

Weekly Economic Monitor

Il punto

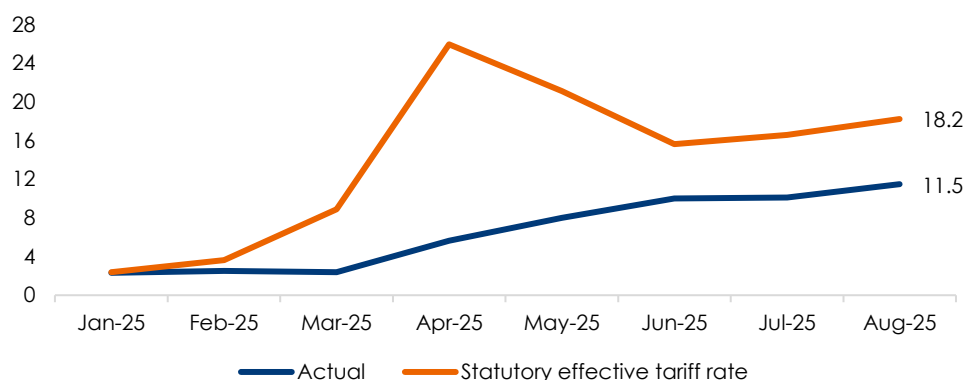
Negli Stati Uniti, la maggiore novità emersa in estate è il rallentamento più marcato del previsto del mercato del lavoro, che ha indotto Powell ad aprire a un prossimo taglio dei tassi; confermiamo la nostra idea di un primo taglio da 25pb a settembre, seguito da un altro intervento della stessa entità a dicembre, e vediamo ora due ulteriori tagli nel 2026. Nell'area euro, la riunione della BCE la settimana prossima dovrebbe concludersi senza variazioni dei tassi, dopo i segnali di resilienza dell'economia europea visti nelle ultime settimane; lo staff dovrebbe sostanzialmente confermare le proiezioni di giugno, salvo attuare una revisione al rialzo della crescita 2025 derivante da un primo semestre più forte del previsto; nella conferenza stampa, ci attendiamo che la presidente Lagarde non escluda alcuno sviluppo, sottolineando che l'incertezza dello scenario richiederà di essere flessibili.

Stati Uniti

■ Nelle scorse settimane:

- **Mercato del lavoro in deciso rallentamento.** I rapporti mensili sull'occupazione di luglio e agosto hanno sorpreso decisamente verso il basso, con un aumento degli occupati non agricoli di sole 79 mila unità a luglio e 22 mila ad agosto. Inoltre, i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti significativamente al ribasso: nel bimestre maggio-giugno, la crescita dei posti di lavoro risulta ora sostanzialmente nulla. Il tasso di disoccupazione è salito di un decimo sia a luglio che ad agosto, raggiungendo il 4,3% ovvero tornando al livello di novembre del 2021. Sia il tasso di partecipazione che quello di occupazione sono vicini a minimi pluriennali. Il rallentamento è però meno marcato sul fronte delle retribuzioni orarie, che sono aumentate di 0,3% m/m sia a luglio che ad agosto, per una variazione annua a 3,7% a/a (tornata sul ritmo di giugno dopo la salita a 3,9% a luglio). Inoltre, i dati JOLTS di luglio mostrano un calo delle posizioni aperte ai minimi da dieci mesi, e un rapporto tra posti vacanti e disoccupati in calo sotto l'unità (0,99) per la prima volta da aprile 2021.
- **Ciclo economico: rallentamento ancora in corso ma meno marcato rispetto ai mesi precedenti, tengono i consumi.** A luglio le vendite al dettaglio sono cresciute dello 0,5% m/m, così come l'aggregato "control group"; anche redditi e spesa personale hanno confermato una buona dinamica (+0,4% e +0,5% m/m, rispettivamente); tuttavia, dopo la risalita di luglio, la fiducia delle famiglie è tornata a calare ad agosto. Sempre ad agosto, viceversa, le indagini ISM hanno mostrato un miglioramento (da 48 a 48,7 il

Stati Uniti: l'aliquota tariffaria media effettiva (basata sugli introiti doganali) è più bassa di quella "teorica" calcolata sul livello nominale dei dazi



Fonte: the Budget Lab

5 settembre 2025

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

manifatturiero e da 50,1 a 52 i servizi, ai massimi degli ultimi sei mesi); entrambe le indagini evidenziano, comunque, un'occupazione debole e pressioni sui prezzi ancora elevate, seppure in attenuazione rispetto ai picchi precedenti. La produzione industriale ha corretto di un decimo a luglio dopo tre mesi di crescita, ma gli ordini di beni capitali, al netto di difesa e aerei, hanno sorpreso in positivo. Nel complesso, non ci sono evidenze di un intensificarsi del rallentamento del ciclo al di fuori del mercato del lavoro.

- **Inflazione: CPI e deflatori PCE circa in linea con le attese, il PPI sorprende al rialzo.** I prezzi al consumo a luglio sono saliti dello 0,2% m/m sull'indice generale e dello 0,3% m/m sul core, in entrambi i casi in linea con le attese. Su base annua, il CPI headline è rimasto stabile al 2,7%, mentre il core è salito di due decimi al 3,1%. L'aumento è stato trainato dai servizi abitativi, mentre l'energia ha dato un contributo negativo; ancora una volta si sono registrati rincari in alcune categorie di beni importati più esposti ai dazi (arredamento, calzature, ricambi auto). La vera sorpresa è venuta dal PPI, balzato di +0,9% m/m a luglio (un massimo da tre anni), sull'indice generale come sul core. L'incremento è stato spinto da energia, alimentari e soprattutto dai servizi relativi al commercio. I deflatori PCE hanno in ogni caso evidenziato variazioni in linea con il CPI e non con il PPI (headline 0,2%, core 0,3% m/m). Nel complesso, **gli effetti dei dazi non sono ancora emersi appieno sui prezzi al consumo, ma vi è evidenza di un accumularsi di maggiori pressioni a monte della catena produttiva.**
- **Guerra commerciale: regge la tregua con la Cina e si rafforza l'accordo con l'UE, ma aumentano i dazi su India e acciaio.** La Casa Bianca ha esteso di 90 giorni (sino al 9 novembre) la sospensione dei dazi aggiuntivi verso la **Cina**. Sul fronte dell'**Unione Europea**, il [Framework Agreement](#) del 21 agosto chiarisce che l'UE eliminerà i dazi su tutti i beni industriali statunitensi e garantirà accesso preferenziale al mercato europeo di un ampio paniere di prodotti agricoli USA (latticini, carne, frutta e verdura); in cambio, Washington applica un dazio del 15% sulle importazioni europee – incluse auto e componenti – e sui beni già colpiti da Section 232 (farmaci, semiconduttori, legname), ma non acciaio, alluminio e i beni a cui già si applicavano dazi più elevati in passato. Alcune categorie, come aerei, farmaci generici e ingredienti farmaceutici, resteranno soggette ai soli dazi Most Favoured Nation. L'intesa prospetta anche obiettivi assai sfidanti in tema di acquisti europei di energia americana (750 mld di dollari entro il 2028) e chip AI (40 mld di dollari), oltre che investimenti industriali per circa 600 mld di dollari, e maggiori forniture militari dagli USA. Ci sono progressi anche nei confronti del **Canada**: Ottawa ha sospeso parte delle misure di ritorsione allineandosi alle esenzioni CUSMA in vigore dal 1° settembre, mentre restano i dazi reciproci su acciaio, alluminio e auto. Il PIL canadese si è contratto di -1,6% t/t ann. nel 2° trimestre, affossato dal crollo delle esportazioni verso gli Stati Uniti, in particolare di autoveicoli. L'**India**, invece, ha subito il raddoppio delle tariffe, fino al 50% su larga parte dell'export manifatturiero, in risposta agli acquisti di petrolio russo da parte di Nuova Delhi. Infine, il Dipartimento del Commercio il 18 agosto ha modificato l'elenco dei codici HTSUS includendo 428 nuove categorie di prodotti derivati da acciaio e alluminio (tra cui moto, stoviglie, arredo e componenti industriali) ora soggetti a dazi del 50% (la misura porta a circa 328 mld di dollari il valore complessivo dei beni colpiti). Intanto, le analisi aggiornate del [Budget Lab](#) mostrano che, da un lato, le aliquote tariffarie effettive si stanno dimostrando significativamente più basse di quelle stimate (11,5% ad agosto contro 18,2% "teorico"), dall'altro che c'è evidenza di un trasferimento a valle dei dazi sui prezzi dei beni core, stimato tra il 61% e l'80% (il *pass-through* è elevato in particolare per i beni durevoli come elettrodomestici, elettronica e arredamento).
- **Deficit e tariffe.** Secondo le nuove stime del Congressional Budget Office, le tariffe introdotte tra gennaio e agosto 2025, se mantenute fino al 2035, potrebbero ridurre il deficit complessivo di circa 3.300 miliardi di dollari, ben oltre le stime di giugno. Le entrate doganali hanno già superato le attese: 136 miliardi fino a luglio, a fronte di una previsione iniziale di 80 miliardi per l'intero anno; al termine dell'anno fiscale 2025 potrebbero raggiungere i 200 miliardi. Tuttavia, dal Monthly Treasury Statement di luglio emerge che, nonostante il boom delle entrate tariffarie (28 miliardi ovvero +273% a/a), il deficit mensile si è ampliato a 291 miliardi (+10% a/a), e il disavanzo cumulato da ottobre a luglio ha raggiunto 1.630 miliardi.

