

Economia

Cina

25 ottobre 2023

Il target di crescita è quasi raggiunto ma ci sono nuove nuvole all'orizzonte

La crescita tendenziale del PIL è rallentata a 4,9% nel 3° trimestre da 6,3% a/a nel 4° trimestre, principalmente a causa di un forte effetto confronto sfavorevole, ma è nettamente accelerata da 0,5% t/t nel 2° trimestre a 1,3% t/t nel 3° trimestre.

Update

I dati mensili relativi di settembre indicano che l'attività economica rimane ancora sottotono anche se sembra aver oltrepassato il punto di minimo. La ripresa dei consumi è meno brillante delle apparenze e l'andamento degli investimenti nominali rimane fiacco seppur in moderato aumento. I segnali dal settore immobiliare sono rimasti, nel complesso, ancora deboli e l'imminente bancarotta o, quantomeno, probabile ristrutturazione, di Country Garden avrà un impatto negativo sul settore esacerbando i rischi al ribasso sullo scenario macroeconomico nel 2024 e nel 2025.

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

Tenendo conto di un effetto confronto ancora negativo ma molto più contenuto nel 4° trimestre e dei frutti dello stimolo fiscale e monetario che dovrebbero continuare a materializzarsi nei prossimi mesi, il dato del PIL del 3° trimestre rimane comunque ancora coerente con la nostra previsione di crescita annua del 5,2% per il 2023, con rischi lievemente al rialzo che provengono dalla mera revisione della dinamica congiunturale.

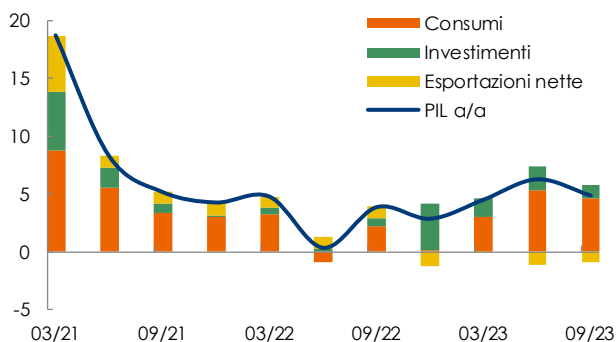
Silvia Guizzo
Economista - Asia ex-Giappone

La crescita tendenziale del PIL è rallentata a 4,9% nel 3° trimestre da 6,3% a/a nel 4° trimestre, principalmente **a causa di un forte effetto confronto sfavorevole** con la ripresa successiva al lockdown di Shanghai del 2° trimestre 2022. Il dato è stato superiore alle attese di consenso (Bloomberg: 4,5%) e alle nostre (4,6% a/a). Dal lato dell'**offerta**, il rallentamento tendenziale ha riguardato l'**industria** (da 5,2% a/a nel 2° trimestre a 4,6% a/a nel 3° trimestre) e, soprattutto, i **servizi** (da 7,4% a/a nel 2° trimestre a 5,2% a/a), mentre il valore aggiunto del **settore agricolo** è accelerato (da 3,7% a/a nel 2° trimestre a 4,2% a/a nel 3° trimestre). I servizi restano frenati dall'ulteriore contrazione del settore immobiliare (da -1,2% a/a nel 2° trimestre a -2,9% a/a nel 3°), ma anche dal rallentamento del commercio e dell'ICT, ma continuano comunque a fornire il maggior apporto alla crescita.

A short English version of this report is available on the Intesa Sanpaolo intranet site

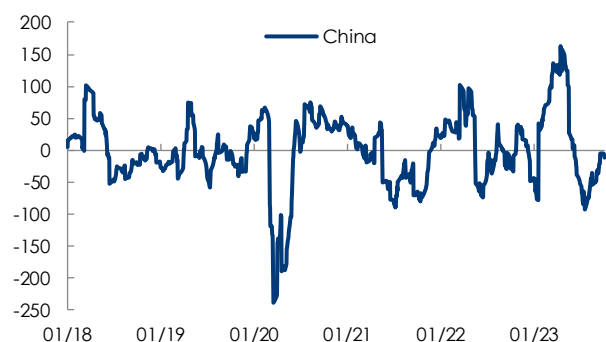
Dal lato della **domanda** il maggior contributo alla crescita tendenziale è venuto dai consumi mentre quello del canale estero è stato ancora negativo a causa della maggior forza delle importazioni in termini reali. I **consumi** sono stati sostenuti soprattutto dalle famiglie rurali (+9,0% cum. a/a nei primi tre trimestri del 2023 in termini reali) tra cui è stato maggiore l'aumento del

Fig. A - PIL a/a e contributi alla crescita



Fonte: CEIC dal NBS

Fig. B - Citigroup China Surprise Index (dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg

reddito disponibile. Il **tasso di risparmio** appare in diminuzione dai picchi di fine 2022 anche se per le famiglie urbane (stima: 36,9%) rimane ancora al di sopra dei livelli del 2019 (stima: 33,7%). Similmente rimane ancora al di sopra del 2019 la quota di consumi dedicata al comparto degli alimentari.

In termini congiunturali la **crescita del PIL è nettamente accelerata da 0,5% t/t** (rivisto al ribasso da un precedente 0,8% t/t) **a 1,3% t/t** (consenso Bloomberg: 0,9%; nostra previsione: 1,0% t/t); l'Ufficio Statistico ha inoltre rivisto tutta la serie delle variazioni congiunturali a partire dal 1° trimestre del 2022 (senza modificare la serie delle variazioni tendenziali), abbassando la dinamica nella prima metà del 2022 e alzandola nella seconda metà. **I dati non sono scevri da incongruenze**. La revisione al ribasso nel 2° trimestre 2023 porta la crescita congiunturale ad essere più bassa di quella del 4° trimestre 2022 (0,8% t/t), trimestre inizialmente caratterizzato ancora da diversi lockdown e poi da un enorme aumento dei contagi, ed è difficilmente spiegabile. Similmente, il calo degli indici PMI tra il secondo e il terzo trimestre 2023 (la media dell'indice composito è passata da 53,4 nel 2° trimestre a 51,5 nel 3°), stride con la sensibile riaccelerazione a 1,3% t/t.

I dati mensili relativi al mese di settembre sembrano indicare che **l'attività economica rimane sottotono anche se sembra aver oltrepassato il punto di minimo nel corso dell'estate**. In termini congiunturali, secondo i dati del NBS, la dinamica mensile di vendite al dettaglio, produzione e investimenti, nonostante un rallentamento rispetto ad agosto, in settembre è rimasta infatti superiore ai minimi toccati in luglio. In termini tendenziali, la crescita della produzione industriale si è stabilizzata, quella dei servizi è marginalmente migliorata e le vendite al dettaglio sono accelerate. La forza di ripresa dei consumi non appare però ancora robusta, perché l'accelerazione delle vendite al dettaglio ha goduto di un effetto confronto favorevole ed è stata accompagnata da un rallentamento delle vendite online. Inoltre, la fiducia dei consumatori tra giugno e agosto, pur stabilizzandosi, si è mantenuta sui minimi della serie nonostante il moderato miglioramento del mercato del lavoro nei mesi estivi.

