INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Area Euro

Ripresa manifatturiera rimandata al 2025

11 settembre 2024

La debolezza industriale degli ultimi trimestri non ci ha sorpreso, ed è improbabile che la produzione torni a crescere nei prossimi 3-6 mesi. Le indagini continuano a segnalare una contrazione degli ordini, le scorte restano superiori alla media e il commercio globale stenta a ripartire. Ci aspettiamo un'industria sostanzialmente stagnante nel resto del 2024 e ancora debole a inizio 2025. La ripresa è rimandata a 2025 inoltrato (a meno di evoluzioni particolarmente sfavorevoli sul fronte della domanda mondiale e delle politiche commerciali). Un rallentamento più pronunciato del ciclo negli Stati Uniti, e le difficoltà strutturali della manifattura tedesca, rappresentano i principali elementi di rischio sul recupero atteso nel 2025.

Research Department

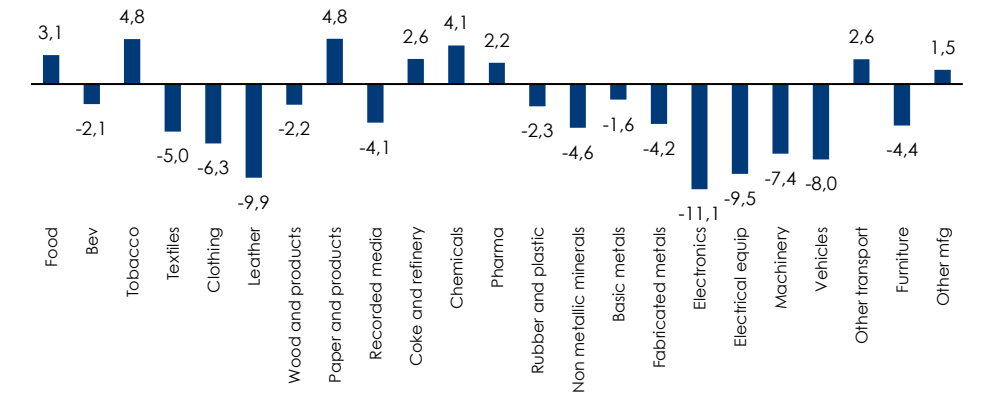
Macroeconomic Research

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Il 1° semestre è risultato ancora mediocre per l'industria nell'Eurozona, ma la debolezza non è stata sorprendente: la produzione si è evoluta in linea con le nostre previsioni, e con quanto gli indicatori anticipatori avevano suggerito nel corso della parte finale del 2023. Tuttavia, a destare qualche preoccupazione è soprattutto la **carenza di segnali della riaccelerazione che era attesa per la seconda parte dell'anno.**

A inizio 2024 le indagini di fiducia avevano infatti iniziato a mostrare qualche incoraggiante indicazione di stabilizzazione per l'attività manifatturiera, compatibile con una possibile ripresa a partire dal secondo semestre. Le previsioni di miglioramento della domanda globale, di recupero dei consumi domestici, e di ripartenza del ciclo delle scorte, erano elementi di supporto che lasciavano intravedere un ritorno alla crescita della produzione nella seconda parte dell'anno. Tuttavia, successivamente, le indagini si sono fatte meno confortanti: ad oggi, la carenza di miglioramento delle indagini, una domanda estera di beni ancora fiacca, la competizione cinese, e rimanenze di magazzino ancora elevate suggeriscono che **la ripresa della produzione industriale potrebbe essere rimandata al 2025**. Infatti, abbiamo di recente **rivisto al ribasso le nostre previsioni sull'output industriale nel 2024, a -3%, e ci aspettiamo un recupero solo parziale, intorno all'1%, nel 2025.**

