

Weekly Economic Monitor

Il punto

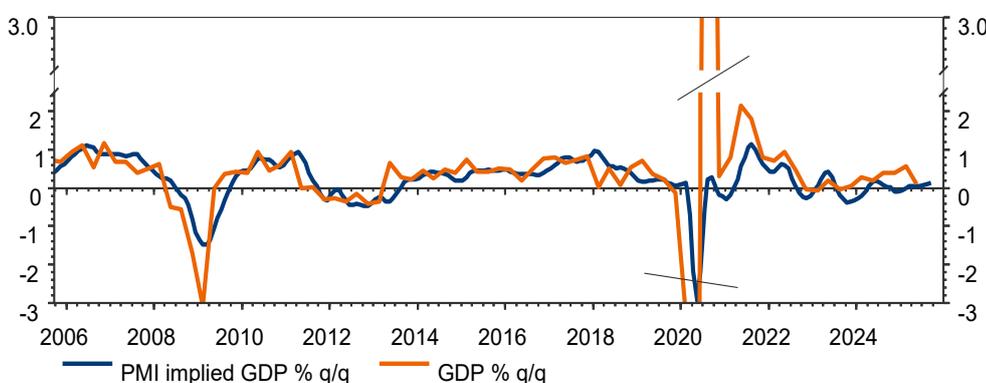
Nell'Eurozona le indagini congiunturali di settembre sono risultate compatibili con il quadro di un'economia in crescita a ritmi solo modesti. La prossima settimana l'inflazione di settembre dovrebbe risalire leggermente. In Italia, il focus sarà sulla presentazione del Documento programmatico di finanza pubblica: ci attendiamo che, dopo un 2025 che dovrebbe chiudersi con un disavanzo intorno al 3% del PIL, il governo mantenga un approccio prudente nella gestione dei conti. Negli Stati Uniti, la prossima settimana, l'employment report dovrebbe riportare una crescita degli occupati debole anche a settembre, mentre i recenti discorsi dei membri del board evidenziano una Fed ancora divisa sulle prossime mosse. Tornano inoltre a riaccendersi i rischi di shutdown del governo federale e di nuove tensioni commerciali.

**Guerra commerciale: Trump preannuncia nuovi dazi settoriali.** Dal 1° ottobre gli Stati Uniti imporranno un dazio del 100% sulle importazioni di farmaci branded o brevettati; restano esclusi i generici e le aziende che hanno avviato nuovi impianti produttivi negli USA. Molte big pharma dispongono già di stabilimenti americani o hanno annunciato investimenti che le renderebbero esenti. Inoltre, UE e Giappone rivendicano un tetto derivante dai precedenti accordi commerciali. Contestualmente scatteranno anche dazi del 25% sui camion pesanti, 50% su cucine e arredi da bagno e 30% sugli arredi imbottiti. Sul fronte camion, la misura pesa soprattutto su Messico e Canada, che insieme coprono oltre il 90% delle importazioni USA nel settore. Nelle prossime settimane, altri comparti, come i semiconduttori, potrebbero essere oggetto di nuove misure protezionistiche.

**Area euro.** Le indagini di fiducia di settembre hanno confermato il quadro di un'economia europea attesa crescere a ritmi solo modesti nel 2° semestre dell'anno. Almeno per il momento l'impatto dei dazi sull'attività appare contenuto ma, alla luce di una domanda interna ancora tiepida, non ci aspettiamo una decisa riaccelerazione del ciclo prima di almeno il prossimo anno. I dati sugli aggregati monetari segnalano che è in corso una ripresa del credito.

■ **Il PMI composito relativo al complesso dell'Eurozona è salito leggermente per il quarto mese a 51,2 da 51 precedente.** Il progresso è stato interamente trainato dai servizi, a fronte di un peggioramento della manifattura. Il dettaglio delle componenti invita inoltre alla cautela: il

**In PMI composito in aumento per il quarto mese a settembre ma su livelli ancora compatibili con una modesta crescita del PIL**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

26 settembre 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

peggioramento degli ordini industriali è coerente con un fiacco andamento dell'attività produttiva anche nei prossimi mesi.

- In **Germania l'indice IFO è sceso, per la prima volta dopo otto mesi, a 85,7 dall'88,9** precedente, con flessioni diffuse di aspettative e, in minor misura, della valutazione sulla situazione corrente. Il peggioramento riguarda tutti i principali settori ad eccezione delle costruzioni, a conferma di un ciclo tedesco che ancora stenta a riaccelerare.
- In **Italia l'indice Istat di fiducia delle imprese è salito marginalmente dopo due mesi di stabilità mentre il morale dei consumatori è rimbalzato leggermente**. Lo spaccato delle componenti invita però alla cautela con un peggioramento delle aspettative di produzione delle imprese manifatturiere. Le indagini sono compatibili con un ritorno alla crescita del PIL nel 2° semestre dell'anno ma su ritmi modesti.
- La stima flash dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea ha registrato un leggero miglioramento a -14,9 da -15,5, che lascia l'indicatore su livelli ancora inferiori alla media storica. Invariato a bassi livelli (87) anche l'indice INSEE di fiducia delle famiglie francesi mentre la prima indagine relativa ad ottobre, quella condotta da GfK tra i consumatori tedeschi, è risalita dopo tre mesi di peggioramento (-22,3 da -23,6). Nel complesso la recente tendenza degli indici di fiducia dei consumatori sembra suggerire che una decisa ripartenza delle spese non è ancora imminente.
- Ad agosto la crescita di **M3** è rallentata al 2,9% a/a da 3,3% precedente. La frenata risente soprattutto del minor ricorso ai depositi a tempo, meno appetibili per via del calo dei tassi. I dati sui prestiti confermano però la tendenza di graduale ripresa: i flussi di credito sono accelerati al 3% a/a da 2,8% verso le imprese non finanziarie e al 2,5% a/a da 2,4% nei confronti dei nuclei familiari.

#### La prossima settimana:

L'inflazione è attesa tornare a salire leggermente a settembre. Le indagini della Commissione Europea e le stime finali dei PMI chiuderanno la tornata di indagini mentre i dati di agosto dovrebbero confermare tassi di disoccupazione su livelli ancora bassi. In Italia, il focus sarà sulla pubblicazione del Documento programmatico di finanza pubblica.