L'andamento degli investimenti nominali rimane fiacco seppur in modesto aumento mentre **l> segnali dal settore immobiliare sono rimasti, nel complesso, ancora deboli** confermando che, per ora, le misure di supporto annunciate a fine agosto (diminuzione della caparra e del pavimento sul tasso dei mutui e allargamento della definizione di acquirente di prima casa) non sembrano avere avuto grandi effetti sulle città di seconda e terza fascia dove la situazione del mercato è più critica. Le difficoltà sono esacerbate dall'**ormai bancarotta o, quantomeno, probabile ristrutturazione di Country Garden** (una delle tre più grandi imprese immobiliari del Paese con Vanke ed Evergrande), che ha mancato il pagamento della cedola di un titolo in dollari (15,4 milioni di dollari) dopo la fine del periodo di grazia scaduto il 18 ottobre. Qualche giorno prima l'impresa aveva dichiarato¹ che non si aspettava di essere in grado di far fronte a tutte le obbligazioni di pagamento off-shore a causa delle condizioni di mercato e dell'estrema debolezza delle vendite. Secondo gli analisti del settore, questo mancato pagamento potrebbe innescare il default incrociato su circa 10 miliardi di dollari di obbligazioni emesse. Nel 2022 la società ha completato 700.000 unità abitative, più di Vanke ed Evergrande, e nei primi tre trimestri del 2023 ne aveva completato 420.000, diffuse in 31 province e 235 città² che, secondo [Caixin](#), sono per lo più di terza e quarta fascia, dove le condizioni di mercato sono più difficili. Secondo Bloomberg, nonostante il debito di Country Garden sia molto inferiore (187 miliardi di dollari al 30 giugno 2023) a quanto fosse il debito di Evergrande al tempo del crollo (328 miliardi), il numero totale di progetti da completare è quasi quattro volte tanto (3121 a fine 2022 rispetto ai 778 di Evergrande alla fine del 1° semestre 2021)³. Ricordiamo, inoltre, che la ristrutturazione di Evergrande è ancora in corso e procede a rilento: un'udienza di liquidazione al tribunale di Hong Kong è prevista per il 30 ottobre. La bancarotta o la ristrutturazione di Country Garden metterà

¹ [Country Garden Holdings Company Limited](#), Inside Information, 10.10.2023.

² Vedi nota 1.

³ "Country Garden Risks Could Deal a Bigger Blow Than Evergrande's", Bloomberg, 8 September 2023; "How Country Garden Plays Into China's Property Mess", Bloomberg, 25 October 2023.

quindi sensibili pressioni sul mercato immobiliare anche attraverso l'aumento dei progetti da completare, esacerbando i **rischi al ribasso sullo scenario macroeconomico del Paese nel 2024 e nel 2025**.

Le Autorità, oltre le misure di sostegno al mercato immobiliare varate tra fine agosto e settembre, hanno emanato tra luglio e settembre altre **linee guida e misure a supporto del settore privato⁴ e della borsa⁵**, nonché fatto un primo passo per il contenimento del rischio del debito dei veicoli finanziari dei governi locali attraverso **l'ideazione di un programma di swap del debito**. Tale programma, di cui circolano indiscrezioni di stampa dall'estate, prevederebbe lo spostamento di parte del debito dei veicoli (Local Government Financing Vehicles, LGFV) alle province permettendo a queste ultime di emettere **titoli speciali di rifinanziamento** per circa 1,5 trilioni di CNY allo scopo di acquistare il debito dei propri veicoli finanziari. Tutte le province potrebbero accedere al programma ad eccezione di Pechino, Shanghai, Guangdong e Tibet. Il Piano avrebbe identificato 12 province con particolari difficoltà e vorrebbe dare priorità alle province più indebitate quali Yunnan, Guizhou, Hunan, Jilin e Anhui, così come la città di Tianjin. Secondo i dati estratti da Bloomberg il 23 ottobre, i soli LGFV avrebbero titoli in scadenza per 440 miliardi di CNY entro fine anno, e di 2,9 trilioni nel 2024. L'importo dello swap coprirebbe ad oggi tutte le scadenze fino a fine anno e parte di quelle entro il secondo trimestre del 2024 (1,3 trilioni sono in scadenza nel 1° semestre del 2024⁶). Al 10 ottobre almeno 6 province (Liaoning, Mongolia Interna, Tianjin, Yunnan, Chongqing e Guangxi) hanno annunciato piani di emissione di titoli speciali di rifinanziamento, per 319,5 miliardi di CNY⁷.

Il **Comitato direttivo del Parlamento** (National People's Congress Standing Committee, NPCSC), che si è recentemente riunito (**20-24 ottobre**), ha approvato una **revisione alla legge di bilancio** annuale prevedendo un **aumento delle emissioni obbligazionarie a livello centrale di 1 trilione di CNY nel 4° trimestre 2023**. Questo aumento porterebbe il rapporto deficit/PIL dal 3% inizialmente previsto in marzo a 3,8% circa. I proventi delle emissioni dovrebbero andare principalmente a finanziare **progetti di conservazione delle acque, prevenzione delle inondazioni e ricostruzione** dopo gli allagamenti estivi. La revisione della legge di bilancio, evento raro e capitato solo nel 2008, per le spese di ricostruzione dopo il terremoto del Sichuan, e dopo la crisi finanziaria asiatica della fine degli anni Novanta, testimonia la preoccupazione delle Autorità per la situazione economica ma allo stesso tempo la loro proattività e la volontà di assicurare sostegno all'economia. Il **Consiglio di Stato** è stato inoltre autorizzato **fino al 2027** a concedere **ai governi locali di emettere anticipatamente nell'anno corrente obbligazioni ricomprese nella quota dell'anno successivo**, ossia prima dell'approvazione formale che avviene in marzo (con la presentazione della legge di bilancio). Il Comitato direttivo del NPC ha inoltre ufficialmente rimosso il ministro della Difesa Li Shangfu e ritirato i titoli ministeriali rimasti al ministro degli esteri Qin Gang (sostituito in luglio) ed ha nominato Lao Fo'an come ministro delle Finanze al posto di Liu Kun e Yin Hejun (già segretario del partito presso lo stesso ministero) come nuovo ministro della Scienza e della Tecnologia al posto di Wang Zhigang.

Secondo il **rapporto finanziario** (Finance Work Report) del **Consiglio di Stato**, presentato dal Governatore della PBoC Pan Gongsheng al Comitato direttivo del Parlamento, le Autorità daranno **massima priorità alla riduzione del rischio sistemico** sia sul fronte del debito dei governi locali, sia sul fronte del mercato immobiliare e promuoveranno fusioni e acquisizioni di istituzioni finanziarie medio

⁴ Linee guida per stimolare la crescita del settore privato con [31 misure](#), emanate dal Consiglio di Stato a metà luglio, seguite da altre [28 misure](#) emanate dalla NDRC insieme ad altri ministeri all'inizio di agosto.

⁵ Il MoF ha ridotto della metà l'imposta di bollo sulle transazioni del mercato azionario il 27 agosto e la CSRC ha annunciato tre misure di stabilizzazione: la riduzione del lancio di IPO, la restrizione alla vendita di azioni da parte dei maggiori azionisti e l'abbassamento dei requisiti di margine per il finanziamento dell'acquisto di azioni. Inoltre, in ottobre, le Autorità sono intervenute anche attraverso gli acquisti di azioni da parte di fondi statali quali il Central Huijin Investment Ltd, che ha dichiarato di aver acquistato sia azioni delle principali banche sia ETF.

⁶ Estrazione Bloomberg del 23 ottobre 2023.

⁷ "[Local debt swaps may forestall financial risks](#)", China Daily 11 October 2023.

piccole che presentano alti rischi per le loro interconnessioni sia con il mercato immobiliare sia con i governi locali⁸. Il Governatore della PBoC ha, inoltre, promesso ulteriori misure di politica monetaria mirate e **aggiustamenti contro-ciclici e cross-ciclici** (definizione utilizzata dalle Autorità fin da metà 2021 per riferirsi ad aggiustamenti preventivi, gradualisti, guidati da obiettivi di lungo periodo per smussare il ciclo economico, aggiustamenti che possono anche essere di allentamento in alcuni settori e di restrizione in altri, a seconda delle necessità).

Ci aspettiamo che le Autorità possano quindi varare ulteriori **misure specifiche e differenziate per settori** a sostegno dell'economia (ad esempio, aumenti degli importi delle finestre di rifinanziamento dedicate o tagli fiscali mirati) e che vengano **annunciati maggiori dettagli anche sul piano di swap del debito nei prossimi mesi** e in particolare dopo la prossima **riunione del Politburo**, la **Conferenza nazionale sul Lavoro Finanziario** (*National Financial Work Conference*, che si svolge ogni cinque anni a porte chiuse ed è in agenda per il 30-31 ottobre) e la **Conferenza centrale sul Lavoro Economico** (*Central Economic Work Conference*), in genere attesa per la prima settimana di dicembre. Più rilevante, per le politiche economiche di medio lungo termine e per eventuali analisi o cambiamenti nell'ambito della teoria del Partito Comunista, sarà la **terza riunione plenaria del Comitato Centrale del 20° congresso del PCC** prevista verosimilmente entro fine anno.