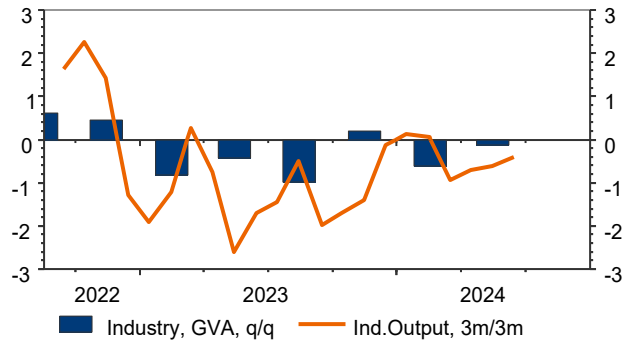
La maggior parte dei settori industriali registra un calo della produzione rispetto allo scorso anno



Nota: var. % a/a della produzione industriale per settore nel 2° trimestre. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

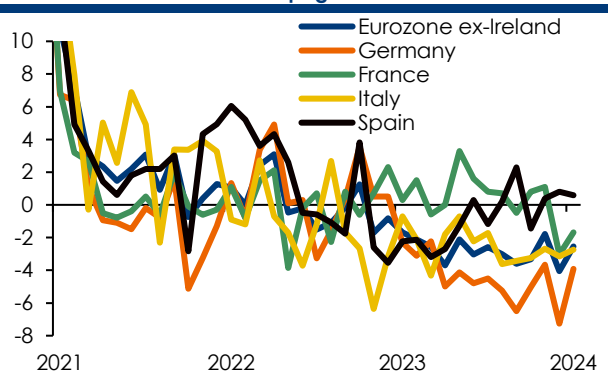
Nell'Eurozona, da quasi due anni l'industria contribuisce negativamente alla formazione del valore aggiunto (Fig. 1), e negli ultimi trimestri la debolezza è risultata diffusa a tutte le principali economie dell'area ad eccezione della Spagna (Fig. 2), e a tutti i principali settori (Fig. 3).

Fig. 1 - L'industria contribuisce negativamente alla formazione del valore aggiunto da quasi due anni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

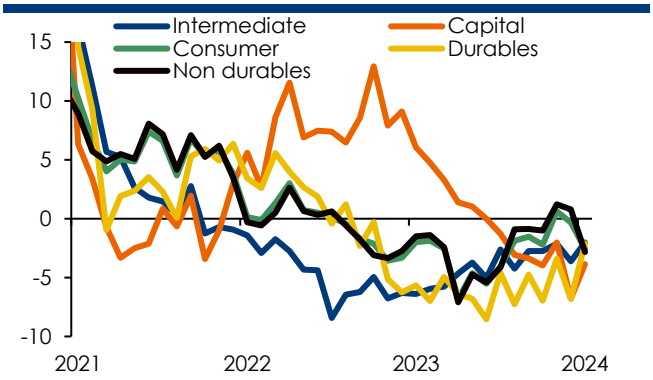
Fig. 2 - La produzione è in calo su base annua in tutte le principali economie ad eccezione della Spagna



Nota: variazione % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

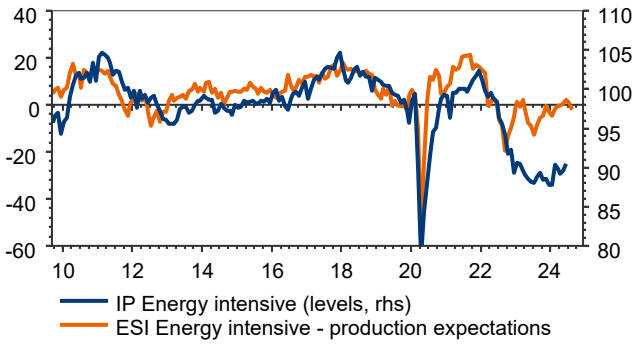
Dal lato dell'offerta, si è ormai esaurita la spinta proveniente dal riassorbimento delle strozzature del sistema delle catene globali di approvvigionamento che avevano frenato il recupero durante la fase immediatamente successiva alla pandemia (lo stock di ordinativi inevasi è in calo ininterrotto da quasi due anni, e dopo un iniziale rimbalzo, anche la produzione di auto è tornata ad indebolirsi). Inoltre, **il rientro dei prezzi dell'energia ha sostenuto in misura solo modesta la produzione nei settori più energivori**, che non hanno ancora recuperato i livelli precedenti alla crisi del gas (Fig. 4).