- **Stop giudiziario alle tariffe: verso la Corte Suprema.** A complicare lo scenario, il 29 agosto la Corte d'Appello del Circuito Federale ha confermato in larga parte la decisione della Corte del Commercio Internazionale che aveva annullato i dazi imposti da Trump in base all'International Emergency Economic Powers Act, giudicandoli illegittimi. I giudici hanno sospeso l'effetto fino al 14 ottobre per consentire un ricorso alla Corte Suprema, che potrebbe mantenere i dazi in vigore fino a metà 2026. Queste misure contribuiscono circa 8 punti percentuali agli 11 complessivi di aumento dell'aliquota tariffaria effettiva registrati nel 2025. In caso di bocciatura definitiva, però, l'Amministrazione Trump potrebbe riorientarsi rapidamente verso altri strumenti (Section 122, 301, 232 o 338).
- **Politica monetaria: Fed ancora divisa ma Powell apre ai tagli.** Dai verbali del FOMC di luglio diffusi il 20 agosto, emergeva che la maggioranza dei membri del FOMC considerava ancora i rischi al rialzo per l'inflazione più gravi di quelli al ribasso sull'occupazione. Tuttavia, dopo i deboli dati sul mercato del lavoro di luglio, qualcosa è cambiato: nel suo discorso al simposio di Jackson Hole del 23 agosto, il Presidente della Fed ha dichiarato che "lo scenario di base e il cambiamento nell'equilibrio dei rischi potrebbero richiedere un adeguamento della nostra stance di politica monetaria"; ha, inoltre, avvertito che il mercato del lavoro resta "un curioso tipo di equilibrio", con rischi crescenti al ribasso. Sul fronte dei prezzi, Powell ha ribadito che i dazi determineranno una "variazione una tantum del livello dei prezzi", senza effetti persistenti nell'immediato, ma ha precisato che la Fed non permetterà che tale aumento si trasformi in inflazione duratura. Gli interventi dei membri della Fed confermano una crescente spaccatura nel FOMC. I due dissenzienti alla riunione di luglio hanno semmai accentuato il loro orientamento dovish: Bowman ha indicato che il peggioramento del mercato del lavoro potrebbe giustificare fino a tre tagli nel 2025, Waller ha chiesto un allentamento immediato, definendo i dazi uno shock temporaneo. Anche Williams si è detto disponibile a ridurre i tassi per evitare un indebolimento eccessivo dell'occupazione. Più cauti gli altri membri votanti: Collins teme effetti più duraturi dei dazi pur restando aperta a un taglio a settembre; Schmid e Musalem ritengono che l'inflazione sia ancora troppo alta; Goolsbee ha sottolineato i rischi di inflazione persistente. **Confermiamo la nostra idea di un primo taglio da 25pb a settembre, seguito da un altro intervento della stessa entità a dicembre; vediamo ora due ulteriori tagli nel 2026**, sulla scia di un rallentamento più marcato del mercato del lavoro, oltre che della possibile nomina di un presidente più accomodante dopo la scadenza del mandato di Powell.
- **Fed sotto attacco, indipendenza a rischio?** Con una mossa senza precedenti, Trump ha annunciato il licenziamento della governatrice Lisa Cook per presunte irregolarità ipotecarie, invocando la clausola del "for cause" mai applicata nella storia della Fed. Cook ha rifiutato di dimettersi ed ha avviato una battaglia legale destinata a giungere fino alla Corte Suprema. Se la rimozione fosse confermata, il Presidente otterrebbe una maggioranza di 4 a 3 nel Board. Dopo le dimissioni di Adriana Kugler, Trump ha già designato Steve Miran (la sua nomina dovrà passare al vaglio della Commissione Banking del Senato e poi dell'aula in seduta plenaria, probabilmente in tempo per la riunione di settembre), che sarà in carica fino a gennaio 2026. Un' [analisi del Budget Lab di ottobre 2024](#) mostra che, in scenari di "appropriazione politica", l'inflazione risulterebbe mediamente più alta di 0,6 punti percentuali in sei anni, con effetti superiori a +2 punti negli scenari estremi, caratterizzati dal disancoraggio delle aspettative.

■ La prossima settimana:

- **Inflazione di agosto: headline in lieve riaccelerazione, core stabile; attesa una moderazione per il PPI.** Il CPI è visto in aumento di 0,3% m/m sia sull'indice headline (in accelerazione di un decimo rispetto a luglio) sia sul core (in linea con il mese precedente); su base annua, l'inflazione dovrebbe salire al 2,9% da 2,7%, con l'indice core fermo al 3,1%. Anche il PPI è previsto in crescita di 0,3% m/m su entrambe le misure (dopo il balzo a 0,9% a luglio). I dati confermerebbero un quadro di **inflazione ancora relativamente elevata, con il rischio che il balzo del PPI registrato a luglio possa trasferirsi ai prezzi al consumo nei prossimi mesi.**

- **Fiducia dei consumatori di settembre attesa in leggero recupero.** L'indice dell'Università del Michigan è visto risalire a 59,3 da 58,2 di agosto, pur restando su livelli ancora ben inferiori alla media storica. Le aspettative di inflazione sia a un anno che a 5-10 anni dovrebbero rimanere molto elevate (a 4,8% e 3,5% ad agosto, rispettivamente). Il morale delle famiglie resta fragile, compresso tra i timori inflattivi e il rallentamento dell'occupazione.