- In **area euro l'inflazione è attesa risalire al 2,2% a/a** nel mese di settembre dopo tre mesi di stabilità al 2%. L'aumento dovrebbe essere dovuto a un ridimensionamento del contributo negativo della componente energetica e ad una lieve riaccelerazione dell'inflazione nei servizi. L'indice sottostante, al netto di energia e alimentari freschi, è previsto in aumento di un decimo al 2,4% a/a. Ci attendiamo, invece, un'inflazione core al netto di energia, alimentari, alcool e tabacco invariata al 2,3% a/a. **In Italia vediamo un aumento di un decimo dell'inflazione all'1,7% a/a**, sia sull'indice nazionale che su quello armonizzato.
- In Eurozona l'indice composito **ESI** della Commissione Europea è atteso correggere a 94,9 da un precedente 95,2. Il lieve aumento della fiducia dei consumatori non dovrebbe risultare sufficiente a compensare i cali previsti per industria (-10,8 da -10,3) e servizi (3,0 da 3,6). Negli ultimi 12 mesi l'indicatore si è mosso lateralmente su livelli ancora inferiori alla media storica. In calendario anche le **stime finali degli indici PMI di settembre** e le stime uniche relative a Italia e Spagna. Le letture flash già pubblicate erano coerenti con indici su livelli ancora espansivi ma compatibili con una moderazione della crescita. **In Italia** prevediamo un PMI manifatturiero poco variato a 50,5 da 50,4 precedente e un PMI servizi in lieve flessione a 51,2 da 51,5. Il PMI composito dovrebbe quindi correggere a 51,5 da 51,7 di agosto, compatibilmente con una crescita modesta del PIL nel 3° trimestre.
- **Mercato del lavoro: ad agosto prevediamo un tasso di disoccupazione stabile al 6,2% in Eurozona e al 6% in Italia**, entrambi su livelli molto bassi in prospettiva storica. In Italia l'attenzione sarà rivolta verso la tendenza della forza lavoro: negli ultimi tre mesi, infatti, a fronte di una sostanziale stabilità degli occupati, la discesa del tasso di disoccupazione è stata in gran parte spiegata da un calo della partecipazione.

■ **Italia: attesa per il Documento programmatico di finanza pubblica.** Entro il 2 ottobre il Governo italiano dovrà trasmettere alle camere del Parlamento il nuovo Documento programmatico di finanza pubblica (Dpfp) che, nell'ambito delle nuove regole fiscali europee, andrà a sostituire la Nadef. Rispetto all'aggiornamento di aprile, indiscrezioni di stampa puntano a una **possibile revisione al ribasso di un decimo all'anno delle stime di crescita del PIL reale nello scenario tendenziale, a 0,5% nel 2025 e a 0,7% nel 2026**. A fronte di un quadro macroeconomico meno favorevole, però, grazie alla tenuta delle entrate e ai possibili risparmi dal lato della spesa per interessi, negli ultimi giorni **il Ministro delle finanze Giorgetti non ha escluso un ritorno del deficit al 3% del PIL già nel 2025**, contro il 3,3% precedentemente stimato. **Per quanto riguarda il 2026 ci aspettiamo che venga confermato un obiettivo di un indebitamento netto intorno al 2,8% del PIL**. Assumiamo dunque che l'esecutivo mantenga un approccio prudente attenendosi al sentiero di aggiustamento previsto dal Piano Strutturale di Medio Termine. **Non dovrebbe essere infatti impossibile trovare adeguate misure di copertura per finanziare gli interventi espansivi ipotizzati nelle scorse settimane** (tra le principali si parla del taglio dal 35% al 33% della seconda aliquota Irpef che, se implementato solo per i redditi sino a 50 mila euro, costerebbe 4 miliardi, nonché del congelamento all'aumento dell'età pensionabile da 67 anni a 67 anni e 3 mesi dal 2027, stimato costare meno di un miliardo). **Verrà comunque confermata la tendenza rialzista del debito fino ad almeno il 2027** per via dell'impatto ritardato dei crediti fiscali legati agli incentivi edilizi varati durante la pandemia. Rispetto al documento di aprile, **però, grazie alla revisione al rialzo dei dati di PIL nominale nel biennio 2023-24** e le conseguenti correzioni del rapporto debito/PIL **il punto di partenza sarà inferiore** (nel 2024 il debito si è attestato al 134,9% del PIL dal 135,3% precedentemente stimato) con una risalita verso il 136% nel 2025 (da 136,6% precedente stimato) e il 137% nel 2026 (da 137,6%).

**Stati Uniti.** Questa settimana i discorsi dei membri del board hanno evidenziato una Fed divisa sulle prossime mosse di politica monetaria, riguardo alle quali i membri non votanti si sono confermati più cauti. La prossima settimana l'attenzione sarà rivolta all'*employment report* di settembre, atteso registrare un altro mese di debole crescita degli occupati. Da non trascurare anche il rischio di chiusura del governo federale dal 1° ottobre. I dati hanno mostrato un recupero degli ordinativi di beni durevoli e un ridimensionamento del disavanzo commerciale, oltre a una crescita del PIL maggiore delle attese nel 2° trimestre. In attesa dell'ISM della prossima settimana, i PMI di settembre hanno mostrato segnali di rallentamento dell'attività in un contesto di aumento delle pressioni inflattive a monte delle filiere produttive solo parzialmente trasferite ai consumatori finali.

■ **PIL 2° trimestre (terza stima): ancora una revisione al rialzo.** La crescita del PIL è stata rivista al rialzo di ben cinque decimi al 3,8% t/t ann. (dal 3,3% della seconda stima), grazie a una domanda interna molto più forte. I consumi sono stati rivisti al 2,5% (da 1,6%), grazie alle spese nei servizi. Molto forti anche le revisioni per gli investimenti fissi (+4,4% da +3,3%), spinti da attrezzature (+8,5% da +7,4%) e beni immateriali (+15% da +12,8%), mentre le strutture si sono ridotte meno del previsto (a -7,5% da -8,9%). Significativa la revisione delle vendite finali ad acquirenti privati domestici, misura chiave per la Fed, salite al 2,9% (da 1,9%), segnale di una domanda interna ancora solida.

■ **Ordini di beni durevoli in recupero ad agosto.** Gli ordini di beni durevoli sono rimbalzati del +2,9% m/m dopo il -2,7% (rivisto al ribasso da -0,8% di luglio). Al netto dei trasporti, gli ordini sono cresciuti solo modestamente: +0,4% m/m da 1,1% precedente. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei rallentano al +0,6% m/m da 0,8% (rivisto al ribasso da 1,1% di luglio), un dato compatibile con una domanda di investimenti delle imprese ancora positiva.

■ **Settore immobiliare: prevalgono i segnali di ripresa.** Le vendite di nuove case sono balzate del 20,5% m/m in agosto, la crescita più forte da gennaio 2022, dopo il calo di luglio (-1,8% m/m, rivisto al ribasso da -0,6%). I dati sulle transazioni immobiliari sono volatili e soggetti a revisione ma il mercato dovrebbe aver beneficiato anche del calo dei tassi sui mutui, ai

minimi da settembre 2024. In controtendenza, le vendite di case esistenti in calo a -0,2% dopo il +2% di luglio.

