

Weekly Economic Monitor

Il punto

Le informazioni macroeconomiche diffuse da fine luglio hanno mostrato soprattutto un rallentamento dei salari nell'Eurozona e della dinamica occupazionale negli Stati Uniti, che a nostro avviso prelude a un taglio dei tassi a settembre sia da parte della BCE che della Fed (come da nostre attese precedenti). Le indicazioni sulla congiuntura sono state miste, ma, soprattutto al di là dell'Atlantico, si sono accentuati i segnali di minor vigore del ciclo (che, tuttavia, rimane su un trend di "atterraggio morbido" e non di recessione). L'inflazione è rimasta relativamente resiliente, ma potrebbe vedere, a nostro avviso, una accelerazione al ribasso soprattutto nei primi mesi del 2025.

Area euro:

■ **Nelle scorse settimane**, i dati macroeconomici hanno fornito indicazioni miste:

- **I dati sul PIL del 2° trimestre** sono stati marginalmente superiori alle attese: l'attività economica nel complesso dell'**area euro** è cresciuta di 0,3% t/t, un decimo più del previsto e in linea con il trimestre precedente. Ha deluso solo la **Germania**, dove il PIL è tornato a contrarsi (-0,1% t/t da 0,2% d'inizio anno), per effetto di una flessione sia dei consumi (-0,2% t/t) che soprattutto degli investimenti (-2,2% t/t) - la contrazione sarebbe stata anche più accentuata se il PIL non fosse stato sostenuto da spesa pubblica e scorte; vediamo però, in linea con le indicazioni della Bundesbank un possibile rimbalzo congiunturale nel trimestre in corso. Il PIL ha invece sorpreso ancora una volta al rialzo in **Spagna** (0,8% t/t, in linea con il trimestre precedente), trainato da investimenti in costruzioni ed export. In linea con le attese la crescita in **Francia** e in **Italia** (0,2% t/t in entrambi i casi): l'economia transalpina è stata spinta soprattutto da spesa pubblica ed esportazioni; in Italia, il dettaglio delle componenti non è ancora noto (sarà diffuso il 2 settembre), ma l'espansione è dovuta ai servizi (in presenza di una contrazione del valore aggiunto nell'industria) e alla domanda interna comprensiva delle scorte, mentre gli scambi con l'estero hanno dato un apporto negativo.
- **Le indagini di fiducia** di agosto sono state miste: nell'Eurozona, si è vista una **risalita sia dell'indice ESI della Commissione UE** (a 96,6 da 96, grazie al morale delle imprese sia dei servizi che del commercio e dell'industria, in presenza di un lieve calo della fiducia dei consumatori e delle aziende di costruzioni) **sia del PMI composito, a 51,2 da un precedente 50,2**, un massimo dallo scorso maggio (grazie ad una accelerazione nei servizi, a 53,3 da 51,9, a fronte di un PMI manifatturiero che è tornato a calare dopo due mesi di stabilità, a 45,6 da un precedente 45,8, un minimo da dicembre 2023); **in Germania si è registrato un calo sia dell'indice ZEW sia soprattutto dell'IFO** (per il terzo mese consecutivo, a 86,6 da 87 precedente), mentre **in Francia l'indice INSEE ha visto un recupero ben superiore alle previsioni**; in **Italia**, le indagini Istat hanno visto un **calo a sorpresa della fiducia dei consumatori ma viceversa un aumento del morale delle imprese, trainato dai servizi** (mentre peggiora il sentiment delle aziende in tutti gli altri settori).
- **La produzione industriale a giugno è cresciuta in tutte le principali economie** (**Germania** 1,4% ovvero 1,6% al netto delle costruzioni, Francia 0,7%, Italia 0,5%, Spagna 0,4% m/m), pur calando nell'insieme dell'Eurozona per effetto dei volatili dati dei Paesi minori (Irlanda -7,8%, Belgio -6,5%, Portogallo -3,7% m/m).
- **I prezzi al consumo di luglio** sono stati (marginalmente) superiori alle attese: l'inflazione è salita da 2,5% a 2,6% a/a, e l'indice al netto di energia e alimentari freschi è rimasto stabile al 2,8%; è rimasta sostenuta la dinamica nei servizi (4%, da 4,1% nei due mesi precedenti); **ad agosto, però, l'inflazione è tornata a calare, al 2,2% a/a**, anche se l'indice "core BCE" è rimasto al 2,8%, e l'inflazione nei servizi è riaccelerata (al 4,2%);

30 agosto 2024

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

tuttavia, le indicazioni delle imprese dei servizi nelle indagini di fiducia di settore segnalano un possibile contenimento dei prezzi nei prossimi mesi, che lascia sperare in un completamento del processo disinflattivo anche in questo comparto: ciò dovrebbe portare l'inflazione generale al 2% in media d'anno nel 2025;

- **La crescita delle retribuzioni contrattuali** nel 2° trimestre è decelerata al 3,6% da un precedente 4,7% a/a. Si è registrato un rallentamento sia in Germania (3,1% da 6,3%, peraltro con revisioni al ribasso dei dati dei mesi precedenti) che in Francia (2,8% da 3,6%), a fronte di una sostanziale stabilizzazione in Spagna (3% da 2,9%) e di 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.

- La **settimana prossima**, il calendario macro nell'Eurozona è piuttosto leggero: saranno diffusi i **dati di luglio sulla produzione industriale in Germania e Francia**, che potrebbe tornare a calare su base congiunturale dopo l'incremento di giugno, nonché la **seconda lettura sui dati di PIL del 2° trimestre sia nell'area euro che in Italia**. Sempre in Italia, potrebbe intensificarsi il flusso di notizie in merito alle indiscrezioni sui contenuti della [prossima manovra di bilancio, che dovrà essere coerente con il piano fiscale strutturale da presentare alla UE entro il 20 settembre](#). In **Germania**, domenica 1° settembre, gli elettori si recheranno alle urne per eleggere i Parlamenti regionali nei due Länder orientali della Sassonia e della Turingia, dove il partito di estrema destra Alternative für Deutschland è favorito nei sondaggi.

- **Politica monetaria**. Nel complesso, **il rallentamento dei salari e la debolezza dell'attività economica visti nelle ultime settimane aumentano la probabilità che il Consiglio Direttivo della BCE opti per un nuovo taglio dei tassi ufficiali il prossimo 12 settembre**. Lo scenario economico si sta sviluppando coerentemente con le previsioni di giugno, che si basavano sull'ipotesi di altri due tagli dei tassi entro fine 2024. Non sono arrivati messaggi espliciti in tal senso dai vertici della BCE, che si sono attenuti rigorosamente all'indicazione che le decisioni vengono prese riunione per riunione sulla base dei dati e del loro impatto sulle prospettive di inflazione. Tuttavia, il mercato degli OIS sconta un taglio di 25 punti base al 100% e poi di altri 37pb di riduzione entro fine anno: non c'è alcun motivo perché la Presidente o i membri del Comitato esecutivo intervengano a sostegno dell'ipotesi di taglio. Semmai, dovremmo aspettarci che la BCE raffreddi le aspettative riguardo alla velocità dell'allentamento nei mesi seguenti. In effetti, il mercato europeo si è fatto trascinare ancora una volta da quello americano, iniziando a scontare tagli dei tassi a ogni riunione: troppo per l'approccio graduale al ritiro della restrizione monetaria che sembra rappresentare oggi il punto di convergenza del Consiglio Direttivo.