Con il dato del PIL del 3° trimestre la **crescita cumulata dei primi tre trimestri del 2023 si porta a 5,2% a/a**. La revisione della dinamica t/t implicherebbe però una crescita tendenziale molto più alta (ca. 5,6% a/a). Tenendo conto di un effetto confronto ancora negativo ma molto più contenuto nel 4° trimestre e dei frutti dello stimolo fiscale e monetario che dovrebbero continuare a materializzarsi nei prossimi mesi, il dato del PIL del 3° trimestre rimane **ancora coerente con la nostra previsione di crescita annua del 5,2% per il 2023**, con rischi lievemente al rialzo che provengono dalla mera revisione della dinamica congiunturale.

⁸ "China's debt crises, from developers to local governments, prompt cabinet call to curb contagion", SCMP, 23 October 2023.

Osservatorio dati settembre

- La **produzione industriale** è lievemente rallentata in settembre (+0,36% m/m) rispetto ad agosto (+0,50% m/m) ma in termini tendenziali è rimasta stabile a 4,5% a/a. Il traino è venuto dall'accelerazione della produzione delle imprese statali, che appare sostenuta dalle industrie di produzione e distribuzione di energia, gas e acqua ma verosimilmente anche da una dinamica delle esportazioni migliore delle attese, visibile in una minor contrazione tendenziale del valore della produzione destinata alla vendita all'estero nei mesi estivi (da un minimo di -9,5% a/a in giugno a -3,6% a/a in settembre).
- La **produzione dei servizi** è salita solo marginalmente, da 6,8% a/a in agosto a 6,9% a/a in settembre, frenata da un effetto base sfavorevole ma anche dall'affievolimento della ripresa post-riapertura documentato dal calo degli indici PMI.
- Le **vendite al dettaglio nominali** sono accelerate da 4,6% a/a in agosto a 5,5% a/a in settembre, ben oltre le attese di consenso (4,9% a/a), trainate dai beni di largo consumo e dalle automobili. Tuttavia, hanno registrato una crescita nulla rispetto ad agosto e sono state accompagnate da un rallentamento delle vendite online. I ricavi turistici della Golden Week (la settimana di festività dal 29 settembre al 6 ottobre), dopo essere scesi progressivamente a partire dal 2020, sono più che raddoppiati rispetto all'anno scorso e si sono riportati finalmente al di sopra dei ricavi del 2019, così come il numero di turisti. La **fiducia dei consumatori** - i cui dati relativi a giugno, luglio e agosto sono stati pubblicati tutti insieme all'inizio di ottobre - si è stabilizzata nei mesi estivi ma rimane sui minimi storici della serie.
- Il **tasso di disoccupazione urbano** è ulteriormente sceso da 5,2% in agosto a 5,0% in settembre riportandosi sui minimi da fine 2021. Il tasso di disoccupazione nelle maggiori 31 città, seppur in calo, rimane più alto (5,2%). Si è registrato un marginale aumento delle ore lavorate, segnalando un miglioramento nel mercato del lavoro che dovrebbe continuare nei prossimi mesi.
- Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 3,1% a/a nei primi nove mesi dell'anno, incorporando un'accelerazione stimata da 2,0% a/a in agosto a 2,5% a/a in settembre, trainata ancora dalle imprese statali (stima +6,0% a/a) e, tra i settori, dalle infrastrutture (stima: +5,0% a/a) e dal settore manifatturiero (stima: +7,9% a/a). Quest'ultimo continua a trainare il miglioramento degli investimenti privati (da -1,8% a/a in agosto a 0,1% a/a in settembre), compensando parzialmente la contrazione degli investimenti nel **settore immobiliare** che si è ulteriormente accentuata, passando da -10,9% a/a in agosto a -11,2% a/a in settembre pur accompagnata da un segnale di stabilizzazione del mercato. La superficie residenziale completata ha continuato a salire a tassi a due cifre e il numero dei nuovi cantieri sembra essersi stabilizzato nel corso dell'estate pur rimanendo in contrazione (stima: da -32,2% a/a in giugno a -17,5% a/a in settembre) così come la superficie residenziale venduta (stima: da -17,1% a/a in giugno a -11,8% a/a in settembre). Tuttavia, gli acquisti di terreni da parte delle imprese immobiliari sono tornati a contrarsi e i prezzi delle abitazioni di nuova costruzione sono scesi per il terzo mese consecutivo (-0,3% m/m) specialmente nelle città di seconda e terza fascia, mentre quelli delle città di prima fascia sono rimasti in media invariati grazie agli aumenti nelle città di Pechino e Shanghai. Infine, l'indice di fiducia del settore è sceso in settembre per il quinto mese consecutivo rimanendo sui minimi storici della serie.
- La dinamica dello stock di **credito** sociale aggregato, dopo essere rallentata per gran parte dell'anno, si è stabilizzata nei mesi estivi (9% a/a in settembre) aiutata principalmente da maggiori emissioni di titoli dei governi locali. Lo stock di credito bancario, al contrario, ha continuato su un sentiero di rallentamento guidato dalla decelerazione del credito alle imprese. La domanda di credito rimane debole, fiaccata dalla bassa fiducia di imprenditori e famiglie, ma potrebbe aver toccato il minimo nel 2° trimestre. L'impulso del credito nel 3° trimestre è stato meno negativo rispetto al 2° trimestre e dovrebbe contribuire a sostenere una moderata riaccelerazione della crescita nel 4° trimestre.
- Gli indici PMI relativi al mese di settembre hanno dato segnali contrastanti nelle due rilevazioni, segnalando in media una marginale accelerazione del settore manifatturiero, supportato più dalla domanda interna che da quella estera, e un'ulteriore perdita di slancio dell'attività nel settore dei servizi. Il **PMI manifatturiero** rilevato dal **NBS** è salito da 49,7 in agosto

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

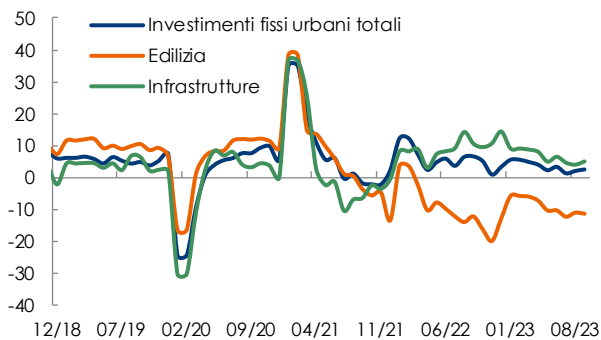
■ L'**inflazione dei prezzi al consumo** è scesa da 0,1% a/a in agosto a 0% a/a in settembre, contrariamente alle aspettative di consenso posizionate per un aumento (Bloomberg: 0,2% a/a). Il rallentamento è stato nuovamente favorito dal calo tendenziale dei prezzi nei comparti degli alimentari (da -1,7% a/a in agosto a -3,2% a/a in settembre), dei beni e servizi per l'abitazione (-0,4% a/a) e dei trasporti (-1,3% a/a), e dalla decelerazione dei prezzi dei servizi turistici (da 14,8% a/a in agosto a 12,3% a/a in settembre). Il calo dell'inflazione resta comunque guidato dalla deflazione dei beni di consumo (-0,9% a/a) mentre l'inflazione dei servizi è rimasta invariata a 1,3% a/a, sui massimi da febbraio 2022, così come l'inflazione core (0,8% a/a). Il calo tendenziale nel comparto degli alimentari è stato favorito da un significativo effetto base (-1,9% m/m) e si annuncia temporaneo così come quello dei trasporti. La **deflazione dei prezzi alla produzione** si è ridotta da -3,0% a/a in agosto a -2,5% a/a in settembre (+0,4% m/m, aumento mensile più elevato da maggio 2022), spinta da una minor deflazione dei beni di produzione nel comparto minerario ed estrattivo e dei beni di consumo non durevoli e non alimentari. La deflazione dei beni alla produzione dovrebbe continuare a ridursi nei prossimi mesi, mentre l'inflazione dei prezzi al consumo dovrebbe aver toccato il minimo. Ci aspettiamo, infatti, che l'atteso miglioramento della domanda, insieme ad un aumento dei prezzi della carne e dei trasporti, contribuisca ad aumentare l'inflazione nei prossimi mesi, portandola poco sopra 1% per fine anno.