- **Il deficit commerciale in riduzione ad agosto.** Il disavanzo commerciale di beni si è ridotto a -85,5 miliardi di dollari, ben oltre le attese. Si tratta di un calo di 17,3 miliardi rispetto al mese precedente. La correzione riflette, soprattutto, il crollo delle importazioni (-7% m/m), che ha sovrastato il calo più contenuto delle esportazioni (-1,3% m/m).
- **Occupazione: ulteriore stretta sull'immigrazione.** La Casa Bianca con [l'ordine esecutivo del 19 settembre](#), ha introdotto una **tassa di 100.000 dollari sulle nuove richieste di visto H-1B**, principale canale per assumere lavoratori qualificati dall'estero. La tassa dovrebbe essere applicata una tantum e solo alle nuove richieste, non ai rinnovi. Ogni anno vengono approvati circa 120 mila permessi, con 700 mila titolari attivi e mezzo milione di familiari. Il costo elevato non dovrebbe fermare i grandi gruppi tecnologici e finanziari, dove gli stipendi sono elevati, ma rischia di pesare su settori come sanità, retail e ristorazione, che insieme valgono un quarto dei visti. **L'impatto diretto sul mercato del lavoro dovrebbe essere contenuto.**
- **Indagini di settembre in rallentamento. Il PMI composito è calato più delle attese a 53,6 da 54,6 di agosto.** La flessione è guidata dai servizi, scesi da 54,5 a 53,9, minimo da giugno, mentre il manifatturiero è arretrato da 53,0 a 52,0. Le indagini riportano un rallentamento di ordini e occupazione in un contesto di aumento, ai massimi da maggio, dei prezzi degli input. Al momento, però, **i maggiori costi derivanti dai dazi vengono trasferiti ai consumatori finali soltanto in parte**: la crescita dei prezzi di vendita è la meno diffusa da aprile.
- **Politica monetaria: Powell lascia la porta aperta a nuovi tagli, ma la Fed resta divisa sul percorso dei tassi.** Nel suo discorso a Providence, il presidente Powell ha ribadito il messaggio del FOMC di settembre, descrivendo un'economia ancora resiliente ma in rallentamento. Ha riconosciuto che il ritmo delle assunzioni procede al di sotto del livello necessario a mantenere stabile il tasso di disoccupazione ed ha parlato di **"significativa debolezza"** nel mercato del lavoro. Nonostante le *Summary of Economic Projections (SEP)* di settembre abbiano indicato una disoccupazione stabile, Powell sembra riconoscere un indebolimento più rapido e intenso dell'occupazione. Sul fronte dei prezzi, ha sottolineato che gli ultimi aumenti sono legati soprattutto ai dazi, definiti una variazione una tantum distribuita su più trimestri. Ha, inoltre, ribadito che, nonostante il taglio dei tassi di settembre la politica monetaria è ancora **"moderatamente restrittiva"**, lasciando così la porta aperta a ulteriori riduzioni se la debolezza occupazionale dovesse prevalere sulle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, ha avvertito che **"non esiste un percorso privo di rischi"**: un allentamento troppo rapido rischia di lasciare incompiuto il lavoro sull'inflazione, mentre una politica eccessivamente restrittiva potrebbe indebolire inutilmente l'occupazione. **Gli interventi dei membri della Fed confermano le ampie divisioni interne al FOMC.** Tra i membri votanti, il neogovernatore **Miran (Board) ha assunto la posizione più accomodante**, definendo la politica attuale molto restrittiva e segnalando il 2,5% come livello appropriato dei fed funds. Ha avvertito che mantenere i tassi troppo alti rischia di aumentare la disoccupazione e si è detto pronto a dissentire di nuovo e propone una serie di tagli da 50pb per ricalibrare la *stance* monetaria. Anche **Bowman (Board) ha espresso preoccupazione che la Fed sia in ritardo** rispetto alla debolezza del mercato del lavoro e che possano servire tagli più rapidi nel caso in cui le condizioni dovessero peggiorare. **Più cauti gli altri due votanti: Musalem (Fed di St. Louis)** ha definito il taglio di settembre come misura precauzionale per proteggere il mercato del lavoro, ma ha avvertito che non bisogna sacrificare la stabilità dei prezzi; **Goolsbee (Fed di Chicago)** ha ribadito l'importanza di un approccio prudente e che bisogna riportare l'inflazione al 2%; Schmid (Kansas City Fed) ha rimarcato che l'orientamento di politica monetaria è **"lievemente restrittivo, ed è il livello appropriato in questa fase"**. **Tra i non votanti prevalgono posizioni più restrittive: Hammack (Fed di Cleveland)** ha avvertito che l'inflazione probabilmente aumenterà ancora e invita alla cautela; **Bostic (Fed di Atlanta)** ritiene che ci siano poche ragioni per ulteriori tagli; **Barkin (Fed di Richmond)** ha sottolineato il pass-through dei dazi ai consumatori e l'incertezza che pesa ancora sulle imprese. **Daly (Fed di San**

**Francisco**), infine, sostiene i tagli dei tassi, ma avverte che la politica monetaria non può risolvere problemi strutturali.

#### La prossima settimana:

- **Debito: rischio di shutdown in aumento.** La **scadenza** per evitare la chiusura del governo federale è **fissata alla mezzanotte tra il 30 settembre e il 1° ottobre**. La Camera ha approvato una misura temporanea (*continuing resolution*) per finanziare le agenzie fino al 21 novembre, ma il testo non ha ottenuto i 60 voti necessari al Senato. Il presidente Trump ha annullato l'incontro con i leader democratici Schumer e Jeffries, definendolo "improduttivo", irrigidendo lo stallo. Il confronto resta aperto su diversi capitoli di spesa, in particolare sulle misure sanitarie legate all'*Affordable Care Act*, che senza una nuova legislazione perderanno i sussidi potenziati a fine 2025. A complicare il quadro, fino a ieri, le agenzie federali non avevano ancora pubblicato i *contingency plans* in caso di sospensione delle attività.
- **Employment report (settembre): mercato del lavoro ancora debole.** La creazione di nuovi posti di lavoro non agricoli è prevista ancora debole, a **42 mila unità**, in lieve aumento rispetto alle sole 22 mila di agosto (determinanti saranno le revisioni dei due mesi precedenti). **Il tasso di disoccupazione è atteso stabile al 4,3%**, mentre i salari orari dovrebbero crescere dello 0,3% m/m, in linea con il mese precedente, confermando che le pressioni salariali rimangono moderate.
- **ISM di settembre: atteso un lieve miglioramento per il manifatturiero, stabili i servizi.** L'indice manifatturiero è previsto salire a 49,3 punti dopo 48,7 di agosto, restando comunque in territorio recessivo. Per i servizi, le attese indicano stabilità a 52 punti, sui massimi degli ultimi sei mesi. Sarà cruciale monitorare le componenti legate all'occupazione, che nelle indagini recenti sono rimaste deboli, e quelle sui prezzi pagati, ancora elevate ma in attenuazione rispetto ai picchi precedenti.
- **Fiducia dei consumatori attesa in calo a settembre.** L'indice di fiducia del Conference Board è stimato in diminuzione a 95,8 da 97,4 di agosto, interrompendo la ripresa vista nei mesi estivi. Le famiglie restano condizionate dall'incertezza sull'economia e dal rallentamento occupazionale, mentre l'inflazione continua a pesare sul potere d'acquisto.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (29 settembre – 3 ottobre) ...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	29/9	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		set	2.7	%	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		ago	6.0	Mld €	
		10:30	GB	Credito al consumo		ago	1.622	Mld £	
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	set	95.2		95.2
		11:00	EUR	Fiducia industria		set	-10.3		-11.0
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		set	prel -14.9		-14.9
		11:00	EUR	Fiducia servizi		set	3.6		3.5
Mar	30/9	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		ago	0.4	(0.3) %	1.0
		01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		ago	-1.2	%	-0.8
		03:30	CN	PMI composito - Caixin		set	50.5		
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		set	50.3		
		03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	set	49.4		49.7
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	set	50.5		50.3
		03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	set	53.0		
		08:00	GB	PIL t/t finale		T2	prel 0.3	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		ago	1.9	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	ago	-1.5	%	0.6
		08:00	GER	Prezzi import a/a		ago	-1.4	%	
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	ago	-0.3	%	
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	set	0.8	%	1.3
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		set	6.3	%	6.3
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	set	-9.0	x1000	
		10:00	ITA	PPI m/m	0	ago	0.5	%	
		10:00	ITA	PPI a/a	0	ago	1.6	%	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	set	1.6	%	1.7
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	set	0.1	%	
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	set	-0.2	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	set	1.6	%	
		12:00	ITA	Fatturato industriale m/m		lug	1.2	%	
		12:00	ITA	Fatturato industriale a/a		lug	0.3	%	
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	set	2.1	%	2.2
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	set	0.1	%	0.1
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	set	2.2	%	2.3
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		lug	2.1	%	
15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		lug	-0.2	%			
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	set	41.5				
16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	set	97.4		96.0		
Mer	1/10	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T3	13.0		15.0
		01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manif.	**	T3	34.0		34.0
		02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		set	prel 48.4		
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	set	50.4		50.0
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		set	prel 48.1		48.1
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 48.5		48.5
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 49.5		49.5
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	set	46.2		
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	set	2.0	%	2.3
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	set	2.3	%	2.3
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		set	54	x1000	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		set	52.0		
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		ago	-0.1	%	
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	set	48.7		49.2