Stati Uniti:

- **Le informazioni più importanti giunte nelle ultime settimane** sono le seguenti:
 - **Ciclo economico**. I dati recenti indicano un intensificarsi del rallentamento economico, ancora coerente con uno scenario non recessivo di 'soft landing'. A luglio, le vendite al dettaglio sono aumentate dell'1% m/m, con l'aggregato più "core" ('control group') in crescita di 0,3% m/m (entrambi i dati hanno superato le aspettative). Sempre a luglio, l'ISM dei servizi ha mostrato una forte espansione, mentre l'indice manifatturiero ha subito una contrazione. Nello stesso mese, la produzione industriale ha mostrato segni di debolezza e gli ordini di beni durevoli al netto dei trasporti sono risultati negativi. La fiducia dei consumatori è risalita ad agosto. Prevediamo un rallentamento del PIL in area 1% t/t ann. nel terzo e quarto trimestre dell'anno, il che sarebbe coerente con una crescita

annua 2024 al 2,4%. Per il 2025, manteniamo l'idea di un intensificarsi del rallentamento del PIL, stimiamo all'1,7% (su cui di recente sono aumentati i rischi al ribasso, a nostro avviso).

- **Inflazione.** Il dato sui prezzi al consumo di luglio è risultato in linea con le aspettative, con i prezzi degli alloggi in ripresa e servizi non abitativi stabili, mentre i beni di base continuano a subire pressioni deflazionistiche. La variazione annua del CPI core (che esclude alimentari ed energia) ha raggiunto il livello più basso da aprile 2021. In base ai dati su CPI e PPI, in luglio il deflatore dei consumi core potrebbe essere cresciuto di poco meno di 0,2% m/m, e sotto il 2,7% su base annua. Prevediamo che il CPI a/a moderi al 2,6% nel terzo trimestre e al 2,4% negli ultimi tre mesi dell'anno, per una media 2024 al 2,9%. Nel 2025, si dovrebbe assistere ad una ulteriore moderazione, in area 2,2% (con qualche rischio verso il basso, a nostro giudizio).
- **Mercato del lavoro.** A luglio, gli occupati non agricoli sono aumentati di "appena" 114 mila unità, al di sotto delle 175 mila attese, con revisioni al ribasso sui mesi precedenti che indicano che il mercato del lavoro si sta indebolendo più rapidamente del previsto. Il tasso di disoccupazione è salito inaspettatamente al 4,3%, il valore più alto da ottobre 2021. La crescita dei salari è rallentata allo 0,2% m/m e al 3,6% a/a, la variazione annuale più bassa da maggio 2021. Prevediamo che la disoccupazione possa stabilizzarsi al 4,3% nel 3° trimestre e salire al 4,4% nel 4° trimestre; per il 2025, ci aspettiamo una media annua a 4,5%, dal 4,1% del 2024. In sostanza, l'aumento dell'offerta di lavoro (anche indotto dal contributo dell'immigrazione) e il ritorno sui livelli post-pandemici del tasso di posti vacanti potrebbero innescare nei prossimi mesi una discontinuità nel rapporto tra ciclo e tasso di disoccupazione.
- **Politica monetaria.** Il FOMC del 30-31 luglio ha, come ampiamente atteso, lasciato i tassi invariati, ma Powell ha ammesso che il FOMC sta acquisendo maggiore fiducia nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2%, e ha dichiarato che l'opinione generale dei membri del comitato è che l'economia si stia gradualmente avvicinando a un punto in cui potrebbe essere opportuno ridurre i tassi. I verbali della riunione hanno poi mostrato che la maggioranza dei membri era favorevole a un allentamento nella riunione di settembre. Indicazioni più chiare sono giunte dall'intervento del governatore della Fed al simposio annuale di Jackson Hole lo scorso 23 agosto, quando Powell ha dichiarato che "è giunto il momento di adeguare la politica monetaria", e ha sottolineato che la banca centrale è pronta a sostenere il mercato del lavoro. Gli investitori, sulla scia di questa evoluzione, hanno iniziato a scontare oltre 100 punti-base di tagli quest'anno, il che implicherebbe una mossa da mezzo punto in una delle tre riunioni rimanenti. Questa opzione non è completamente da escludere, ma in passato tagli di quella entità sono stati utilizzati in fase di grave rallentamento ciclico o di significativi shock esogeni. Al momento, manteniamo la nostra idea di due tagli da 25 punti-base da qui a fine anno, ma la possibilità di tre tagli della stessa entità è sicuramente aumentata. **Rispetto al nostro scenario precedente, invece, assumiamo maggiori tagli nel corso del 2025** (-100pb, con rischi al rialzo), in risposta ad un intensificarsi del rallentamento sia del ciclo, che dell'inflazione. In ogni caso, a nostro avviso, le aspettative di mercato sulla Fed sono diventate di recente eccessivamente dovish (poco coerente con uno scenario atteso di 'soft landing' e non di recessione).
- **Politica.** Dopo il ritiro di Biden, Kamala Harris si è assicurata la candidatura democratica alla corsa per le elezioni presidenziali, con il governatore del Minnesota Tim Walz come vicepresidente. Sul fronte repubblicano, Donald Trump ha ottenuto l'endorsement di Robert F. Kennedy Jr., che ha deciso di abbandonare la corsa alla Casa Bianca. **I sondaggi più recenti mostrano Harris in vantaggio su Trump di 1,5-2 punti**, ma, a causa delle peculiarità del meccanismo elettorale, tale vantaggio nel voto popolare non sarebbe sufficiente ad assicurare una vittoria alla candidata democratica. Tuttavia, **dopo il ritiro di Biden, Trump ha perso il suo vantaggio negli Stati chiave**. Sul fronte del Congresso, **i repubblicani sono in testa al Senato, mentre la Camera rimane contesa**, con

molti Stati in bilico. **Kamala Harris ha proposto un piano economico incentrato su questioni di impatto limitato**, evitando di annunciare sia tagli fiscali su larga scala finanziati in deficit, sia aumenti significativi della spesa pubblica; questo approccio prudente sembra essere motivato dalla volontà di rassicurare l'elettorato centrista. Viceversa, Donald Trump ha presentato un piano economico ambizioso, che prevede significativi tagli fiscali e aumenti di spese finanziati principalmente in deficit (oltre che con un aumento dei dazi commerciali). Entrambi i candidati propugnano politiche commerciali protezionistiche, ma la piattaforma di Trump si presenta decisamente più aggressiva e minacciosa per i paesi UE. Trump intende introdurre un dazio universale di almeno il 10% su tutte le importazioni e dazi punitivi sull'import dalla Cina. Inoltre, intende forzare la rivalutazione del cambio nei paesi con avanzo commerciale importante nei confronti degli Stati Uniti (minacciando, in caso contrario, azioni sul fronte delle barriere commerciali). **Il prossimo dibattito** tra i due principali contendenti alla poltrona di Presidente **si terrà il 10 settembre**.

