

Weekly Economic Monitor

Il punto

Nell'**Eurozona**, le indagini congiunturali della Commissione Europea e i PMI mostrano un'attività economica ancora fiacca, malgrado timidi segnali di ottimismo sull'andamento futuro della produzione. La lieve risalita dell'inflazione registrata in settembre sarà annullata già in ottobre: le pressioni inflattive continuano ad allentarsi. Sul fronte delle politiche fiscali, il Governo italiano ha confermato che il deficit sta calando più rapidamente delle attese e ha mantenuto gli obiettivi di riduzione già fissati per i prossimi anni. Negli **Stati Uniti**, la chiusura degli uffici federali ridurrà la disponibilità di dati per interpretare le dinamiche di questa complessa fase congiunturale. La risoluzione dell'*impasse* non sarà rapida e dipenderà da come gli elettori accoglieranno il *blame game* fra maggioranza e opposizione.

**Area euro.** In **Italia**, il Governo ha annunciato che **il deficit pubblico calerà al 3% già quest'anno**, quando era previsto che raggiungesse il 3,3%, mentre ha confermato gli **obiettivi per il triennio successivo (2,8% nel 2026, 2,6% nel 2027 e 2,3% nel 2028)**. La riduzione avverrebbe senza ridurre marcatamente gli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale, che oscillerebbero fra il 3,3 e il 3,6% del PIL nel prossimo triennio (2025: 3,5%). La riduzione del rapporto debito/PIL dovrebbe iniziare nel 2027 per continuare nel 2028 (136,4%); il prossimo anno è previsto un netto incremento a 137,4%, ancora pesantemente condizionato dagli effetti di cassa dei passati programmi di crediti di imposta per le ristrutturazioni edili. Le proiezioni di bilancio si basano su ipotesi di crescita del PIL a prezzi costanti in linea con la mediana del consenso e con le nostre stime. In particolare, la crescita è ipotizzata a 0,5% nel 2025 e a 0,7% nel 2026. Secondo le stime dell'esecutivo, la manovra di bilancio avrà impatti neutri sulla crescita del prossimo anno, mentre gli interventi eserciterebbero marginali effetti espansivi sul biennio seguente. Il Documento Programmatico di Finanza Pubblica approvato ieri sera dal Consiglio dei Ministri sarà esaminato dal Parlamento a partire dal 9 ottobre. L'accelerazione del consolidamento fiscale dovrebbe consentire l'**uscita dalla procedura contro i disavanzi eccessivi il prossimo anno**. Tuttavia, la certezza si avrà soltanto nella primavera del 2026, con la pubblicazione dei dati ufficiali sull'indebitamento 2025. In caso di conferma, si sbloccherebbe l'aumento delle spese militari, programmato dal governo in EUR 12 miliardi complessivi nell'arco del prossimo triennio e che sfrutterebbe la possibilità, prevista dalle regole fiscali europee, di avere una dinamica della spesa netta superiore a quella concordata nel periodo 2025-28 per questioni di sicurezza nazionale.

3 ottobre 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

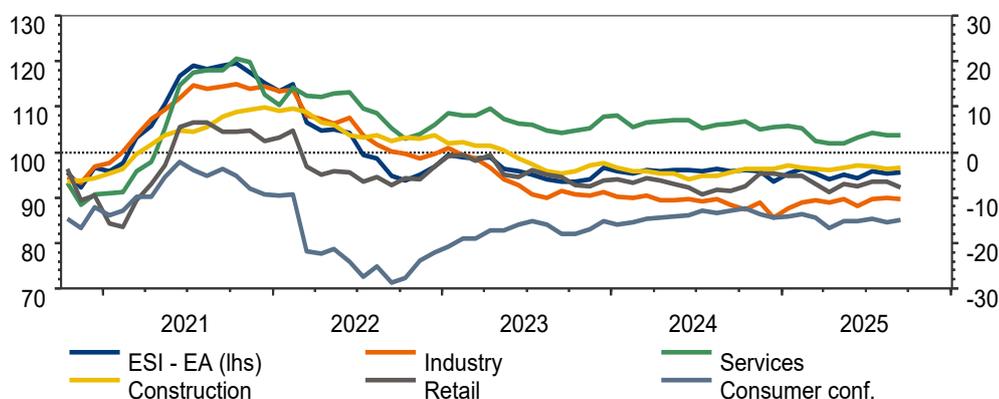
Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

International Research Network

Silvia Guizzo  
Economista – Asia Ex Giappone

Eurozona: gli indici di fiducia delle imprese non mostrano ancora segnali di miglioramento



Fonte: Commissione Europea

- Sul fronte dei dati economici, la stima preliminare di **inflazione nell'Eurozona a settembre** è di **2,2%** (consenso: 2,3%, nostra previsione 2,2%). Il rialzo riflette soprattutto il ridimensionamento del contributo negativo dell'energia (da -2,0% a -0,4%). I servizi hanno registrato una lieve accelerazione da 3,1% a 3,2%, mentre alimentari, alcol e tabacchi sono rallentati al 3,0% e i beni industriali non energetici sono rimasti stabili allo 0,8%. L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi è salita al 2,4%, mentre la misura core al netto anche di alcol e tabacco è rimasta ferma al 2,3% per il quinto mese consecutivo. Riteniamo che **l'inflazione tornerà a calare già in ottobre**, scendendo sotto il 2% nell'ultimo bimestre del 2025.
- Le **indagini congiunturali della Commissione Europea** hanno mostrato un **aumento dell'indice di fiducia complessivo** da 95,3 a 95,5: un esito migliore delle attese, dovuto all'aumentata fiducia dei consumatori (0,6), sostenuta da un minor pessimismo circa l'evoluzione delle proprie condizioni finanziarie future e a migliori prospettive di acquisto nei prossimi dodici mesi. Un'indicazione confortante per la BCE è l'ulteriore discesa delle intenzioni di revisione dei prezzi da parte delle imprese dei servizi, anche se restano più elevate rispetto agli anni precedenti la pandemia. Gli indici settoriali mostrano un **lieve calo del clima di fiducia nei servizi e nell'industria**, un **forte calo nel commercio al dettaglio** e un **marginale aumento nelle costruzioni**; tutti restano sotto la media di lungo termine, eccetto che nelle costruzioni, a rimarcare che la crescita economica resta stentata. Nell'industria migliorano le attese sulla produzione e diventano meno negative le prospettive occupazionali, anche se il giudizio sul livello corrente degli ordini resta molto negativo.
- Il **PMI manifatturiero dell'Italia** è calato da 50,4 a 49,0 in settembre: spicca una marcata flessione degli ordinativi esteri (46,9) e della produzione (49,2, dopo un effimero e sospetto balzo a 52,2 in agosto). L'indice per l'**Eurozona** si colloca a 49,8 e mostra flessioni meno marcate degli indici sugli ordinativi rispetto all'indagine italiana. Significativa la revisione della stima flash tedesca da 48,5 a 49,5, che ridimensiona il calo rispetto ad agosto a soli 0,3 punti. Il **PMI italiano dei servizi** migliora di un punto a 52,5, confermandosi in territorio espansivo.
- **Mercato del lavoro**: in agosto, il tasso di disoccupazione in Eurozona è marginalmente aumentato da 6,2 a 6,3%. Il dato si colloca a un livello basso rispetto alla serie storica. In Italia, il tasso di disoccupazione rimane stabile al 6%, confermando il minimo da aprile 2024. Si registra un calo congiunturale del numero di occupati associato a un aumento delle persone in cerca di lavoro e degli inattivi.

