

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

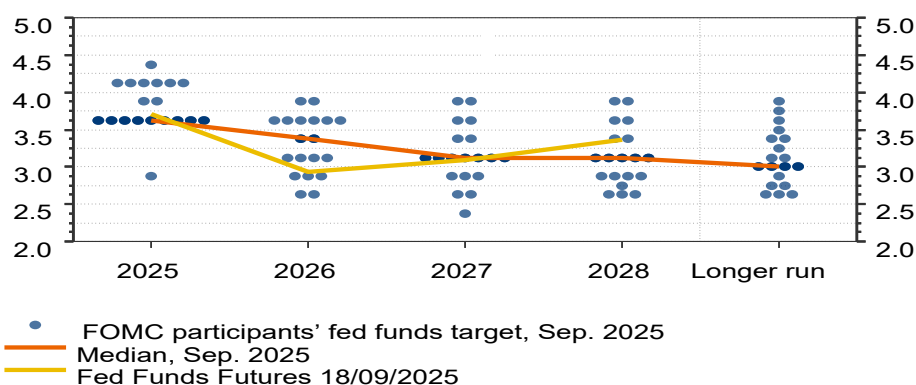
La Federal Reserve ha tagliato i tassi di 25 punti base come atteso, e le nuove proiezioni dei membri del FOMC incorporano due ulteriori tagli entro fine anno: tale sentiero però, a nostro avviso, è tutt'altro che scontato, vista la revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione (e al ribasso sulla disoccupazione), e data l'ampia dispersione delle opinioni all'interno del Comitato. Nell'Eurozona, la settimana prossima entra nel vivo la tornata di indagini congiunturali di settembre, che dovrebbe offrire indicazioni di moderato miglioramento.

#### Stati Uniti

##### ■ Questa settimana:

- **FOMC: taglio da 25pb come previsto, il sentiero futuro è più accomodante.** Il FOMC del 16-17 settembre si è concluso con un taglio di 25pb (il primo da dicembre 2024), come atteso. La decisione non è stata unanime: il neoeletto Miran ha votato per una riduzione più marcata, da 50pb. Le nuove *Summary of Economic Projections* sono in parte sorprendenti, perché mostrano revisioni al rialzo su crescita e inflazione, e al ribasso sulla disoccupazione. Il FOMC appare diviso, ma con una prevalenza delle preoccupazioni per il rallentamento del mercato del lavoro. L'inflazione resta sopra il target, ma i rischi di persistenza legati ai dazi sembrano ora contare meno, nelle decisioni del FOMC, rispetto a quelli sull'occupazione. A nostro avviso, un taglio da 25pb in ciascuna delle due riunioni rimanenti da qui a fine anno (ottobre e dicembre) è possibile ma tutt'altro che scontato: per il momento, manteniamo la nostra idea di un target sui fed funds a 3,75-4% a fine anno, anche se sono nettamente aumentati i rischi al ribasso su tale stima. Per il 2026, manteniamo l'idea di due ulteriori riduzioni dei tassi (una in più rispetto a quanto implicito nella mediana delle proiezioni dei membri del FOMC).
- I dati sul ciclo economico diffusi nell'ultima settimana mostrano che **i consumi per ora tengono ma potrebbero indebolirsi nei prossimi mesi sulla scia del calo della fiducia**, in un contesto in cui **l'attività industriale è quasi stagnante** e **la debolezza del mercato immobiliare si va esacerbando**:
- **Fiducia dei consumatori di settembre secondo la rilevazione dell'Università del Michigan in calo** da 58,2 a 55,4, ben sotto le attese e ai minimi da maggio. La flessione è dovuta alle aspettative; si nota un calo delle valutazioni sulle finanze personali, particolarmente per le famiglie a reddito medio-basso; circa il 60% degli

**Le proiezioni sui tassi dei membri del FOMC mostrano ampia dispersione già nel breve termine, con due outlier sul livello dei tassi attesi entro fine anno**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Federal Reserve, LSEG Datastream

19 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

intervistati cita i dazi come fonte di preoccupazione. **Le aspettative d'inflazione** sono rimaste al 4,8% sull'orizzonte a 1 anno ma **sono salite a sorpresa per il secondo mese sull'orizzonte a 5-10 anni, a 3,9%** da 3,5% di agosto (sia pur ancora sotto il picco di 4,4% toccato ad aprile).

- **Vendite al dettaglio forti ad agosto.** Le vendite sono aumentate dello 0,6% m/m ad agosto, in linea con il mese precedente, e gli indici "core" hanno fatto segnare una crescita anche maggiore (0,7% m/m sia al netto delle auto che al netto di auto e carburanti che sulla base dell'aggregato "control group").
- **Produzione industriale poco più che stagnante ad agosto (0,1% m/m) dopo il calo di luglio (-0,4% m/m).** Il grado di utilizzo degli impianti è rimasto invariato al 77,4%, sopra il minimo toccato lo scorso novembre (a 76,8%) ma ancora ben sotto la media di lungo periodo (80%).
- **Indagini regionali di settembre: segnali contrastanti.** Sul fronte delle indagini di fiducia delle imprese, si registra da un lato l'ampio calo dell'indice Empire Manufacturing della Fed di New York (da +11,9 a -8,7, con il sotto-indice sull'occupazione che cala in territorio negativo dopo tre di espansione, e un solo parziale allentamento delle pressioni sui prezzi pagati, che, a 46,1, restano molto elevate), dall'altro il **rimbalzo a sorpresa del Philly Fed**, da -0,3 a +23,2, un massimo da gennaio; in questo caso le intenzioni di assunzione restano in positivo, e le indicazioni sui prezzi pagati rallentano pur rimanendo elevate (a 46,8 da 66,8).
- **Indicazioni assai deboli dal mercato immobiliare.** Ad agosto, le aperture di nuovi cantieri sono diminuite assai più del previsto, di -8,5% m/m dopo il +3,4% di luglio (rivisto al ribasso da +5,2%). Sono calati a sorpresa, per il quinto mese consecutivo, anche i permessi edilizi (-3,7% m/m dopo il -2,2% di luglio).

■ La prossima settimana:

- **Redditi e spesa personale attesi ancora forti ad agosto, deflatori su ritmi ancora sostenuti.** Il reddito personale è visto in crescita di 0,3% m/m dopo lo 0,4% di luglio, e la spesa è vista in rialzo di 0,5% m/m, in linea con il dato precedente. Il deflatore PCE è atteso in accelerazione a 0,3% m/m (da 0,2% di luglio), portando il tasso annuo al 2,7% (da 2,6% precedente); il deflatore core è visto in aumento di 0,2% m/m (da 0,3% a luglio), con un tendenziale stabile al 2,9% a/a.
- **Ordini di beni durevoli attesi in calo ad agosto**, sia sull'indice generale (-0,5% m/m dopo il -2,8% di luglio), sia **al netto dei trasporti**: in questo caso, **la correzione sarebbe solo parziale (-0,2% m/m) dopo l'aumento registrato nei tre mesi precedenti** (+1% m/m a luglio). Pertanto, a meno di forti sorprese negative, il dato non dovrebbe mostrare una particolare debolezza.
- In uscita anche i dati di agosto sulle **vendite di case** (è atteso un recupero per le nuove abitazioni, di +0,5% m/m da -0,6%, mentre per le case esistenti è attesa una parziale correzione di -0,8% m/m dopo il +2% di luglio) e sulla **bilancia commerciale** (è attesa una lieve riduzione del disavanzo a 95,6 miliardi di dollari, dai 103,6 di luglio).