■ **La settimana prossima**, negli Stati Uniti:

- l'attenzione sarà focalizzata soprattutto sull'**employment report di agosto**, che dovrebbe mostrare un aumento di 155 mila nuovi posti di lavoro nel settore non agricolo, dopo il dato molto debole (114 mila unità) di luglio; il tasso di disoccupazione è previsto in leggero calo al 4,2% rispetto al 4,3% precedente, mentre i salari orari potrebbero crescere di 0,3% m/m, in aumento rispetto allo 0,2% del mese precedente, e con un incremento di due decimi sull'anno. In arrivo anche il dato sui JOLTS di luglio, che dovrebbe mostrare una ulteriore diminuzione dei posti di lavoro vacanti;
- tra gli altri dati in uscita, gli **indici ISM di agosto** potrebbero evidenziare una ripresa per l'indice manifatturiero, a 47,8 rispetto al 46,8 di luglio, mentre l'indice dei servizi potrebbe mostrare un moderato rallentamento, da 51,4 a 50,9. Le **vendite di auto** di agosto sono viste in calo a 15,2 milioni di unità rispetto ai 15,82 milioni del mese precedente. La **spesa per costruzioni** di luglio è attesa in crescita di 0,2% m/m, dopo il calo di -0,3% m/m registrato a giugno. Il **disavanzo commerciale** di luglio potrebbe ampliarsi a -74,3 miliardi di dollari rispetto ai -73,1 miliardi del mese precedente. Infine, la settimana prossima vedrà anche la pubblicazione del **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC che si terrà il 17-18 settembre.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 – 7 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 2/9	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ago	prel 49.5	
	03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	ago	49.8	50.0
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	ago	47.4	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		ago	prel 42.1	42.1
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	ago	prel 42.1	42.1
	10:00	ITA	PIL a/a finale		T2	prel 0.9	%
	10:00	ITA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.2	%
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	ago	prel 45.6	45.6
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	ago	52.5	
	11:00	ITA	PPI a/a	0	lug	-2.5	%
	11:00	ITA	PPI m/m	0	lug	0.7	%
Mar 3/9	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		ago	48.0	
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		lug	-0.3	%
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ago	46.8	47.8
Mer 4/9	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	ago	52.1	
	09:45	ITA	PMI servizi	*	ago	51.7	
	09:50	FRA	PMI servizi finale		ago	prel 55.0	55.0
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	ago	prel 51.4	51.4
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	ago	prel 51.2	51.2
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ago	prel 53.3	53.3
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	ago	53.3	
	11:00	EUR	PPI a/a		lug	-3.2	%
	14:30	USA	Bilancia commerciale		lug	-73.1	Mld \$ -74.0
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		lug	-3.3	%
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	lug	prel -0.2	%
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	lug	prel 9.9	%
Gio 5/9	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	lug	3.9	% -1.5
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		lug	-0.3	% 0.2
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ago	122	x1000
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.868	Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	231	x1000
	14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T2	prel 2.3	%
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T2	prel 0.9	%
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		ago	54.1	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		ago	55.2	
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ago	51.4	51.5
Ven 6/9	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	lug	-1.4	% 1.2
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	lug	1.4	% -0.1
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		lug	20.4	Mld €
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	lug	0.8	%
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		lug	-1.0	%
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T2	prel 0.6	% 0.6
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T2	0.2	%
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.3	% 0.3
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	ago	114	x1000 163
	14:30	USA	Salari orari m/m		ago	0.2	% 0.3
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	ago	4.3	% 4.2
Sab 7/9	10:00	CN	Riserve in valuta estera		ago	3.256	1000Mld \$

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (2 – 6 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar	3/9	14:45 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		18:45 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer	4/9	13:00 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		20:00 USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	5/9	03:30 GIA	Discorso di Takata (BoJ)
		16:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
Ven	6/9	14:45 USA	Discorso di Williams (Fed)
		17:00 USA	Discorso di Waller (Fed)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	lug	-6.9	(-6.7)	%	5.7	9.9
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	lug	0.1	(0.4)	%	-0.1	-0.2
Indice dei prezzi delle case m/m	giu	0.0		%		-0.1
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	giu	6.9	(6.8)	%	6.0	6.5
Fiducia consumatori (CB)	ago	101.9	(100.3)		100.7	103.3
Richieste di sussidio	settim	233	(232)	x1000	232	231
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.855	(1.863)	Mln	1.870	1.868
Deflatore consumi core t/t 2a stima	T2	2.9		%	2.9	2.8
PIL t/t ann. prelim	T2	2.8		%	2.8	3.0
PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	T2	2.3		%	2.3	2.5
Bilancia commerciale dei beni prelim	lug	-96.56		Mld \$		-102.66
Deflatore consumi (core) a/a	lug	2.6		%	2.7	
Deflatore consumi a/a	lug	2.5		%	2.6	
Spesa per consumi (nominale) m/m	lug	0.3		%	0.5	
Redditi delle famiglie m/m	lug	0.2		%	0.2	
Deflatore consumi (core) m/m	lug	0.2		%	0.2	
PMI (Chicago)	ago	45.3			45.5	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	ago	67.8			68.0	

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

FOMC: tassi fermi ma accenni a un taglio a settembre se i dati lo supportano. Nella riunione di luglio, il FOMC ha mantenuto il tasso sui fed funds al 5,25%-5,50%. Powell non si è impegnato a tagliare i tassi a settembre, ma ha ammesso che il FOMC sta acquisendo maggiore fiducia nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2% e ha detto che l'opinione generale dei membri del comitato è che l'economia si stia gradualmente avvicinando a un punto in cui potrebbe essere opportuno ridurre i tassi. Riteniamo che la prossima serie di dati saranno determinanti per il primo taglio a settembre. Manteniamo la nostra proiezione secondo cui la Fed attuerà due tagli dei tassi quest'anno, con la prima mossa prevista a settembre. Il nostro scenario di base prevede due tagli entro la fine dell'anno.

Stati Uniti: occupazione a luglio più debole del previsto, sale il tasso di disoccupazione. A luglio, la crescita degli occupati è aumentata di 114.000 unità, al di sotto delle 175.000 attese. Inoltre, le revisioni al ribasso dei dati dei mesi precedenti suggeriscono che il mercato del lavoro si sta deteriorando più rapidamente di quanto previsto in precedenza. La vera sorpresa è stata l'inaspettata impennata del tasso di disoccupazione, aumentato di due decimi al 4,3%, il valore più alto dall'ottobre 2021. La crescita dei salari è rallentata allo 0,2% m/m e al 3,6% a/a, la variazione annuale più bassa da maggio 2021. Riteniamo che il rapporto odierno rafforzerà la volontà della Federal Reserve di allentare l'orientamento di politica monetaria. Il dato di oggi si allinea alla nostra previsione che la Fed taglierà i tassi due volte quest'anno, con la prima mossa prevista a settembre. L'attenzione si sposta ora sul prossimo rapporto CPI del 14 agosto.

Stati Uniti: CPI di luglio in linea con le aspettative. Il dato del CPI di luglio è stato sostanzialmente in linea con le aspettative. I prezzi degli alloggi sono rimbalzati, i servizi non abitativi sono rimasti stabili, mentre le pressioni deflazionistiche sui beni core si sono addirittura intensificate. In particolare, la misura core che esclude alimentari ed energia è ora sui minimi dall'aprile 2021. A nostro avviso, i dati odierni confermano la recente ripresa della tendenza disinflazionistica e supportano la nostra previsione di un taglio dei tassi di 25pb da parte della Fed alla riunione del 18 settembre.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	ago	-12.3		-12.6
BEL	PIL t/t finale	T2	0.2	%	0.2
EUR	M3 dest. a/a	lug	2.2	%	2.7
EUR	Fiducia consumatori finale	ago	-13.0	{-13.4}	-13.5
EUR	Fiducia servizi	ago	5.0	{4.8}	6.3
EUR	Fiducia industria	ago	-10.4	{-10.5}	-9.7
EUR	Indice di fiducia economica	ago	96.0	{95.8}	96.6
EUR	CPI a/a stima flash	ago	2.6	%	2.2
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ago	2.8	%	2.8
EUR	Tasso di disoccupazione	lug	6.5	%	6.4
FRA	Fiducia consumatori	ago	91		92
FRA	Spese per consumi m/m	lug	-0.6	{-0.5}	0.3
FRA	IPCA a/a prelim	ago	2.7	%	2.1
GER	IFO	ago	87.0		86.0
GER	IFO (sit. corrente)	ago	87.1		86.5
GER	IFO (attese)	ago	87.0	{86.9}	86.8
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T2	-0.1	%	-0.1
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T2	-0.1	%	-0.1
GER	Fiducia consumatori	set	-18.6	{-18.4}	-18.2
GER	IPCA m/m prelim	ago	0.5	%	0.0
GER	IPCA a/a prelim	ago	2.6	%	2.3
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ago	2.3	%	2.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ago	0.3	%	0.1
GER	Prezzi import a/a	lug	0.7	%	0.9
GER	Vendite al dettaglio a/a	mag	-0.6	%	
GER	Vendite al dettaglio m/m	mag	-1.2	%	0.1
GER	Tasso di disoccupazione	ago	6.0	%	6.0
GER	Variazione n° disoccupati	ago	17	{18} x1000	16
ITA	Fatturato industriale a/a	giu	-4.8	%	-3.7
ITA	Fatturato industriale m/m	giu	-1.0	{-0.9}	0.1
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	lug	6.9	{7.0}	6.5
ITA	IPCA m/m prelim	ago	-0.9	%	0.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ago	1.3	%	1.2
ITA	IPCA a/a prelim	ago	1.6	%	1.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ago	0.4	%	0.3
ITA	Fiducia delle imprese manif.	ago	87.6		87.5
ITA	Fiducia consumatori	ago	98.9		99.2
SPA	IPCA a/a prelim	ago	2.9	%	2.5