#### La prossima settimana:

- La **produzione industriale** è attesa nuovamente in flessione ad agosto in Italia e Germania. In Germania, dopo il progresso di +1,3% m/m registrato a luglio, prevediamo un calo di -1% m/m: un andamento coerente con la pesante contrazione del traffico di mezzi pesanti e dai dati VDA sulla produzione di automobili. In Italia, dopo due mesi di modesto incremento, la produzione dovrebbe correggere di -0,1% m/m. Le indagini di fiducia Istat sembrano suggerire che il settore potrebbe aver toccato il fondo ma sono compatibili con un'attività manifatturiera ancora debole nei prossimi mesi.
- In Eurozona, stimiamo che le **vendite al dettaglio** siano tornate a crescere di 0,2% m/m in agosto, da un precedente -0,5% m/m. Nel complesso, però, nell'ultimo trimestre i dati sugli acquisti sono risultati piuttosto volatili senza evidenziare una chiara tendenza rialzista. Anche le indagini di fiducia condotte tra consumatori e commercianti al dettaglio non anticipano ancora una riaccelerazione delle spese nei prossimi mesi.

**Stati Uniti.** La settimana è stata segnata dalla chiusura degli uffici federali (*shutdown*), che, oltre ad alimentare l'incertezza politica ed economica, rischia di tradursi in un vero e proprio blackout statistico. Sul fronte della politica monetaria, il dibattito interno alla Federal Reserve ha confermato le divisioni tra Board e presidenti regionali. Dal punto di vista macroeconomico, l'ISM manifatturiero ha sorpreso al rialzo e i dati relativi a redditi e spesa personale di agosto hanno mostrato consumi ancora solidi. Di contro, la fiducia dei consumatori (Conference Board) è scesa ai minimi da cinque mesi e gli indicatori del mercato del lavoro hanno evidenziato ulteriori segnali

di raffreddamento. I deflatori PCE sono stati stabili e in linea con le attese. La prossima settimana l'attenzione sarà concentrata sulle minute della riunione FOMC di settembre e sulla fiducia preliminare rilevata dall'Università del Michigan.

■ **Debito USA: scatta lo shutdown federale, impatto immediato su dati economici e lavoro.** Il

Congresso non è riuscito ad approvare i finanziamenti entro la chiusura dell'anno fiscale (30 settembre), innescando la prima chiusura governativa dal 2019. La mancata intesa sulla misura ponte al Senato ha determinato la sospensione di una parte delle attività federali. La distanza tra maggioranza e opposizione al momento non sembra facilmente colmabile: mentre i Repubblicani propongono un'estensione della spesa ai livelli correnti, i Democratici vogliono rimettere in discussione i tagli alla sanità, come contropartita per i propri voti. Il presidente Trump ha minacciato tagli permanenti e licenziamenti nel caso in cui la crisi non venga risolta. La Camera non si riunirà prima della prossima settimana e la chiusura potrebbe rivelarsi prolungata: alla fine, l'esito dipenderà da come la responsabilità per i disagi sarà attribuita dall'opinione pubblica a una o all'altra parte. Il rischio di default tecnico resta contenuto. Secondo il CBO, circa 750.000 dipendenti federali sono stati messi in congedo, e ogni giorno circa 400 milioni di dollari in salari vengono differiti a dopo la fine della crisi. La severità dell'**impatto economico** dipenderà dalla durata della chiusura. Nel 2019, i 35 giorni di blocco costarono circa 3 miliardi di dollari, pari allo 0,02% del PIL. In caso di prolungamento, oltre ai salari differiti si aggiungerebbero ritardi nei rimborsi fiscali (circa 20 miliardi di dollari dovuti tra ottobre e novembre) e la sospensione di contratti federali. Effetti che, tuttavia, dovrebbero in gran parte riassorbirsi con la normalizzazione dell'attività. L'impatto più immediato riguarda la disponibilità di dati: la chiusura dei Dipartimenti del Lavoro e del Commercio renderà impossibile la pubblicazione di statistiche importanti, come quelle su occupazione, inflazione e vendite al dettaglio.

■ **Guerra commerciale: il fronte USA si amplia con nuove misure settoriali.** Dopo gli annunci

della scorsa settimana, la Casa Bianca ha formalizzato con un [ordine esecutivo](#) l'introduzione di nuovi dazi nell'ambito della Section 232. Dal 14 ottobre scatteranno tariffe del 10% sul legname e del 25% su cucine e arredi da bagno, con un'escalation prevista al 1° gennaio 2026: i dazi saliranno allora al 30% sugli arredi e al 50% su cucine e arredi da bagno. I dazi del 100% sui farmaci, invece, non sono ancora stati introdotti. Parallelamente è in corso una dozzina di indagini Section 232 su comparti strategici (semiconduttori, robotica, macchinari industriali, apparecchiature mediche), con l'amministrazione Trump che ha già segnalato l'intenzione di accelerare l'iter di revisione rispetto al limite legale di 270 giorni. La mossa arriva mentre la Corte Suprema si prepara a esaminare, dal 5 novembre, la legittimità dei dazi imposti attraverso l'IEEPA, già respinti dai tribunali inferiori. Qualora fossero dichiarati illegittimi, la Casa Bianca potrebbe comunque fare leva sull'arsenale della Section 232, che include già dazi su rame, acciaio e alluminio. L'accelerazione conferma la volontà di blindare la strategia protezionistica, mantenendo aperti più fronti. Le **nuove stime del Budget Lab** (aggiornate al 26 settembre) indicano che le tariffe 2025 – incluse quelle sui farmaci, mobili e camion – portano l'aliquota media teorica al 17,9% nel breve periodo e al 16,7% nel lungo termine, i livelli più alti dagli anni '30. L'effetto sui prezzi al consumo è stimato a +1,7% nel 2025 (pari a circa 2.400 dollari per famiglia), con un pass-through particolarmente elevato per abbigliamento e pelle. L'impatto sul PIL è di -0,5 pp nel 2025 e -0,4 pp nel 2026, con occupazione inferiore di circa 490 mila unità entro fine 2025.