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

## Calendario dei dati macroeconomici (29 settembre – 3 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Gio	2/10	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		set	34.9	
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	ago	6.0	%
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	ago	6.2	%
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1,928	(1-926) Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	232	(218) x1000
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ago	-1.3	%
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ago	prel 2.9	%
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ago	prel 0.4	%
Ven	3/10	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		ago	2.3	%
		01:30	GIA	Job to applicant ratio		ago	1.2	
		09:45	ITA	PMI servizi	*	set	51.5	
		09:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	-1.1	%
		09:50	FRA	PMI servizi finale		set	prel 48.9	48.9
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	set	prel 52.5	52.5
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	set	prel 51.4	51.4
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	set	prel 51.2	51.2
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	set	51.9	
		11:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T2	8.5	%
		12:00	EUR	PPI a/a		ago	0.2	%
		14:30	USA	Salari orari m/m		set	0.3	%
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	set	22	x1000
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	set	4.3	%
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		set	53.9	
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		set	53.6	
16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	set	52.0	52.0		

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Saldo partite correnti	T2	-439.8	(-450.2)	Mld \$	-256.8	-251.3
Markit PMI Manif. prelim.	set	53.0			52.0	52.0
Markit PMI Servizi prelim.	set	54.5			54.0	53.9
Markit PMI Composito prelim.	set	54.6				53.6
Vendite di nuove case (mln ann.)	ago	0.664	(0.652)	Mln	0.650	0.800
Richieste di sussidio	settim	232	(231)	x1000	235	218
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.928	(1.920)	Mln	1.935	1.926
PIL t/t ann. finale	T2	3.3		%	3.3	3.8
Deflatore consumi core t/t finale	T2	2.5		%	2.5	2.6
PIL, deflatore t/t ann. finale	T2	2.0		%	2.0	2.1
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ago	-2.7	(-2.8)	%	-0.5	2.9
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ago	1.0		%	0.0	0.4
Bilancia commerciale dei beni prelim	ago	-102.84		Mld \$	-95.2	-85.50
Vendite di case esistenti (mln ann.)	ago	4.0		Mln	4.0	4.00
Deflatore consumi (core) a/a	ago	2.9		%	2.9	
Deflatore consumi a/a	ago	2.6		%	2.7	
Spesa per consumi (nominale) m/m	ago	0.5		%	0.5	
Redditi delle famiglie m/m	ago	0.4		%	0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	ago	0.3		%	0.2	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	set	55.4			55.4	

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

Fonte: LSEG Datastream

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	set	-8.9			-7.9
EUR	Fiducia consumatori flash	set	-15.5		-15.3	-14.9
EUR	PMI servizi prelim	set	50.5		50.5	51.4
EUR	PMI composito prelim	set	51.0		51.1	51.2
EUR	PMI manifatturiero prelim	set	50.7		50.7	49.5
EUR	M3 dest. a/a	ago	3.4	%	3.3	2.9
FRA	PMI servizi prelim	set	49.8		49.6	48.9
FRA	PMI manifatturiero prelim	set	50.4		50.1	48.1
FRA	Fiducia consumatori	set	87.0		87.0	87
GER	PMI servizi prelim	set	49.3		49.5	52.5
GER	PMI manifatturiero prelim	set	49.8		50.0	48.5
GER	IFO	set	88.9	(89)	89.3	87.7
GER	IFO (sit. corrente)	set	86.4		86.5	85.7
GER	IFO (attese)	set	91.4	(91.6)	92.0	89.7
GER	Fiducia consumatori	ott	-23.5	(-23.6)	-23.3	-22.3
ITA	Fiducia delle imprese manif.	set	87.3	(87.4)	87.5	87.3
ITA	Fiducia consumatori	set	96.2		96.5	96.8
SPA	PIL t/t finale	T2	0.7	%	0.7	0.8

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

Fonte: LSEG Datastream

**PMI area euro compatibili con un ciclo ancora tiepido.** In area euro il PMI composito è salito per il quarto mese a settembre ma su livelli compatibili con un'economia poco più che stagnante nel 3° trimestre. Anche le componenti più anticipatorie dell'indagine non puntano verso una decisa riaccelerazione del ciclo a fine anno. Su base settoriale sono i servizi a mostrare segnali di maggior tenuta a fronte di una manifattura ancora debole e appesantita da una domanda che fatica ad offrire indicazioni di svolta.

**Germania: l'IFO invita alla cautela.** Torna a calare, per la prima volta dopo otto mesi, l'indice IFO, a 87,7 da 88,9 precedente. La flessione è diffusa alle aspettative (89,7 da 91,4) e alla valutazione della situazione corrente (85,7 da 86,4). Un singolo mese di calo non è

necessariamente preoccupante ma ribadisce il contesto di debolezza che continua a caratterizzare la congiuntura tedesca. Le indagini sono compatibili con ritmi di espansione modesti, poco più che stagnanti, nel 2° semestre del 2025. Prevediamo una graduale riaccelerazione del ciclo nel 2026 sulla scorta degli effetti dei tagli dei tassi e dell'espansione fiscale. Manteniamo però ipotesi caute sull'impatto dello stimolo fiscale e prevediamo, dopo lo 0,3% atteso per quest'anno, una crescita del PIL, inferiore al consenso, dell'1% nel 2026.

