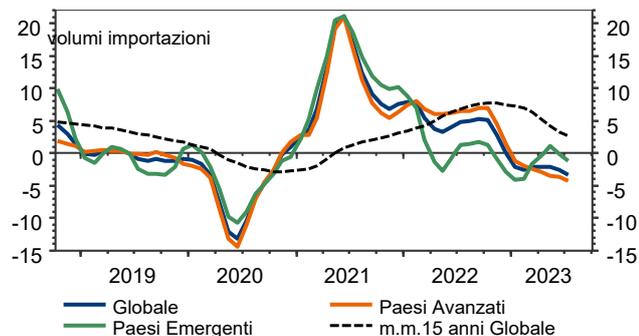
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



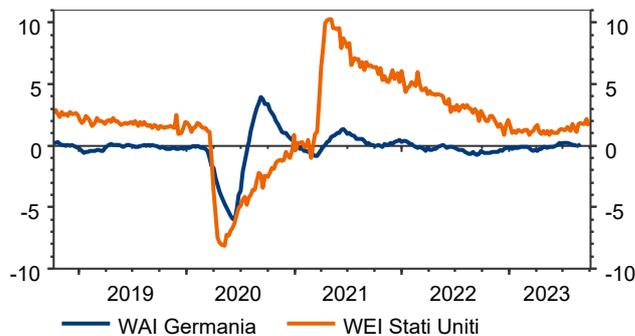
Fonte: S&P Global

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



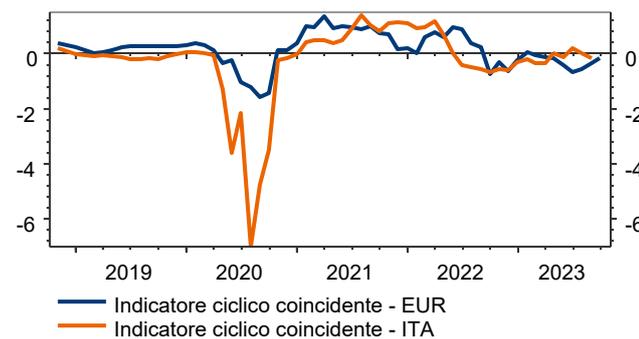
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



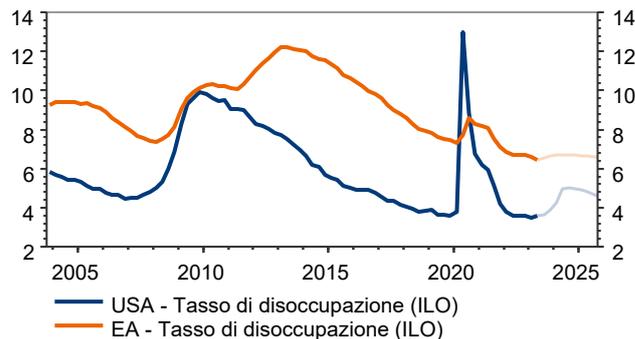
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

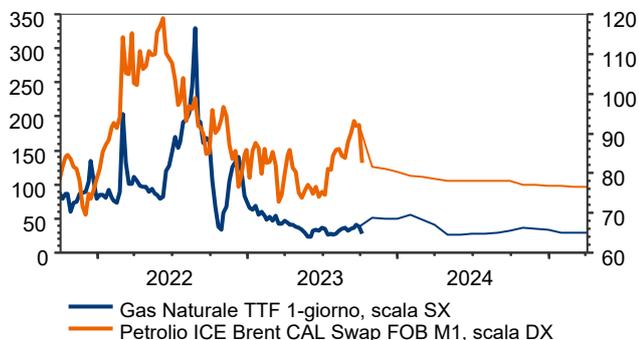
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

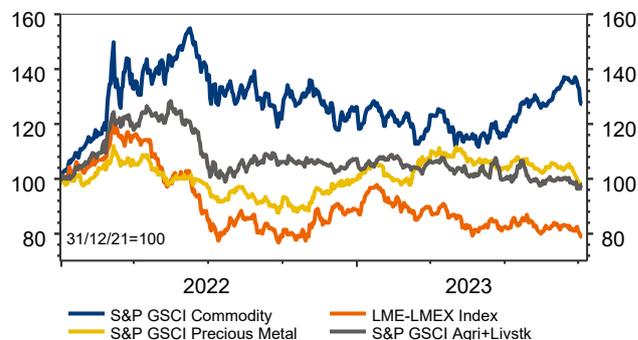
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