Area euro

- **Durante le scorse settimane,** il flusso di dati congiunturali ha offerto indicazioni di **rallentamento delle esportazioni** per via dell'aumento dei dazi americani, compensato però da **segnali di miglioramento della domanda domestica**, che sta verosimilmente iniziando a beneficiare dei passati tagli dei tassi di interesse; **i consumatori restano però cauti**, come segnalato dai deboli dati sulla fiducia delle famiglie e sulle vendite al dettaglio. Nel complesso, comunque, **i dati estivi non sembrano mostrare un significativo deterioramento delle prospettive né per l'attività economica né per l'inflazione.**

- Ad agosto il **PMI** composito relativo al complesso dell'area euro è rimasto sostanzialmente invariato su livelli moderatamente espansivi (51, da 50,9 di luglio). Si registra un ritorno dell'indice manifatturiero al di sopra della soglia d'invarianza per la prima volta da oltre tre anni (50,7, da 49,8), grazie alla crescita di produzione e ordini a fronte di un calo per gli ordini dall'estero. Correggono invece da 51 a 50,5 i servizi, che negli ultimi mesi si sono mossi lateralmente su livelli solo moderatamente espansivi. L'indice composito ESI della Commissione Europea è invece calato lievemente (a 95,2 da 95,7), restando comunque al di sopra della media del 2° trimestre.
- **I dati d'inflazione di agosto non hanno offerto particolari sorprese.** In area euro la crescita dei prezzi ha accelerato di un decimo al 2,1% a/a, ma l'indice al netto di alimentari freschi ed energia è rallentato a 2,3%, da un precedente 2,4%, minimo da quasi quattro anni, grazie alla decelerazione nei servizi. Lo spaccato per le principali economie (sugli indici armonizzati UE) mostra un aumento in Germania (a 2,1% a/a da 1,8%), un lieve calo in Francia (a 0,8% a/a da 0,9%) e una stabilità in Italia e Spagna (a 1,7% e 2,7% a/a, rispettivamente).
- I dati della settimana appena trascorsa hanno registrato **segnali di tenuta per il mercato del lavoro** nel mese di luglio, con un tasso di disoccupazione in calo di un decimo al 6,2% in Eurozona; dopo che i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti verso l'alto, la lettura eguaglia il minimo storico toccato a novembre dello scorso anno. In Italia il tasso di disoccupazione è calato per il secondo mese da un precedente 6,2% al 6%, portandosi al di sotto della media europea: si tratta del livello più basso da quando esistono le serie storiche mensili, quindi almeno dal 2004; come in giugno, il calo della disoccupazione è dovuto al lieve aumento degli occupati in un contesto di contrazione delle forze di lavoro, spiegata dalla crescita degli inattivi.
- **Francia: si riaccende la tensione politica.** La decisione del Primo ministro Bayrou di chiedere un voto di fiducia l'8 settembre, con un esito che sarà molto probabilmente a lui sfavorevole, è giunta a sorpresa, complicando ulteriormente il percorso di definizione e approvazione della legge di bilancio per il 2026. In caso di caduta del governo, le alternative sarebbero quelle di nomina di un nuovo Primo ministro o, meno probabilmente, di nuove elezioni. La crisi complica ulteriormente le già sfidanti prospettive per la finanza pubblica: i rischi di sforamento degli obiettivi di deficit restano limitati quest'anno, ma si aggravano per l'anno prossimo, visto che la restrizione proposta da Bayrou era assai ambiziosa e con poche chance di essere applicata integralmente. Al momento manteniamo la previsione di un calo solo modesto del disavanzo nel 2026 (appena sufficiente per rispettare le regole fiscali europee).

■ La prossima settimana:

- **La riunione della BCE dell'11/9 dovrebbe concludersi senza variazioni dei tassi ufficiali.** La probabilità implicita attribuita dai mercati a un taglio si è sostanzialmente azzerata nel corso dei mesi estivi, in risposta ai segnali di resilienza dell'economia europea e a un flusso di dichiarazioni che non ha offerto alcun indizio che nel Consiglio Direttivo vi sia un orientamento a favore di una riduzione dei tassi. **La politica monetaria continuerà a essere gestita sulla base dei dati e riunione per riunione**, senza fornire indicazioni nette sull'andamento futuro dei tassi. Anche se sono emerse sensibilità diverse riguardo al bilancio dei rischi, molti nel Consiglio sembrano ritenere un tasso sui depositi al 2% adeguato per affrontare i prossimi mesi, in attesa di vedere se le condizioni finanziarie più accomodanti, la ripresa dei redditi reali e lo stimolo fiscale previsto in Germania riusciranno a compensare gli effetti negativi delle misure protezionistiche americane. D'altronde, una parte dello stimolo monetario deve ancora trasmettersi alle condizioni di finanziamento, che attualmente si possono considerare già neutrali o marginalmente espansive. **Lo staff dovrebbe sostanzialmente confermare le proiezioni di giugno, salvo attuare una revisione al rialzo della crescita del PIL 2025** derivante da un primo semestre più forte del previsto. Nella conferenza stampa, ci attendiamo che la presidente Lagarde non escluda alcuno sviluppo, sottolineando che l'incertezza dello scenario richiederà di essere flessibili.
- I dati di **produzione industriale** di luglio potrebbero registrare un'inversione della lettura del mese precedente (piuttosto "anomala") in Germania e Francia. In **Germania** la flessione di -1,9% m/m di giugno era dovuta ad una brusca contrazione dell'output manifatturiero causata da macchinari e farmaceutica, solo in parte compensata da energia e costruzioni; i dati sul traffico di mezzi pesanti segnalano un deciso recupero a luglio, e anche l'attività edilizia dovrebbe aver continuato ad espandersi: prevediamo perciò un rimbalzo di +1,5% m/m. In **Francia** il progresso di 3,8% m/m a giugno era dovuto al volatile settore aeronautico e a temperature sopra la media che hanno trainato la produzione di energia: ci attendiamo una flessione di -2,4% m/m a luglio. In **Italia**, dopo il +0,2% m/m di giugno stimiamo una lieve correzione a luglio (-0,1% m/m).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (8 - 12 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 8/9	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.3	% 0.3
	01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T2	prel 1.0	% 1.0
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	lug	-1.9	% 1.0
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		lug	14.9	Mld € 15.4
Mar 9/9	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	lug	3.8	% -1.0
Mer 10/9	03:30	CN	CPI m/m		ago	0.4	% 0.1
	03:30	CN	PPI a/a	*	ago	-3.6	% -2.9
	03:30	CN	CPI a/a	*	ago	0.0	% -0.2
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		lug	2.3	%
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	lug	0.2	%
	14:30	USA	PPI m/m		ago	0.9	% 0.3
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ago	0.9	% 0.3
Gio 11/9	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.944 (1.940)	Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	237	x1000
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.3	% 0.3
	14:30	USA	CPI m/m	*	ago	0.2	% 0.3
	14:30	USA	CPI a/a		ago	2.7	%
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	3.1	%
Ven 12/9	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		lug	prel -1.7	%
	08:00	GER	IPCA a/a finale		ago	prel 2.1	% 2.1
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.1	% 0.1
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	ago	prel 0.1	% 0.1
	08:00	GER	CPI a/a finale		ago	prel 2.2	% 2.2
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		lug	-22.2	Mld £
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		lug	-10.8	Mld £
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	lug	0.7	%
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ago	0.3	% 0.5
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		ago	0.9	% 0.8
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ago	0.2	%
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.7	%
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		set	58.2	

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 (8 - 12 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 8/9	18:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Mar 9/9	13:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	17:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	17:15	GB	Discorso di Breeden (BoE)
Gio 11/9	14:15	EUR	** Riunione BCE (previsione ISP: depo rate invariato a 2,00%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven 12/9	10:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
	10:00	EUR	Discorso di Kocher (BCE)
	10:15	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		SPA	S&P si pronuncia sul debito sovrano della Spagna
		FRA	* Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Francia
		POR	Fitch si pronuncia sul debito sovrano del Portogallo
		IRL	DBRS si pronuncia sul debito sovrano dell'Irlanda

Note: (**) molto importante; (*) importante
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	ago	53.3			53.0
Spesa in costruzioni	lug	-0.4	%	-0.1	-0.1
Indice ISM manifatturiero	ago	48.0		49.0	48.7
Ordinativi industriali m/m	lug	-4.8	%	-1.4	-1.3
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug	-2.8	%		-2.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	lug	1.1	%		1.0
Nuovi occupati: stima ADP	ago	106 (+104)	x1000	65	54
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2	1.6	%	1.2	1.0
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T2	2.4	%	2.7	3.3
Richieste di sussidio	settim	229	x1000	230	237
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.944 (+1.954)	Mln	1.962	1.940
Bilancia commerciale	lug	-59.1 (-60.2)	Mld \$	-75.7	-78.3
Markit PMI Composito finale	ago	55.4			54.6
Markit PMI Servizi finale	ago	55.4			54.5
Indice ISM non manifatturiero composito	ago	50.1		51.0	52.0
Tasso di disoccupazione	ago	4.2	%	4.3	4.3
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ago	79 (73)	x1000	75	22
Salari orari m/m	ago	0.3	%	0.3	0.3