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro: crescita del PIL leggermente sopra le attese. Anche nel 2° trimestre 2024, la crescita del PIL è stata positiva e superiore alle previsioni. La variazione congiunturale di 0,3% t/t riflette andamenti molto diversificati: il PIL si è contratto a sorpresa in Germania ed è cresciuto ancora a ritmi sostenuti in Spagna. In Italia, il PIL è cresciuto di 0,2%, un po' più delle nostre attese. Le indagini congiunturali, poco brillanti in luglio, suggeriscono che la crescita europea dovrebbe rimanere stabile nel trimestre estivo.

Area euro: i dati di inflazione di luglio non sciolgono i dubbi sulla prossima riunione BCE. I dati europei di luglio sull'inflazione sono un po' peggiori delle attese. La stima flash colloca l'inflazione al 2,6% a/a e al 2,8% (stesso livello di giugno) quella che esclude energia e alimentari freschi. L'aumento dei prezzi nei servizi resta molto sostenuto (4,0%). Per un secondo taglio dei tassi dopo la pausa estiva, saranno necessari dati di inflazione moderati in agosto e, forse, anche segnali che le imprese di servizi stanno diventando meno propense ad alzare i prezzi.

Germania: un timido rimbalzo per l'industria a giugno. Il rimbalzo di giugno della produzione industriale non basta a compensare il calo dei mesi precedenti con il settore che dovrebbe aver quindi frenato il PIL durante il trimestre primaverile. Ieri gli ordinativi manifatturieri sono tornati a

crescere ma il recente indebolimento delle indagini di fiducia sembra suggerire come la domanda sottostante sia ancora debole compatibilmente con una produzione che potrebbe, nel migliore dei casi, solo stabilizzarsi durante l'estate. Dopo la contrazione del PIL registrata nel 2° trimestre ci aspettiamo un modesto rimbalzo nei tre mesi in corso ma i rischi sulla nostra stima di crescita del PIL in media annua di 0,1% nel 2024 appaiono al momento al ribasso.

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

In calo l'inflazione ad agosto, sia nell'Eurozona che in Italia. Nell'Eurozona, il dato sui prezzi al consumo di agosto è stato più incoraggiante di quello di luglio, in quanto l'inflazione è rallentata al 2,2% a/a (in linea con le attese) da 2,6% precedente. Tuttavia, l'indice core BCE è rimasto al 2,8%, e l'inflazione nei servizi è risalita (a 4,2%). Il dato non dovrebbe rappresentare un ostacolo per un secondo taglio BCE il 12 settembre, ma il sentiero successivo dei tassi non è predeterminato, e dipenderà dall'emergere di segnali di completamento del processo disinflattivo anche nei servizi. In Italia, l'inflazione è tornata a calare ad agosto; ci aspettiamo però una risalita a partire da ottobre, e che il gap rispetto alla media Eurozona si ricomponga nel 2025, quando vediamo l'IPCA sia nell'area euro che in Italia attestarsi al 2%.

Italia - Verso la manovra: a caccia di risorse. Secondo fonti di stampa, il piano fiscale di medio termine da presentare alla UE potrebbe approdare in Consiglio dei Ministri il prossimo 10 settembre. Il Governo punterebbe non solo a confermare le "politiche invariate", ma anche a nuovi interventi espansivi, che porterebbero l'entità della manovra lorda ad almeno 25 miliardi (con rischi al rialzo, a nostro avviso). Non sarà facile trovare le ingenti coperture richieste (13-18 miliardi, nelle nostre stime), a meno di accettare che il deficit 2025 salga sopra il 4% dal 3,7% tendenziale previsto ad aprile.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Fiducia delle famiglie	ago	36.7		36.7
Job to applicant ratio	lug	1.23	1.23	1.24
Tasso di disoccupazione	lug	2.5	%	2.5
Vendite al dettaglio a/a	lug	3.8 (3.7)	%	2.9
Produzione industriale m/m prelim	lug	-4.2	%	3.3

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ago	50.2		
PMI manifatturiero - NBS	ago	49.4	49.5	
PMI non manifatturiero - NBS	ago	50.2		

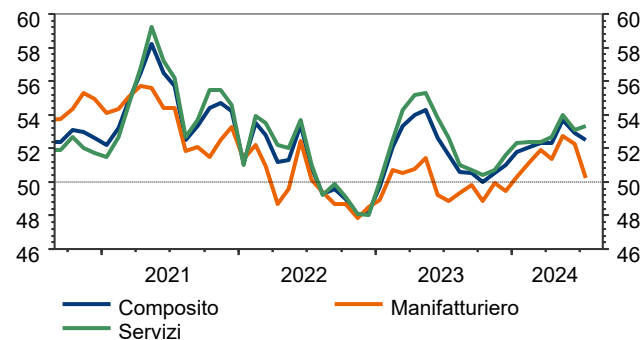
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina: PMI manifatturiero Caixin e PMI NBS. Il PMI manifatturiero rilevato da Caixin è sceso di ben due punti, molto più delle attese di consenso, portandosi a 49,8 e riallineandosi a quello del NBS (49,4). La media dei due indici, rimasta ferma a 50,6 in maggio e giugno, è scesa a 49,6 in luglio, segnalando una contrazione dell'attività manifatturiera per la prima volta dopo sei mesi di moderata espansione. La contrazione, che è determinata soprattutto dal peggioramento degli ordini interni e della produzione ed ha riguardato principalmente le piccole e medie imprese e i beni intermedi e di investimento, potrebbe essere stata esacerbata dalle pesanti alluvioni che hanno colpito diverse regioni del Paese. La domanda estera continua invece ad essere resiliente. Le condizioni del settore dei servizi appaiono migliori sebbene il ritmo di espansione sia rallentato. Le ulteriori misure di supporto all'economia promesse recentemente dalle Autorità dovrebbero, tuttavia, favorire un moderato recupero dell'attività economica nella seconda parte dell'anno.

Cina: PMI servizi Caixin. L'indice PMI dei servizi rilevato da Caixin è salito da 51,2 in giugno a 52,1 in luglio, contrariamente alle attese di consenso e a quello del NBS pubblicato mercoledì scorso. La media dei due indici è comunque risalita da un minimo di 50,7 in giugno a 51,1 in luglio, segnalando un'accelerazione del ritmo di espansione del settore dei servizi, seppure inferiore a quello dei primi due trimestri dell'anno.