■ I dati di **commercio estero** in dollari relativi al mese di settembre hanno sorpreso al rialzo, registrando un minor calo sia delle esportazioni (da -8,8% a/a in agosto a -6,2% a/a in settembre) sia delle importazioni (da -7,3% a/a in agosto a -6,2% in settembre) rispetto ad agosto e alle aspettative di consenso. Similmente per i dati in CNY, dove i cali rimangono più contenuti (-0,6% a/a per le esportazioni e -0,8% a/a per le importazioni). I dati nominali destagionalizzati mostrano un aumento, superiore per l'export, rispetto ad agosto, in linea con il marginale miglioramento della componente degli ordini del PMI sia in Asia sia negli USA e nell'area euro rispetto ai minimi di luglio e la verosimile svolta nel ciclo dei semiconduttori. Tuttavia, la componente degli ordini esteri è rimasta in territorio di contrazione sia nei paesi asiatici (ad eccezione di India, Indonesia e Vietnam) sia negli Stati Uniti e nell'area euro, prefigurando una natura temporanea del miglioramento.

Per quanto riguarda le **esportazioni**, il miglioramento tendenziale proviene da una significativa riduzione del calo dell'export verso il Giappone (da -20,1% a/a in agosto a -6,4% a/a in settembre) e verso l'area euro3 (Francia, Italia, Germania: da -18,9 a/a in agosto a -8,7% a/a in settembre) che ha compensato un peggioramento delle esportazioni verso l'area ASEAN6. Riguardo alle **importazioni**, il minor calo dell'import da Giappone, ASEAN6 e area euro3 è stato invece contrastato da un peggioramento delle importazioni dagli Stati Uniti (da -7,9% a/a in agosto a -12,6% a/a in settembre). Resta invece in netto aumento il commercio estero con la Russia, dove sia l'export (+20,65 a/a) sia l'import (+8,2% a/a) continuano a superare in livello quello della Germania.

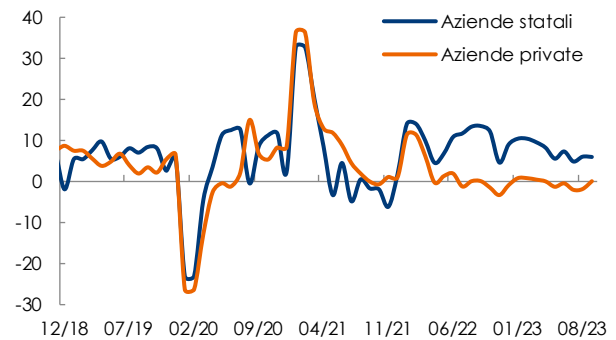
Investimenti

Investimenti fissi nominali, var. % a/a*



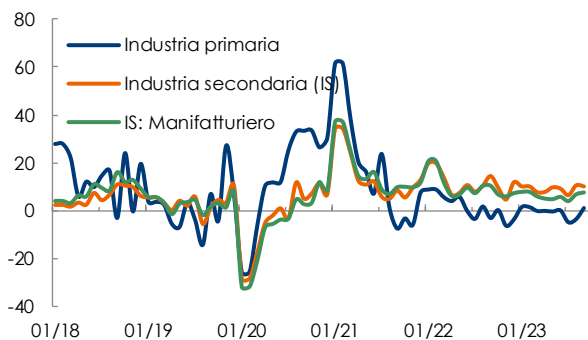
Nota: (*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati.
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti fissi nominali per tipo di impresa, var. % a/a*



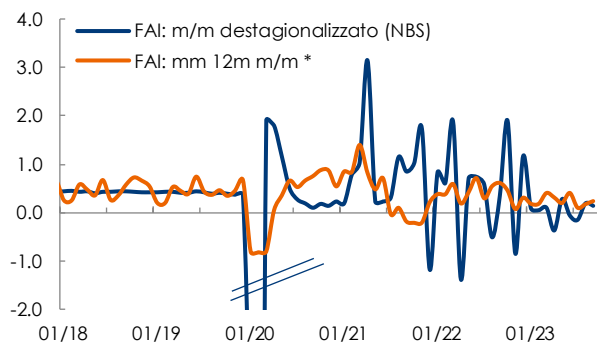
Nota: (*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati.
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti fissi nominali per settore, var. % a/a*



Nota: (*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati.
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti fissi nominali (FAI): var. % m/m destagionalizzata



Nota (*) : stima dalla serie ricostruita.
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

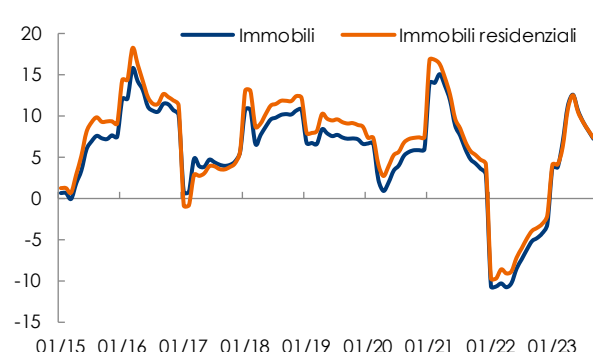
Mercato immobiliare

Prezzi degli immobili residenziali: var. % m/m*



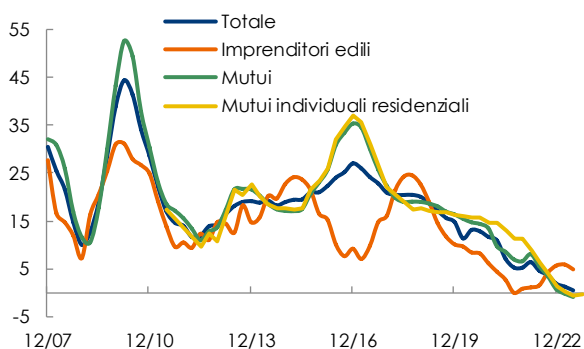
Nota: (*) media delle variazioni m/m su 70 città. Fonte: CEIC

Immobili residenziali: prezzo medio per m², var. % a/a



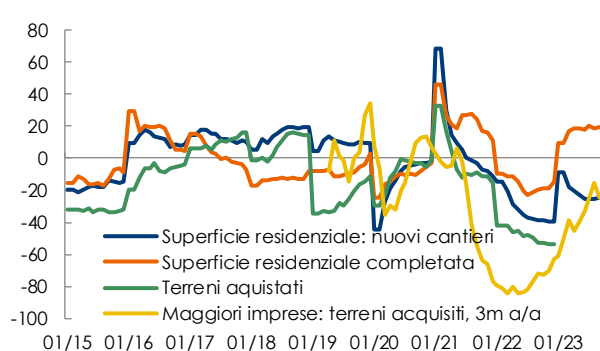
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prestiti bancari al settore immobiliare, var. % a/a