Area euro

- **Questa settimana**, i dati ciclici non hanno apportato particolari novità allo scenario prospettico, che resta caratterizzato da una crescita moderata senza spunti né di vistoso rallentamento né di marcata accelerazione:
  - **Prime indagini di fiducia di settembre poco variate.** In Germania l'indice **ZEW** ha registrato un miglioramento delle aspettative da 34,7 a 37,4, a fronte di un calo, per il secondo mese, della valutazione sulla situazione corrente, a -76,4 da -68,6; gli analisti finanziari intervistati restano cauti sulle prospettive di breve termine per l'economia tedesca, ma continuano a puntare su una ripartenza del ciclo dall'anno prossimo sulla spinta dello stimolo fiscale. In Francia l'indice composito **INSEE** è rimasto invariato a 96 (al

di sotto della media storica da oltre un anno); la stabilità riflette un calo della fiducia nel manifatturiero e nel commercio al dettaglio a fronte di progressi per servizi e costruzioni; si nota anche un peggioramento per il terzo mese di fila dell'indice relativo all'occupazione, ai minimi dal 2021.

- **Rimbalzo parziale per la produzione industriale area euro a luglio** (0,3% m/m, dopo che la contrazione del mese precedente è stata ridimensionata a -0,6% da -1,3% m/m); su base annua, la crescita si è rafforzata a 1,8% a/a da 0,7% di giugno; dopo la contrazione vista in primavera, ci aspettiamo che l'attività industriale possa risultare poco più che stagnante nel trimestre estivo. **Anche la produzione nelle costruzioni ha visto un parziale recupero** a luglio (0,5% m/m) dopo la flessione di giugno (-0,7% m/m).
- I dati sul commercio estero di luglio hanno mostrato una flessione delle importazioni dai Paesi extra-UE (-0,8% m/m) a fronte di una sostanziale stabilità delle esportazioni (-0,1% m/m). L'indicazione più importante è che **le vendite negli Stati Uniti mostrano una lieve risalita** di +0,5% m/m, dopo le contrazioni registrate nei tre mesi precedenti (la variazione annua resta comunque in negativo a -4,4%).
- La **prossima settimana** si completerà la tornata di indagini congiunturali di settembre, con indicazioni che dovrebbero risultare in media in (moderato) miglioramento:
  - **PMI flash attesi in miglioramento.** Il PMI manifatturiero dovrebbe migliorare per il settimo mese consecutivo, da 50,7 a 51,2 (negli ultimi mesi le componenti più anticipatorie hanno registrato segnali di stabilizzazione per la domanda interna, che sembra essere in grado di compensare il minor vigore degli ordini dall'estero). Il PMI servizi è visto tornare a salire dopo il calo del mese precedente, da 50,5 a 50,9. Di conseguenza, l'indice composito è atteso crescere da 51 a 51,5, un livello compatibile con un tasso di crescita ancora moderato del PIL nel trimestre in corso (dell'ordine di 0-0,1% t/t).
  - **L'IFO tedesco dovrebbe proseguire nel percorso di graduale risalita** in corso da ormai sei mesi, portandosi a 89,2 da 89 del mese precedente. Ci attendiamo un miglioramento delle aspettative (a 92 da 91,6) a fronte di valutazioni sulla situazione corrente poco variare (86,5 da 86,4).
  - **In Italia le indagini dell'Istat potrebbero mostrare un recupero della fiducia sia delle famiglie** (a 97 dopo il calo a sorpresa a 96,2 il mese precedente) **che delle imprese** industriali (a 87,7 da 87,4 ad agosto). Anche l'indice composito IESI di morale delle aziende dovrebbe migliorare, stimiamo a 93,9 dopo la stabilità a 93,6 il mese scorso.
  - **L'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea di settembre potrebbe calare per il secondo mese di fila**, a -15,7 da -15,5, restando ancora al di sotto della media di lungo periodo (-10,6). L'analogo indice GfK per la Germania è in calo da ormai tre mesi, e il morale dei nuclei famigliari francesi potrebbe risentire dell'instabilità politica.
  - **I dati sugli aggregati monetari di agosto dovrebbero registrare un rallentamento della crescita di M3** al 3,2% a/a da un precedente 3,4%. I dati sui prestiti dovrebbero però continuare a riportare segnali di recupero dei flussi creditizi a famiglie e imprese, attesi proseguire anche nei prossimi mesi.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (22 – 26 settembre)

| Data     | Ora   | Paese | Dato                                     | *  | Periodo | Precedente    | Consenso     |
|----------|-------|-------|------------------------------------------|----|---------|---------------|--------------|
| Lun 22/9 | 03:00 | CN    | Tasso prime rate a 5 anni                | *  | set     | 3.5           | %            |
|          | 03:00 | CN    | Tasso prime rate a 1 anno                | *  | set     | 3.0           | %            |
|          | 16:00 | EUR   | Fiducia consumatori flash                | *  | set     | -15.5         | -15.2        |
| Mar 23/9 | 05:30 | OLA   | PIL t/t finale                           | *  | T2      | prel 0.1      | %            |
|          | 09:15 | FRA   | PMI servizi prelim                       | *  | set     | 49.8          |              |
|          | 09:15 | FRA   | PMI manifatturiero prelim                | *  | set     | 50.4          |              |
|          | 09:30 | GER   | PMI servizi prelim                       | *  | set     | 49.3          | 49.5         |
|          | 09:30 | GER   | PMI manifatturiero prelim                | *  | set     | 49.8          | 50.0         |
|          | 10:00 | EUR   | PMI servizi prelim                       | ** | set     | 50.5          | 50.5         |
|          | 10:00 | EUR   | PMI manifatturiero prelim                | ** | set     | 50.7          | 51.0         |
|          | 10:00 | EUR   | PMI composito prelim                     | ** | set     | 51.0          | 51.2         |
|          | 10:30 | GB    | PMI servizi prelim                       | *  | set     | 54.2          | 53.9         |
|          | 10:30 | GB    | PMI manifatturiero prelim                | *  | set     | 47.0          | 46.9         |
|          | 14:30 | USA   | Saldo partite correnti                   | *  | T2      | -450.2        | Mld \$       |
|          | 15:45 | USA   | Markit PMI Manif. prelim.                | *  | set     | 53.0          |              |
|          | 15:45 | USA   | Markit PMI Servizi prelim.               | *  | set     | 54.5          |              |
|          | 15:45 | USA   | Markit PMI Composito prelim.             |    | set     | 54.6          |              |
| Mer 24/9 | 02:30 | GIA   | PMI manifatturiero prelim                |    | set     | 49.7          |              |
|          | 10:00 | GER   | IFO (attese)                             |    | set     | 91.6          | 92.0         |
|          | 10:00 | GER   | IFO (sit. corrente)                      |    | set     | 86.4          | 86.5         |
|          | 10:00 | GER   | IFO                                      | ** | set     | 89.0          |              |
|          | 15:00 | BEL   | Indice ciclico BNB                       |    | set     | -8.9          |              |
|          | 16:00 | USA   | Vendite di nuove case (mln ann.)         | *  | ago     | 0.652         | Mln 0.653    |
| Gio 25/9 | 08:00 | GER   | Fiducia consumatori                      |    | ott     | -23.6         | -23.0        |
|          | 08:45 | FRA   | Fiducia consumatori                      |    | set     | 87            |              |
|          | 10:00 | EUR   | M3 dest. a/a                             | *  | ago     | 3.4           | % 3.4        |
|          | 14:30 | USA   | Sussidi di disoccupazione esistenti      | *  | settim  | 1.927 (1.920) | Mln          |
|          | 14:30 | USA   | Richieste di sussidio                    | *  | settim  | 264 (231)     | x1000        |
|          | 14:30 | USA   | PIL, deflatore t/t ann. finale           |    | T2      | prel 2.0      | %            |
|          | 14:30 | USA   | Deflatore consumi core t/t finale        |    | T2      | prel 2.5      | %            |
|          | 14:30 | USA   | PIL t/t ann. finale                      |    | T2      | prel 3.3      | % 3.3        |
|          | 14:30 | USA   | Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim | *  | ago     | 1.1           | % 0.1        |
|          | 14:30 | USA   | Ordinativi, beni durevoli m/m prelim     | *  | ago     | -2.8          | % -0.5       |
|          | 14:30 | USA   | Bilancia commerciale dei beni prelim     |    | ago     | -103.6        | Mld \$ -94.7 |
|          | 16:00 | USA   | Vendite di case esistenti (mln ann.)     |    | ago     | 4.01          | Mln 3.98     |
| Ven 26/9 | 09:00 | SPA   | PIL t/t finale                           | *  | T2      | prel 0.7      | %            |
|          | 10:00 | ITA   | Fiducia consumatori                      |    | set     | 96.2          |              |
|          | 10:00 | ITA   | Fiducia delle imprese manif.             | ** | set     | 87.4          |              |
|          | 14:30 | USA   | Deflatore consumi (core) m/m             | *  | ago     | 0.3           | %            |
|          | 14:30 | USA   | Deflatore consumi a/a                    | *  | ago     | 2.6           | %            |
|          | 14:30 | USA   | Spesa per consumi (nominale) m/m         | *  | ago     | 0.5           | % 0.4        |
|          | 14:30 | USA   | Deflatore consumi (core) a/a             | *  | ago     | 2.9           | %            |
|          | 14:30 | USA   | Redditi delle famiglie m/m               |    | ago     | 0.4           | % 0.3        |
|          | 16:00 | USA   | Fiducia famiglie (Michigan) finale       |    | set     | prel 55.4     |              |

