Macro Rapid Response

PMI area euro: al netto delle Olimpiadi il ciclo è debole, rallentano i salari negoziali nel 2° trimestre

22 agosto 2024

Dopo due mesi di calo torna a salire il PMI composito ad agosto. Il dato è però sostenuto da un rialzo del PMI servizi che ha beneficiato dell'impatto, temporaneo, delle Olimpiadi in Francia. Non si attenua al contrario la recessione manifatturiera con segnali che la produzione industriale resterà debole almeno fino a fine anno con rischi che anche i servizi ne risentano. Nonostante i segnali di indebolimento del ciclo e di attenuamento delle pressioni salariali i prezzi di vendita nei servizi non sembrano aver intrapreso una chiara tendenza discendente, perlomeno non ancora. Escludendo sorprese dai dati d'inflazione della prossima settimana, i rischi al ribasso sull'attività economica e i dati sulle retribuzioni contrattuali nel 2° trimestre appena pubblicati ci appaiono comunque compatibili con un taglio dei tassi della BCE a settembre.

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi
Economista - Area euro

In Eurozona **l'indice PMI composito di agosto è salito a 51,2 da un precedente 50,2**, un massimo dallo scorso maggio. La lettura risente di un aumento del PMI servizi (53,3 da 51,9, al livello più alto da aprile) a fronte di un PMI manifatturiero che torna a calare dopo due mesi di stabilità portandosi a 45,6 da un precedente 45,8, un minimo da dicembre 2023. Su base nazionale il PMI composito cala per il terzo mese in **Germania** (48,5 da 49,1) e risale in **Francia** (52,7 da 49,1) prevalentemente per via delle Olimpiadi. I dati disponibili sono coerenti con **un miglioramento dell'attività in Italia e Spagna**.

Il dato sui servizi è stato trainato dalla forte lettura francese (55 da 50,1) **sostenuta dall'effetto positivo dei giochi olimpici**. **L'impatto dovrebbe però risultare temporaneo e destinato ad invertirsi già a settembre**. In Germania il PMI servizi è calato più delle attese a 51,4 da un precedente 52,5, sui minimi da marzo, possibile segnale che la recessione manifatturiera sta iniziando a trasferirsi sui servizi.

Non si attenua infatti **la recessione industriale**. Il PMI manifatturiero si trova al di sotto della soglia d'invarianza da oltre due anni con segnali di ulteriore deterioramento per la domanda, sia interna che extra-europea. I dati sullo stato dei magazzini e sugli acquisti di input produttivi non anticipano una maggiore produzione futura e anche l'indicatore anticipatore calcolato come la differenza tra i nuovi ordinativi e le scorte di prodotti finiti perde oltre due punti portandosi su di un minimo da dicembre 2023, segnale che **difficilmente assisteremo ad una svolta per l'industria prima della fine dell'anno**.

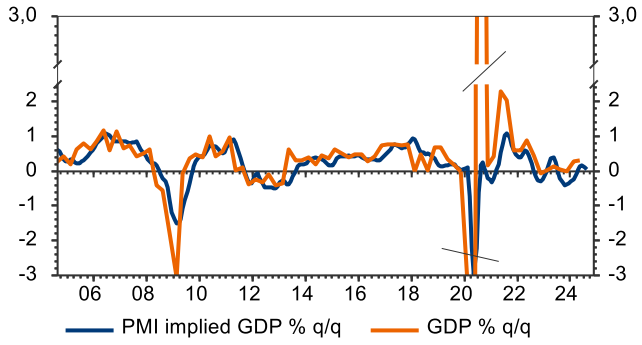
A fronte di evidenze di rallentamento dell'attività economica **faticano ad emergere chiari segnali che anche le pressioni inflattive si stanno ridimensionando**. I prezzi di vendita manifatturieri sono tornati a crescere, per il momento a ritmi soltanto modesti, dopo oltre un anno di calo. Nei servizi si registra un rallentamento dei costi di produzione ai minimi dalla primavera del 2021, un segnale incoraggiante circa l'attenuamento delle pressioni salariali, a fronte però di un indice sui prezzi di vendita che non mostra ancora una tendenza discendente e che è risultato poco variato su livelli ancora elevati negli ultimi quattro mesi.