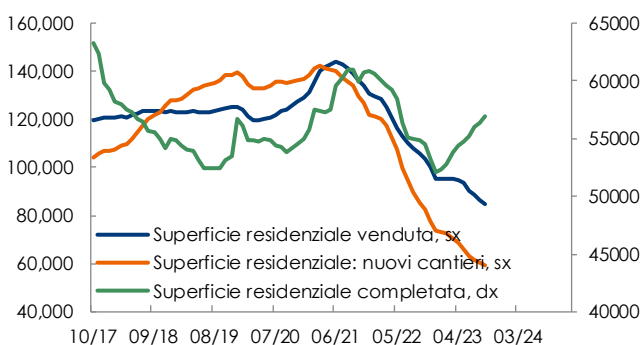
Fonte: CEIC

Superficie residenziale in m²: var. % a/a



Fonte: CEIC

Superficie residenziale: migliaia di m², media mobile 12 mesi



Fonte: CEIC da NBS ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

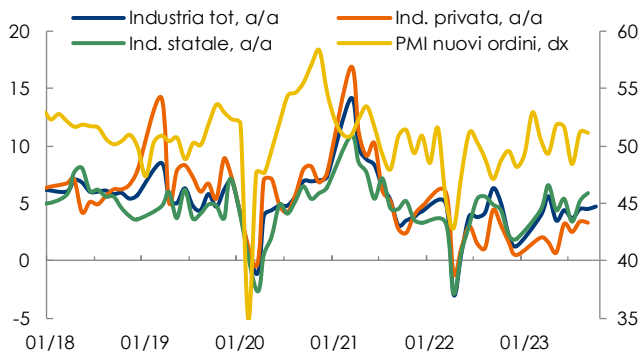
Indice di clima del settore immobiliare, 2012=100



Fonte: CEIC da NBS

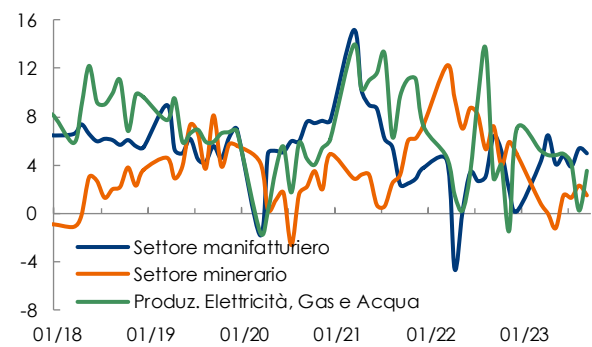
Settore manifatturiero e servizi

Produzione industriale per tipo di impresa (var. % a/a)



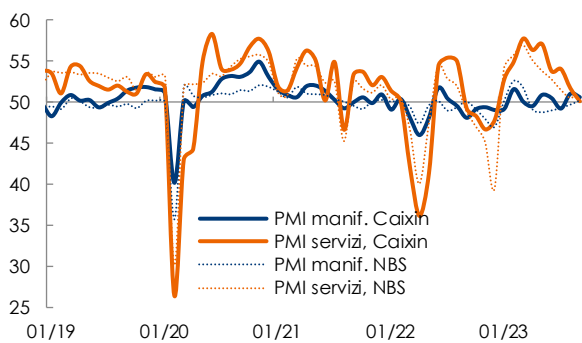
Fonte: CEIC, Markit

Produzione industriale per settore (var. % a/a)



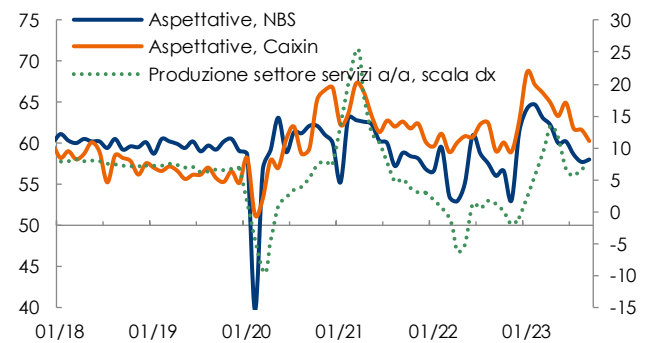
Fonte: CEIC

Indici PMI



Fonte: CEIC, IHS-Markit

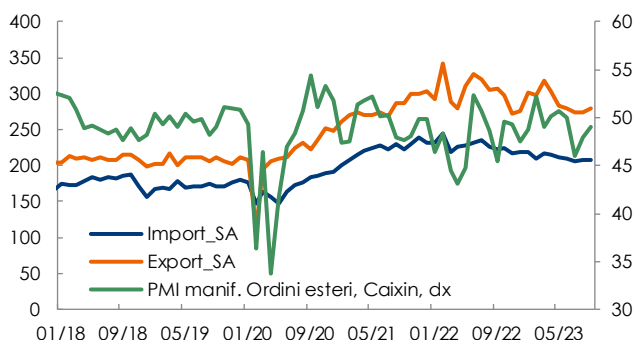
PMI Servizi - aspettative



Fonte: CEIC, IHS-Markit

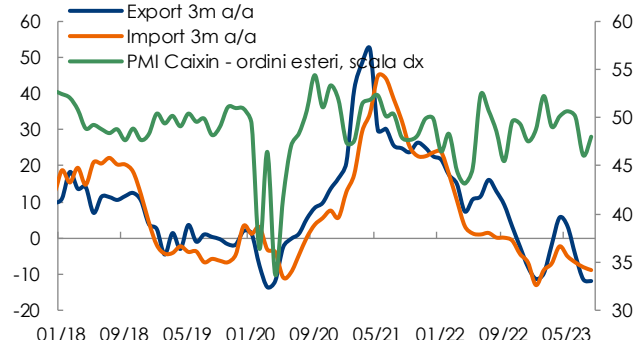
Commercio estero

Commercio estero* (miliardi di dollari)



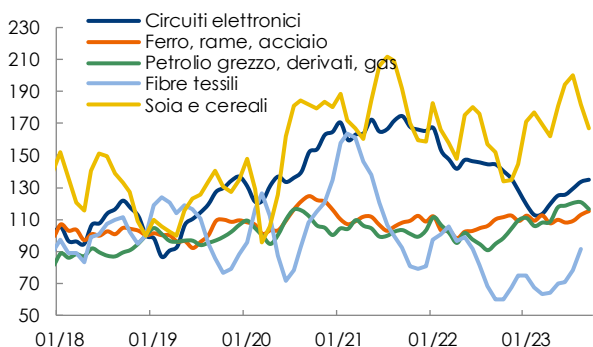
Nota: (*) serie destagionalizzate. Fonte: CEIC, IHS-Markit

Commercio estero (var. % 3m a/a)



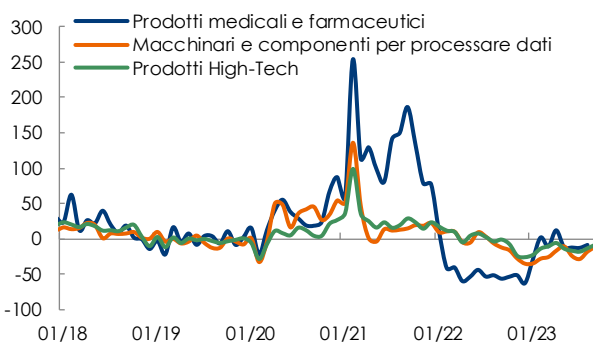
Fonte: CEIC, IHS-Markit

Import in volume (media mobile 3m, gennaio 2018=100)



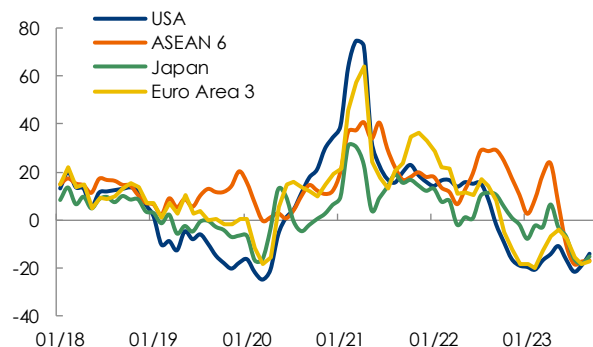
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Esportazioni var. % a/a