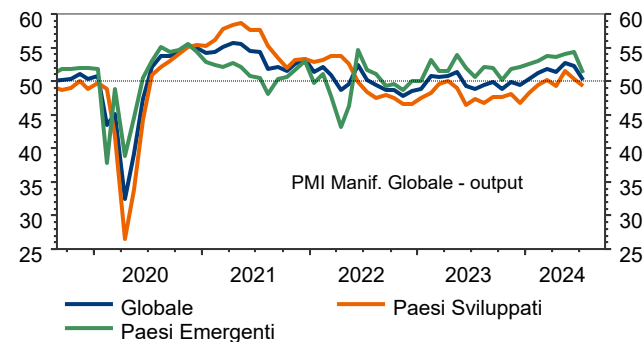
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



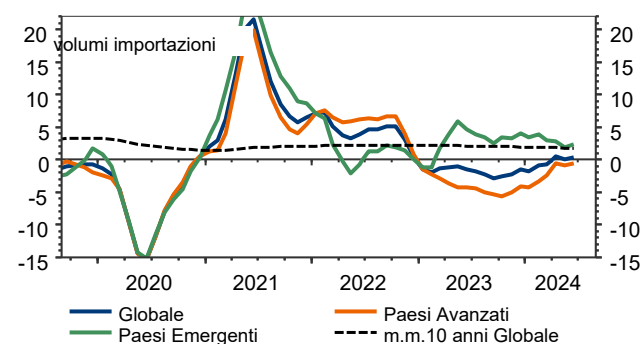
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



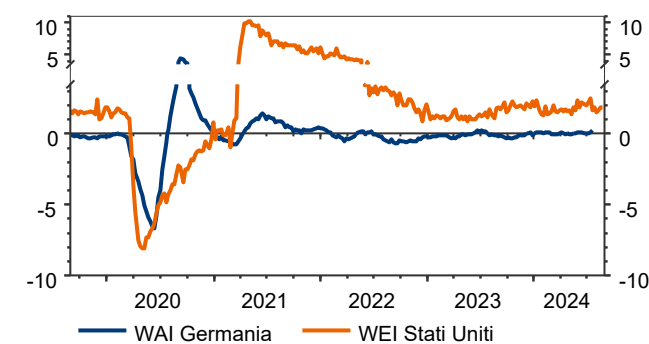
Fonte: S&P Global

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



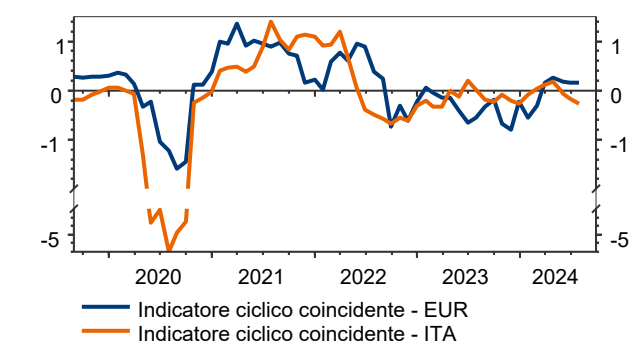
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



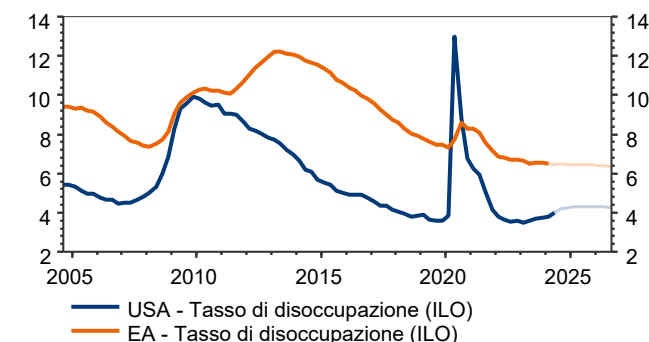
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

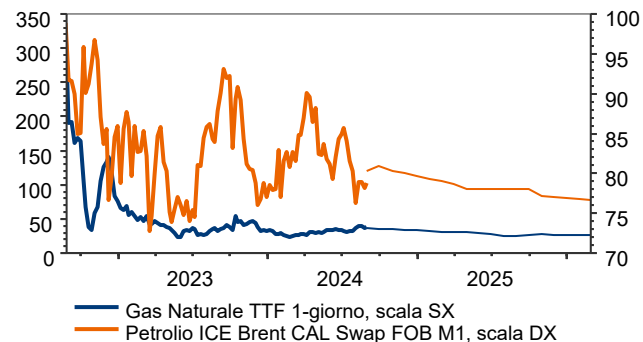
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

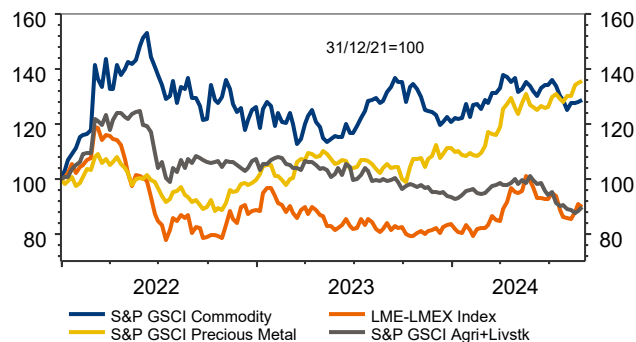
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



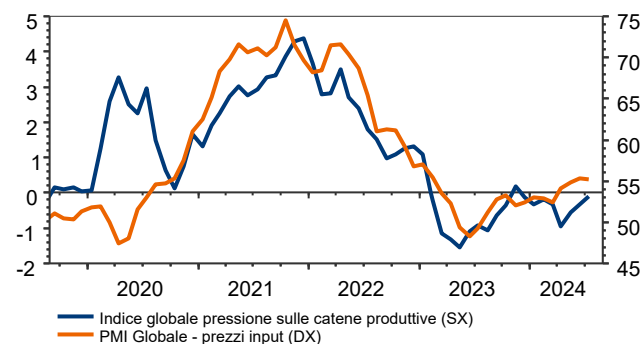
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



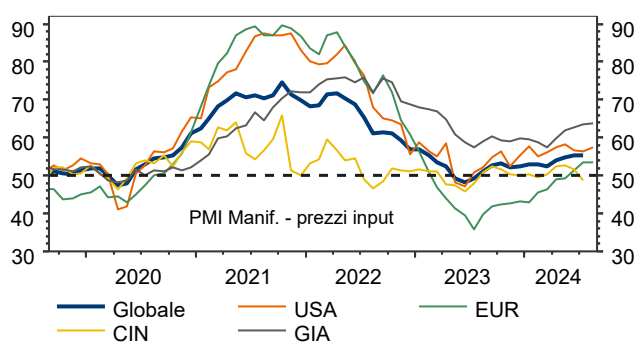
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



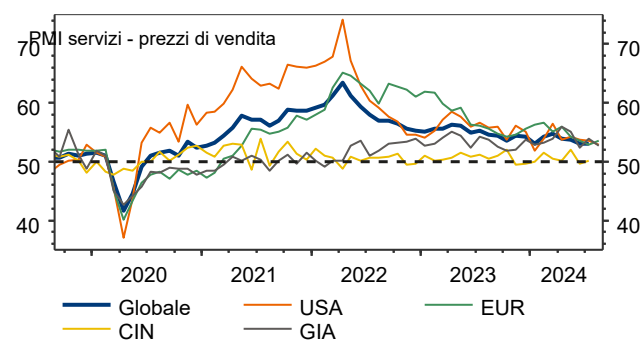
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