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 (22 – 26 settembre)**

| <b>Data</b> | <b>Ora</b> | <b>Paese</b> | <b>* Evento</b>                                        |
|-------------|------------|--------------|--------------------------------------------------------|
| Lun 22/9    | 14:30      | GB           | Discorso di Pill (BoE)                                 |
|             | 15:45      | EUR          | Discorso di Lane (BCE)                                 |
|             | 15:45      | USA          | Discorso di Williams (Fed)                             |
|             | 16:00      | USA          | Discorso di Musalem (Fed)                              |
|             | 18:00      | USA          | Discorso di Hammack (Fed)                              |
|             | 18:00      | USA          | Discorso di Barkin (Fed)                               |
|             | 18:00      | EUR          | Discorso di Nagel (BCE)                                |
|             | 18:00      | USA          | Discorso di Miran (Fed)                                |
|             | 20:00      | GB           | * Discorso di Bailey (BoE)                             |
| Mar 23/9    | 10:00      | EUR          | Discorso di Muller (BCE)                               |
|             | 11:00      | GB           | Discorso di Pill (BoE)                                 |
|             | 15:00      | USA          | Discorso di Bowman (Fed)                               |
|             | 15:40      | EUR          | Discorso di Kocher (BCE)                               |
|             | 16:00      | USA          | Discorso di Bostic (Fed)                               |
|             | 16:25      | EUR          | Discorso di Cipollone (BCE)                            |
| Mer 24/9    | 18:35      | USA          | * Discorso di Powell (Fed)                             |
|             | 18:30      | GB           | Discorso di Greene (BoE)                               |
|             | 22:10      | USA          | Discorso di Daly (Fed)                                 |
| Gio 25/9    | 10:00      | EUR          | * La BCE pubblica il Bollettino Economico              |
|             | 14:20      | USA          | Discorso di Goolsbee (Fed)                             |
|             | 15:00      | USA          | Discorso di Williams (Fed)                             |
|             | 16:00      | USA          | Discorso di Bowman (Fed)                               |
|             | 19:00      | USA          | Discorso di Barr (Fed)                                 |
|             | 19:40      | USA          | Discorso di Logan (Fed)                                |
| Ven 26/9    | 21:30      | USA          | Discorso di Daly (Fed)                                 |
|             | 15:00      | USA          | Discorso di Barkin (Fed)                               |
|             | 19:00      | USA          | Discorso di Bowman (Fed)                               |
|             | --         | SPA          | * Moody's si pronuncia sul debito sovrano della Spagna |

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

| Dato                                      | Periodo | Precedente    |        | Consenso | Effettivo |
|-------------------------------------------|---------|---------------|--------|----------|-----------|
| Indice Empire Manufacturing               | set     | 11.9          |        | 5.0      | -8.7      |
| Vendite al dettaglio ex-auto m/m          | ago     | 0.4 (0.3)     | %      | 0.4      | 0.7       |
| Vendite al dettaglio m/m                  | ago     | 0.6 (0.5)     | %      | 0.2      | 0.6       |
| Prezzi all'import m/m                     | ago     | 0.2 (0.4)     | %      | -0.1     | 0.3       |
| Produzione industriale m/m                | ago     | -0.4 (-0.1)   | %      | -0.1     | 0.1       |
| Impiego capacità produttiva               | ago     | 77.4 (77.5)   | %      | 77.4     | 77.4      |
| Scorte delle imprese m/m                  | lug     | 0.2           | %      | 0.2      | 0.2       |
| Indice Mercato Immobiliare NAHB           | set     | 32.0          |        | 33.0     | 32        |
| Licenze edilizie                          | ago     | 1.4           | Mln    | 1.4      | 1.312     |
| Nuovi cantieri residenziali               | ago     | 1.429 (1.428) | Mln    | 1.365    | 1.307     |
| Richieste di sussidio                     | settim  | 264 (263)     | x1000  | 240      | 231       |
| Sussidi di disoccupazione esistenti       | settim  | 1.927 (1.939) | Mln    | 1.950    | 1.920     |
| Indice Philadelphia Fed                   | set     | -0.3          |        | 2.5      | 23.2      |
| Indice anticipatore m/m                   | ago     | 0.1 (-0.1)    | %      | -0.1     | -0.5      |
| Acquisti netti att. finanziarie (l/term.) | lug     | 151.0 (150.8) | Mld \$ |          | 49.2      |

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

Fonte: LSEG Datastream

**FOMC: taglio da 25pb come previsto, il sentiero futuro è più accomodante.** Il FOMC di settembre si è concluso con un taglio di 25pb (il primo da dicembre 2024), come atteso. La decisione non è stata unanime: il neoeletto Miran ha votato per una riduzione più marcata, da 50pb. Le nuove Summary of Economic Projections mostrano revisioni al rialzo su crescita e inflazione, e al ribasso sulla disoccupazione. Il FOMC appare diviso ma in media più preoccupato per il rallentamento del mercato del lavoro. L'inflazione resta sopra il target, ma i rischi di persistenza legati ai dazi sembrano ora contare meno, nelle decisioni del FOMC, rispetto a quelli sull'occupazione. A nostro avviso, un taglio da 25pb in ciascuna delle due riunioni rimanenti da qui a fine anno (ottobre e dicembre) è possibile ma tutt'altro che scontato: per il momento, manteniamo la nostra idea di un target sui fed funds a 3,75-4% a fine anno, anche se sono nettamente aumentati i rischi al ribasso su tale stima. Per il 2026, manteniamo l'idea di due ulteriori riduzioni dei tassi (una in più rispetto a quanto implicito nella mediana delle proiezioni dei membri del FOMC).