■ **Redditi e spesa personale di agosto (pubblicati venerdì 26 settembre) in crescita, deflatori**

**stabili.** Il reddito personale è aumentato dello 0,4% m/m come a luglio e leggermente sopra il consensus, mentre la spesa ha accelerato a +0,6% m/m (da +0,5%), oltre le attese. Il deflatore PCE è salito dello 0,3% m/m (da 0,2% di luglio), portando l'inflazione annua al 2,7% (da 2,6%), in linea con il consensus. Il PCE core ha segnato un incremento di +0,2% m/m come a luglio, in linea con le attese, stabile al 2,9% a/a.

■ **ISM di settembre: manifatturiero in lieve recupero, attesa stabilità per i servizi.** L'indice

manifatturiero è salito a 49,1 da 48,7, leggermente sopra le attese, segnando il settimo mese consecutivo di contrazione. La produzione è rimbalsata (51,0 da 47,8), mentre i nuovi ordini

sono scesi sotto quota 50 (48,9 da 51,4). L'occupazione resta depressa, pur con un moderato miglioramento (45,3 da 43,8). L'indice dei prezzi pagati si è attenuato (61,9 da 63,7) ma rimane elevato. Oggi pomeriggio sarà pubblicato l'ISM servizi, atteso stabile a 52 punti, sui massimi degli ultimi sei mesi: l'attenzione sarà rivolta in particolare alle componenti occupazione e prezzi pagati.

- **Occupazione: segnali di raffreddamento dal mercato del lavoro.** I JOLTS di agosto hanno registrato un lieve incremento delle aperture di posti a 7,23 mln (+19mila da luglio rivisto a 7,21 mln), ma restano ben al di sotto dei livelli della prima metà dell'anno (oltre 7,5 mln). **Il rapporto tra posti vacanti e disoccupati è calato a 0,97.** In aggiunta, l'ADP di settembre ha registrato la perdita di -32mila posizioni, segnando il peggior dato dal marzo 2023 e il secondo calo consecutivo del settore privato. Nel complesso, un quadro coerente con un peggioramento del quadro occupazionale.
- **Fiducia dei consumatori in calo a settembre: timori sul lavoro spingono l'indice ai minimi da cinque mesi.** L'indice del Conference Board è sceso a 94,2 da 97,8, sotto le attese, minimo da aprile. La flessione riflette soprattutto il calo dell'indice sulla situazione attuale (125,4 da 132,4), penalizzato dal nono calo consecutivo nella percezione della disponibilità di posti di lavoro (26,9% da 30,2%). L'indice delle aspettative è diminuito a 73,4, anche a causa dei rinnovati timori per l'inflazione, anche se le attese a 12 mesi sono scese leggermente al 5,8% dal 6,1%.
- **Politica monetaria: Fed ancora divisa, tra cautela e aperture a nuovi tagli.** Tra i votanti, **Bowman** (Board) si è posizionata tra i più dovish, avvertendo che la Fed è in ritardo sui tagli e segnalando il 2,5% come livello appropriato dei fed funds. **Jefferson** (Board) ha avvertito che il mercato del lavoro potrebbe subire pressioni e stima una crescita dell'1,5% per il 2025, con un ritorno della disinflazione dal 2026. **Williams** (New York Fed) ha confermato che la politica monetaria resta restrittiva, giustificando il taglio di settembre e insistendo sulla necessità di riportare l'inflazione al 2% evitando un indebolimento eccessivo del mercato del lavoro. **Musalem** (Fed di St. Louis) ha minimizzato l'impatto dei dazi sull'inflazione e ha invitato alla cautela. **Collins** (Fed di Boston) ha sottolineato che l'economia è resiliente, ma con segnali di indebolimento del mercato del lavoro e un'inflazione ancora sopra target, ha sostenuto il taglio di settembre ma ritiene ancora appropriata una *stance* modestamente restrittiva. Tra i non votanti, **Hammack** (Fed di Cleveland) ha mantenuto una linea più restrittiva avvertendo che l'inflazione resta troppo elevata, trainata dai dazi e dai servizi, e che serve una *stance* restrittiva ancora a lungo. **Barkin** (Fed di Richmond) ha parlato di rischi limitati sia per l'inflazione che per la disoccupazione, sottolineando quindi la possibilità di bilanciare meglio i due obiettivi della Fed. **Daly** (Fed di San Francisco) ha ribadito la necessità di nuovi tagli, pur evidenziando fragilità del mercato del lavoro.

#### La prossima settimana:

- **Fiducia dei consumatori, permane la debolezza.** L'indice preliminare del Michigan di ottobre dovrebbe restare su livelli depressi, con famiglie ancora condizionate da inflazione elevata (4,7% a un anno; 3,7% a 5-10 anni a settembre) e segnali di rallentamento occupazionale. I margini di recupero sul sentiment appaiono quindi limitati.
- **Bilancia commerciale di agosto** (dato definitivo) dovrebbe confermare il ridimensionamento del disavanzo a -USD 61.4 mld, dal precedente -USD 78.3 mld di luglio, in linea con le attese.
- **Politica monetaria.** La prossima settimana verranno rilasciate le minute della riunione del FOMC del 16-17 settembre scorso.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (06 – 10)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun	6/10	09:00	SPA		ago	2.5	%
	-	11:00	EUR		ago	-0.5	%
							0.1
Mar	7/10	01:30	GIA	*	ago	1.4	%
	-	08:00	GER	*	ago	-2.9	%
	-	14:30	USA		ago	-78.3	Mld \$
							-61.0
Mer	8/10	08:00	GER	**	ago	1.3	%
							-1.0
Gio	9/10	08:00	GER		ago	14.7	Mld €
	-	14:30	USA	*	settim		Mln
	-	14:30	USA	*	settim		x1000
Ven	10/10	10:00	ITA	**	ago	0.4	%
	-	16:00	USA		ott	55.1	