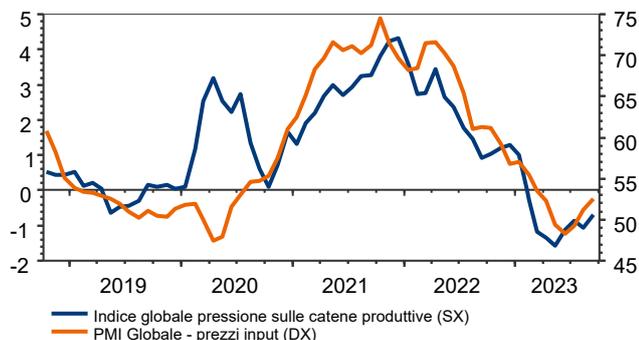
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



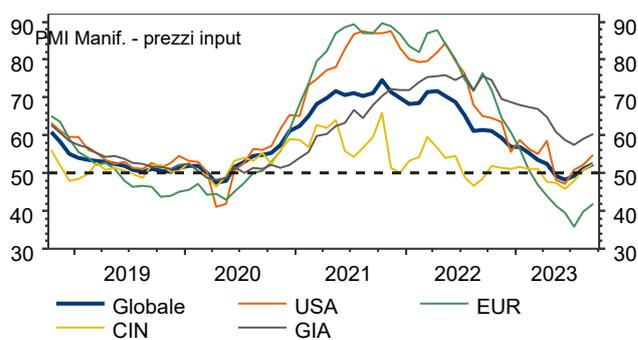
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



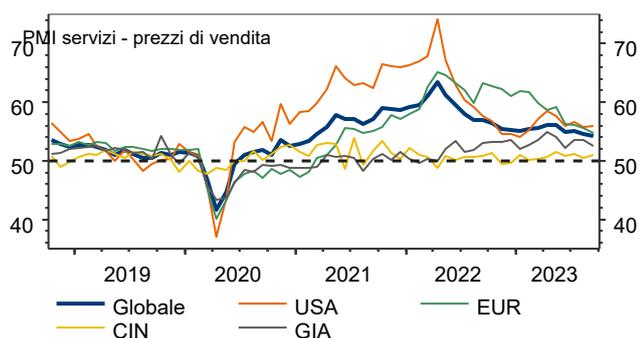
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



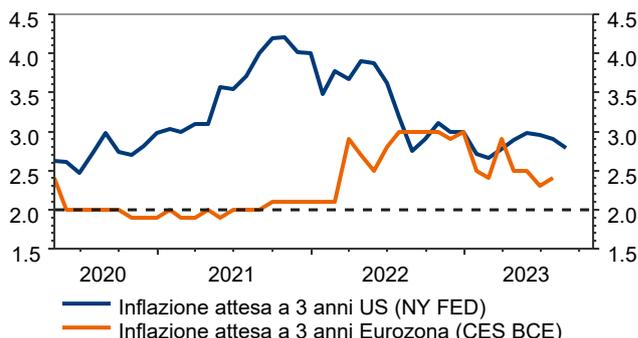
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

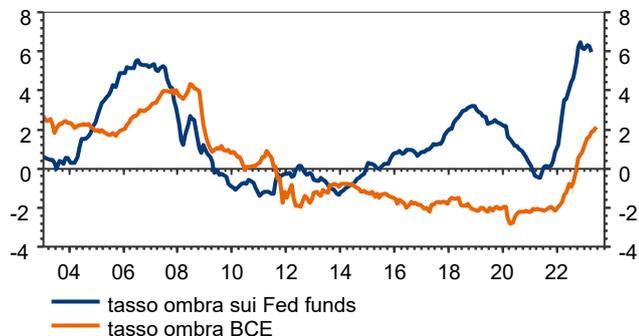
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