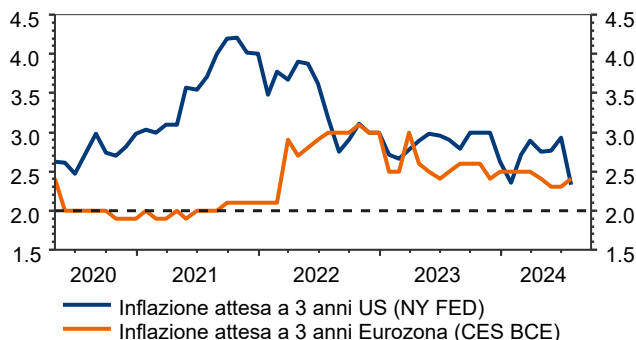
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

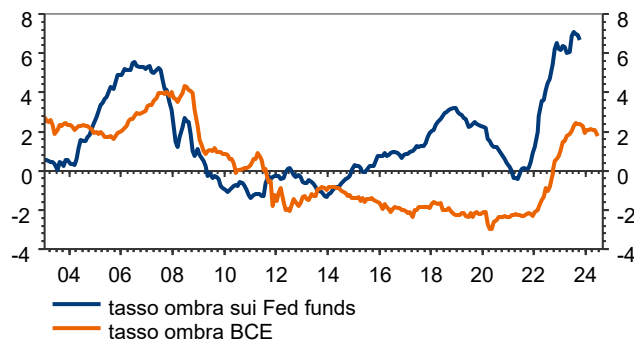
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

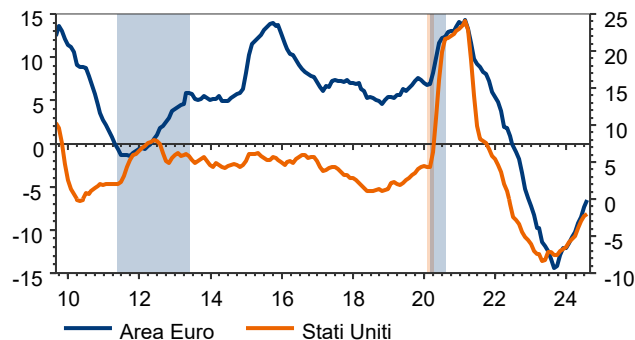
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



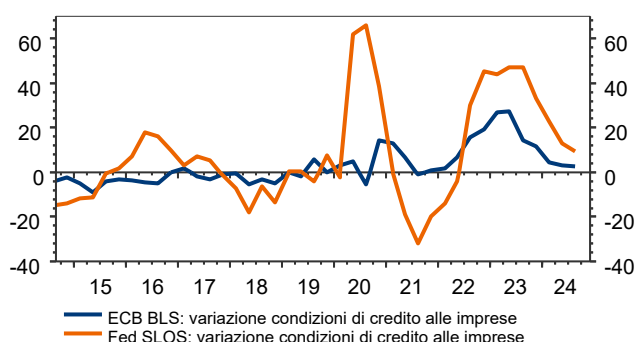
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



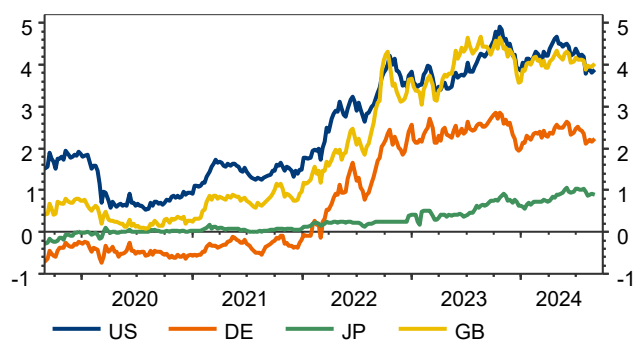
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



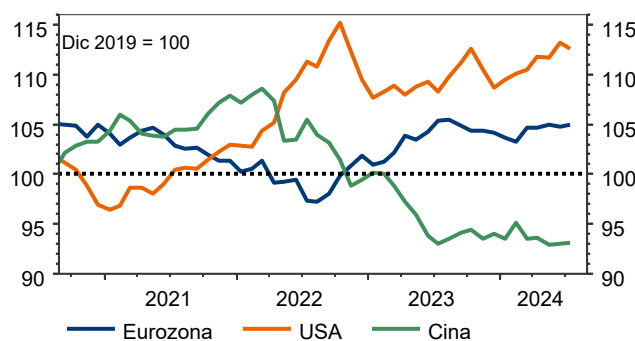
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

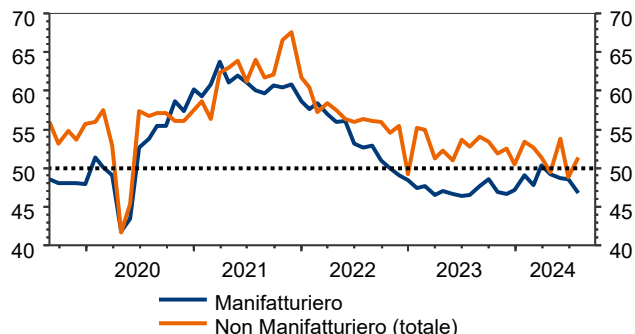
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

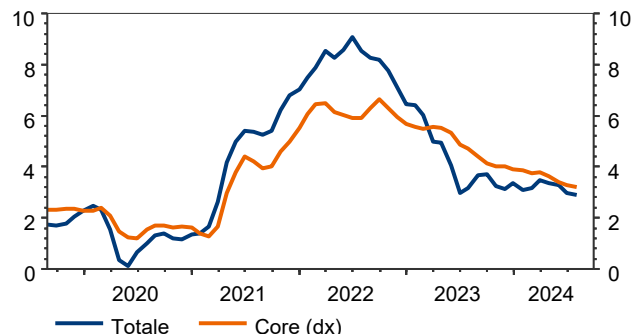
Stati Uniti

Indagini ISM



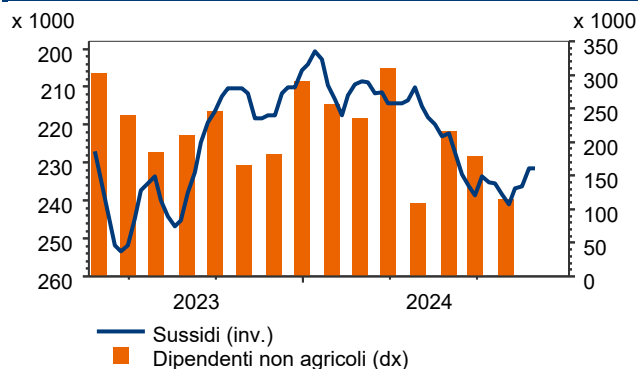
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



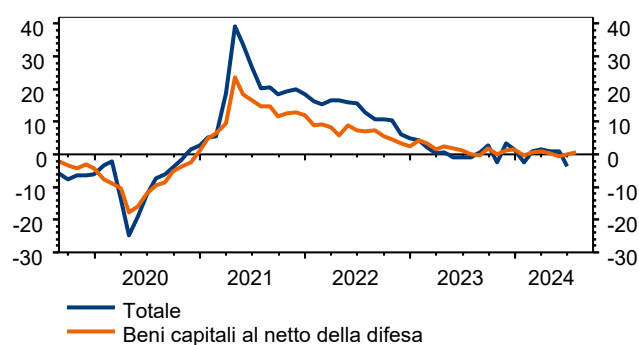
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