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 (06 – 11)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	6/10	09:30	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		19:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		19:30	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
Mar	7/10	16:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		16:30	USA	Discorso di Miran (Fed)
		17:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		18:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer	8/10	15:20	USA	Discorso di Musalem (Fed)
		15:30	USA	Discorso di Barr (Fed)
		17:00	GB	Discorso di Pill (BoE)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
		21:15	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		22:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
Gio	9/10	10:30	GB	Discorso di Mann (BoE)
		12:25	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di settembre
		14:30	USA	* Discorso di Powell (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed) e Barr (Fed)
	-		EUR	* Riunione Eurogruppo
Ven	10/10	03:40	USA	Discorso di Daly (Fed)
		15:45	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Musalem (Fed)
	-		BEL	* Moody's si pronuncia sul debito sovrano del Belgio
			ITA	* S&P si pronuncia sul debito sovrano dell'Italia
			EUR	* Riunione Ecofin
Sab	11/10	11:30	EUR	Discorso di Kazaks (BCE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	lug	-0.2	%		-0.1
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	lug	+2.2 (2.1)	%	1.6	+1.8
PMI (Chicago)	set	41.5		43.0	40.6
Fiducia consumatori (CB)	set	97.8 (97.4)		96.0	94.2
Nuovi occupati: stima ADP	set	-3.0 (54.0)	x1000	50.0	-32.0
Markit PMI Manif. finale	set	52.0			52.0
Spesa in costruzioni	ago	-0.1	%	-0.1	
Indice ISM manifatturiero	set	48.7		49.0	49.1
Richieste di sussidio	settim	218.0	x1000	223.0	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.9	Mln	1.932	
Ordinativi industriali m/m	ago	-1.3	%	1.4	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	2.9	%		
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.4	%		
Tasso di disoccupazione	set	4.3	%	4.3	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	22.0	x1000	50.0	
Salari orari m/m	set	0.3	%	0.3	
Markit PMI Composito finale	set	53.6			
Markit PMI Servizi finale	set	53.9			
Indice ISM non manifatturiero composito	set	52.0		51.7	

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori finale	set	-14.9		-14.9	-14.9
EUR	Fiducia servizi	set	3.8 (3.6)		3.7	3.6
EUR	Fiducia industria	set	-10.2 (-10.3)		-10.9	-10.3
EUR	Indice di fiducia economica	set	95.3 (95.2)		95.2	95.5
EUR	PMI manifatturiero finale	set	49.5		49.5	49.8
EUR	CPI a/a stima flash	set	2.0	%	2.2	2.2
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	2.3	%	2.3	2.4
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	6.2	%	6.2	6.3
EUR	PMI servizi finale	set	51.4		51.4	51.3
EUR	PMI composito finale	set	51.2		51.2	51.2
EUR	PPI a/a	ago	0.2	%	-0.4	
FRA	Spese per consumi m/m	ago	-0.6 (-0.3)	%	0.3	+0.1
FRA	IPCA a/a prelim	set		%	1.3	1.1
FRA	PMI manifatturiero finale	set	48.1		48.1	48.2
FRA	Produzione industriale m/m	ago	-0.1 (-1.1)	%	0.2	-0.7
FRA	PMI servizi finale	set	48.9		48.9	48.5
GER	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.5 (-1.5)	%	0.6	-0.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	ago	3.3 (1.9)	%	1.8	+1.8
GER	Prezzi import a/a	ago	-1.4	%	-1.4	-1.5
GER	Tasso di disoccupazione	set	6.3	%	6.3	6.3
GER	Variazione n° disoccupati	set	-7.0	x1000	8.0	14
GER	IPCA m/m prelim	set	0.1	%	0.1	0.2
GER	CPI (Lander) a/a prelim	set	2.2	%	2.3	2.4
GER	IPCA a/a prelim	set	2.1	%	2.2	2.4
GER	CPI (Lander) m/m prelim	set	0.1	%	0.1	0.2
GER	PMI manifatturiero finale	set	48.5		48.5	49.5
GER	PMI servizi finale	set	52.5		52.5	51.5
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	ago	6.0	Mld €		1.78
ITA	IPCA m/m prelim	set	-0.2	%	1.1	1.3
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	set	1.6	%	1.7	1.6
ITA	IPCA a/a prelim	set	1.6	%	1.7	1.8
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	set	0.1	%	-0.1	-0.2
ITA	Fatturato industriale a/a	lug	0.3	%		+1.2
ITA	Fatturato industriale m/m	lug	1.2	%		+0.4
ITA	PMI manifatturiero	set	50.4		50.0	49.0
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	5.9 (6.0)	%	6.0	6.0
ITA	PMI servizi	set	51.5		51.5	52.5
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	1.8	%		+0.5
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T2	8.5	%		
SPA	IPCA a/a prelim	set		%	3.0	3.0

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

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	set	-242.8	Mld ¥ JP		
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	set	2.7	%		
CPI (naz.) a/a	set	2.7	%		
PMI manifatturiero prelim	ott	48.5			
Vendite al dettaglio a/a	ago	0.4	(0,3)	%	1.0 -1.1
Produzione industriale m/m prelim	ago	-1.2		%	-0.8 -1.2
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T3	13.0			15.0 14
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T3	34.0			34.0 34
PMI manifatturiero finale	set	48.4			48.5
Fiducia delle famiglie	set	34.9			35.3
Job to applicant ratio	ago	1.2			1.2 1.20
Tasso di disoccupazione	ago	2.3		%	2.4 2.6

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

**Cina**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	set	50.5			50.6
PMI manifatturiero - NBS	set	49.4		49.6	49.8
PMI non manifatturiero - NBS	set	50.3			50.0
PMI manifatturiero - Caixin	set	50.5		50.2	51.2
PMI servizi - Caixin	set	53.0			52.9

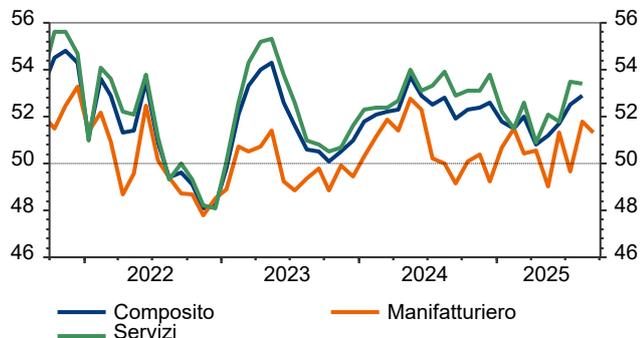
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: LSEG Datastream

**Cina: indici PMI settembre 2025.** Mentre gli indici PMI del settore manifatturiero sono saliti più delle attese di consenso in settembre, trainati principalmente dal miglioramento degli ordini esteri, quelli relativi al settore dei servizi hanno subito un lieve ritracciamento rispetto ai massimi di agosto. Nel complesso gli indici segnalano un miglioramento dell'attività in settembre e le medie trimestrali sono coerenti con una moderata espansione dell'attività economica nel 3° trimestre, ancora trainata dal settore dei servizi.

**India: la RBI apre la porta ad un ulteriore allentamento.** La RBI ha lasciato invariati i tassi di riferimento e l'orientamento neutrale, mantenendo un atteggiamento prudentiale in attesa di valutare gli impatti dei tagli passati e di avere maggiore chiarezza sul fronte dei dazi. Il tono accomodante del comunicato lascia comunque aperta la porta ad un ulteriore allentamento monetario nei prossimi mesi.