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	ago	50.5		50.5	50.7
EUR	Tasso di disoccupazione	lug	6.3 (6.2)	%	6.2	6.2
EUR	CPI a/a stima flash	ago	2.0	%	2.0	2.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ago	2.4	%	2.3	2.3
EUR	PMI servizi finale	ago	50.7		50.7	50.5
EUR	PMI composito finale	ago	51.1		51.1	51.0
EUR	PPI a/a	lug	0.6	%	0.1	0.2
EUR	Vendite al dettaglio m/m	lug	0.6 (0.3)	%	-0.2	-0.5
EUR	Occupazione t/t finale	T2	0.1	%		0.1
EUR	PIL t/t finale	T2	0.1	%	0.1	0.1
EUR	PIL a/a finale	T2	1.4	%	1.4	1.5
FRA	PMI manifatturiero finale	ago	49.9		49.9	50.4
FRA	PMI servizi finale	ago	49.7		49.7	49.8
GER	PMI manifatturiero finale	ago	49.9		49.9	49.8
GER	PMI servizi finale	ago	50.1		50.1	49.3
GER	Ordini all'industria m/m	lug	-0.2 (-1.0)	%	0.5	-2.9
ITA	PMI manifatturiero	ago	49.8		49.8	50.4
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	lug	6.2 (6.3)	%	6.3	6.0
ITA	PMI servizi	ago	52.3		52.0	51.5
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	1.1 (1.0)	%		1.8

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

Germania: IFO in rialzo per il sesto mese. Il miglioramento delle aspettative traina l'IFO al sesto progresso mensile consecutivo. Poco variata le valutazioni sulla situazione corrente. Le indagini offrono segnali di recupero sulla scorta di un maggior ottimismo prospettico ma, nonostante la tendenza rialzista, gli indici di fiducia restano su livelli ancora inferiori alla media storica e compatibili con ritmi di crescita solo modesti nel 2° semestre. Prevediamo una crescita del PIL allo 0,3% nel 2025 prima di un'accelerazione verso l'1% nel 2026.

Italia: fiducia in calo ad agosto (tranne che nei servizi). Le indagini di fiducia di agosto sono peggiori del previsto. Il raggiungimento di un accordo commerciale tra USA e UE in merito ai dazi non sembra aver avuto impatto sulla fiducia delle imprese industriali, mentre il morale nelle

costruzioni inizia a risentire più sensibilmente del calo di attività dovuto alla minore generosità dei bonus edilizi. La flessione della fiducia delle famiglie, assieme a quella del morale delle imprese del commercio al dettaglio, segnala che la domanda per consumi resta debole. Viceversa, conforta il recupero della fiducia delle aziende dei servizi, anche se il calo nel turismo conferma le evidenze aneddotiche circa una stagione turistica (almeno da parte dei residenti) meno brillante del previsto, per via di una domanda frenata dagli aumenti dei prezzi nel settore.

Eurozona: fiducia ESI in lieve calo ad agosto. In area euro il calo della fiducia rilevata dalla Commissione Europea riflette un lieve miglioramento del morale nell'industria e nel commercio al dettaglio a fronte di correzioni per servizi, costruzioni, e tra i consumatori. Nell'industria si segnala un peggioramento degli ordini all'export a fronte di una domanda interna in possibile stabilizzazione. Rimangono favorevoli le indicazioni sul mercato del lavoro ma i consumatori restano tiepidi. Nel complesso le indagini di agosto sono coerenti con un'economia attesa espandersi a ritmi solo modesti nel 2° semestre dell'anno.

Italia: inferiori alle attese i dati sull'inflazione ad agosto. Ad agosto, l'inflazione ha sorpreso lievemente al ribasso, rimanendo stabile all'1,7% a/a sull'IPCA e calando di un decimo all'1,6% a/a sul NIC. L'aspetto più preoccupante continua ad essere rappresentato dai rincari degli alimentari, che stanno avendo impatto sull'inflazione percepita dai consumatori e di conseguenza sulle intenzioni di spesa delle famiglie; tuttavia, dall'energia continuano ad arrivare pressioni al ribasso, e le altre componenti appaiono in linea con gli obiettivi di stabilità di prezzi. Per i prossimi mesi ci aspettiamo un'inflazione in lieve salita, principalmente sulla scia di effetti base sull'energia; tuttavia, è attesa una nuova moderazione già a partire dall'inizio del prossimo anno.

Inflazione Eurozona in aumento di un decimo al 2,1%. L'IPCA nell'area euro è salita di un decimo al 2,1% a/a, ma l'indice al netto di energetici e alimentari freschi è calato da 2,4% a 2,3%, un minimo da quasi quattro anni. Al momento, le maggiori spinte al rialzo sui prezzi continuano a venire dagli alimentari non lavorati (5,5% a/a), che pure hanno corretto nel mese, in un contesto in cui l'energia resta in territorio negativo su base annua (-1,9% a/a). La crescita annua dei servizi, al 3,1%, è ai minimi da quasi tre anni e mezzo. A settembre l'inflazione headline potrebbe salire ancora di qualche decimo (a 2,3% a/a) per via di effetti base sull'energia, salvo poi tornare nel range 2-2,1% nell'ultimo trimestre dell'anno; l'indice "core BCE" è atteso poco variato a 2,3-2,4% nei restanti mesi dell'anno. Nel 2026, a nostro avviso, entrambi gli indici dovrebbero collocarsi circa in linea con i target BCE (a 1,7% l'IPCA headline, a 1,8% il core).

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	ago			49.7
Consumi delle famiglie a/a	lug	1.3	%	2.3

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	ago	49.5	49.7	50.5
PMI servizi - Caixin	ago	52.6		53.0
Riserve in valuta estera	ago	3.3	1000Mld \$	3.3

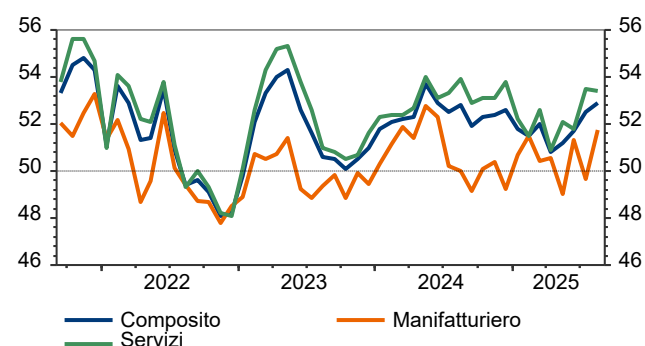
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: LSEG Datastream

Cina: PMI manifatturiero S&Ps e PMI NBS agosto 2025. Gli indici PMI hanno evidenziato che l'attività del settore manifatturiero, nonostante il miglioramento sostenuto dalla domanda domestica, rimane ancora fiacca. Le rilevazioni del NBS segnalano, inoltre, che l'attività economica rimane supportata dal settore dei servizi che ha compensato un deterioramento in quello delle costruzioni.

Cina: PMI servizi RatingDog - agosto 2025. Gli indici PMI dei servizi sono saliti oltre le attese in agosto, segnalando che il settore ha ripreso slancio nel corso del 3° trimestre, con un ritmo di espansione salito ai massimi da inizio anno. Gli indici PMI compositi evidenziano che il miglioramento dell'attività economica rimane trainato dal settore dei servizi che per ora compensa la debolezza del settore manifatturiero e il deterioramento di quello delle costruzioni.