### Area euro

| Paese | Dato                                       | Periodo | Precedente      |       | Consenso | Effettivo |
|-------|--------------------------------------------|---------|-----------------|-------|----------|-----------|
| EUR   | Costo del lavoro Eurozona                  | T2      | 3.4             | %     |          | 3.6       |
| EUR   | Produzione industriale m/m                 | lug     | -0.6 (-1.3)     | %     | 0.4      | 0.3       |
| EUR   | CPI a/a finale                             | ago     | 2.1             | %     | 2.1      | 2.0       |
| EUR   | CPI m/m finale                             | ago     | 0.0             | %     | 0.2      | 0.1       |
| EUR   | CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale | ago     | 2.3             | %     | 2.3      | 2.3       |
| FRA   | Fiducia imprese manifatturiere             | set     | 97 (96)         |       | 96       | 96        |
| GER   | ZEW (Sit. corrente)                        | set     | -68.6           |       | -75.0    | -76.4     |
| GER   | ZEW (Sentiment econ.)                      | set     | 34.7            |       | 26.3     | 37.3      |
| GER   | PPI a/a                                    | ago     | -1.5            | %     | -1.7     | -2.2      |
| GER   | PPI m/m                                    | ago     | -0.1            | %     | -0.1     | -0.5      |
| ITA   | Bilancia commerciale (totale)              | lug     | 5.384 (5.409)   | Mld € |          | 7.908     |
| ITA   | Bilancia commerciale (UE)                  | lug     | -0.093 (-0.069) | Mld € |          | 1.917     |
| ITA   | IPCA a/a finale                            | ago     | 1.7             | %     | 1.7      | 1.6       |
| ITA   | IPCA m/m finale                            | ago     | -0.2            | %     | -0.2     | -0.2      |
| ITA   | Prezzi al consumo m/m finale               | ago     | 0.1             | %     | 0.1      | 0.1       |
| ITA   | Prezzi al consumo a/a finale               | ago     | 1.6             | %     | 1.6      | 1.6       |

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

Fonte: LSEG Datastream

**Giappone**

| Dato                            | Periodo | Precedente |                   | Consenso | Effettivo |
|---------------------------------|---------|------------|-------------------|----------|-----------|
| Bilancia commerciale            | ago     | -118.4     | (-117.5) Mld ¥ JP | -513.6   | -242.5    |
| Ordinativi di macchinari m/m    | lug     | 3.0        | %                 | -1.7     | -4.6      |
| CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a | ago     | 3.1        | %                 | 2.7      | 2.7       |
| CPI (naz.) a/a                  | ago     | 3.1        | %                 |          | 2.7       |

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

Fonte: LSEG Datastream

**Cina**

| Dato                                   | Periodo | Precedente |   | Consenso | Effettivo |
|----------------------------------------|---------|------------|---|----------|-----------|
| Produzione industriale cumulata a/a    | ago     | 6.3        | % |          | 6.2       |
| Vendite al dettaglio cumulate a/a      | ago     | 3.84       | % |          | 3.67      |
| Investimenti fissi urbani cumulati a/a | ago     | 1.6        | % | 1.4      | 0.5       |
| Produzione industriale a/a             | ago     | 5.7        | % | 5.7      | 5.2       |
| Vendite al dettaglio a/a               | ago     | 3.7        | % | 3.9      | 3.4       |

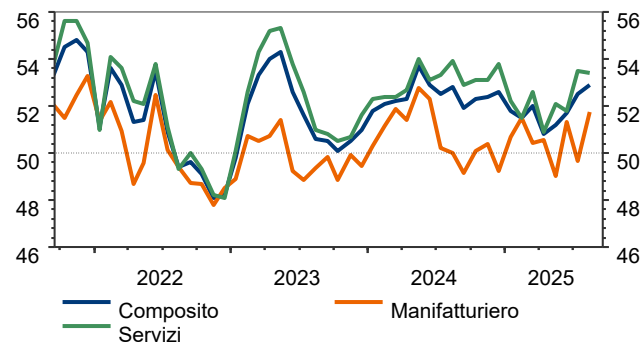
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: LSEG Datastream

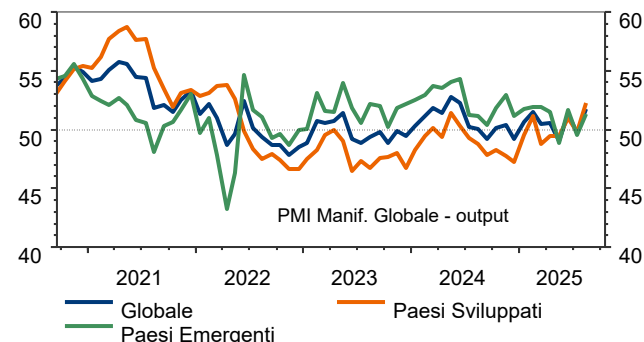
**Cina: dati agosto 2025.** I dati relativi al mese di agosto segnalano che l'attività economica è progressivamente rallentata nel corso del 3° trimestre, in parte a causa di fattori metereologici ma in parte anche frenata dall'esaurirsi degli effetti dello stimolo fiscale e dell'anticipo degli ordini esteri, nonché dalle pressioni per ridurre la sovracapacità produttiva. Dal lato dell'offerta i dazi stanno iniziando ad avere un impatto negativo sulla produzione industriale, mentre dal lato della domanda, al rallentamento delle vendite al dettaglio causato dall'affievolirsi dell'effetto dei programmi di permuta, si è aggiunta la contrazione degli investimenti che si è estesa anche al settore manifatturiero e si è notevolmente intensificata nel settore immobiliare.

## Ciclo Reale

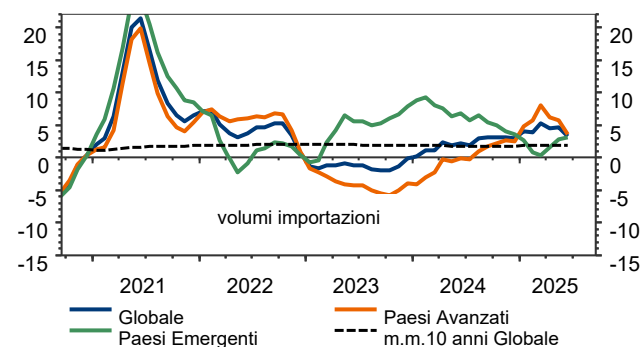
PMI globale: manifatturiero e servizi



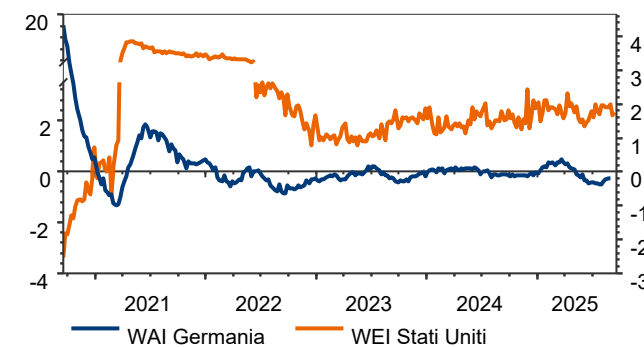
PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



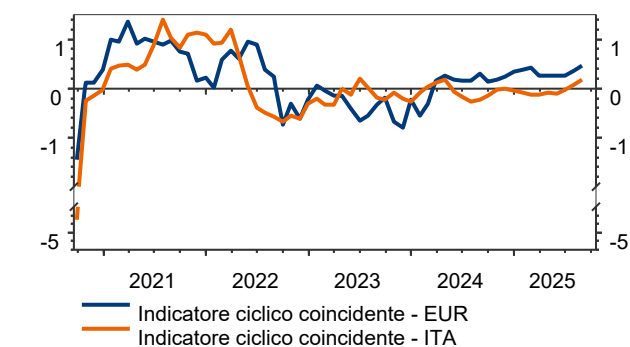
Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