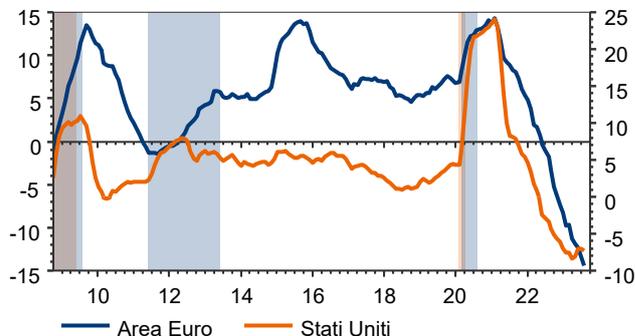
Condizioni Finanziarie

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



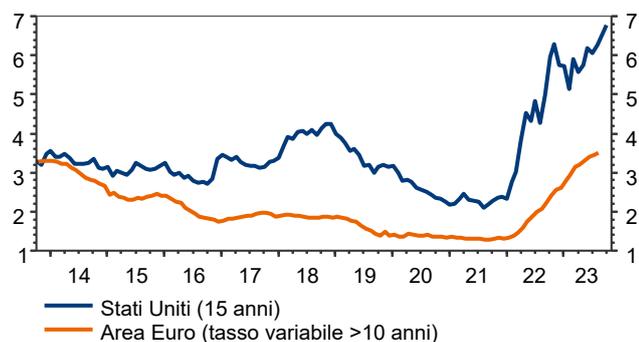
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



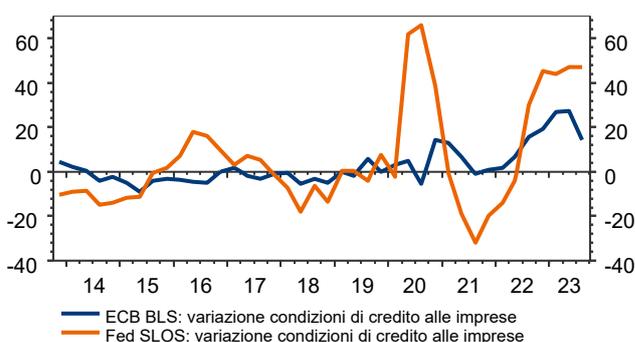
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



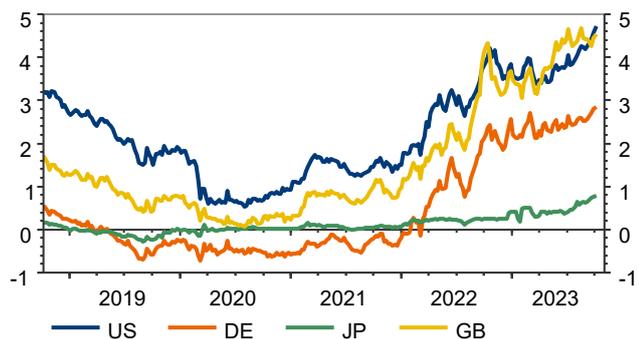
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



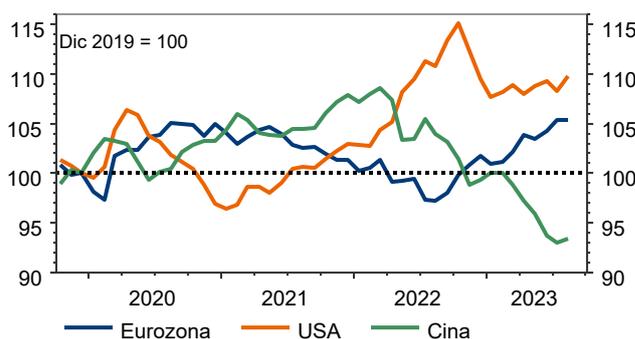
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

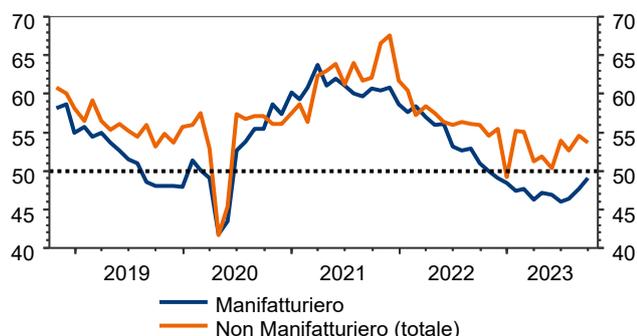
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