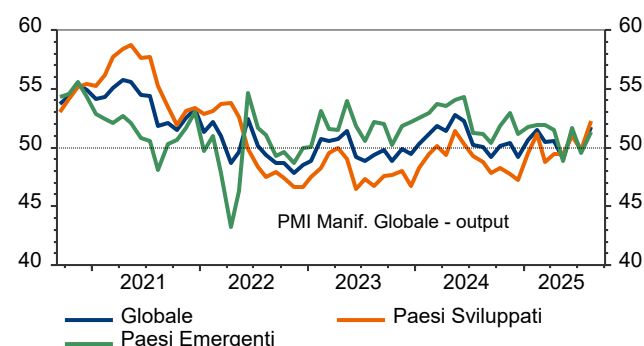
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



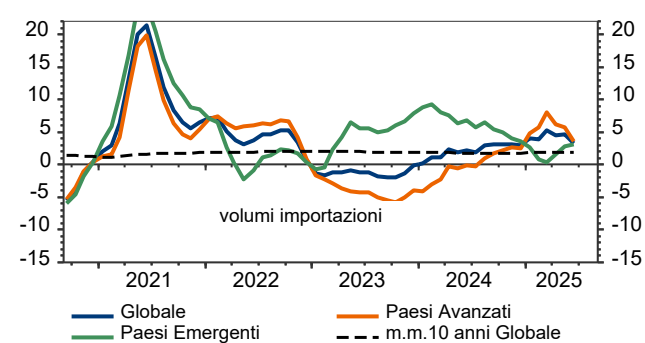
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



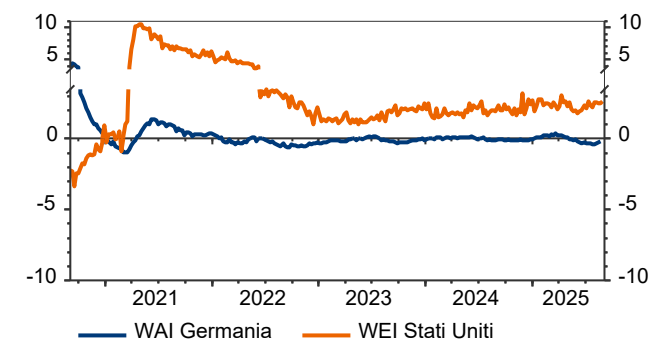
Fonte: S&P Global

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



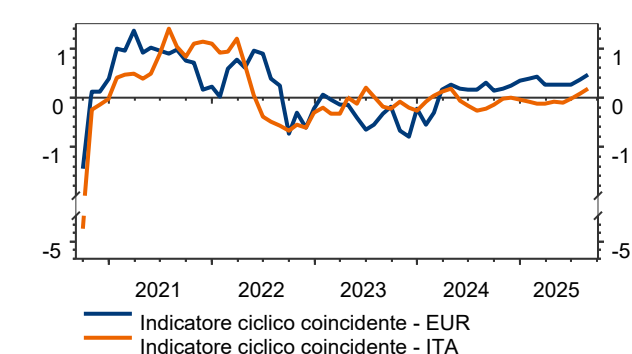
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



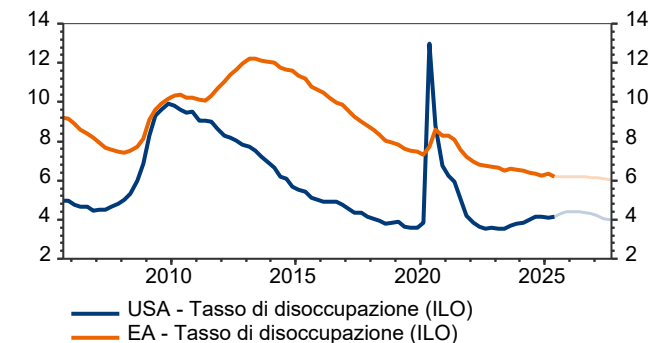
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

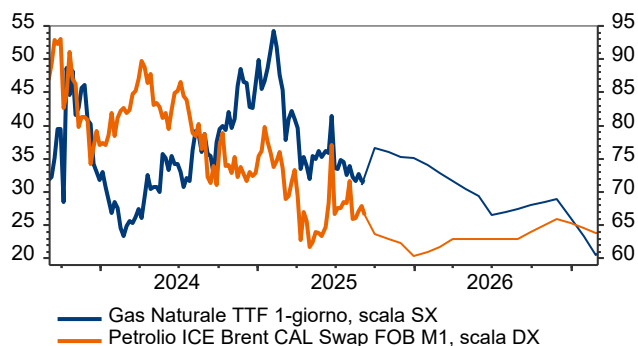
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

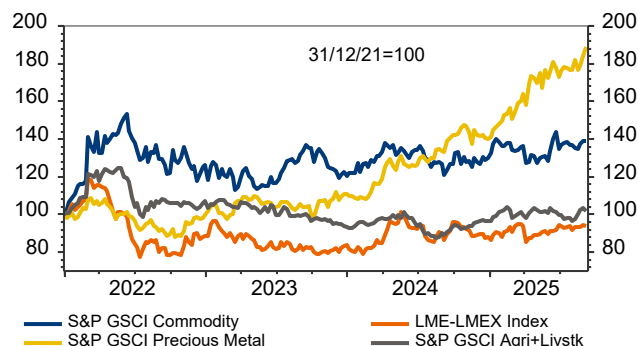
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



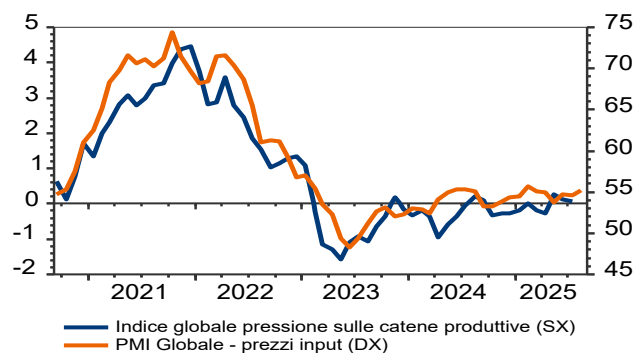
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



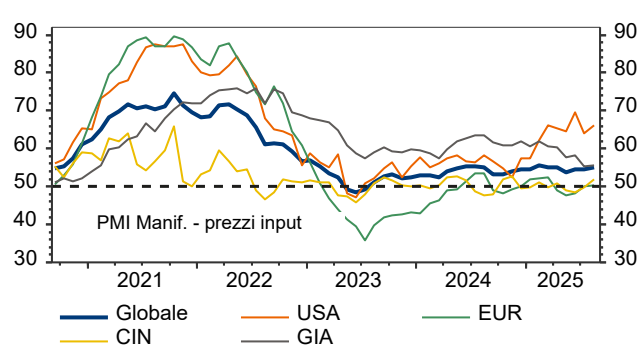
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



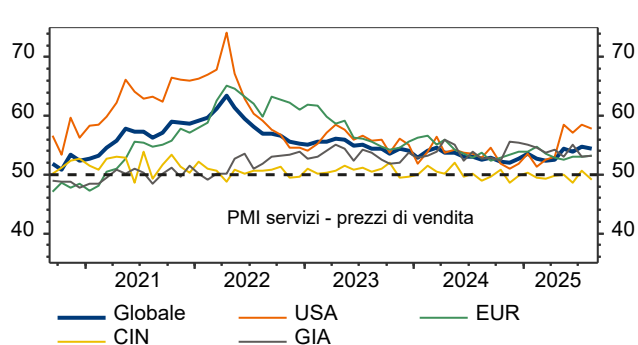
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