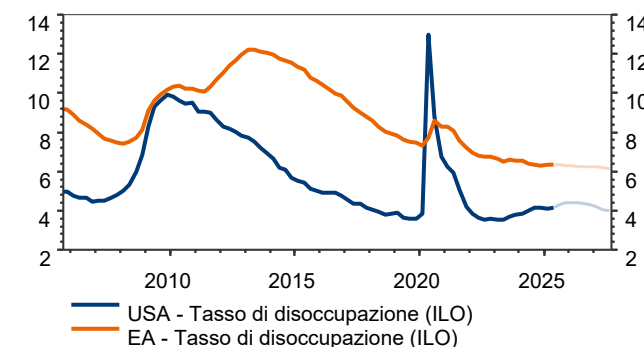
Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia

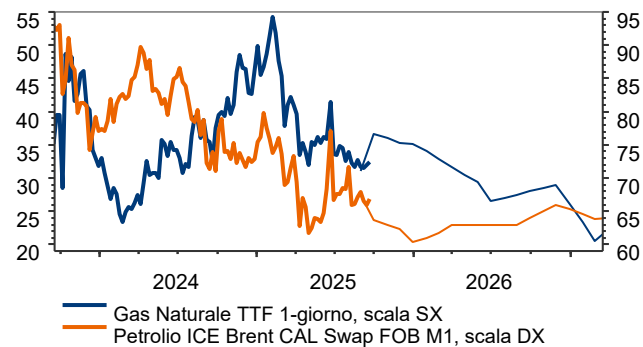


Tasso di disoccupazione (ILO)



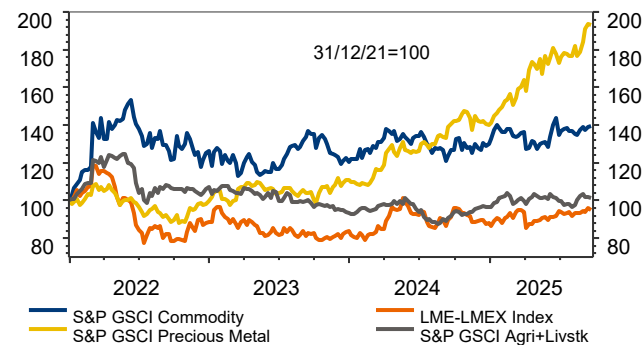
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



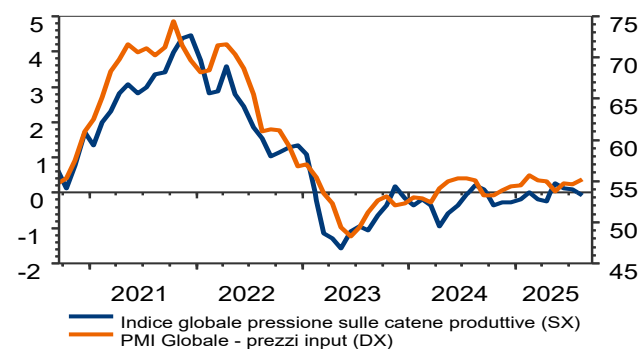
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



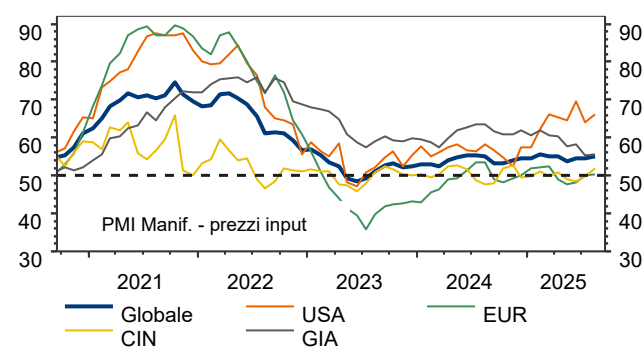
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



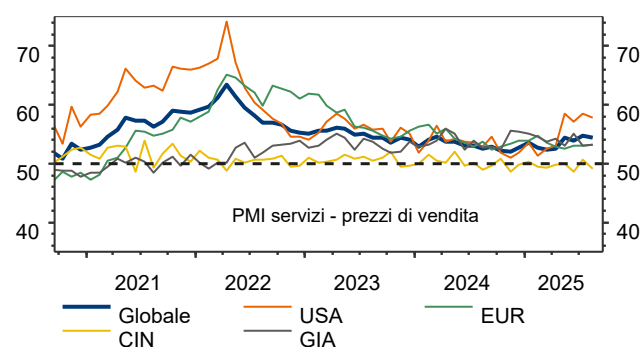
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



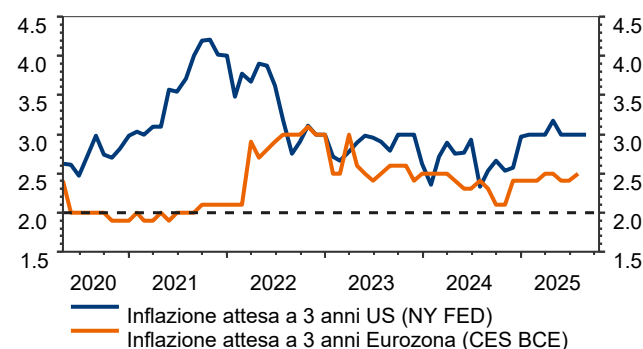
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

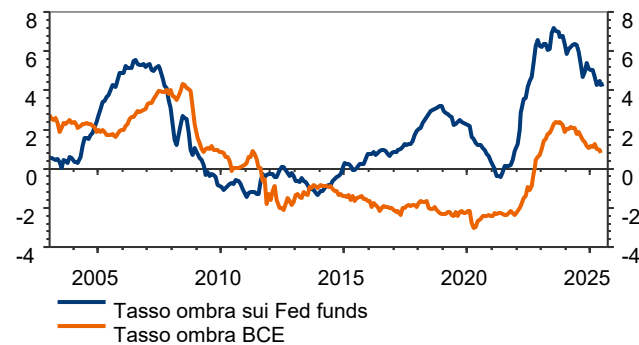
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

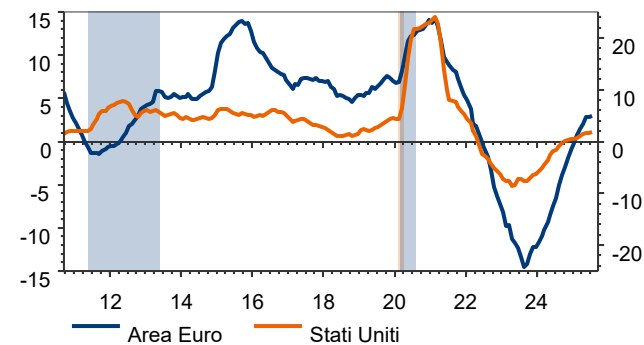
## Condizioni Finanziarie

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



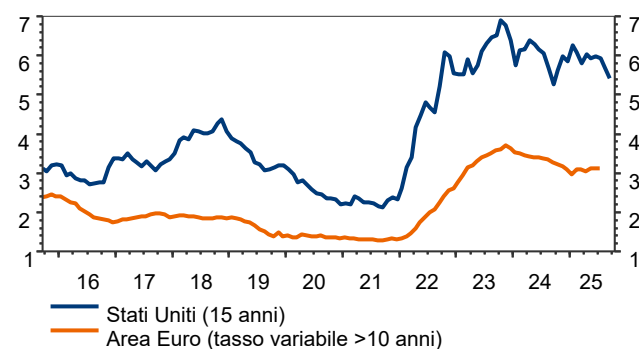
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