**Italia: fiducia delle imprese poco variata a settembre.** A settembre l'indice Istat di fiducia delle imprese è salito marginalmente dopo due mesi di stabilità mentre il morale dei consumatori è rimbalzato leggermente. Lo spaccato delle componenti invita però alla cautela con un peggioramento delle aspettative di produzione delle imprese manifatturiere. Le indagini sono compatibili con un ritorno alla crescita del PIL nel 2° semestre dell'anno ma su ritmi modesti (intorno allo 0,1% t/t per trimestre) in un contesto ancora caratterizzato da elevata incertezza.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	set	49.7		48.4

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

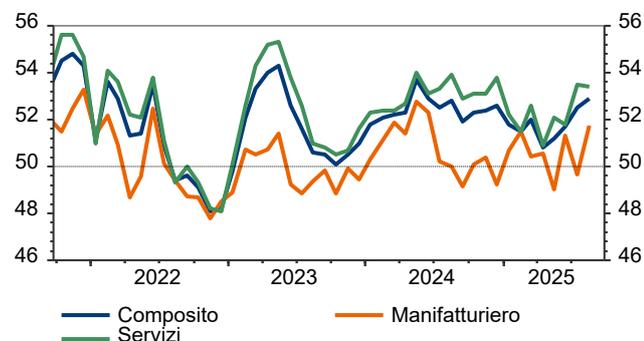
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	set	3.0	%	3.00
Tasso prime rate a 5 anni	set	3.5	%	3.50

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

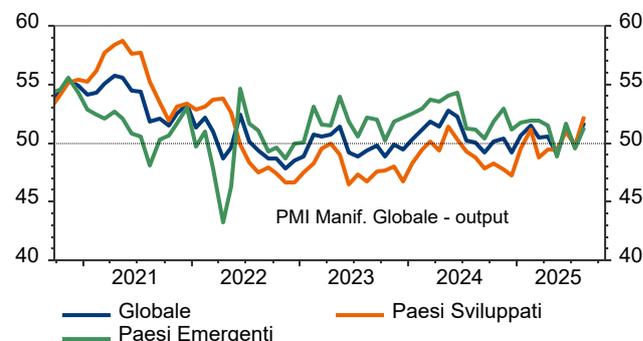
## Ciclo Reale

**PMI globale: manifatturiero e servizi**



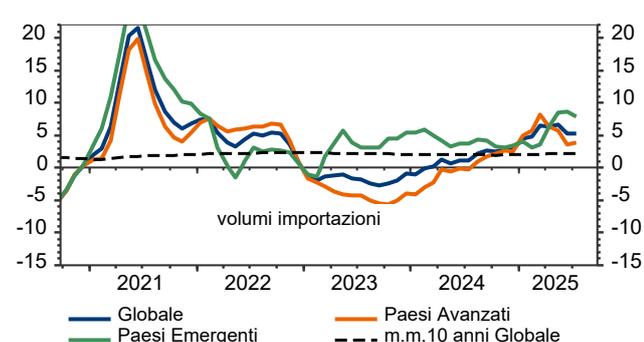
Fonte: S&P Global

**PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti**



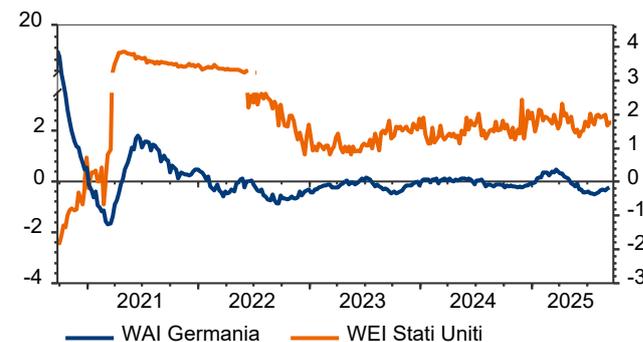
Fonte: S&P Global

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



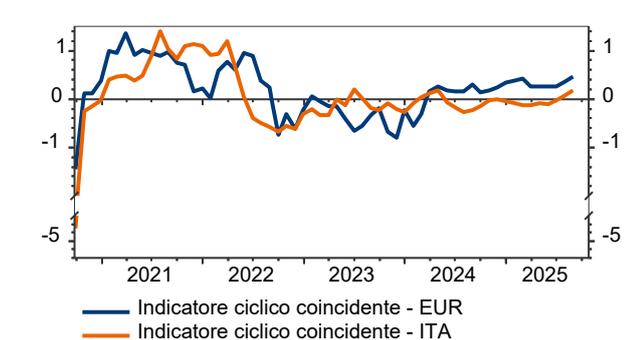
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

**Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti**



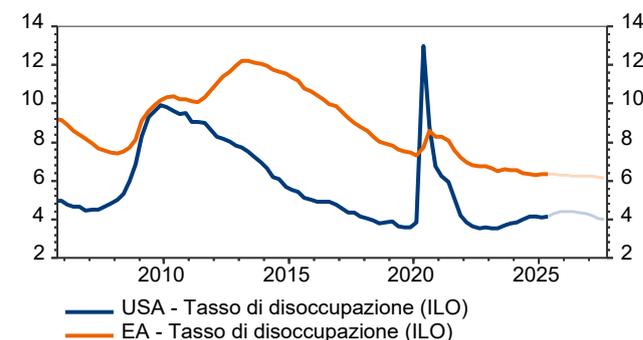
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

**Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia**



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

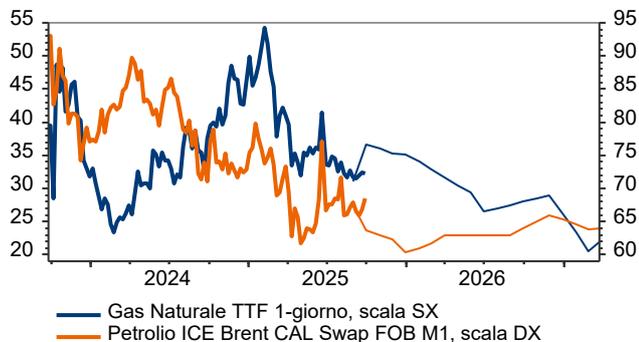
**Tasso di disoccupazione (ILO)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

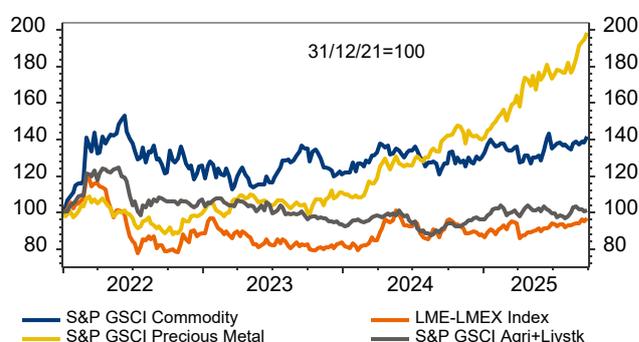
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



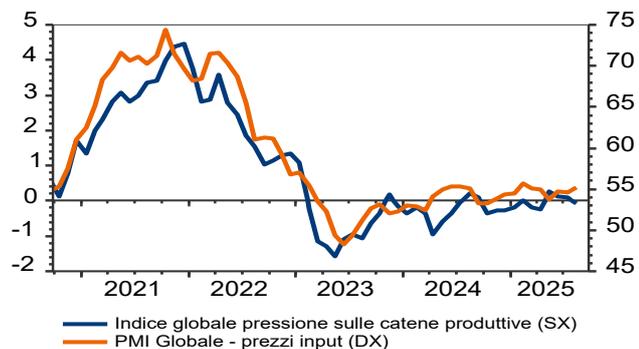
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