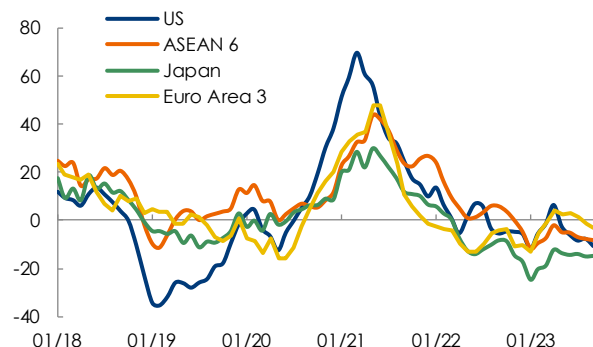
Fonte: CEIC

Export 3m a/a



Nota: ASEAN6: Filippine, Indonesia, Malesia, Tailandia, Vietnam, Singapore. Euro Area3: Italia, Francia, Germania. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

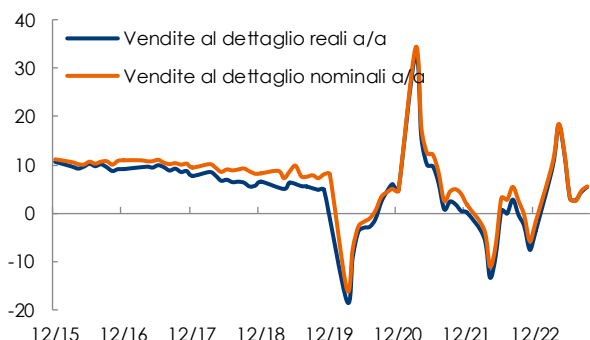
Import 3m a/a



Nota: ASEAN6: Filippine, Indonesia, Malesia, Tailandia, Vietnam, Singapore. Euro Area3: Italia, Francia, Germania. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

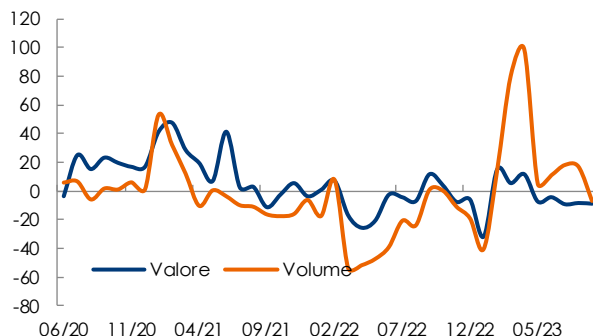
Consumi e mercato del lavoro

Vendite al dettaglio



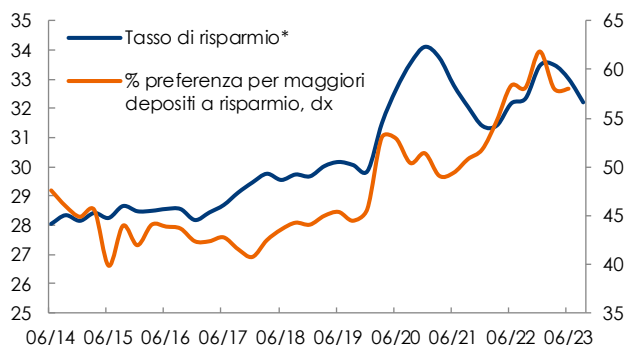
Fonte: CEIC

Vendite online sulle piattaforme Taobao e Tmall, var. % a/a



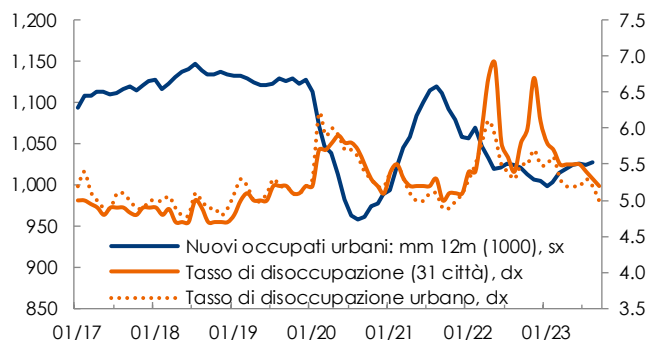
Fonte: CEIC

Tasso di risparmio (%)



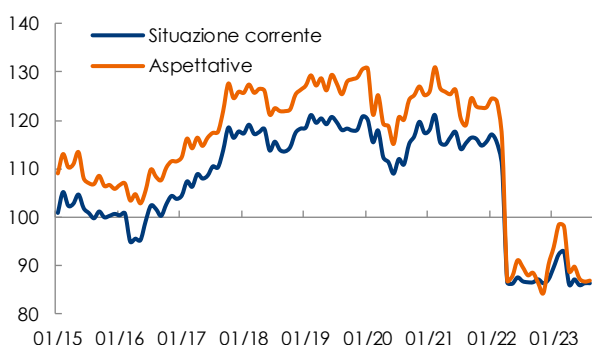
Nota: (*) stima, media mobile a 4 trimestri.
Fonte: CEIC da NBS e dall'indagine trimestrale sui depositanti della PBOC, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mercato del lavoro



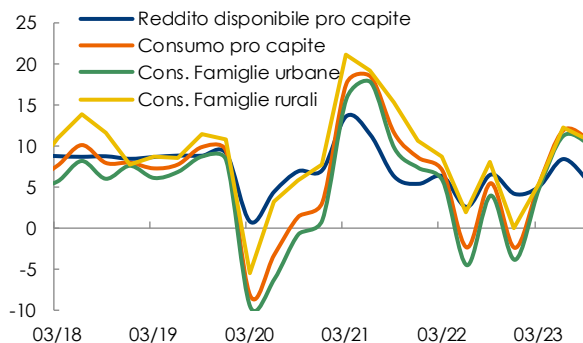
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fiducia dei consumatori



Fonte: CEIC da NBS

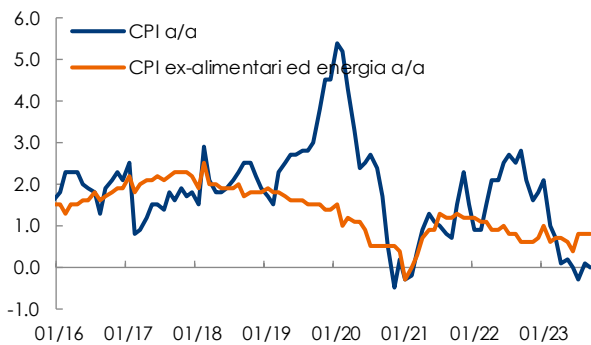
Reddito disponibile e consumi delle famiglie (var. % a/a)



Nota: variazioni % a/a su dati nominali trimestrali stimati dai dati cumulati.
Fonte: CEIC da NBS

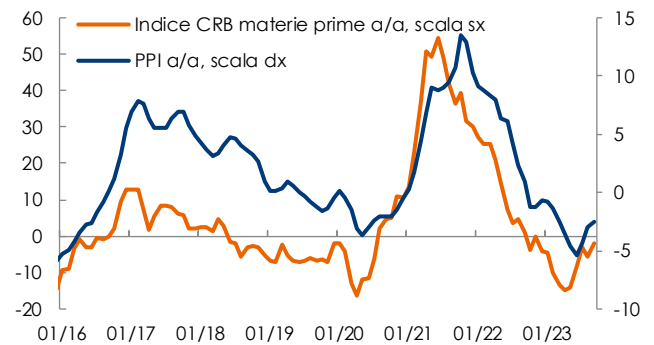
Inflazione

Inflazione: prezzi al consumo (var. % a/a)



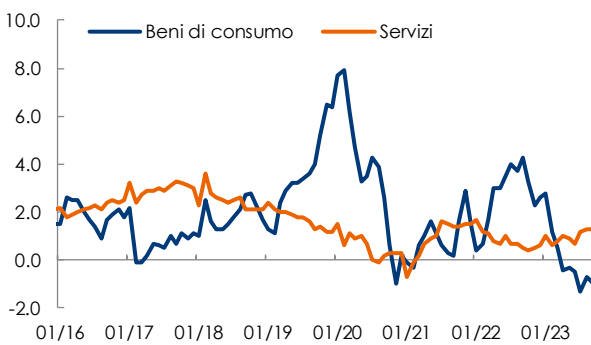
Fonte: CEIC, Bloomberg

Inflazione: prezzi alla produzione (var. % a/a)