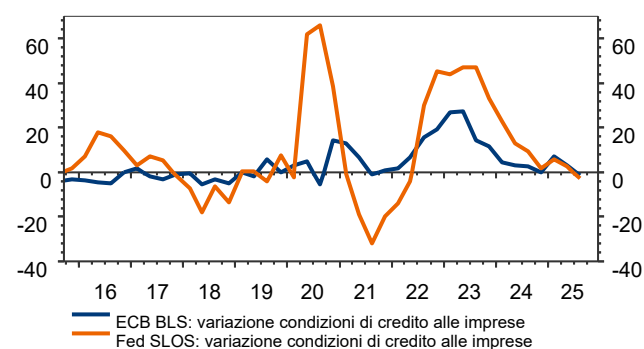
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



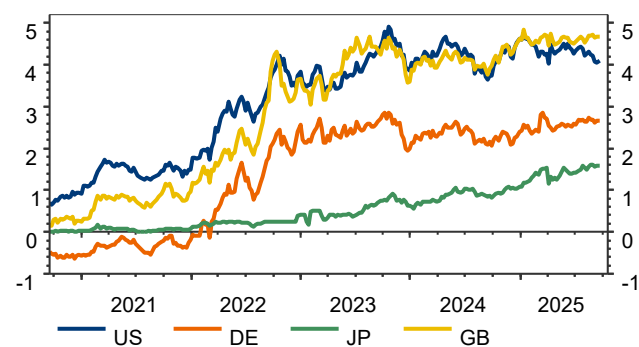
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



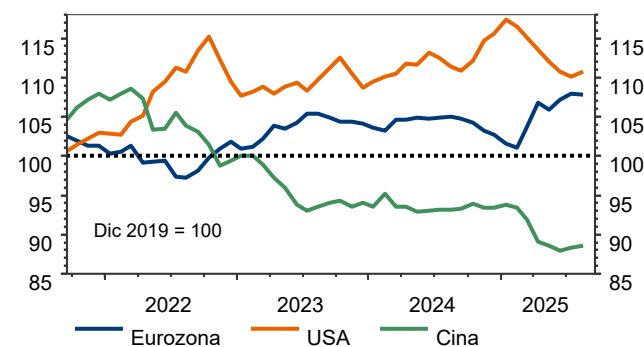
Fonte: Fed, BCE

### Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

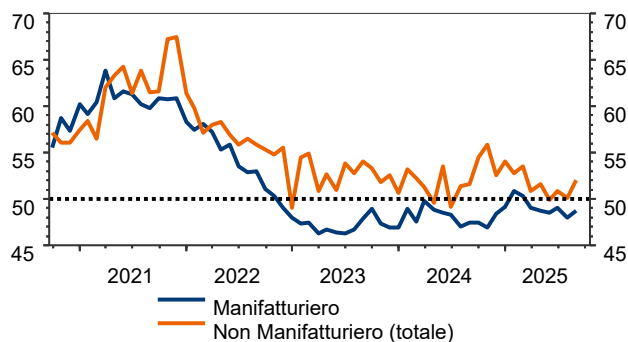
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

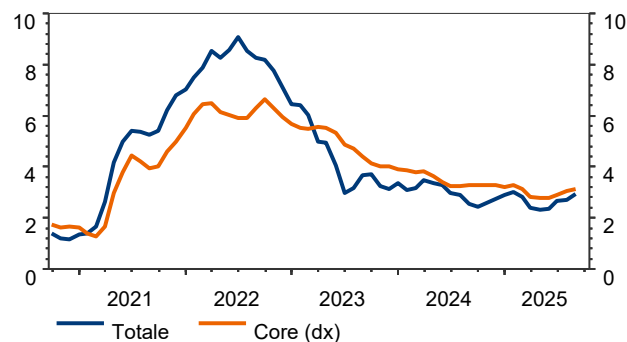
## Stati Uniti

### Indagini ISM



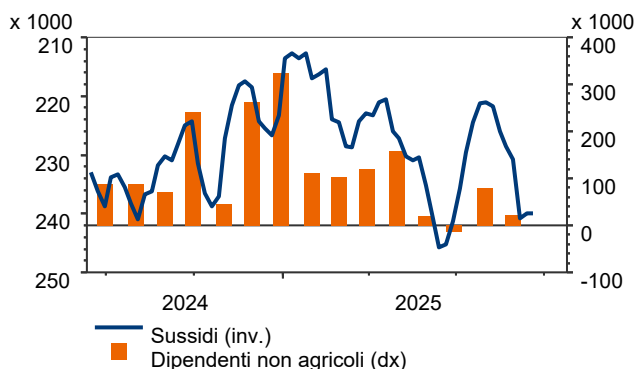
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



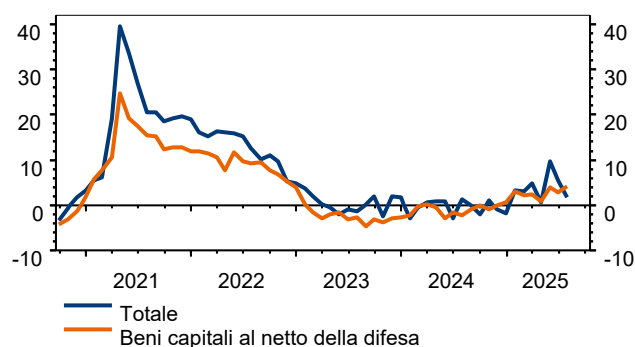
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

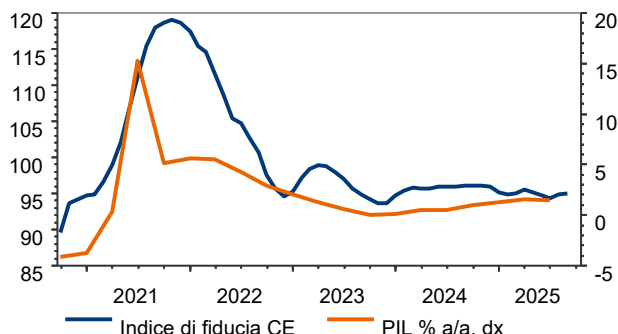
### Previsioni

|                                | 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  | 3.4  | 3.0  | 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

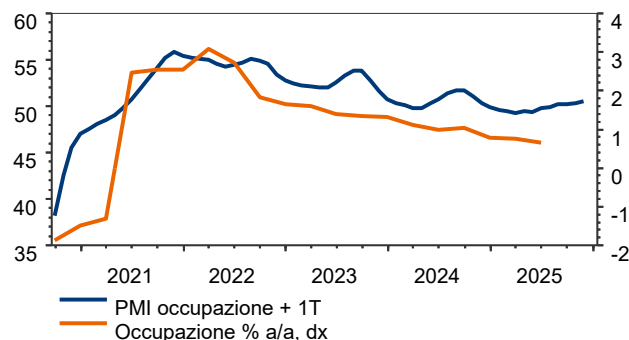
## Area euro

### 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        | 126.1        | 122.8        | 128.7        | 2.0        | 2.3        | 2.3          | 2.0         |
| set-25       | 129.4        | 126.3        | 123.0        | 128.7        | 2.2        | 2.4        | 2.4          | 2.1         |
| ott-25       | 129.6        | 126.5        | 123.2        | 128.9        | 2.0        | 2.3        | 2.3          | 1.9         |
| nov-25       | 129.1        | 126.0        | 122.7        | 128.4        | 2.0        | 2.4        | 2.4          | 1.9         |
| dic-25       | 129.5        | 126.4        | 123.1        | 128.7        | 1.9        | 2.4        | 2.3          | 1.8         |
| <b>Media</b> | <b>128.7</b> | <b>125.4</b> | <b>122.0</b> | <b>128.1</b> | <b>2.1</b> | <b>2.4</b> | <b>2.4</b>   | <b>2.0</b>  |