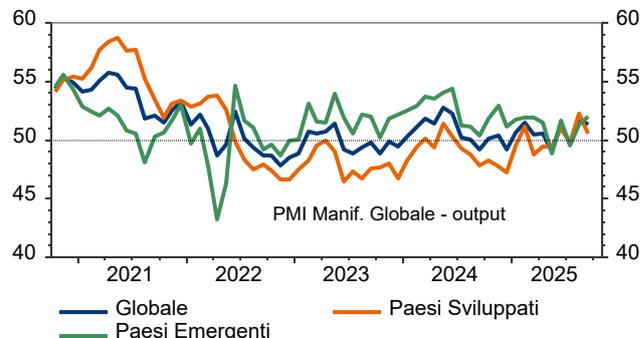
## Ciclo Reale

**PMI globale: manifatturiero e servizi**



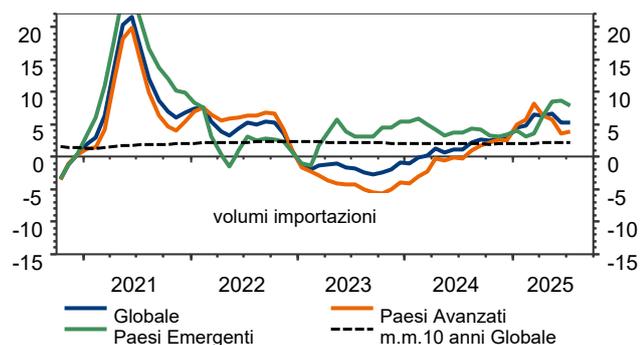
Fonte: S&P Global

**PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti**



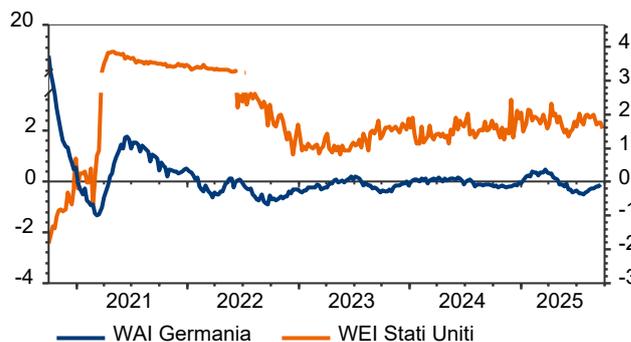
Fonte: S&P Global

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



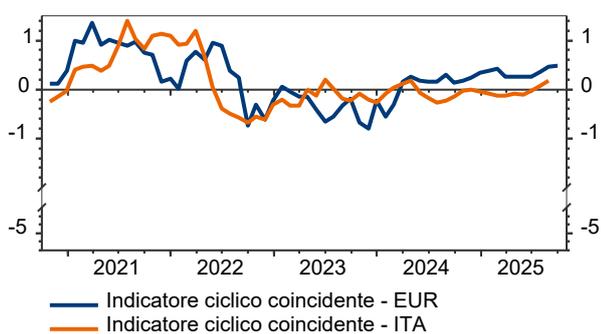
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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



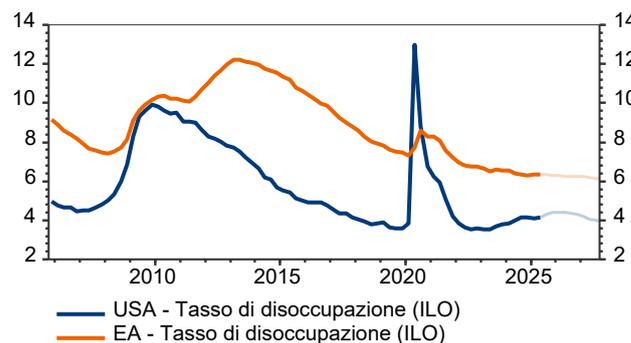
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

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



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

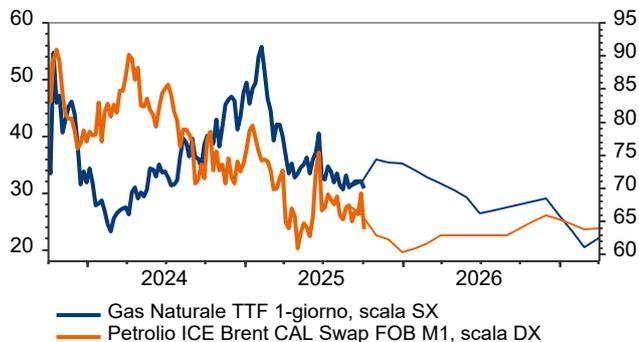
**Tasso di disoccupazione (ILO)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

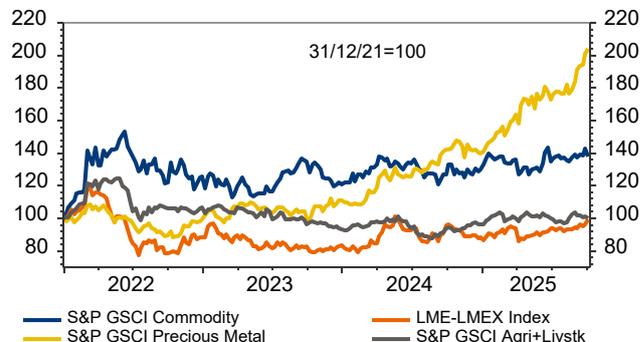
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



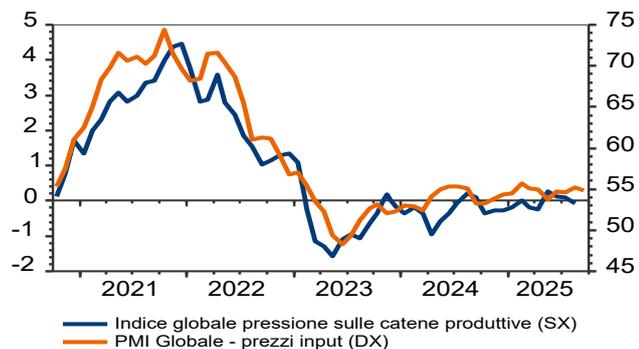
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



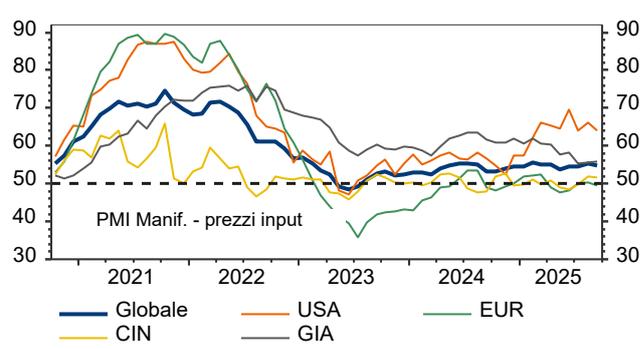
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