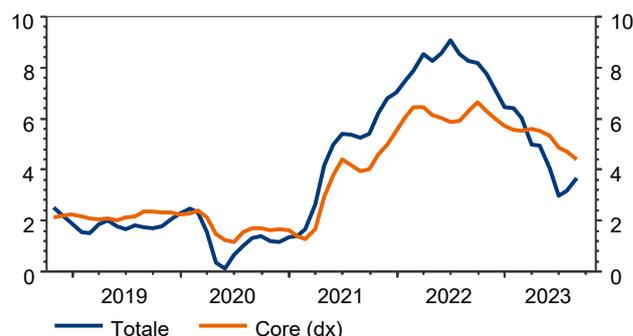
Stati Uniti

Indagini ISM



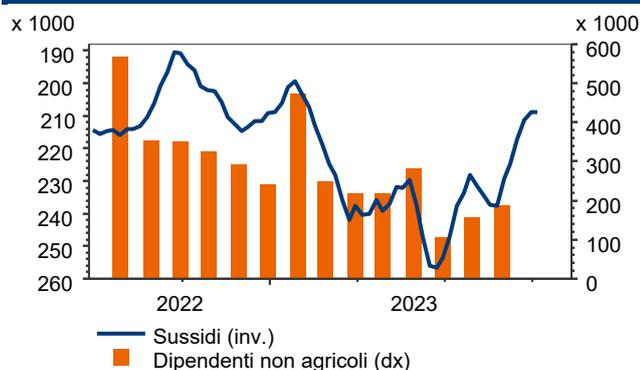
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



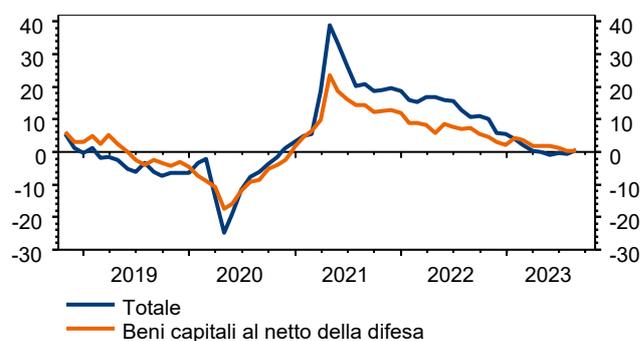
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

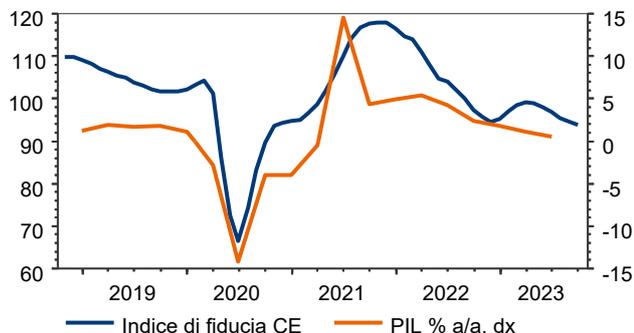
Previsioni

	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

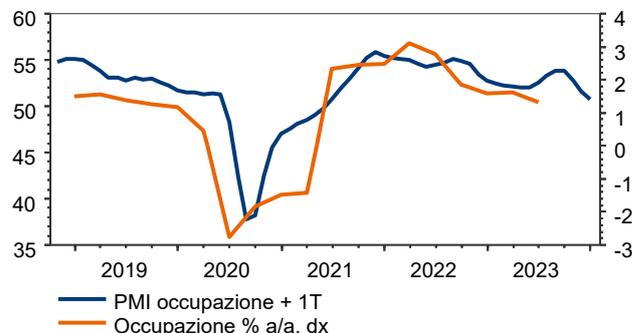
Area euro

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	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	124.4	120.2	117.1	124.0	4.3	5.5	4.5	4.2
ott-23	125.4	120.3	117.3	125.0	3.6	5.0	4.1	3.4
nov-23	124.9	120.0	117.0	124.5	3.3	4.3	3.9	3.1
dic-23	124.9	120.3	117.5	124.4	3.6	3.9	3.8	3.5
Media	123.4	118.9	115.9	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	124.5	119.7	116.6	124.1	3.5	3.8	3.7	3.4
feb-24	125.3	120.5	117.4	124.9	3.4	3.6	3.6	3.2
mar-24	126.4	121.7	118.6	125.9	3.3	3.4	3.4	3.2
apr-24	127.0	122.6	119.6	126.5	3.2	3.2	3.2	3.1
mag-24	127.1	122.6	119.5	126.6	3.2	2.9	2.9	3.1
giu-24	127.3	122.7	119.5	126.8	3.1	2.6	2.6	3.0
lug-24	127.0	122.4	119.0	126.4	2.9	2.4	2.3	2.8
ago-24	127.2	122.7	119.3	126.7	2.6	2.3	2.2	2.5
set-24	127.4	122.9	119.6	126.9	2.4	2.3	2.2	2.3
ott-24	128.0	123.0	119.8	127.5	2.1	2.2	2.2	2.0
nov-24	127.6	122.6	119.5	127.1	2.2	2.2	2.2	2.1
dic-24	127.6	123.0	120.1	127.1	2.2	2.2	2.2	2.1
Media	126.9	122.2	119.1	126.4	2.8	2.7	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.