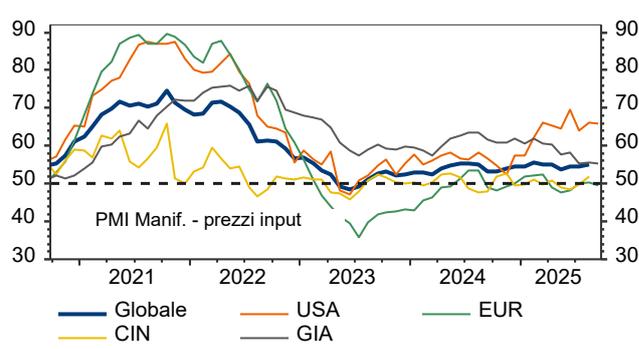
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



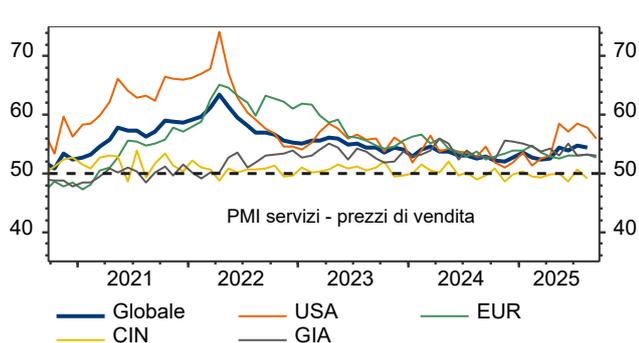
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



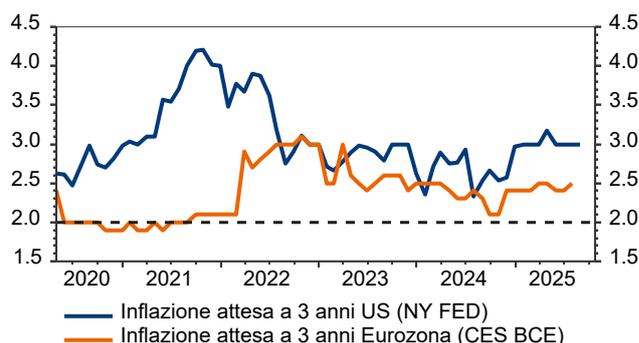
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

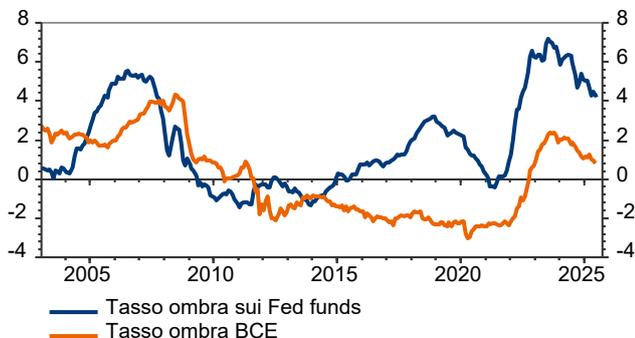
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

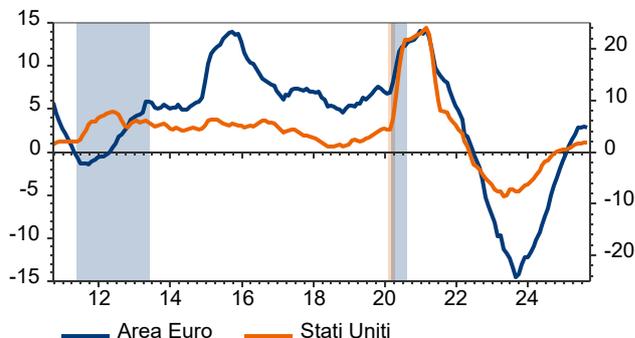
## Condizioni Finanziarie

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



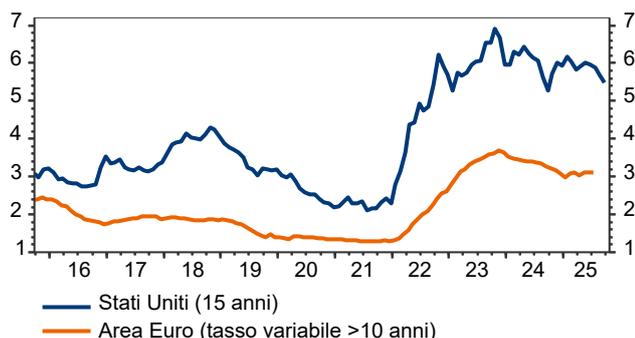
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



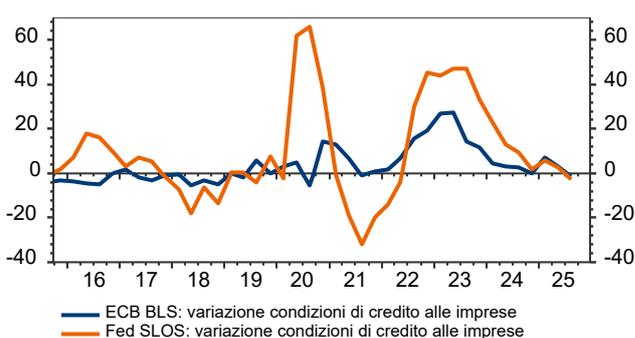
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



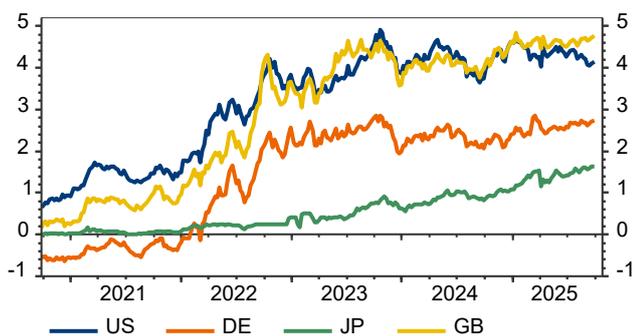
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



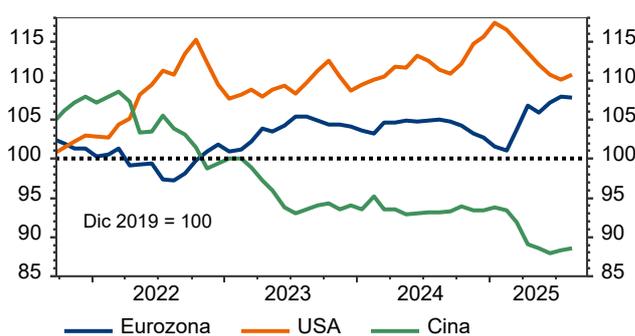
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

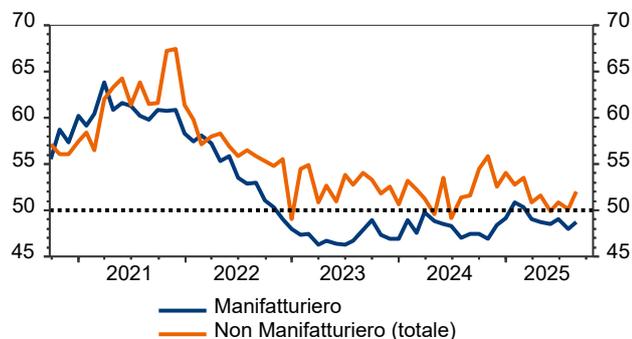
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