Fig. 3 - La tendenza di debolezza è diffusa a tutti i principali comparti



Nota: dati al netto dell'Irlanda, variazione % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Fig. 4 - La produzione nei settori energivori non ha recuperato i livelli precedenti allo shock energetico, e anche le aspettative restano deboli

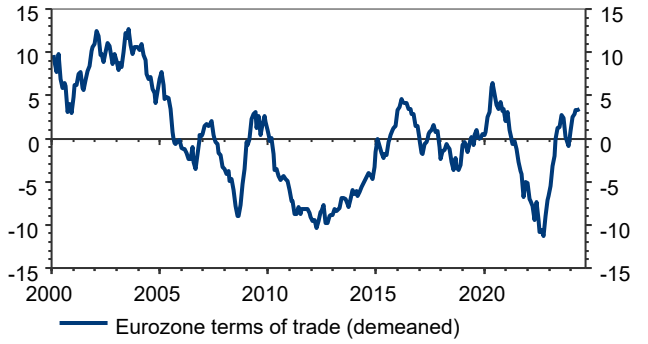


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Nonostante il miglioramento delle ragioni di scambio (Fig. 5), la competitività delle imprese europee (Fig. 6) continua, infatti, a risentire di prezzi del gas che restano su livelli superiori (quasi doppi) rispetto alla media dei venti anni precedenti la pandemia. **Non è perciò da escludersi che, specie nei settori più energivori, a basso valore aggiunto e a monte delle filiere produttive, l'attività persa durante la crisi energetica non venga recuperata** nemmeno nel medio periodo, per via di processi di delocalizzazione verso aree geografiche dove i costi energetici sono inferiori.

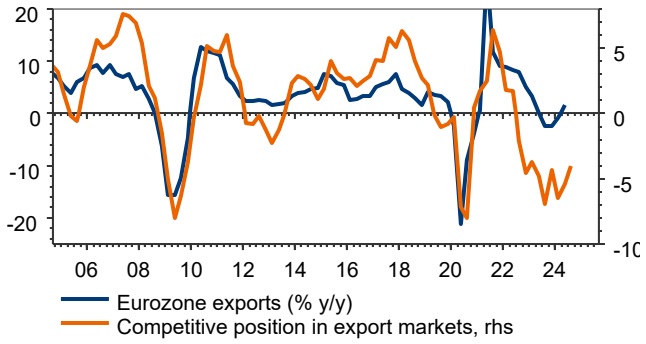
Nei prossimi anni si potrebbe assistere anche ad una **ricomposizione settoriale all'interno della manifattura, a danno dei comparti energivori e a vantaggio di tecnologie più avanzate** e di maggior valore aggiunto (per esempio, l'elettronica). Un indizio in tal senso potrebbe essere rappresentato dalla divergenza che si riscontra, specie in alcuni paesi (soprattutto in Germania), tra l'indice di produzione industriale (al cui interno i pesi settoriali sono costanti) ed il valore aggiunto. **Anche su questo fronte però i rischi sono al ribasso**, vista l'aggressiva politica commerciale cinese anche in settori, come automotive ed elettronica, nei quali l'Eurozona godeva di importanti vantaggi competitivi; ciò potrebbe almeno in parte spiegare la recente erosione delle quote di mercato internazionali per le imprese europee[1].

Fig. 5 - Dopo la crisi energetica le ragioni di scambio si sono "normalizzate"



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

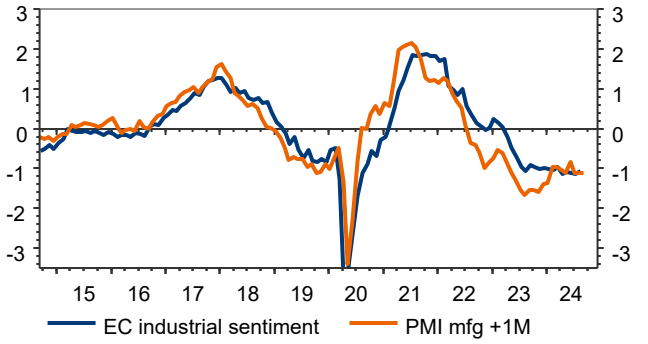
Fig. 6 - Le imprese europee continuano però a lamentare problemi di competitività internazionale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