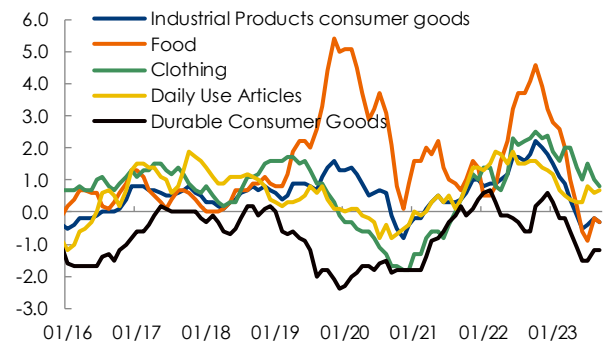
Fonte: CEIC, Bloomberg

Prezzi al consumo (var. % a/a)



Fonte: CEIC

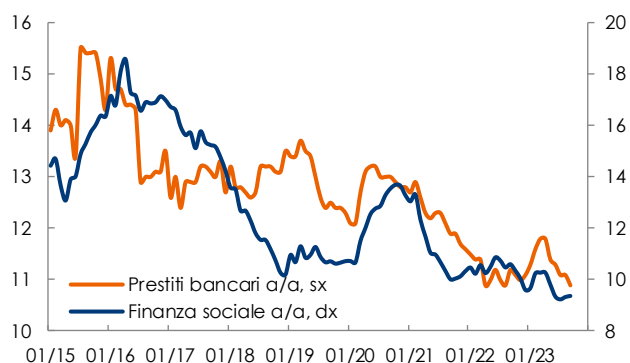
Prezzi alla produzione: beni di consumo (var. % a/a)



Fonte: CEIC, Bloomberg

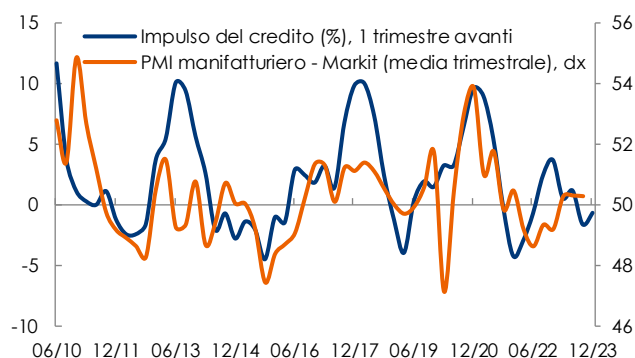
Credito e politica monetaria

Credito, var. % a/a



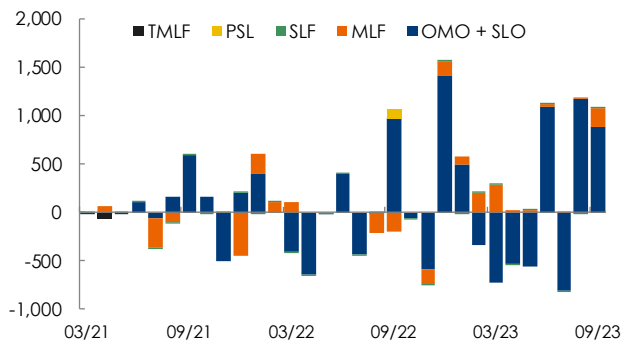
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Impulso del credito* in % del PIL



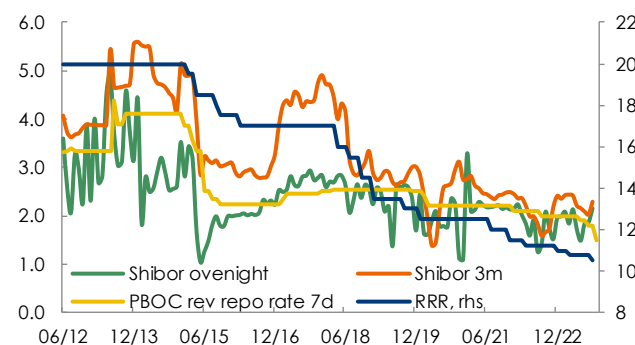
Nota: (*) variazione a/a del nuovo credito aggregato in % del PIL.
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

PBOC: operazioni di rifinanziamento (miliardi di CNY)



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

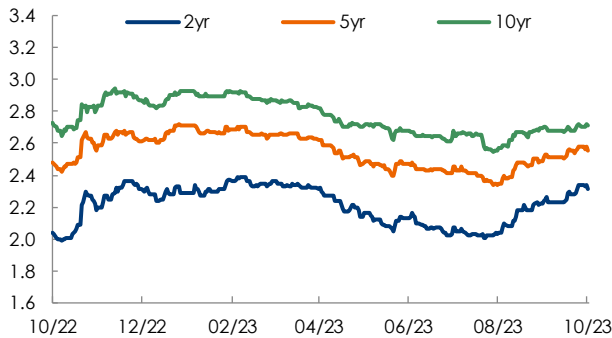
Mercato monetario e tassi ufficiali



Fonte: CEIC

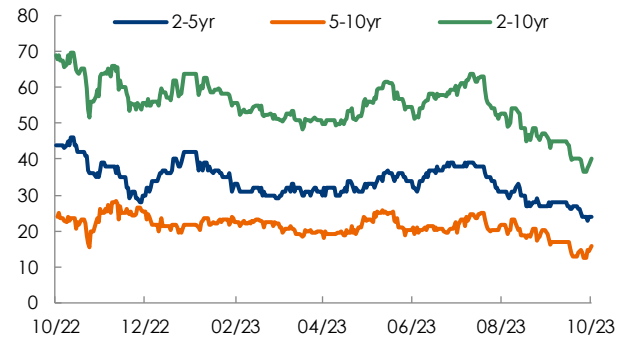
Mercati finanziari

Rendimenti dei titoli governativi (%)



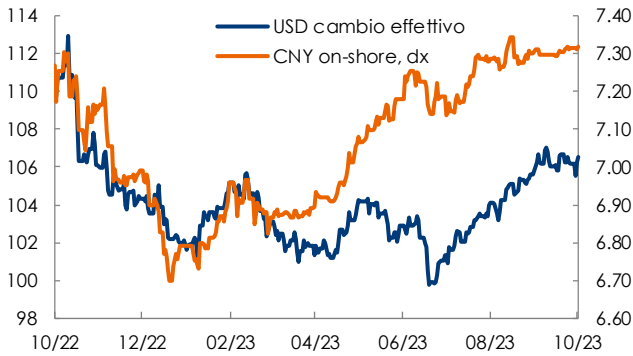
Fonte: Bloomberg

Pendenza della curva governativa (pb)



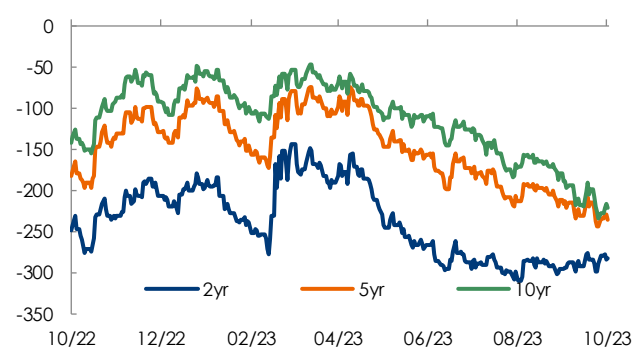
Fonte: Bloomberg

Cambio



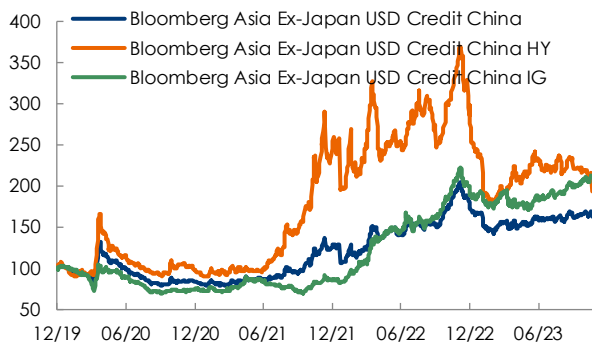
Fonte: Bloomberg

Titoli governativi in valuta locale: spread su US Treasury (pb)