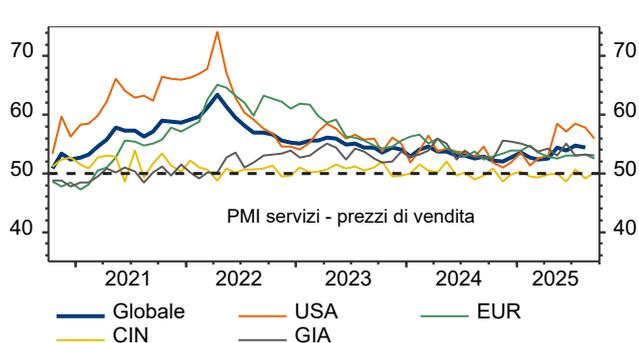
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



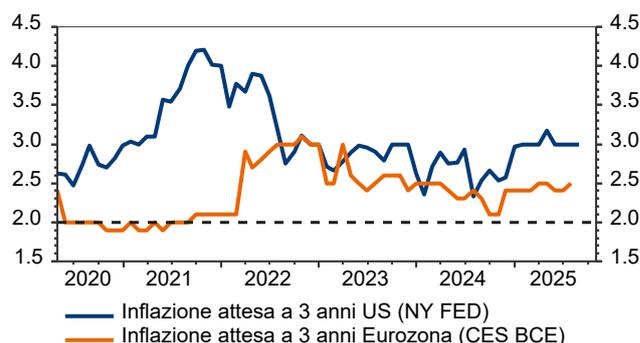
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

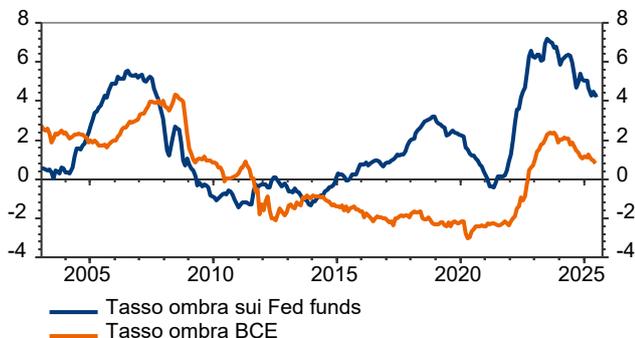
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

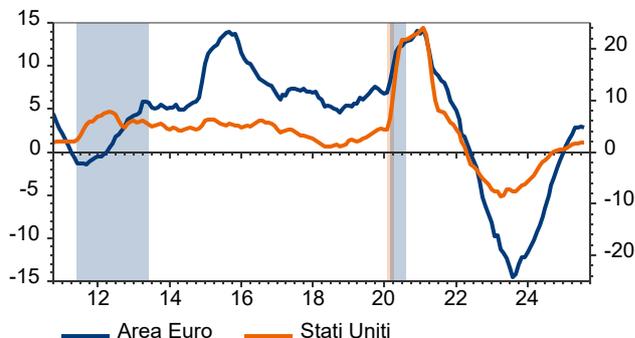
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

**M1 reale, variazione % a/a**



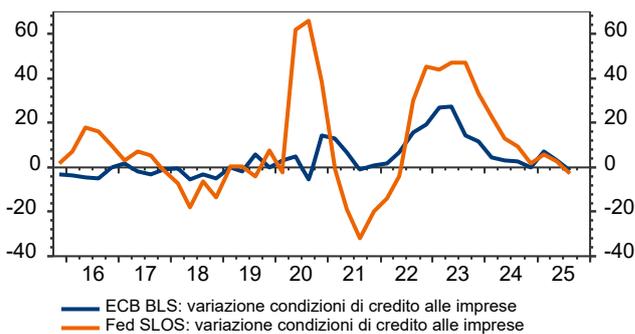
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

**Tassi sui mutui residenziali**



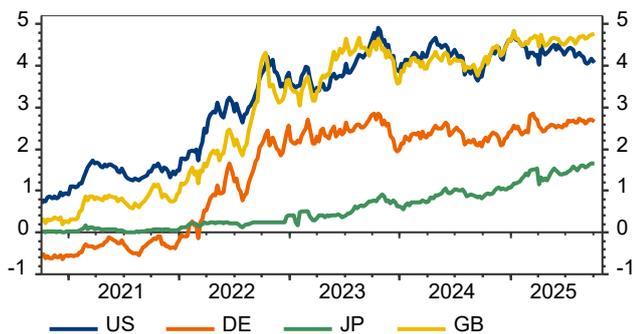
Fonte: Fed, BCE

**Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie**



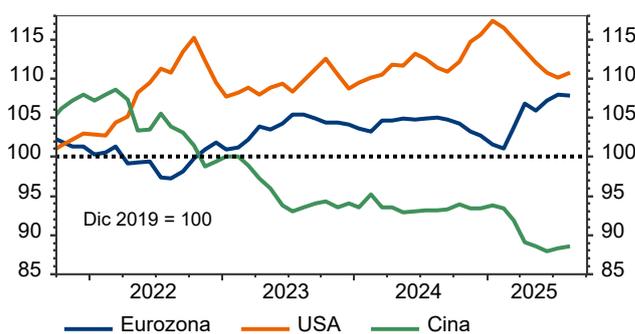
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: LSEG Datastream

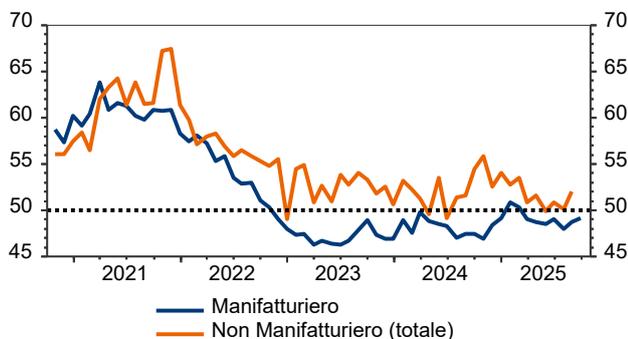
**Cambi reali effettivi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