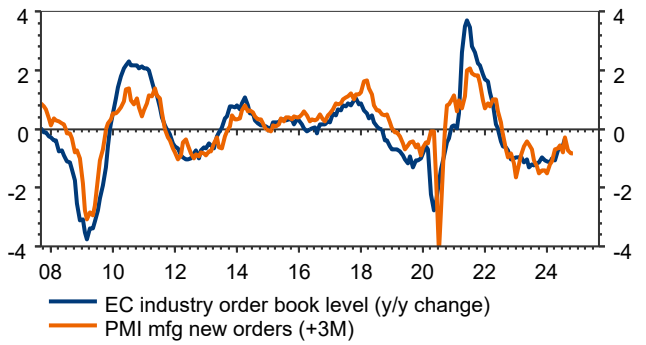
A fronte del venir meno del supporto derivante dalla normalizzazione dei fattori d'offerta, saranno i fondamentali di domanda a guidare la produzione industriale nei prossimi mesi. Su questo fronte, i segnali di ripresa sono ancora modesti (Fig. 7). Le ultime indagini trimestrali della Commissione Europea riportavano la carenza di domanda come il principale elemento di freno all'attività industriale; l'utilizzo di capacità produttiva è in calo da oltre due anni. Inoltre, le imprese continuano a riportare una contrazione di ordinativi (Fig. 8) e produzione, seppur a ritmi meno severi rispetto ai mesi precedenti. Infine, i dati reali tedeschi sulle commesse industriali, pur avendo superato il punto di minimo, non prospettano ancora una decisa ripartenza della produzione nel giro di pochi mesi.

Fig. 7 - Indagini di fiducia industriali in stabilizzazione su bassi livelli



Nota: indici standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

Fig. 8 – Le indicazioni delle imprese sugli ordini hanno superato il punto di minimo ma restano su livelli inferiori alla media storica

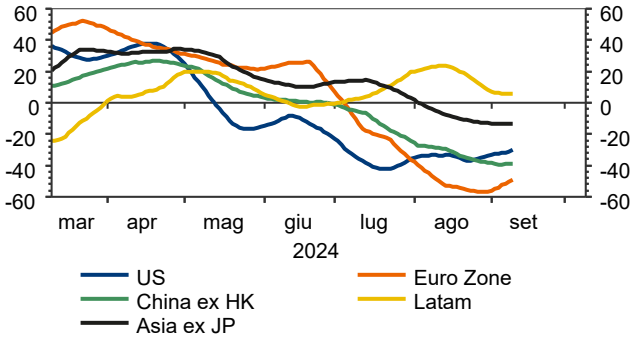


Nota: indici standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

[1] Al-Haschimi A., Emter L., Gunnella V., Ordoñez Martínez I., Schuler T., Spital T. "Why competition with China is getting tougher than ever" The ECB Blog, 3 September 2024

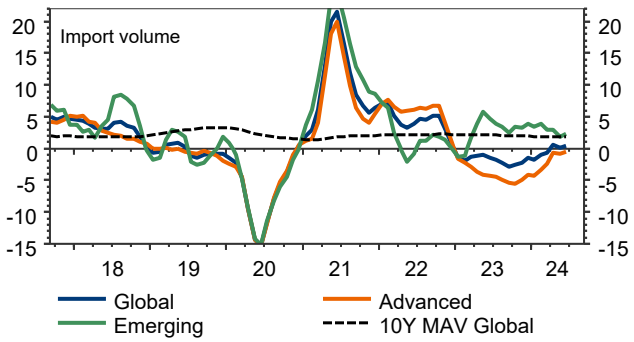
La debolezza della domanda industriale appare diffusa sia all'interno che all'esterno dell'Eurozona. I più recenti sviluppi ciclici su scala globale sono risultati più deboli rispetto al previsto (Fig. 9), e i volumi del commercio internazionale di beni ancora stentano a ripartire (Fig. 10). Inoltre, una possibile evoluzione restrittiva delle politiche commerciali da parte dei paesi extra-europei potrebbe rappresentare un rischio per la riaccelerazione della domanda estera rivolta verso l'Eurozona attesa per i prossimi trimestri. Sul fronte domestico, i consumi di beni hanno solo recentemente iniziato a stabilizzarsi, gli investimenti delle imprese continuano a risentire degli effetti della restrizione monetaria, e sono attesi riaccelerare solo il prossimo anno.