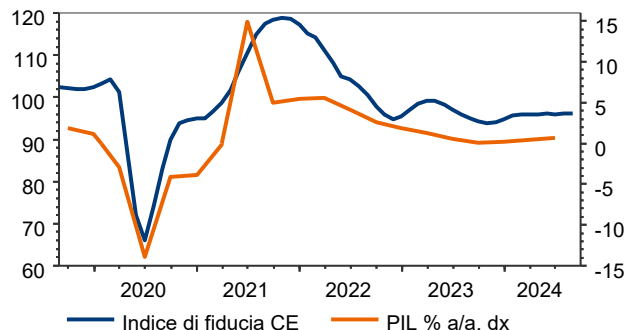
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025					
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.4	1.7	2.9	3.1	2.9	3.1	2.2	1.6	1.6	1.4
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	1.4	2.8	1.0	1.1	1.5	2.1
Consumi privati	2.2	2.2	1.6	3.1	3.3	1.5	2.3	1.8	1.4	1.4	1.6
IFL - privati non residenziali	4.5	4.3	5.9	1.4	3.7	4.4	5.2	3.9	6.2	6.0	6.7
IFL - privati residenziali	-10.6	4.9	1.5	6.7	2.8	16.0	-1.4	0.9	1.0	2.4	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	3.2	1.5	5.8	4.6	1.8	3.1	2.7	1.0	1.0	1.5
Esportazioni	2.6	2.3	3.7	5.4	5.1	1.6	2.0	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.7	4.4	6.8	4.2	2.2	6.1	6.9	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.0	0.1	1.1	-0.4	-0.5	0.8	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.3	-3.4	-3.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.9	-7.3	-7.9								
Debito pubblico (% PIL)	138.6	139.1	141.4								
CPI (a/a)	4.1	2.9	2.2	3.5	3.2	3.2	3.2	2.6	2.4	1.9	1.7
Produzione industriale	0.2	0.0	1.3	0.3	-0.4	-0.4	0.9	-0.2	0.4	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	3.6	4.1	4.5	3.7	3.7	3.8	4.0	4.3	4.4	4.4	4.4

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

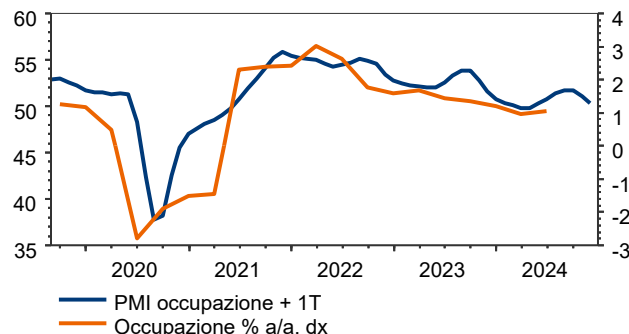
Area euro

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-24	123.6	119.5	116.1	123.2	2.8	3.6	3.3	2.7
feb-24	124.4	120.2	116.8	123.9	2.6	3.3	3.1	2.4
mar-24	125.3	121.3	118.1	124.9	2.4	3.1	2.9	2.3
apr-24	126.0	122.1	119.0	125.6	2.4	2.8	2.7	2.3
mag-24	126.3	122.6	119.5	125.8	2.6	2.9	2.9	2.5
giu-24	126.6	123.0	119.9	126.1	2.5	2.8	2.9	2.4
lug-24	126.5	122.9	119.7	126.0	2.6	2.8	2.9	2.5
ago-24	126.7	123.3	120.1	126.1	2.2	2.8	2.8	2.0
set-24	127.1	123.6	119.5	126.4	2.1	2.9	2.1	1.9
ott-24	127.5	123.9	119.6	126.9	2.4	2.9	1.9	2.2
nov-24	127.1	123.4	118.9	126.4	2.6	3.0	2.0	2.4
dic-24	127.5	123.7	119.2	126.8	2.8	2.9	1.8	2.6
Media	126.2	122.4	118.9	125.7	2.5	3.0	2.6	2.3

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.6	122.6	118.6	125.9	2.4	2.6	2.2	2.2
feb-25	126.9	122.9	119.4	126.2	2.0	2.2	2.2	1.8
mar-25	127.9	124.1	120.1	127.2	2.1	2.2	1.7	1.9
apr-25	129.0	125.3	121.3	128.3	2.3	2.6	2.0	2.1
mag-25	129.2	125.6	122.2	128.5	2.3	2.5	2.2	2.1
giu-25	129.4	125.8	122.0	128.6	2.2	2.2	1.8	2.0
lug-25	129.1	125.5	121.8	128.3	2.0	2.1	1.8	1.8
ago-25	129.1	125.5	121.7	128.3	1.8	1.8	1.4	1.8
set-25	129.4	125.8	122.0	128.7	1.8	1.8	2.1	1.7
ott-25	129.8	126.1	122.0	129.0	1.8	1.8	2.1	1.7
nov-25	129.4	125.8	121.5	128.6	1.8	2.0	2.1	1.7
dic-25	129.7	126.1	121.8	128.9	1.7	1.9	2.1	1.6
Media	128.8	125.1	121.2	128.0	2.0	2.2	2.0	1.9

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.

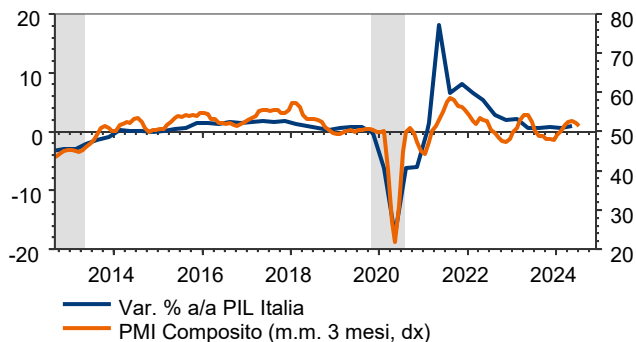
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
				T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	1.3	0.1	0.2	0.5	0.6	0.9	1.0
- t/t				0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2
Consumi privati	0.7	0.9	1.8	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.2	-0.4	1.6	0.1	0.7	-1.4	0.5	-0.1	0.3
Consumi pubblici	1.0	1.2	0.8	0.8	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	-0.4	0.9	2.5	-1.3	0.4	1.3	-0.2	0.7	0.4
Importazioni	-1.1	-0.4	2.7	-1.6	0.6	-0.3	-0.1	0.4	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	-0.6	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	1.5	2.5	2.1						
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.4	-2.7						
Debito pubblico (% PIL)	88.4	88.9	89.1						
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.5	2.0	5.0	2.7	2.6	2.5	2.3	2.6
Produzione industriale (a/a)	-2.3	-2.7	1.4	-4.9	-4.0	-4.7	-3.5	-1.6	-1.1
Disoccupazione (%)	6.6	6.5	6.6	6.6	6.5	6.5	6.5	6.4	6.6
Euribor 3 mesi	3.43	3.64	2.70	3.78	3.96	3.92	3.81	3.56	3.25