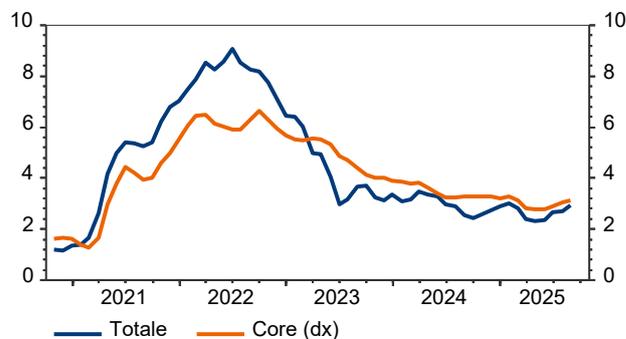
## Stati Uniti

### Indagini ISM



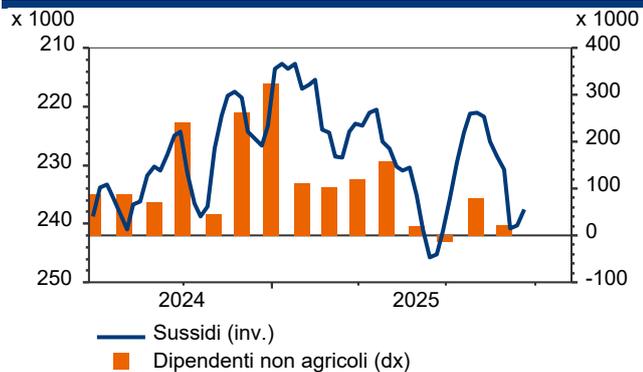
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



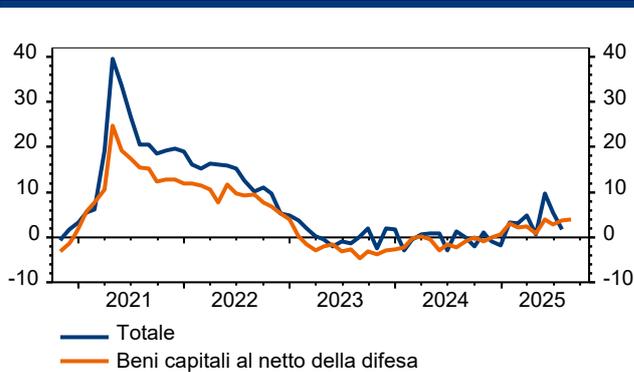
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

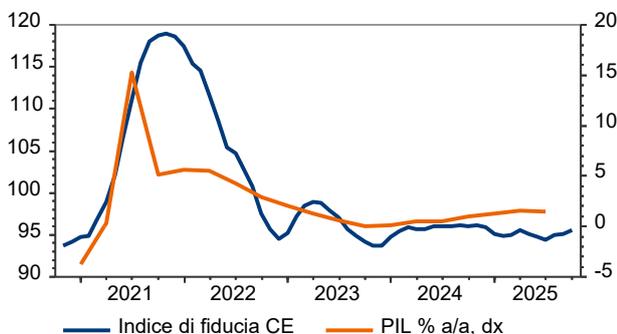
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026			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

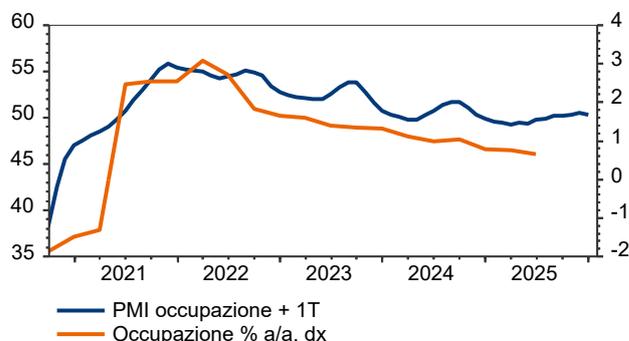
## Area euro

### 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	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA
	BCE	ex AEAT	ex tob		BCE	ex AEAT	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	129.0	126.0	122.6	128.3	1.9	2.4	2.4	1.8
dic-25	129.4	126.4	123.1	128.7	1.8	2.3	2.3	1.7
<b>Media</b>	<b>128.7</b>	<b>125.3</b>	<b>122.0</b>	<b>128.0</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	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA
	0310	BCE	ex AEAT	ex tob	0310	BCE	ex AEAT	ex tob
gen-26	128.7	125.1	121.5	128.0	1.6	2.0	2.0	1.5
feb-26	129.2	125.6	122.2	128.5	1.6	1.9	2.0	1.5
mar-26	130.2	126.7	123.4	129.4	1.7	1.9	2.0	1.6
apr-26	131.0	127.6	124.5	130.2	1.7	1.8	1.9	1.6
mag-26	131.1	127.8	124.7	130.3	1.9	1.8	2.0	1.8
giu-26	131.6	128.4	125.0	130.8	1.9	1.9	1.9	1.8
lug-26	131.3	128.2	124.8	130.6	1.7	1.9	1.9	1.6
ago-26	131.5	128.5	125.2	130.8	1.7	1.9	1.9	1.6
set-26	131.7	128.7	125.3	130.9	1.8	1.9	1.9	1.7
ott-26	131.9	128.8	125.6	131.1	1.8	1.9	1.9	1.7
nov-26	131.5	128.3	125.0	130.6	1.9	1.9	1.9	1.8
dic-26	131.8	128.7	125.4	131.0	1.9	1.9	1.9	1.8
<b>Media</b>	<b>131.0</b>	<b>127.7</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.

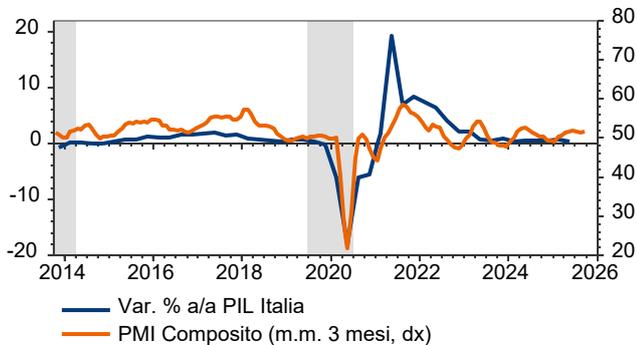
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024			2025			2026		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
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	1.7	
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