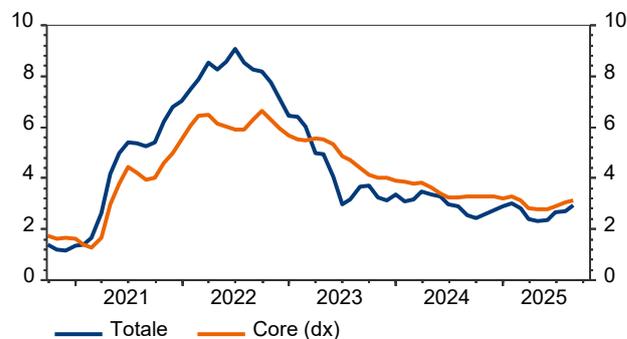
## Stati Uniti

Indagini ISM



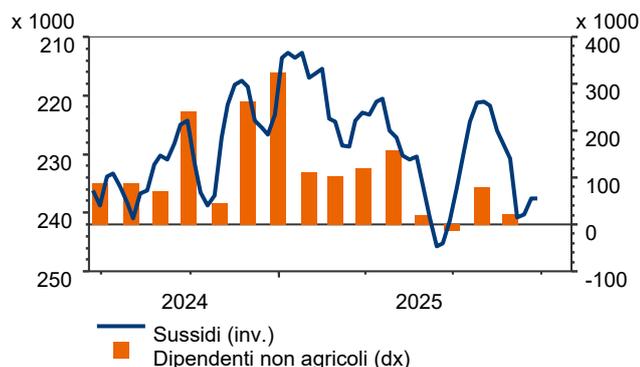
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



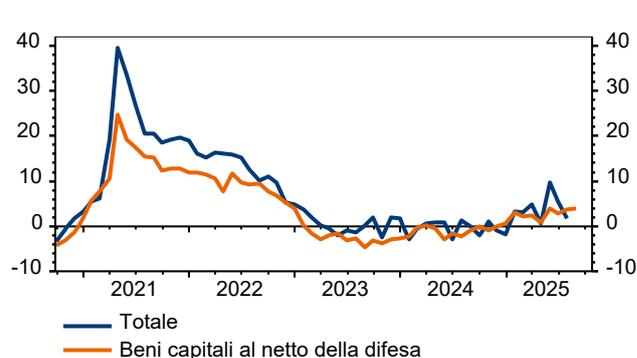
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

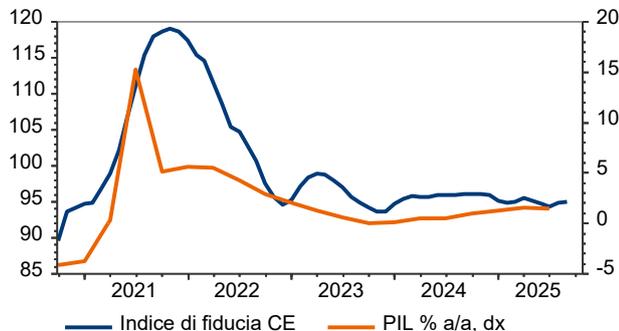
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.7	1.6	2.4	2.0	2.1	1.5	1.3	1.8	1.3	1.6
- trim./trim. annualizzato				1.9	-0.6	3.8	1.0	1.1	1.3	1.9	2.1
Consumi privati	2.9	2.3	1.2	3.9	0.6	2.5	1.3	1.1	0.9	1.1	1.4
IFL - privati non residenziali	2.9	4.1	4.1	-3.7	9.5	7.3	2.2	3.7	3.0	5.2	5.1
IFL - privati residenziali	3.2	-1.1	1.9	4.3	-1.0	-5.1	0.2	1.5	3.0	4.0	2.2
Consumi e inv. pubblici	3.8	1.3	0.8	3.3	-1.0	-0.1	0.6	0.9	0.8	1.1	0.8
Esportazioni	3.6	0.4	3.6	-0.9	0.2	-1.8	-1.9	0.5	6.4	6.2	6.1
Importazioni	5.8	3.0	0.7	-0.2	38.0	-29.3	-3.0	0.5	5.4	5.3	5.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.0	-0.1	-0.2	-0.9	2.6	-3.2	-0.4	-0.4	0.1	0.1	0.3
Partite correnti (% PIL)	-4.1	-4.1	-3.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.1	-7.8								
Debito pubblico (% PIL)	138.2	139.4	141.7								
CPI (a/a)	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.4	2.9	3.4	3.0	2.9	2.9
Produzione industriale	-0.3	1.1	1.4	-0.3	1.0	0.4	0.1	-0.5	0.4	0.9	0.7
Disoccupazione (%)	4.0	4.3	4.4	4.1	4.1	4.2	4.4	4.5	4.4	4.4	4.4

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

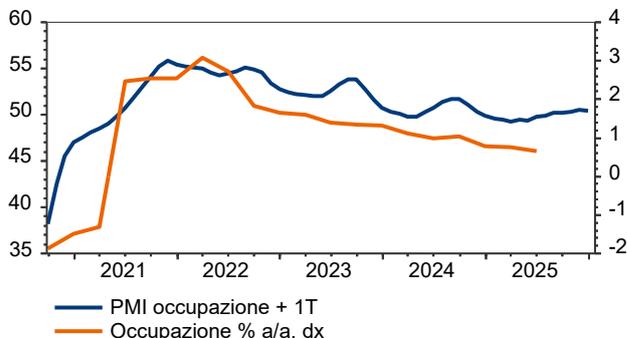
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	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	2.3	2.1
ott-25	129.5	126.5	123.2	128.8	2.0	2.3	2.3	1.9
nov-25	129.1	126.0	122.6	128.4	1.9	2.4	2.4	1.8
dic-25	129.4	126.4	123.1	128.7	1.9	2.3	2.3	1.7
<b>Media</b>	<b>128.7</b>	<b>125.3</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	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	125.1	121.5	128.0	1.6	2.0	2.0	1.5
feb-26	129.2	125.7	122.2	128.5	1.5	2.0	2.0	1.5
mar-26	130.1	126.7	123.4	129.4	1.6	1.9	2.0	1.5
apr-26	130.9	127.6	124.5	130.2	1.7	1.8	1.9	1.6
mag-26	131.1	127.8	124.7	130.3	1.8	1.8	2.0	1.7
giu-26	131.6	128.4	125.1	130.9	1.9	2.0	2.0	1.9
lug-26	131.4	128.3	124.9	130.6	1.8	2.0	2.0	1.7
ago-26	131.6	128.6	125.2	130.8	1.8	2.0	2.0	1.7
set-26	131.7	128.8	125.4	130.9	1.8	2.0	2.0	1.7
ott-26	131.9	128.9	125.6	131.1	1.8	1.9	2.0	1.8
nov-26	131.5	128.4	125.0	130.7	1.9	1.9	2.0	1.8
dic-26	131.9	128.8	125.5	131.0	1.9	1.9	2.0	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>2.0</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.