Fig. 9 - Indici di sorpresa economica: i più recenti sviluppi ciclici sono risultati peggiori delle attese in tutte le principali aree (con l'eccezione dell'America Latina)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Citigroup

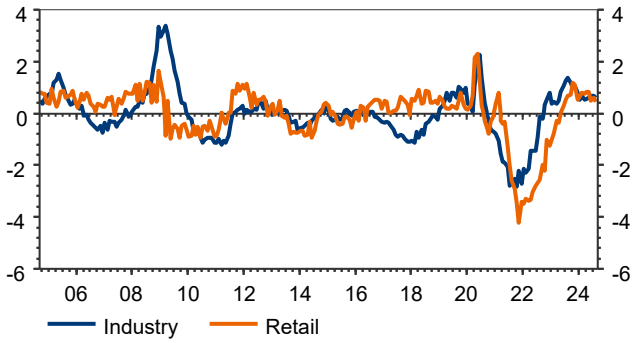
Fig. 10 - Il commercio internazionale ancora stenta a ripartire (soprattutto nei paesi avanzati)



Fonte: Intesa Sanpaolo, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

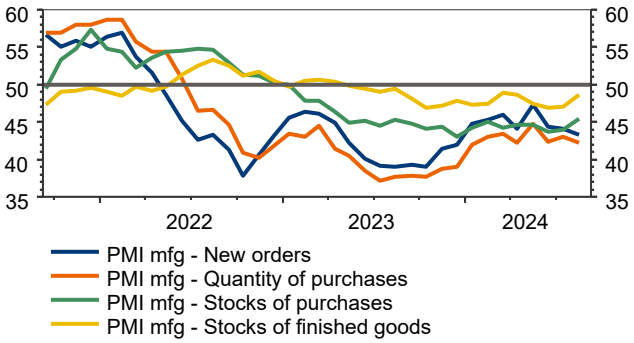
Le delusioni sul fronte della domanda di beni si riflettono anche sulle valutazioni delle imprese circa le **rimanenze di magazzino che, sia nell'industria che nel commercio al dettaglio, vengono ora considerate come superiori rispetto ai livelli desiderati** (Fig. 11). Le rilevazioni sugli ordini, sulle scorte di prodotti finiti e sugli acquisti di beni intermedi non offrono dunque evidenze coerenti con l'inizio di un processo di ricostituzione dei magazzini. Tali segnali sono confermati da quanto emerge dagli indici PMI, che evidenziano come, in un contesto di continuo calo dei nuovi ordinativi, le imprese preferiscano attingere dalle scorte (di prodotti sia finiti che intermedi), piuttosto che tornare ad aumentare gli acquisti di input produttivi e la produzione anticipando una maggiore domanda futura (Fig. 12).

Fig. 11 - Le imprese continuano a valutare le proprie scorte di prodotti finiti come ancora ampie



Nota: indici standardizzati, un valore positivo segnala che le imprese valutano le proprie scorte come superiori ai livelli desiderati rispetto alla media storica. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

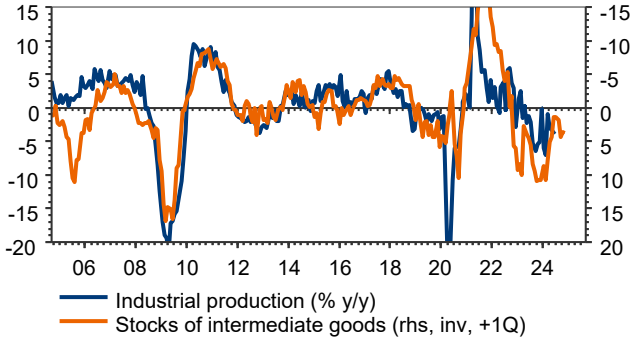
Fig. 12 - Il continuo calo degli ordinativi e i livelli elevati delle scorte ritardano il processo di ricostituzione dei magazzini