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       | 128.7        | 125.2        | 121.6        | 128.0        | 1.6        | 2.0        | 2.0          | 1.5         |
| feb-26       | 129.3        | 125.7        | 122.2        | 128.5        | 1.6        | 2.0        | 2.0          | 1.5         |
| mar-26       | 130.1        | 126.7        | 123.3        | 129.3        | 1.6        | 1.9        | 1.9          | 1.5         |
| apr-26       | 130.9        | 127.6        | 124.4        | 130.2        | 1.7        | 1.8        | 1.8          | 1.6         |
| mag-26       | 131.0        | 127.8        | 124.6        | 130.3        | 1.8        | 1.8        | 2.0          | 1.7         |
| giu-26       | 131.6        | 128.4        | 125.0        | 130.8        | 1.9        | 2.0        | 1.9          | 1.8         |
| lug-26       | 131.4        | 128.3        | 124.8        | 130.6        | 1.7        | 2.0        | 1.9          | 1.7         |
| ago-26       | 131.6        | 128.6        | 125.2        | 130.8        | 1.8        | 2.0        | 1.9          | 1.7         |
| set-26       | 131.8        | 128.8        | 125.3        | 130.9        | 1.8        | 2.0        | 1.9          | 1.7         |
| ott-26       | 132.0        | 128.9        | 125.5        | 131.1        | 1.8        | 1.9        | 1.9          | 1.8         |
| nov-26       | 131.6        | 128.5        | 125.0        | 130.7        | 1.9        | 1.9        | 1.9          | 1.8         |
| dic-26       | 131.9        | 128.9        | 125.5        | 131.1        | 1.9        | 1.9        | 1.9          | 1.8         |
| <b>Media</b> | <b>131.0</b> | <b>127.8</b> | <b>124.4</b> | <b>130.2</b> | <b>1.8</b> | <b>1.9</b> | <b>1.9</b>   | <b>1.7</b>  |

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.

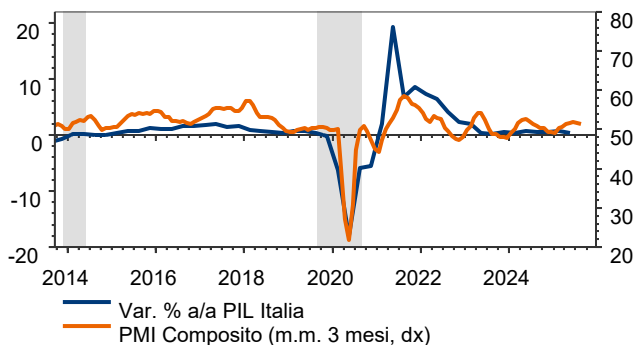
### Previsioni

|                               | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                               |      |      |      | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   |      |
| 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  |      |
| - t/t                         |      |      |      | 0.4  | 0.4  | 0.6  | 0.1  | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 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  |      |
| Investimenti fissi            | -2.1 | 2.4  | 2.1  | 1.6  | 0.6  | 2.7  | -1.8 | 0.7  | 0.5  | 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  |      |
| Esportazioni                  | 0.4  | 0.9  | 0.1  | -1.4 | 0.1  | 2.2  | -0.5 | -1.0 | -0.4 | 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  |      |
| 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  |      |
| 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  | 1.8  | 2.2  | 2.2  | 2.3  | 2.0  | 2.1  | 2.0  | 1.6  | 1.8  |      |
| Produzione industriale (a/a)  | -3.0 | 1.7  | 1.3  | -1.8 | -1.6 | 1.5  | 1.4  | 1.9  | 2.0  | 0.2  | 1.2  |      |
| Disoccupazione (%)            | 6.4  | 6.3  | 6.3  | 6.3  | 6.3  | 6.3  | 6.3  | 6.2  | 6.2  | 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  |      |

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

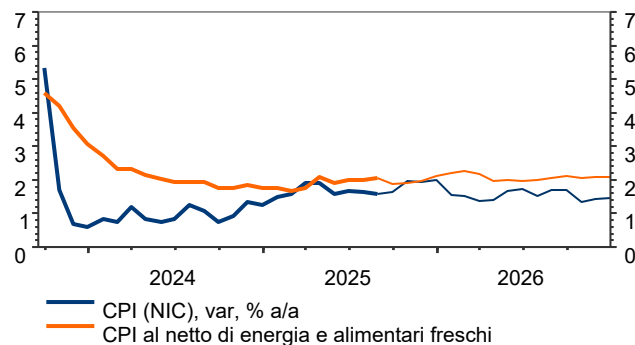
## Italia

## 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<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>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       | 123.6        | 123.3        | 121.9        | 121.8         | 1.6        | 1.6        | 1.5        | 1.4           |
| set-25       | 125.1        | 123.2        | 121.8        | 121.7         | 1.7        | 1.7        | 1.5        | 1.4           |
| ott-25       | 125.9        | 123.6        | 122.1        | 122.0         | 2.1        | 2.0        | 1.8        | 1.6           |
| nov-25       | 125.8        | 123.5        | 122.0        | 121.9         | 2.0        | 1.9        | 1.7        | 1.5           |
| dic-25       | 126.0        | 123.6        | 122.2        | 122.1         | 2.1        | 2.0        | 1.7        | 1.6           |
| <b>Media</b> | <b>124.5</b> | <b>122.9</b> | <b>121.6</b> | <b>121.5</b>  | <b>1.9</b> | <b>1.7</b> | <b>1.6</b> | <b>1.5</b>    |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |               | Var. % a/a |            |            |               |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------|------------|------------|---------------|
|              | IPCA         | NIC          | FOI          | FOI<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>ex tob |
| gen-26       | 124.4        | 123.8        | 122.4        | 122.3         | 1.6        | 1.6        | 1.2        | 1.2           |
| feb-26       | 124.5        | 124.0        | 122.6        | 122.5         | 1.6        | 1.5        | 1.2        | 1.2           |
| mar-26       | 126.2        | 124.2        | 122.8        | 122.7         | 1.4        | 1.4        | 1.1        | 1.1           |
| apr-26       | 126.8        | 124.3        | 122.8        | 122.7         | 1.5        | 1.4        | 1.2        | 1.2           |
| mag-26       | 127.0        | 124.5        | 122.9        | 122.8         | 1.7        | 1.7        | 1.4        | 1.3           |
| giu-26       | 127.4        | 124.8        | 123.1        | 123.0         | 1.8        | 1.7        | 1.4        | 1.4           |
| lug-26       | 125.9        | 125.1        | 123.4        | 123.3         | 1.6        | 1.5        | 1.3        | 1.2           |
| ago-26       | 125.8        | 125.4        | 123.7        | 123.6         | 1.8        | 1.7        | 1.5        | 1.5           |
| set-26       | 127.3        | 125.3        | 123.6        | 123.5         | 1.8        | 1.7        | 1.5        | 1.5           |
| ott-26       | 127.7        | 125.2        | 123.6        | 123.5         | 1.4        | 1.3        | 1.2        | 1.2           |
| nov-26       | 127.7        | 125.2        | 123.7        | 123.6         | 1.5        | 1.4        | 1.4        | 1.4           |
| dic-26       | 127.9        | 125.4        | 124.0        | 123.9         | 1.6        | 1.5        | 1.5        | 1.5           |
| <b>Media</b> | <b>126.5</b> | <b>124.8</b> | <b>123.2</b> | <b>123.1</b>  | <b>1.6</b> | <b>1.5</b> | <b>1.3</b> | <b>1.3</b>    |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