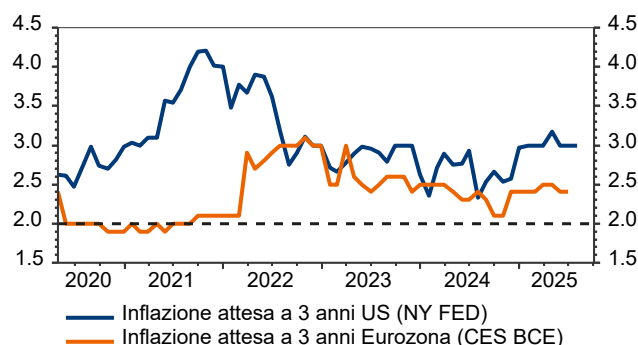
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

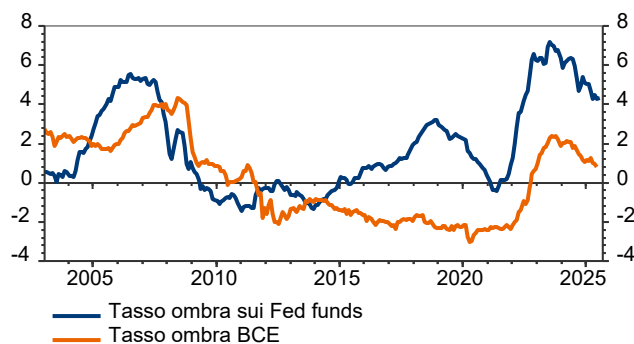
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

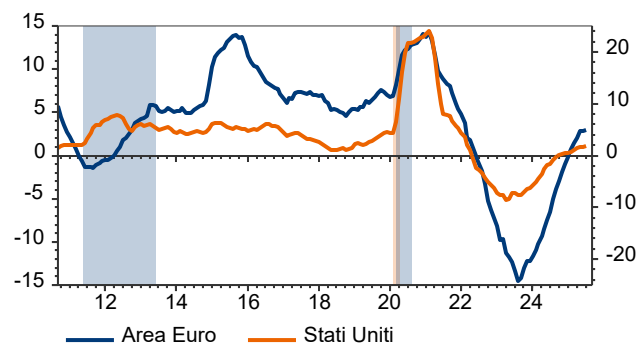
Condizioni Finanziarie

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



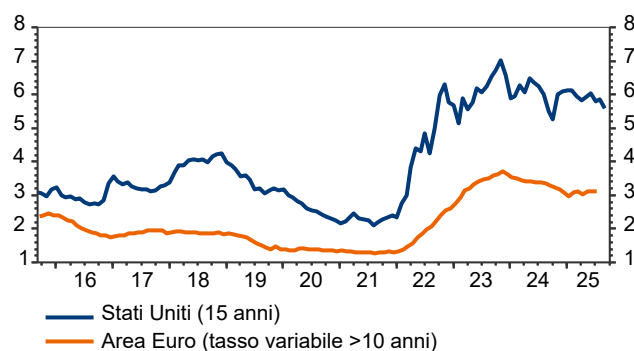
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



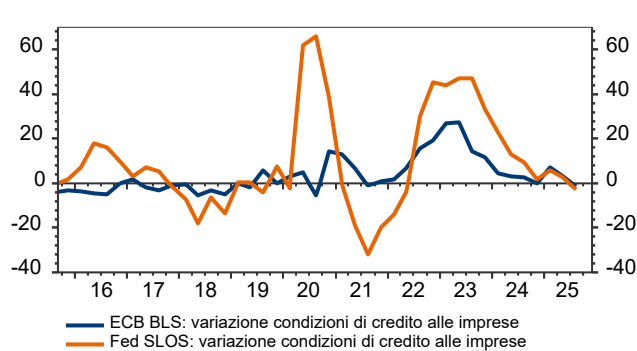
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



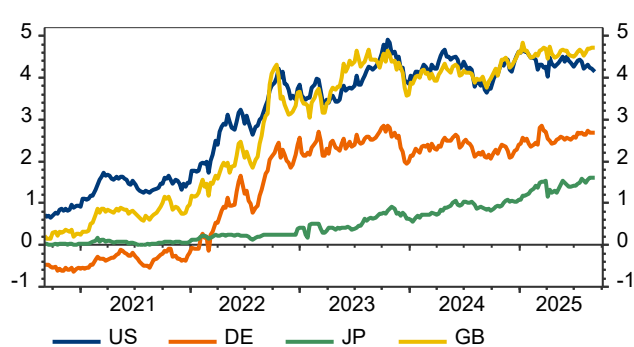
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



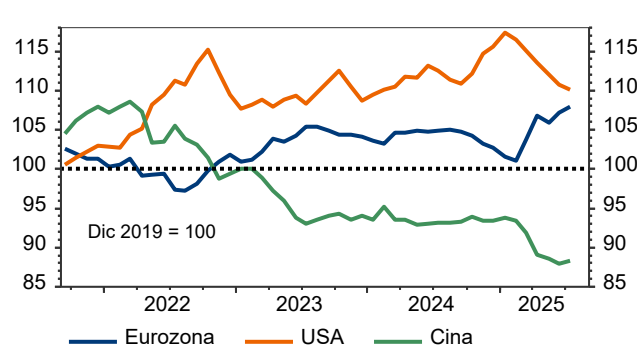
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

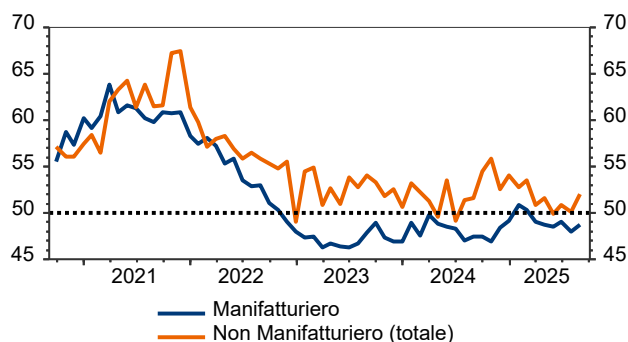
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

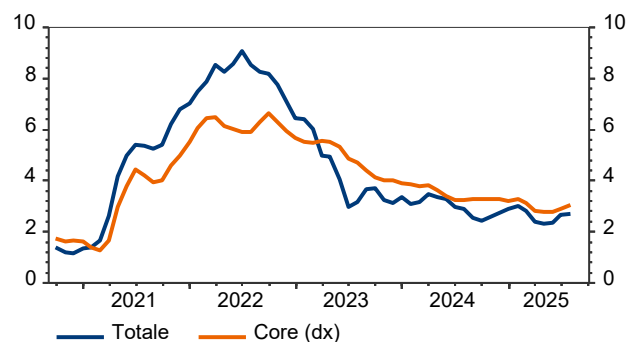
Stati Uniti

Indagini ISM



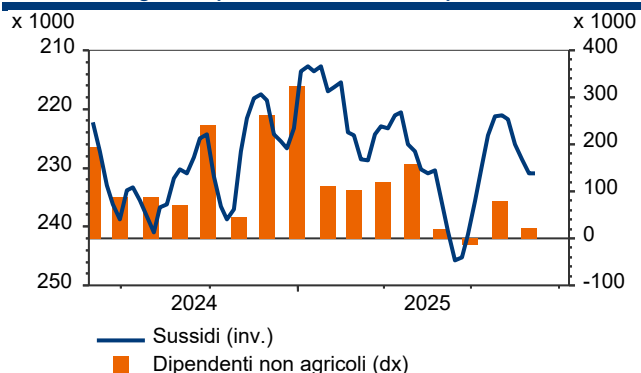
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