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

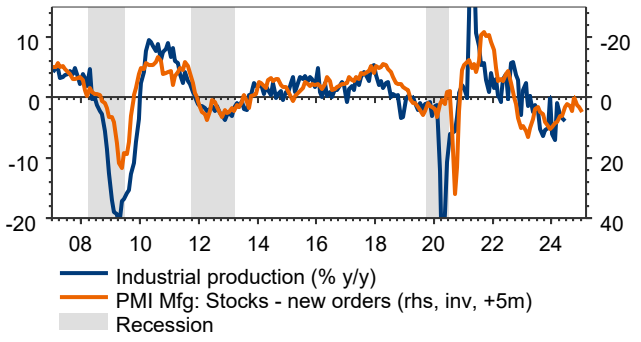
Pur non in un contesto di "bullwhip effect", cioè di sovrastima della domanda da parte delle imprese tale da generare un eccesso di magazzini in grado di amplificare la recessione manifatturiera, **il ciclo delle scorte pare ancora non maturo**: complice una domanda ancora non vigorosa (almeno nel resto del 2024), difficilmente le imprese aumenteranno i livelli di ordini e produzione al fine di ricostituire i magazzini (Fig. 13).

Fig. 13 - Le dinamiche delle scorte non sono ancora compatibili con una ripartenza della produzione industriale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Fig. 14 - Le componenti più anticipatorie delle indagini non puntano verso una vera e propria inversione di tendenza



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Le indicazioni su ordinativi e scorte sembrano quindi puntare più verso una stabilizzazione della produzione (su livelli storicamente bassi) che non verso una riaccelerazione nei prossimi 3-6 mesi. A conferma di ciò, l'indicatore anticipatore calcolato come differenziale tra i nuovi ordinativi e le scorte di prodotti finiti dell'indice PMI manifatturiero, pur rimanendo al di sopra dei minimi toccati qualche anno fa, è compatibile con una crescita tendenziale ancora negativa della produzione industriale almeno fino ai primi mesi del 2025 (Fig. 14). Sulla base di tale indicatore anticipatore, nonché delle aspettative delle imprese circa l'utilizzo della capacità produttiva, **il settore industriale dovrebbe continuare a contribuire negativamente alla formazione del valore aggiunto nel trimestre corrente, e risultare sostanzialmente stagnante tra il 4° trimestre 2024 e il 1° trimestre del 2025.**

In sostanza, è assai probabile che **la ripresa della produzione industriale, inizialmente attesa a partire dal trimestre in corso, venga posticipata, nella migliore delle ipotesi, alla prossima primavera**. Stimiamo una contrazione della produzione industriale in media annua di -3% nel 2024, e un recupero solo parziale, dell'1%, nel 2025. Le debolezze strutturali della manifattura tedesca rappresentano però un rischio al ribasso su tale profilo previsivo.

La ragione principale per cui non scontiamo sviluppi più sfavorevoli è che, **almeno per il momento, confermiamo la nostra previsione di ripresa dei consumi privati nel 2025 sulla scorta del miglioramento del potere d'acquisto, con un riequilibrio delle spese verso i beni**. Inoltre, nell'ipotesi di un proseguimento del ciclo di tagli dei tassi e di ripartenza del credito, anche la ripresa degli investimenti delle imprese e quindi della produzione di beni strumentali dovrebbe diventare più tangibile a partire dall'anno prossimo. Al contrario, il principale elemento di incertezza è rappresentato dall'effettiva ripartenza della domanda estera che, almeno per il momento, fatica a concretizzarsi, e da eventuali sviluppi negativi sul fronte delle politiche commerciali internazionali.

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