|                               | 2024  | 2025  | 2026  | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                               | T3    | T4    | T1    | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 0.5   | 0.5   | 0.8   | 0.5  | 0.6  | 0.7  | 0.4  | 0.5  | 0.5  | 0.4  | 0.7  | 0.7  |
| - t/t                         | 0.0   | 0.2   | 0.3   | -0.1 | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.2  |
| Consumi privati               | 0.4   | 0.6   | 0.8   | 0.3  | 0.2  | 0.2  | -0.0 | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  |
| Investimenti fissi            | 0.0   | 2.3   | 0.9   | -1.3 | 1.7  | 1.1  | 1.0  | -0.2 | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.2  |
| Consumi pubblici              | 1.1   | 0.4   | 0.5   | 0.4  | 0.2  | -0.3 | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 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  | 0.1  | 0.2  | 0.2  |
| Importazioni                  | -1.5  | 2.6   | 2.0   | 0.9  | -0.2 | 1.3  | 0.4  | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.5  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.2  | 0.3   | 0.5   | 0.4  | -0.3 | -0.3 | 0.4  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 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   | 1.6   | 1.2  | 1.3  | 1.8  | 1.8  | 1.7  | 2.1  | 1.6  | 1.7  | 1.7  |
| Produzione industriale (a/a)  | -3.9  | -0.2  | 0.3   | -4.5 | -4.3 | -1.7 | -0.5 | 0.8  | 0.8  | 0.3  | 0.2  | 0.2  |
| Disoccupazione (ILO, %)       | 6.5   | 6.3   | 6.5   | 6.3  | 6.2  | 6.2  | 6.3  | 6.3  | 6.4  | 6.5  | 6.4  | 6.4  |
| Tasso a 10 anni (%)           | 3.7   | 3.6   | 3.9   | 3.7  | 3.5  | 3.7  | 3.6  | 3.5  | 3.6  | 3.7  | 3.9  | 3.9  |

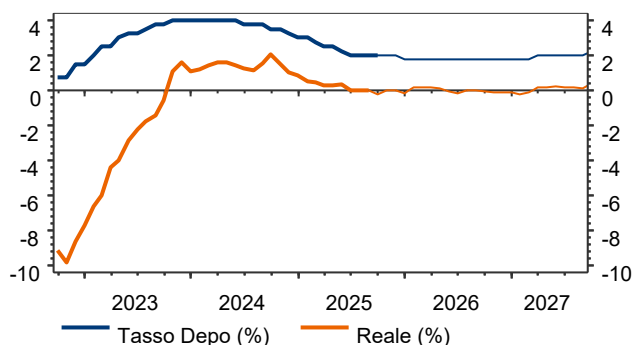
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

|                     | dic  | mar  | giu  | 18/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|---------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <b>Deposit rate</b> | 3.00 | 2.50 | 2.00 | <b>2.00</b> | 2.00 | 1.75 | 1.75 | 1.75 |
| <b>Euribor 1m</b>   | 2.85 | 2.36 | 1.93 | <b>1.88</b> | 1.89 | 1.84 | 1.69 | 1.68 |
| <b>Euribor 3m</b>   | 2.71 | 2.34 | 1.94 | <b>2.05</b> | 1.99 | 1.87 | 1.79 | 1.80 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

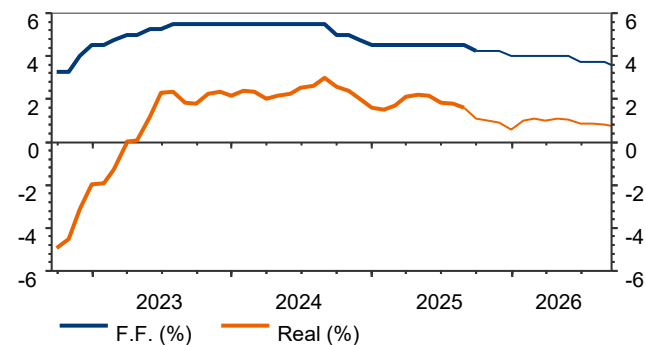


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

|                  | dic  | mar  | giu  | 18/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <b>Fed Funds</b> | 4.50 | 4.50 | 4.50 | <b>4.25</b> | 4.25 | 4.00 | 4.00 | 3.75 |
| <b>OIS 3m</b>    | 4.32 | 4.30 | 4.28 | <b>3.94</b> | 4.09 | 3.93 | 3.93 | 3.76 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

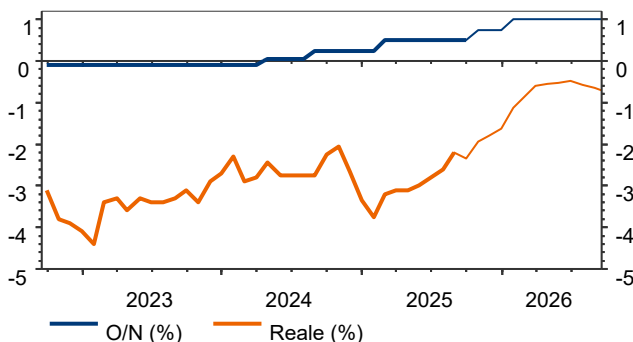


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

|                   | dic  | mar  | giu  | 18/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|-------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <b>O/N target</b> | 0.25 | 0.50 | 0.50 | <b>0.50</b> | 0.50 | 0.75 | 1.00 | 1.00 |
| <b>OIS 3m</b>     | 0.32 | 0.53 | 0.48 | <b>0.53</b> | 0.52 | 0.90 | 1.02 | 1.02 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

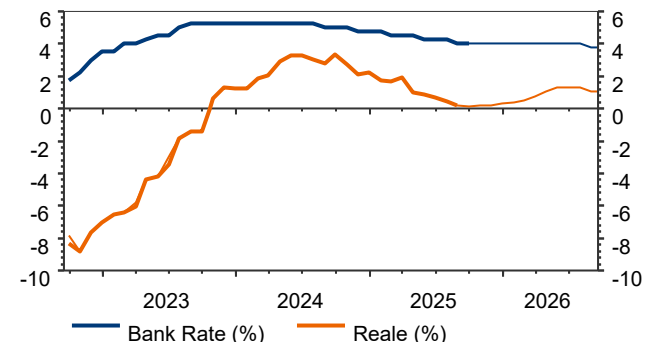


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

|                  | dic  | mar  | giu  | 18/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <b>Bank rate</b> | 4.75 | 4.50 | 4.25 | <b>4.00</b> | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| <b>OIS 3m</b>    | 4.62 | 4.36 | 4.10 | <b>3.97</b> | 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  | 19/9          | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|----------------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| <b>EUR/USD</b> | 1.07 | 1.12 | 1.09 | 1.15 | 1.17 | <b>1.1682</b> | 1.18 | 1.19 | 1.20 | 1.20 | 1.18 |
| <b>USD/JPY</b> | 148  | 143  | 150  | 146  | 148  | <b>148.21</b> | 145  | 143  | 140  | 138  | 136  |
| <b>GBP/USD</b> | 1.24 | 1.33 | 1.30 | 1.34 | 1.35 | <b>1.3474</b> | 1.36 | 1.36 | 1.37 | 1.38 | 1.38 |
| <b>EUR/CHF</b> | 0.96 | 0.95 | 0.96 | 0.94 | 0.94 | <b>0.9388</b> | 0.93 | 0.93 | 0.92 | 0.92 | 0.92 |
| <b>EUR/JPY</b> | 158  | 160  | 163  | 167  | 173  | <b>173.15</b> | 171  | 170  | 168  | 166  | 160  |
| <b>EUR/GBP</b> | 0.86 | 0.84 | 0.84 | 0.85 | 0.86 | <b>0.8669</b> | 0.87 | 0.88 | 0.88 | 0.87 | 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)

Alessio Tiberi

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

[allegra.fiore@intesasnpaolo.com](mailto:allegra.fiore@intesasnpaolo.com)

[alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com](mailto:alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)