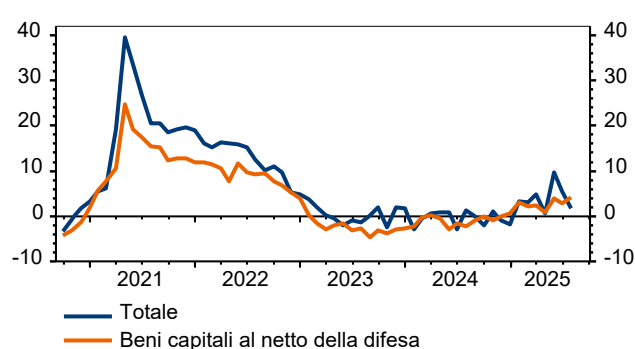
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

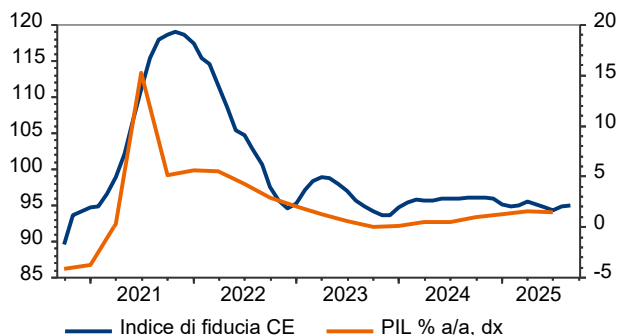
Previsioni

	2024	2025	2026	2024		2025				2026	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.7	1.6	2.7	2.5	2.0	2.1	1.6	1.2	1.7	1.4
- trim./trim. annualizzato				3.1	2.5	-0.5	3.3	1.0	1.1	1.3	2.0
Consumi privati	2.8	2.0	1.2	3.7	4.0	0.5	1.6	1.3	1.1	0.9	1.1
IFL - privati non residenziali	3.6	4.3	4.0	4.0	-2.9	10.3	5.7	2.2	3.7	3.0	5.2
IFL - privati residenziali	4.2	-0.8	1.9	-4.3	5.5	-1.3	-4.7	0.2	1.5	3.0	4.0
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.3	0.9	5.1	3.1	-0.6	-0.2	0.6	0.9	0.8	1.2
Esportazioni	3.3	0.8	3.6	9.6	-0.2	0.4	-1.3	-1.9	0.5	6.4	6.2
Importazioni	5.3	2.5	0.7	10.7	-1.9	38.0	-29.8	-3.0	0.5	5.4	5.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.8	2.6	-3.3	-0.4	-0.4	0.1	0.2
Partite correnti (% PIL)	-4.1	-4.0	-2.9								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-6.7	-7.4								
Debito pubblico (% PIL)	138.2	139.2	141.2								
CPI (a/a)	2.9	2.9	2.8	2.6	2.7	2.7	2.4	2.9	3.3	2.9	2.9
Produzione industriale	-0.3	1.1	1.4	-0.1	-0.3	1.0	0.4	0.1	-0.5	0.4	0.9
Disoccupazione (%)	4.0	4.3	4.4	4.2	4.1	4.1	4.2	4.4	4.5	4.4	4.4

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

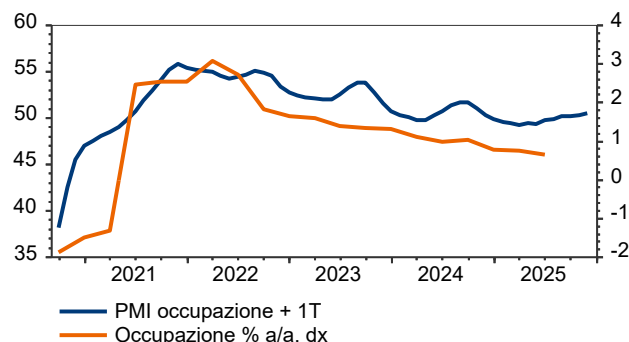
Area euro

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-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	129.1	125.8	122.5	128.5	2.0	2.4	2.3	2.0
ago-25	129.3	126.2	122.8	128.6	2.1	2.3	2.3	1.9
set-25	129.5	126.3	123.0	128.8	2.3	2.4	2.4	2.1
ott-25	129.7	126.5	123.2	128.9	2.1	2.3	2.3	1.9
nov-25	129.2	126.0	122.7	128.5	2.0	2.4	2.4	1.9
dic-25	129.6	126.5	123.1	128.8	2.0	2.4	2.3	1.8
Media	128.7	125.4	122.0	128.1	2.1	2.4	2.4	2.0

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-26	128.9	125.3	121.7	128.1	1.7	2.2	2.1	1.6
feb-26	129.4	125.9	122.4	128.7	1.7	2.1	2.1	1.6
mar-26	130.1	126.7	123.4	129.4	1.6	1.9	2.0	1.5
apr-26	131.0	127.7	124.5	130.2	1.7	1.8	1.9	1.6
mag-26	131.1	127.8	124.7	130.3	1.9	1.9	2.0	1.8
giu-26	131.3	128.2	125.1	130.6	1.7	1.8	2.0	1.7
lug-26	131.1	128.0	124.9	130.4	1.6	1.8	2.0	1.5
ago-26	131.4	128.3	125.2	130.6	1.6	1.7	2.0	1.5
set-26	131.5	128.5	125.4	130.7	1.6	1.7	2.0	1.5
ott-26	131.7	128.7	125.6	130.9	1.6	1.7	1.9	1.5
nov-26	131.3	128.2	125.1	130.5	1.7	1.7	2.0	1.6
dic-26	131.7	128.6	125.5	130.8	1.7	1.7	2.0	1.6
Media	130.9	127.7	124.5	130.1	1.7	1.8	2.0	1.6

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia;
l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi.
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

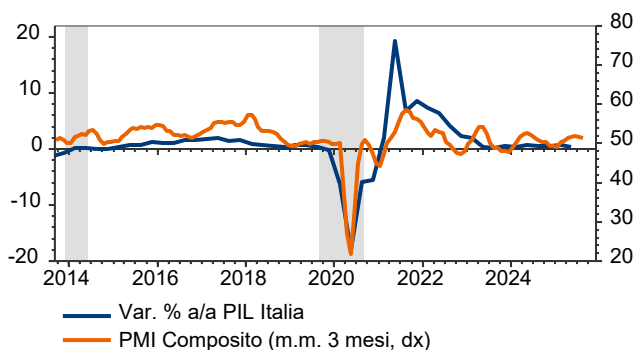
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.2	0.9	0.9	1.3	1.6	1.5	1.1	0.8	0.5	0.7	0.7
- t/t				0.4	0.4	0.6	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	1.2	1.3	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	-2.1	2.4	2.1	1.6	0.6	2.7	-1.8	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.3	1.5	1.3	0.7	0.5	-0.1	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	0.4	0.9	0.1	-1.4	0.1	2.2	-0.5	-1.0	-0.4	0.2	0.2	0.2
Importazioni	-0.4	3.0	2.5	0.3	-0.1	2.2	-0.0	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.7	0.6	0.5	-0.1	-0.2	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4									
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6									
Debito pubblico (% PIL)	87.4	88.6	89.0									
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.1	1.7	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1	2.0	1.7	1.8	1.8
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.3	1.1	-1.7	-1.5	1.5	1.2	1.4	1.3	-0.3	0.8	0.8
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.3	6.3	6.3
Euribor 3 mesi	3.6	2.1	1.8	3.6	3.0	2.6	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8