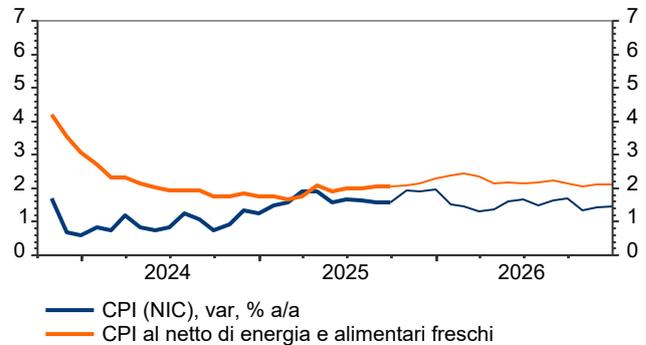
## Italia

### 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	125.2	123.1	121.7	121.6	1.8	1.6	1.4	1.3
ott-25	126.1	123.5	122.1	122.0	2.1	1.9	1.8	1.6
nov-25	125.9	123.4	122.0	121.9	2.1	1.9	1.7	1.5
dic-25	126.1	123.6	122.2	122.1	2.2	2.0	1.7	1.6
<b>Media</b>	<b>124.6</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	124.5	123.7	122.4	122.3	1.7	1.5	1.2	1.2
feb-26	124.6	123.9	122.6	122.5	1.7	1.5	1.2	1.2
mar-26	126.3	124.1	122.8	122.7	1.5	1.3	1.1	1.1
apr-26	126.9	124.3	122.8	122.7	1.6	1.4	1.2	1.2
mag-26	127.1	124.5	122.9	122.8	1.8	1.6	1.4	1.3
giu-26	127.5	124.8	123.1	123.0	1.9	1.7	1.4	1.4
lug-26	126.0	125.0	123.4	123.3	1.7	1.5	1.3	1.2
ago-26	125.9	125.3	123.7	123.6	1.9	1.7	1.5	1.5
set-26	127.6	125.2	123.6	123.5	1.9	1.7	1.6	1.6
ott-26	128.0	125.2	123.6	123.5	1.6	1.3	1.2	1.2
nov-26	128.0	125.2	123.7	123.6	1.6	1.4	1.4	1.4
dic-26	128.2	125.4	124.0	123.9	1.7	1.5	1.5	1.5
<b>Media</b>	<b>126.7</b>	<b>124.7</b>	<b>123.2</b>	<b>123.1</b>	<b>1.7</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	1.7	1.3	1.8	1.8	1.7	2.1	1.7	1.8	1.8				
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				

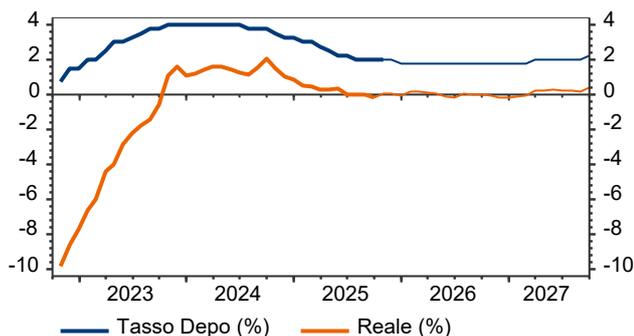
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	2/10	dic	mar	giu	set
<b>Deposit rate</b>	2.50	2.00	2.00	<b>2.00</b>	1.75	1.75	1.75	1.75
<b>Euribor 1m</b>	2.36	1.93	1.93	<b>1.93</b>	1.84	1.69	1.68	1.69
<b>Euribor 3m</b>	2.34	1.94	2.03	<b>2.00</b>	1.87	1.79	1.80	1.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

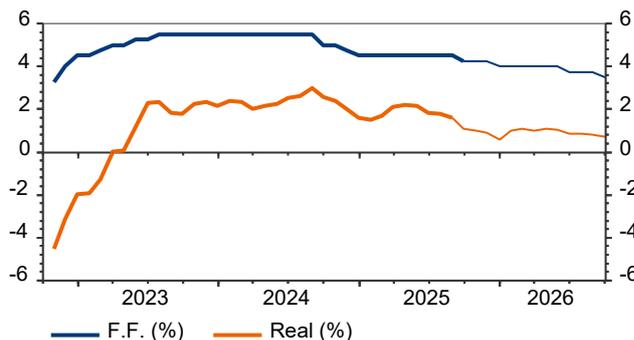


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	2/10	dic	mar	giu	set
<b>Fed Funds</b>	4.50	4.50	4.25	<b>4.25</b>	4.00	4.00	3.75	3.50
<b>OIS 3m</b>	4.30	4.28	3.90	<b>3.87</b>	3.93	3.93	3.76	3.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

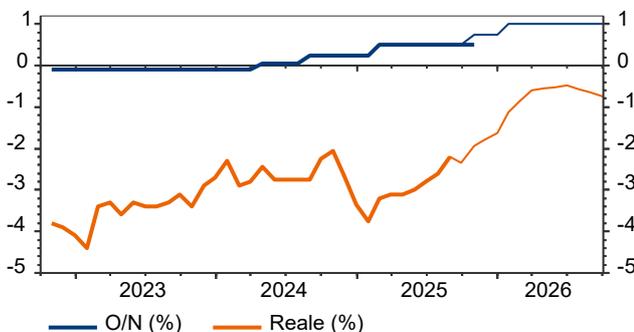


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

	mar	giu	set	2/10	dic	mar	giu	set
<b>O/N target</b>	0.50	0.50	0.50	<b>0.50</b>	0.75	1.00	1.00	1.00
<b>OIS 3m</b>	0.53	0.48	0.60	<b>0.59</b>	0.90	1.02	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

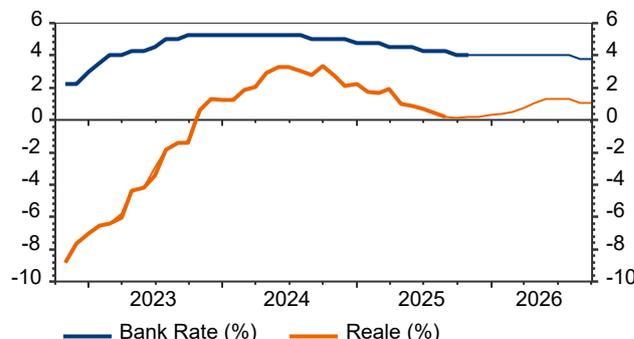


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	2/10	dic	mar	giu	set
<b>Bank rate</b>	4.50	4.25	4.00	<b>4.00</b>	4.00	4.00	4.00	3.75
<b>OIS 3m</b>	4.36	4.10	3.98	<b>3.97</b>	3.90	3.90	3.80	3.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	3/10	1m	3m	6m	12m	24m
<b>EUR/USD</b>	1.05	1.10	1.11	1.18	1.17	<b>1.1678</b>	1.18	1.19	1.20	1.20	1.18
<b>USD/JPY</b>	149	147	145	145	148	<b>149.76</b>	145	143	140	138	136
<b>GBP/USD</b>	1.21	1.31	1.32	1.36	1.34	<b>1.3355</b>	1.36	1.36	1.37	1.38	1.38
<b>EUR/CHF</b>	0.97	0.94	0.95	0.94	0.94	<b>0.9331</b>	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
<b>EUR/JPY</b>	157	162	162	170	173	<b>174.90</b>	171	170	168	166	160
<b>EUR/GBP</b>	0.87	0.84	0.84	0.86	0.87	<b>0.8718</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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

## Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasanpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com