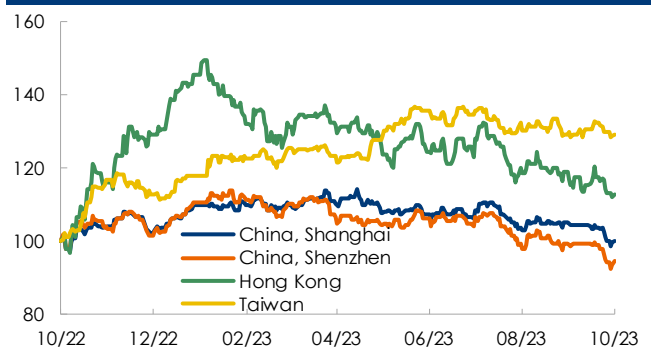
Fonte: Bloomberg

Rendimento medio indici obbligazionari in USD: ribasato al 31/12/2019=100



Fonte: Bloomberg

Borsa: indici ribasati al 25/10/2022=100



Fonte: Bloomberg

Nota: I prezzi sono aggiornati al 25.10.2023.

Tab. 1 – Previsioni

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
PIL (prezzi costanti)	6.0	2.2	8.5	3.0	5.2	4.7
Consumi privati	6.3	-2.4	12.1	0.3	9.2	4.1
Consumi pubblici	6.6	4.6	1.6	5.7	4.4	4.7
Investimenti fissi	5.1	3.1	3.2	3.2	5.0	5.5
Esportazioni	2.3	1.7	18.2	-0.3	3.4	2.1
Importazioni	-0.7	-2.2	6.7	-4.7	6.1	6.4
Produzione industriale	4.9	2.4	8.7	3.8	5.3	5.1
Inflazione (CPI)	2.9	2.5	0.9	2.0	0.6	1.6
Tasso di disoccupazione (%)	3.0	3.4	3.4	3.6	3.5	3.4
Salari medi	9.7	6.1	9.3	5.6	7.8	8.4
Tasso Shibor 3m (media) (%)	2.83	2.39	2.52	2.07	2.21	1.93
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.18	2.95	3.04	2.78	2.70	2.70
Cambio USD/CNY (media)	6.91	6.90	6.45	6.73	7.06	6.78
Saldo delle partite correnti (mld di USD)	102.9	248.8	352.9	401.9	273.4	275.7
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	0.7	1.7	2.0	2.2	1.5	1.4
Saldo di bilancio (% del PIL)	-5.6	-7.6	-5.1	-7.4	-7.3	-6.9
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	38.6	45.9	46.8	51.8	56.4	59.8

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. P= previsioni.
Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

Tab. 2 -Vulnerabilità esterna

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Debito estero						
Debito estero / PIL (%)	14.7	15.7	15.2	16.3	17.4	18.0
Servizio debito / Export (%)	9.4	9.1	8.6	7.4	10.2	10.9
Debito estero breve/Debito estero totale (%)	57.0	53.1	53.5	51.5	47.3	46.5
Debito estero breve / Riserve (%)	38.5	38.2	43.6	46.9	47.5	53.0
Riserve in valuta estera (in mesi di importazioni)	15.5	16.9	13.3	12.6	12.9	11.6
Riserve in valuta estera (in miliardi di USD)	3127.5	3238.3	3313.8	3189.3	3118.8	3010.9
Fabbisogno finanziario lordo (mld USD)						
Fabbisogno estero lordo (1) (segno positivo=surplus)	-1296.6	-1137.3	-1109.2	-1218.6	-1420.4	-1436.7
Partite correnti	102.9	248.8	352.9	401.9	273.4	275.7
Debito a medio lungo termine in scadenza	-180.6	-180.8	-225.9	-174.3	-196.8	-231.6
Debito a breve termine in scadenza	-1218.9	-1205.3	-1236.2	-1446.2	-1497.0	-1480.8
Copertura del fabbisogno finanziario lordo (mld USD):						
Prestiti a medio lungo termine	338.2	360.8	360.3	357.5	422.7	404.2
di cui						
Prestiti alle banche commerciali	187.2	157.5	172.5	200.0	233.0	250.0
Prestiti garantiti da stati o istituti internazionali (ODA)	18.8	8.2	29.9	17.5	14.2	14.2
Emissioni di titoli internazionali	132.3	195.1	157.8	140.0	175.5	140.0
Prestiti a breve termine	1205.3	1236.2	1446.2	1497.0	1480.8	1596.5
Investimenti diretti (flussi netti)	50.3	99.4	165.3	30.5	-13.0	-1.3
Investimenti di portafoglio (flussi netti)	-47.4	-66.2	-37.6	-373.9	-387.1	-162.6
Altri flussi di capitale netti (2)	-194.9	-359.3	-754.6	-412.7	-138.6	-516.0
Variazione delle riserve (segno negativo=aumento)	-54.9	-133.6	-70.4	120.4	55.7	115.9

Note: (1) Fabbisogno finanziario lordo = saldo delle partite correnti - debito a breve termine - debito a lungo termine in scadenza nell'anno; (2) Altri flussi di capitale, cambiamenti di valutazioni, errori ed omissioni. P= previsioni. Fonte: EIU, Oxford Economics Forecasting

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.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. – International Research Network, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Department Gregorio De Felice**Coordination International Research Network****e-mail address****Giovanni Barone (Head)**

giovanni.barone1@intesasnpaolo.com

ISP Research Department (Headquarter Team)**Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

debora.palmieri@intesasnpaolo.com

Francesca Pascali (MENA and EE)

francesca.pascali@intesasnpaolo.com

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

antonio.pesce@intesasnpaolo.com

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

francesco.martinelli4@intesasnpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry)

wilma.vergi@intesasnpaolo.com

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasnpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasnpaolo.com

Pamela Furlan

pamela.furlan@intesasnpaolo.com

ISP International Subsidiaries Research Departments:**VUB (Slovakia, Czech Republic and Poland)**

Zdenko Štefanides (Head)

zstefanides@vub.sk

Michal Lehuta

mlehuta1@vub.sk

Jacob Obst

jobst@vub.sk

CIB (Hungary)

Mariann Trippon (Head)

trippon.mariann@cib.hu

Andras Bukovszki

bukovszki.andras@cib.hu

PBZ (Croatia, Bosnia I Hercegovina and Slovenia)

Ivana Jovic (Head)

ivana.jovic@pbz.hr

Ana Lokin

ana.lokin@pbz.hr

Banca Intesa (Serbia)

Marija Savic (Head)

marija.v.savic@bancaintesa.rs

Tijana Matijasevic

tijana.matijasevic@bancaintesa.rs

Jelena Draskovic

jelena.draskovic@bancaintesa.rs

Sanja Djokic

sanja.djokic@bancaintesa.rs

Katarina Bubonja

katarina.bubonja@bancaintesa.rs

Alexbank (Egypt)

Samer Halim (Head)

samer.halim@alexbank.com

Mariam Massoud

mariam.massoud@alexbank.com

Aly Fayad

aly.fayad@alexbank.com

Mayada Hassan

mayada.hassan@alexbank.com

ISP International Subsidiaries Research Contacts:**Intesa Sanpaolo Bank (Albania)**

Kledi Gjordeni

kledi.gjordeni@intesasnpaolobank.al

Intesa Sanpaolo Bank (Romania)

Marius Pacurari (Head)

marius.pacurari@intesasnpaolo.ro

Pravex Bank (Ukraine)

Artem Krasovskyi

artem.krasovskyi@pravex.ua

Eximbank (Moldova)

Natalia Mihalas

natalia.mihalas@eximbank.com

Olga Pista

olga.pista@eximbank.com