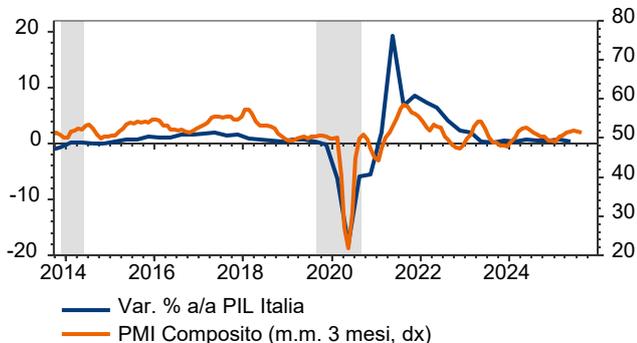
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024			2025			2026		
				T4	T1	T2	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.2	0.9	1.3	1.6	1.5	1.1	0.8	0.5	0.7	1.1	
- t/t				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	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	
Investimenti fissi	-2.1	2.4	2.1	0.6	2.7	-1.8	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7	
Consumi pubblici	2.3	1.5	1.3	0.5	-0.1	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
Esportazioni	0.4	0.9	0.1	0.1	2.2	-0.5	-1.0	-0.4	0.2	0.2	1.0	
Importazioni	-0.4	3.0	2.5	-0.1	2.2	-0.0	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.7	0.6	-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	1.8	2.2	2.3	2.0	2.1	1.9	1.6	1.8	1.8	
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.7	1.3	-1.6	1.5	1.4	1.9	2.0	0.2	1.2	1.6	
Disoccupazione (%)	6.4	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	3.0	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

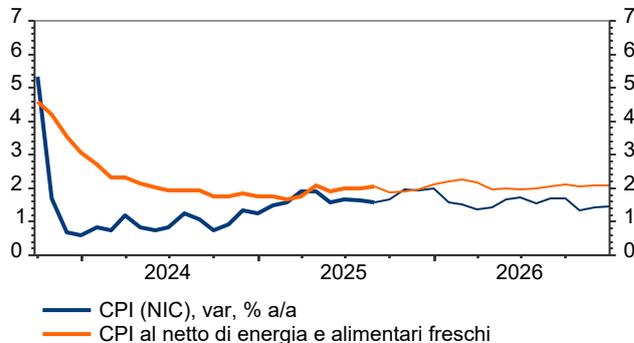
## Italia

### 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	123.6	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	2.0	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 ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI 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	1.8	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	127.4	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	125.5	124.0	123.9	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>Media</b>	<b>126.6</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									
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3				
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	0.8	0.6	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4	0.7	0.9				
- t/t				0.2	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3				
Consumi privati	0.4	0.6	0.8	0.2	0.2	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
Investimenti fissi	0.0	2.3	0.9	1.7	1.1	1.0	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.3				
Consumi pubblici	1.1	0.4	0.5	0.2	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1				
Esportazioni	-0.3	0.3	0.3	-0.2	2.1	-1.7	0.5	0.0	0.1	0.2	0.3				
Importazioni	-1.5	2.6	2.0	-0.2	1.3	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.3	0.5	-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)	134.9	136.6	138.0												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	1.9	1.6	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	-4.3	-1.7	-0.5	0.8	0.8	0.3	0.2	0.2				
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.3	6.5	6.2	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	6.4	6.5				
Tasso a 10 anni (%)	3.7	3.6	3.9	3.5	3.7	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	3.9				

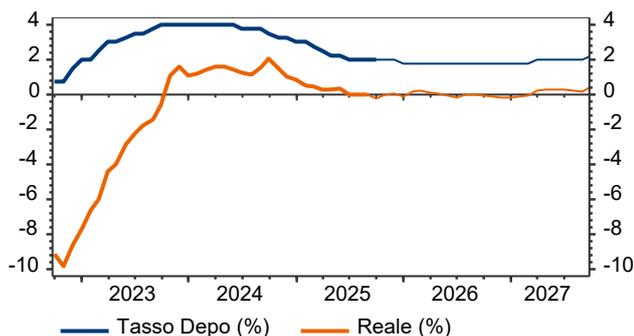
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	25/9	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

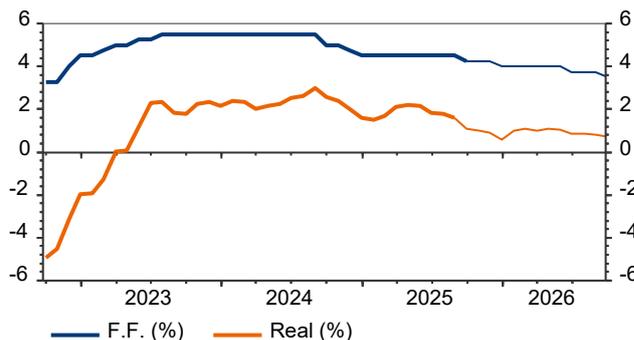


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	25/9	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

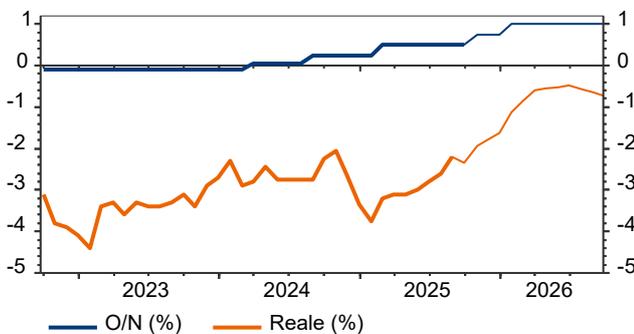


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

	dic	mar	giu	25/9	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>0.57</b>	0.52	0.90	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

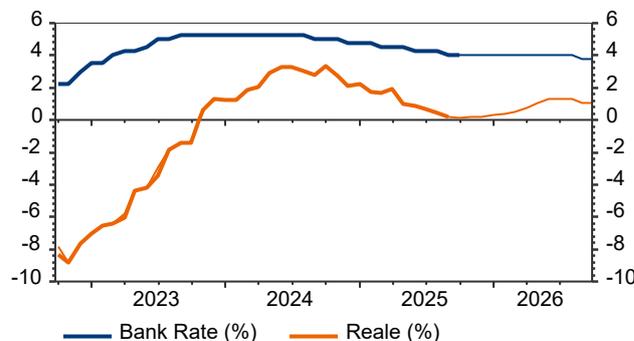


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	25/9	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	26/9	1m	3m	6m	12m	24m
<b>EUR/USD</b>	1.06	1.12	1.08	1.17	1.17	<b>1.1678</b>	1.18	1.19	1.20	1.20	1.18
<b>USD/JPY</b>	149	145	151	144	148	<b>149.77</b>	145	143	140	138	136
<b>GBP/USD</b>	1.22	1.34	1.29	1.37	1.35	<b>1.3350</b>	1.36	1.36	1.37	1.38	1.38
<b>EUR/CHF</b>	0.97	0.95	0.95	0.94	0.94	<b>0.9332</b>	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
<b>EUR/JPY</b>	158	161	162	169	172	<b>174.91</b>	171	170	168	166	160
<b>EUR/GBP</b>	0.87	0.83	0.84	0.85	0.86	<b>0.8744</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

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com