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

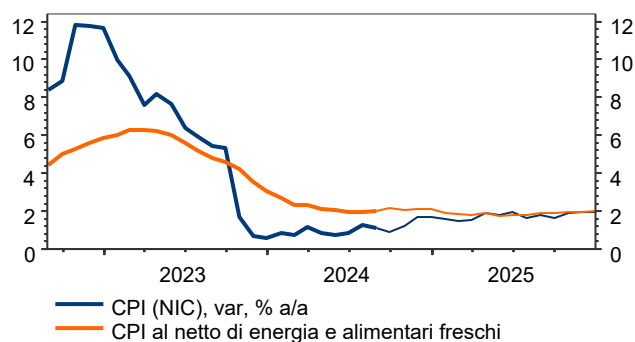
Italia

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-24	120.4	120.1	119.2	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
feb-24	120.4	120.2	119.3	119.3	0.8	0.8	0.8	0.7
mar-24	121.8	120.2	119.3	119.4	1.2	1.2	1.1	1.2
apr-24	122.4	120.3	119.3	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
mag-24	122.7	120.6	119.5	119.5	0.8	0.8	0.8	0.8
giu-24	122.9	120.7	119.5	119.5	0.9	0.8	0.8	0.8
lug-24	121.8	121.2	120.0	120.0	1.6	1.3	1.2	1.1
ago-24	121.7	121.4	120.2	120.2	1.3	1.1	1.0	0.9
set-24	123.5	121.4	120.2	120.2	1.1	0.9	0.8	0.8
ott-24	124.0	121.6	120.3	120.3	1.5	1.2	1.0	0.9
nov-24	123.9	121.5	120.3	120.3	1.9	1.7	1.4	1.3
dic-24	124.1	121.8	120.6	120.6	2.0	1.7	1.5	1.4
Media	122.5	120.9	119.8	119.8	1.3	1.1	1.0	1.0

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-25	122.6	122.0	120.7	120.7	1.8	1.6	1.3	1.2
feb-25	122.5	122.0	120.7	120.6	1.7	1.5	1.2	1.1
mar-25	123.9	122.0	120.8	120.6	1.8	1.5	1.3	1.0
apr-25	125.0	122.6	121.3	121.0	2.1	1.9	1.7	1.4
mag-25	125.2	122.8	121.4	121.1	2.0	1.8	1.6	1.3
giu-25	125.6	123.0	121.6	121.3	2.2	1.9	1.8	1.5
lug-25	124.1	123.2	121.8	121.5	1.9	1.7	1.5	1.3
ago-25	124.2	123.5	122.1	121.8	2.0	1.8	1.6	1.3
set-25	125.8	123.3	121.9	121.6	1.9	1.6	1.4	1.2
ott-25	126.7	123.9	122.3	122.0	2.1	1.9	1.7	1.4
nov-25	126.6	123.9	122.4	122.1	2.2	2.0	1.7	1.5
dic-25	126.8	124.1	122.6	122.3	2.2	1.9	1.7	1.4
Media	124.9	123.0	121.6	121.4	2.0	1.8	1.5	1.3

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024		2025				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	0.7	1.2	0.6	0.7	0.6	0.9	0.7	0.7	0.8	1.1
- t/t				0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4
Consumi privati	1.2	0.4	1.5	0.8	-1.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.9	2.1	0.7	1.4	2.0	0.5	-0.5	-0.4	-0.1	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.2	0.6	0.4	0.1	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	0.5	1.5	2.0	1.1	1.2	0.6	-0.3	-0.5	0.6	0.8	0.8
Importazioni	-0.2	-2.5	1.7	-2.0	0.1	-1.7	0.3	-0.5	0.5	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.3	0.0	-1.5	0.0	-0.7	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-4.4	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.8	141.3								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.3	2.0	5.8	1.0	1.0	0.9	1.4	1.8	1.8	2.1
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-2.6	1.1	-2.8	-1.6	-3.4	-2.9	-2.3	-1.7	0.2	1.4
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	6.8	7.0	7.7	7.4	7.1	6.8	6.6	6.7	6.8	7.0
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.70	3.83	4.18	4.19	3.74	3.86	3.66	3.53	3.50	3.70

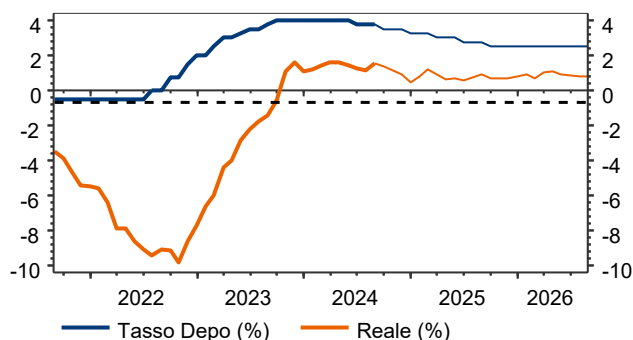
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
Deposit rate	4.00	4.00	3.75	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75
Euribor 1m	3.85	3.86	3.63	3.59	3.48	3.23	2.94	2.69
Euribor 3m	3.91	3.89	3.71	3.49	3.45	3.21	2.94	2.67

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

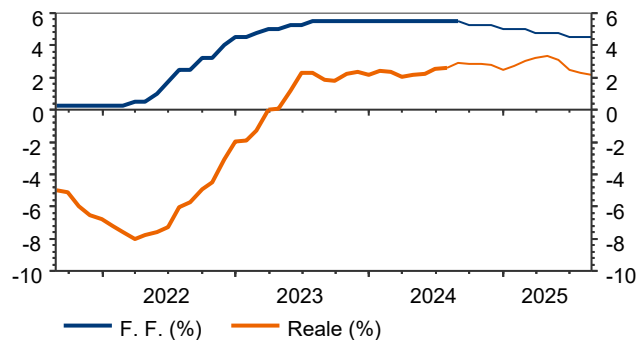


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
OIS 3m	5.31	5.32	5.32	5.00	4.96	4.74	4.49	4.23

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

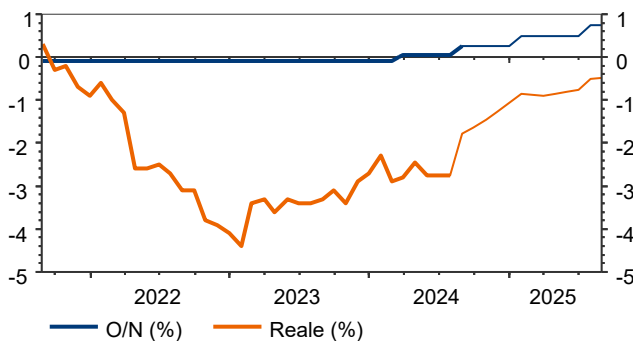


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	0.05	0.05	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50
OIS 3m	-0.01	0.08	0.12	0.23	0.30	0.40	0.55	0.65

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

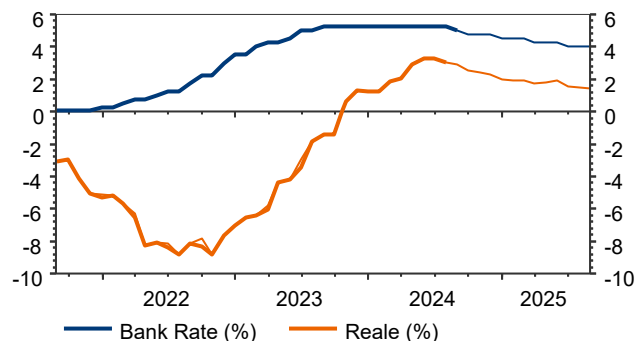


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
Bank rate	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00
OIS 3m	5.21	5.18	5.13	4.88	4.70	4.40	4.15	3.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	30/8	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.00	1.09	1.08	1.08	1.08	1.1083	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	139	146	150	157	155	145.29	158	152	145	140	130
GBP/USD	1.16	1.27	1.26	1.27	1.28	1.3178	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	0.97	0.96	0.95	0.98	0.96	0.9408	0.97	0.98	0.99	1.00	1.02
EUR/JPY	139	159	163	170	168	161.03	166	164	160	157	148
EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.85	0.84	0.8409	0.84	0.85	0.86	0.86	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

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.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 – 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.intesasnpaolo.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.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 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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com