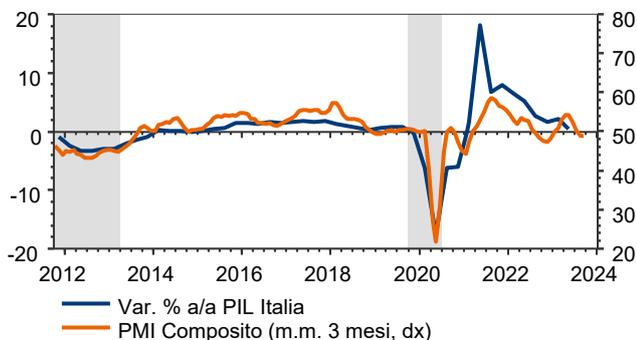
Previsioni

	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	1.8	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	2.8	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.5	3.4	3.2
Produzione industriale (a/a)	2.2	-1.4	0.7	3.4	2.1	0.2	-1.1	-2.9	-1.7	-1.2	0.3
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.8	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

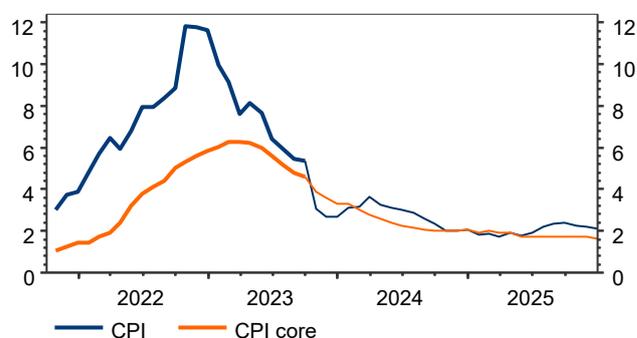
Italia

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	123.8	121.7	120.6	120.7	3.2	3.1	3.0	3.0
nov-23	124.2	121.9	120.8	120.9	2.8	2.7	2.6	2.5
dic-23	124.4	122.2	121.2	121.3	2.8	2.7	2.6	2.6
Media	121.5	120.1	119.1	119.2	6.4	6.1	5.8	5.9

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	123.1	122.8	121.7	121.8	3.2	3.1	3.0	3.0
feb-24	123.3	123.1	122.0	122.0	3.2	3.1	3.0	3.0
mar-24	124.8	123.1	122.1	122.1	3.7	3.6	3.5	3.5
apr-24	125.4	123.2	122.1	122.1	3.4	3.3	3.2	3.1
mag-24	125.6	123.4	122.2	122.2	3.2	3.1	3.1	3.0
giu-24	125.6	123.3	122.1	122.1	3.1	3.0	3.0	3.0
lug-24	123.4	123.1	121.9	121.9	3.0	2.9	2.8	2.7
ago-24	123.3	123.2	122.0	122.0	2.7	2.6	2.5	2.4
set-24	125.2	123.1	122.0	122.0	2.5	2.4	2.3	2.2
ott-24	126.4	124.2	122.8	122.8	2.1	2.0	1.8	1.7
nov-24	126.8	124.3	123.0	123.0	2.1	2.0	1.8	1.7
dic-24	127.1	124.7	123.4	123.4	2.1	2.0	1.8	1.7
Media	125.0	123.5	122.3	122.3	2.8	2.8	2.7	2.6