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

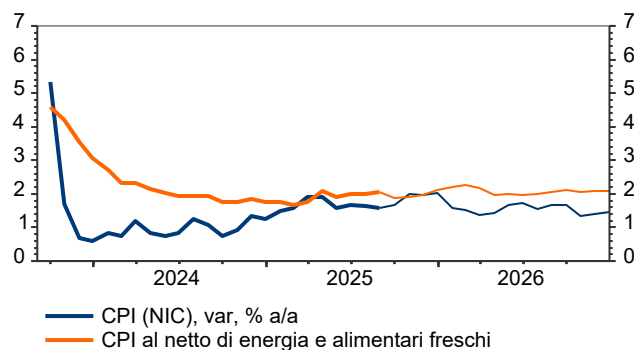
Italia

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-25	122.4	121.9	120.9	120.9	1.7	1.5	1.4	1.3
feb-25	122.5	122.1	121.2	121.1	1.7	1.6	1.6	1.5
mar-25	124.4	122.5	121.5	121.4	2.1	1.9	1.8	1.7
apr-25	124.9	122.6	121.4	121.3	2.0	1.9	1.8	1.7
mag-25	124.8	122.5	121.2	121.2	1.7	1.6	1.4	1.4
giu-25	125.1	122.7	121.4	121.3	1.8	1.7	1.6	1.5
lug-25	123.9	123.2	121.8	121.8	1.7	1.7	1.5	1.5
ago-25	123.7	123.3	121.9	121.9	1.7	1.6	1.5	1.5
set-25	125.3	123.2	121.9	121.9	1.8	1.7	1.6	1.6
ott-25	126.1	123.6	122.2	122.2	2.2	2.0	1.8	1.7
nov-25	125.9	123.5	122.1	122.1	2.1	2.0	1.8	1.7
dic-25	126.1	123.6	122.3	122.3	2.2	2.0	1.7	1.7
Media	124.6	122.9	121.7	121.6	1.9	1.7	1.6	1.6

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-26	124.5	123.8	122.5	122.5	1.7	1.6	1.3	1.3
feb-26	124.6	124.0	122.7	122.7	1.7	1.5	1.2	1.3
mar-26	126.3	124.2	122.9	122.9	1.5	1.4	1.2	1.2
apr-26	126.9	124.3	122.9	122.9	1.6	1.4	1.2	1.3
mag-26	127.1	124.6	123.0	123.0	1.8	1.7	1.5	1.5
giu-26	127.5	124.8	123.2	123.2	1.9	1.7	1.5	1.6
lug-26	126.0	125.1	123.5	123.5	1.7	1.5	1.4	1.4
ago-26	126.0	125.4	123.7	123.7	1.8	1.7	1.5	1.5
set-26	127.6	125.3	123.7	123.7	1.8	1.7	1.5	1.5
ott-26	127.9	125.3	123.7	123.7	1.5	1.3	1.2	1.2
nov-26	127.9	125.2	123.8	123.8	1.6	1.4	1.4	1.4
dic-26	128.1	125.5	124.1	124.1	1.6	1.5	1.5	1.5
Media	126.7	124.8	123.3	123.3	1.7	1.5	1.4	1.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	0.8	0.5	0.6	0.7	0.4	0.5	0.5
- t/t	0.0	0.2	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Consumi privati	0.4	0.6	0.8	0.3	0.2	0.2	-0.0	0.2	0.2
Investimenti fissi	0.0	2.3	0.9	-1.3	1.7	1.1	1.0	-0.2	0.1
Consumi pubblici	1.1	0.4	0.5	0.4	0.2	-0.3	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	-0.3	0.3	0.3	-0.4	-0.2	2.1	-1.7	0.5	0.0
Importazioni	-1.5	2.6	2.0	0.9	-0.2	1.3	0.4	0.7	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.3	0.5	0.4	-0.3	-0.3	0.4	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8						
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-3.0	-2.8						
Debito pubblico (% PIL)	135.3	137.0	138.5						
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	1.9	1.7	1.2	1.3	1.8	1.8	1.8	2.2
Produzione industriale (a/a)	-3.9	-0.6	0.3	-4.5	-4.3	-1.8	-0.7	-0.1	0.1
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.3	6.5	6.3	6.2	6.2	6.3	6.3	6.4
Tasso a 10 anni (%)	3.7	3.6	3.9	3.7	3.5	3.7	3.6	3.5	3.6

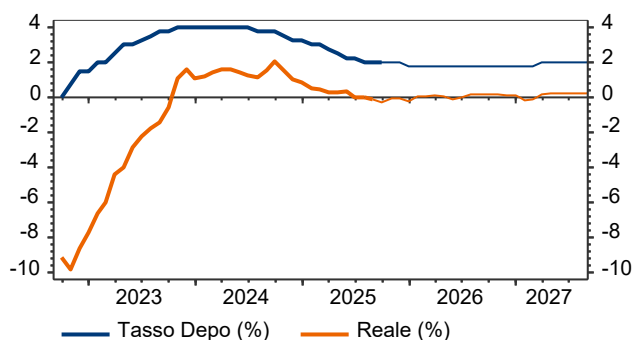
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	4/9	set	dic	mar	giu
Deposit rate	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	2.85	2.36	1.93	1.88	1.89	1.84	1.69	1.68
Euribor 3m	2.71	2.34	1.94	2.05	1.99	1.87	1.79	1.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

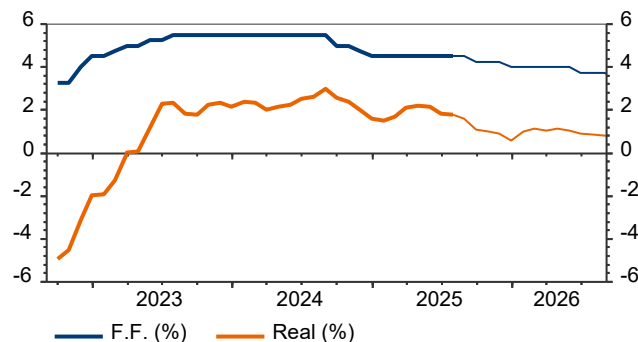


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	4/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75
OIS 3m	4.32	4.30	4.28	4.07	4.09	3.93	3.93	3.76

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

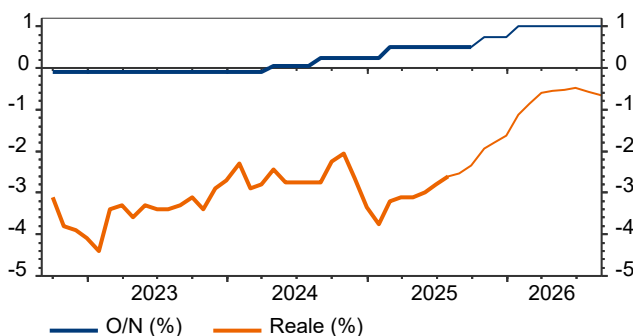


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	4/9	set	dic	mar	giu
O/N target	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00
OIS 3m	0.32	0.53	0.48	0.52	0.55	0.90	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

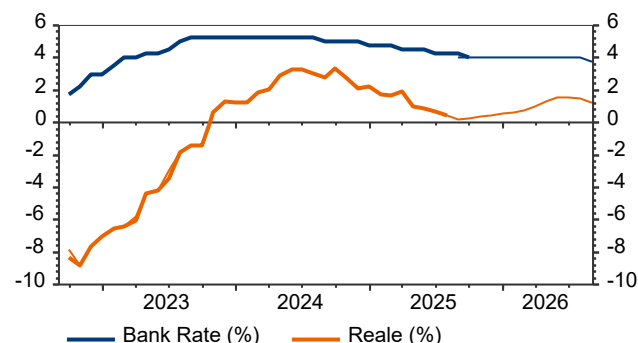


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	4/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	4.62	4.36	4.10	3.97	3.95	3.90	3.90	3.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	5/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.11	1.07	1.14	1.15	1.1682	1.17	1.18	1.20	1.20	1.19
USD/JPY	148	144	149	143	147	148.21	146	143	140	138	136
GBP/USD	1.26	1.32	1.29	1.36	1.33	1.3474	1.35	1.36	1.36	1.37	1.38
EUR/CHF	0.95	0.94	0.95	0.94	0.93	0.9387	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	158	159	160	164	170	173.17	171	169	168	166	162
EUR/GBP	0.86	0.84	0.84	0.84	0.87	0.8670	0.87	0.87	0.89	0.88	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG 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 Protetico 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 LSEG 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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com