Ricordiamo come le indicazioni provenienti dalle indagini PMI vadano interpretate con una certa cautela. Dopo la pandemia gli indici di fiducia hanno perso parte della loro capacità predittiva e negli ultimi trimestri i PMI hanno decisamente sottostimato la crescita del PIL. Anche le, più affidabili, indagini nazionali e della Commissione Europea suggeriscono però che il ciclo europeo sta perdendo spinta. In sostanza, **non vediamo ancora uno scenario recessivo ma i rischi sono al momento rivolti verso il basso.**

Oggi la BCE ha pubblicato i dati sulla crescita dei salari negoziali che nel 2° trimestre ha decelerato al 3,6% da un precedente 4,7%. Il dato non è sorprendente in quanto ampiamente anticipato dalle rilevazioni delle principali economie dei giorni scorsi che hanno registrato un rallentamento sia in Germania (3,1% da 6,3%, peraltro con revisioni al ribasso dei dati dei mesi precedenti) e in Francia (2,8% da 3,6%) a fronte di una sostanziale stabilizzazione in Spagna (3% da 2,9%) e un'accelerazione in Italia (3,5% da 2,8%). Il caso italiano è comunque isolato in quanto il divario da colmare per recuperare il terreno perduto durante lo shock inflattivo è ancora ampio per via di una tendenza di ripresa delle retribuzioni ritardata rispetto agli altri paesi. In prospettiva **i dati relativi al complesso dell'Eurozona, così come le indicazioni sui costi di produzione nei servizi provenienti dalle indagini di fiducia, confermano il nostro scenario secondo cui il picco della crescita delle retribuzioni è ormai superato e, seppur su ritmi superiori all'inflazione, la tendenza dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi trimestri**.

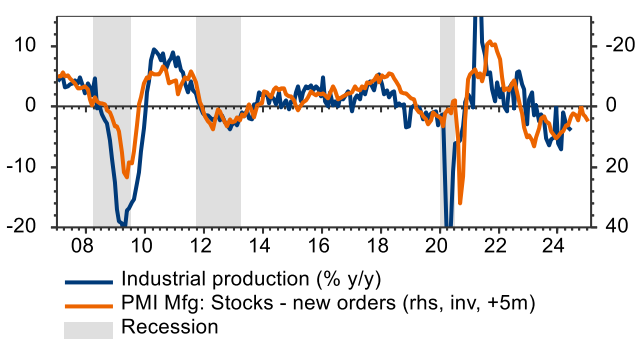
In attesa dei dati sulle retribuzioni per occupato, l'indicatore più completo per valutare le pressioni sul costo del lavoro, che verranno pubblicati il 6 settembre, e i dati sui prezzi al consumo di agosto in calendario per la prossima settimana, **le rilevazioni sui salari contrattuali e i rischi al ribasso sull'attività economica che emergono dalle indagini di fiducia appaiono coerenti con un proseguimento dell'allentamento monetario da parte della BCE a settembre**.

I PMI segnalano la presenza di rischi al ribasso sul ciclo



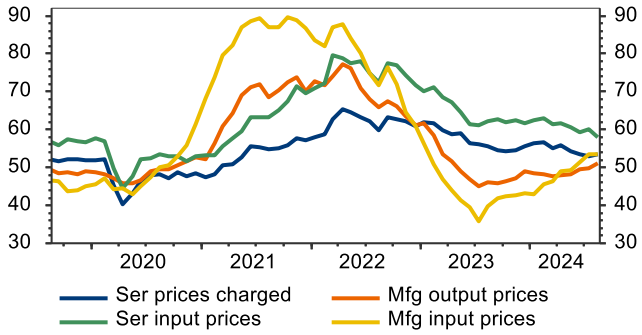
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Gli indicatori più anticipatori del PMI manifatturiero segnalano che la produzione industriale resterà debole almeno fino a fine 2024



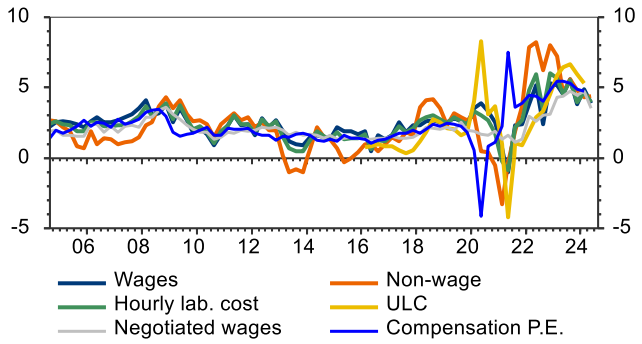
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Le imprese segnalano un attenuamento delle pressioni salariali nei servizi ma i prezzi di vendita ancora faticano a rallentare



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I primi dati sul costo del lavoro nel 2° trimestre, quelli relativi ai salari negoziali offrono segnali di rallentamento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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 da Research Department 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.intesasanpaolo.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 separatezza 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 – in accordo con 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 società del loro 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures.

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.intesasanpaolo.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 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com