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)	3.9	1.0	1.0	2.6	1.6	2.1	0.3	0.6	0.9	0.6	1.2
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.2
Consumi privati	5.0	1.4	1.1	2.5	-1.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	10.1	1.1	1.1	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.6	0.3	0.3	0.4
Consumi pubblici	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	10.7	0.7	2.5	-0.5	1.8	-1.0	-0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
Importazioni	13.1	1.3	2.5	2.1	-2.0	1.0	0.0	0.2	0.8	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	0.1	0.1	-0.2	-0.8	0.6	0.2	0.2	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	140.6	140.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.4	2.8	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	2.9	3.4	3.2
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	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.5	7.8	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

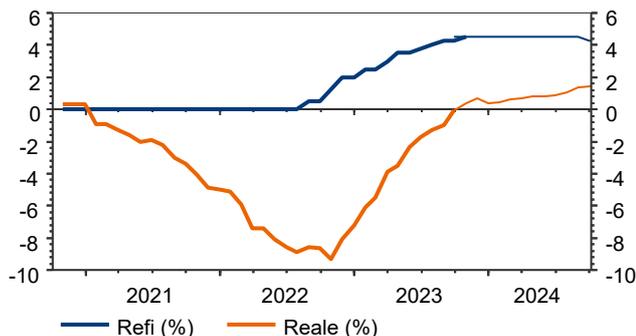
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	5/10	dic	mar	giu	set
Refi	3.50	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25
Euribor 1m	2.92	3.40	3.85	3.86	3.90	3.92	3.93	3.77
Euribor 3m	3.04	3.58	3.95	3.98	4.01	4.01	3.99	3.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

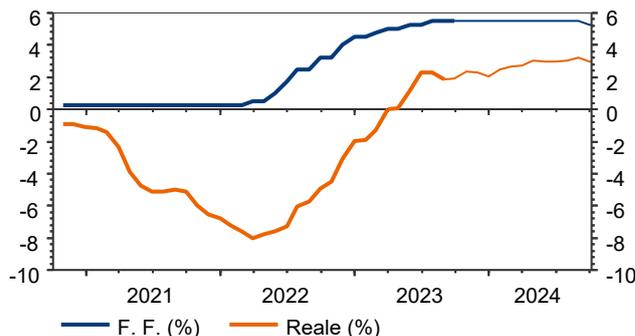


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	5/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25
OIS 3m	4.93	5.27	5.41	5.42	5.41	5.47	5.47	5.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

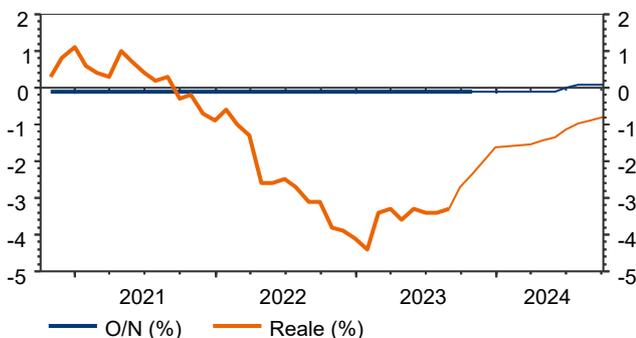


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	mar	giu	set	5/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.01	0.08
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	0.06	0.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

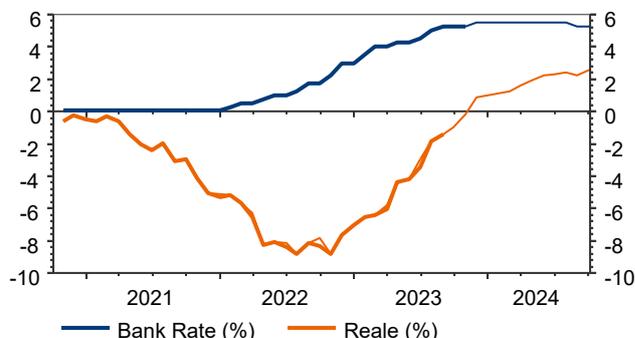


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	5/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.25	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25
Libor GBP 3m	4.42	5.39	5.41	5.42	5.60	5.50	5.40	5.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	6/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.16	0.98	1.09	1.09	1.07	1.0552	1.06	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	111	145	132	144	148	149.03	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.36	1.12	1.24	1.27	1.25	1.2202	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.07	0.97	0.99	0.98	0.96	0.9629	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	129	143	143	157	158	157.30	158	156	150	142	139
EUR/GBP	0.85	0.88	0.87	0.85	0.86	0.8647	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