

Weekly Economic Monitor

Il punto

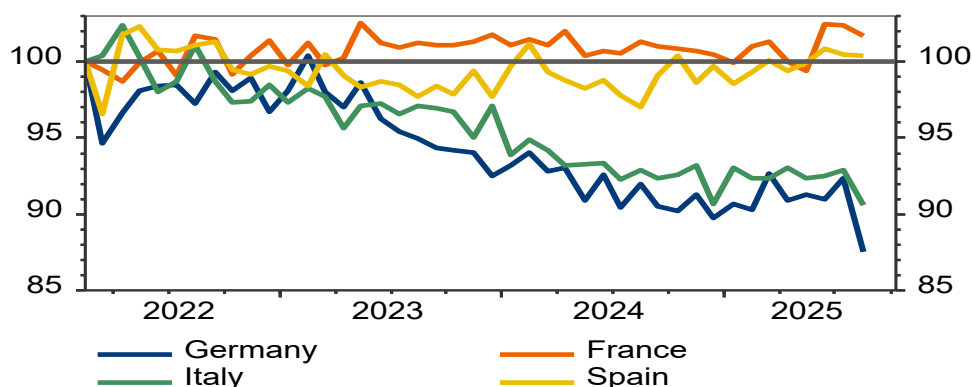
Nell'area euro, i dati tedeschi di agosto iniziano a mostrare segnali che l'inversione del front-loading di ordini e l'aumento dei dazi incideranno negativamente sull'attività economica, in un contesto in cui la domanda interna potrebbe essere in una fase di stabilizzazione, ma ancora debole. Brusco calo anche per la produzione industriale italiana. In Francia dopo le dimissioni di Lecornu si riapre la ricerca di un Primo Ministro in grado di approvare una legge di bilancio per il prossimo anno. Negli Stati Uniti il prolungarsi dello shutdown, ormai alla seconda settimana, limita la visibilità sulla congiuntura sottostante; in assenza di un accordo, non saranno pubblicati i rilevanti rapporti su inflazione e vendite al dettaglio in calendario per la prossima settimana. I verbali della riunione di settembre dipingono il quadro di una Fed ancora divisa, ma sono gli atteggiamenti accomodanti a prevalere.

Area euro

■ Questa settimana:

- **I dati tedeschi iniziano a risentire dei dazi. In agosto la produzione industriale è diminuita del -4,3% m/m** (-3,9% a/a), la più ampia flessione da marzo 2022. Il dato è stato condizionato da anomalie di calendario nel comparto automobilistico destinate ad invertirsi già a settembre. Tuttavia, anche altri settori, soprattutto quelli esposti alla domanda statunitense come la farmaceutica, hanno registrato pesanti cali. Inoltre, **i dati sugli ordini di fabbrica hanno subito la quarta flessione mensile consecutiva** (-0,8% m/m, -3,3% m/m al netto delle grandi commesse ad elevato valore aggiunto) **appesantiti dal calo della domanda extra-Europea**. Infine, **l'export è sceso di -0,5% m/m (-0,7% a/a)**. **La lettura risente della quinta contrazione consecutiva delle vendite verso gli Stati Uniti**, in calo di oltre il 20% rispetto a un anno prima, su livelli che si portano ai minimi da novembre 2021. In sintesi, se da un lato è possibile interpretare i deboli dati industriali di agosto come anomali e prevedere un rimbalzo a settembre, dall'altro i dati sull'export sembrano suggerire che la domanda di beni tedeschi stia risentendo dell'inversione del processo di front-loading che ha sostenuto gli ordini a inizio anno, nonché dell'inasprimento dei dazi. Ci aspettiamo che il rallentamento della domanda extra-europea possa proseguire nei prossimi mesi, condizionata anche dall'apprezzamento dell'euro; le ipotesi di ripresa

Produzione industriale: i pesanti cali di agosto in Germania e Italia potrebbero essere anomalie statistiche, ma nel complesso si conferma il quadro di debolezza per le due principali manifatture europee



Nota: febbraio 2022 = 100; Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

10 ottobre 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

restano condizionate alla stabilizzazione della domanda interna all'area euro, ma al momento **riteniamo che il PIL tedesco possa risultare poco più che stagnante nella seconda metà del 2025.**

- **Produzione industriale in calo anche in Italia e Spagna.** In Italia la produzione è calata più del previsto, di -2,4% m/m da un precedente +0,4% m/m. Il dato risente dell'inversione del progresso manifatturiero registrato nel mese precedente, unita al secondo, marcato, calo mensile subito da utility ed estrazione. Assumendo un rimbalzo dell'output industriale a settembre, il flusso recente di dati non sarebbe necessariamente compatibile con una contrazione del PIL anche nel 3° trimestre. I rischi sono però orientati verso il basso e riteniamo che l'attività industriale e la crescita economica resteranno deboli nel 2° semestre del 2025. In **Spagna** l'output è diminuito per il secondo mese, di -0,1% m/m da -0,4% di luglio, appesantito da un brusco calo della produzione di beni intermedi. I dati di maggio e giugno lasciano comunque una solida eredità statistica sul trimestre in corso e anche le indagini di fiducia sono compatibili con un contributo positivo della manifattura alla formazione del valore aggiunto nel 3° trimestre quando la Spagna dovrebbe continuare a sovraperformare le altre principali economie.
- **Vendite al dettaglio ancora deboli.** In area euro ad agosto le vendite al dettaglio sono aumentate di +0,1% m/m da un precedente -0,4%. Il dato lascia gli acquisti in rotta per una sostanziale stagnazione nel 3° trimestre e si unisce alle indagini di fiducia condotte tra consumatori e commercianti al dettaglio che non anticipano ancora una decisa riaccelerazione delle spese nei prossimi mesi.
- Il **resoconto della riunione BCE del 10-11 settembre** evidenzia che alcuni membri erano scettici riguardo all'ipotesi che i consumi possano essere sostenuti da una riduzione del tasso di risparmio, malgrado il consenso prevalente che i rischi per la crescita fossero divenuti più bilanciati. Sull'inflazione, "diversi membri" ritenevano prevalenti lievi rischi al ribasso legati a rafforzamento del cambio, rallentamento globale e sovrapproduzione cinese, mentre "pochi" reputavano prevalenti i rischi al rialzo. Riguardo ai tassi, l'idea di mantenere i tassi fermi in attesa di meglio valutare gli effetti dell'incertezza riscuoteva ampio consenso. Nel complesso, i verbali confermano che l'opzione di un nuovo taglio dei tassi resta sul tavolo, anche se il suo concretizzarsi dipenderà, come minimo, da un nuovo peggioramento del bilancio dei rischi.
- **Francia – Quo vadis?** I turbolenti giorni che hanno seguito la formazione e le dimissioni quasi immediate del governo Lecomu sembrano aver **scongiurato, almeno per ora, il ritorno alle urne.** Dopo nuove consultazioni con i rappresentanti dei partiti, il Primo Ministro uscente ha dichiarato di ritenere ancora possibile evitare lo scioglimento dell'Assemblea e trovare una maggioranza per l'approvazione del bilancio per il 2026. **Entro venerdì sera, il presidente Macron dovrebbe quindi nominare un nuovo Primo Ministro** con il difficile incarico di formare un governo finalizzato a dotare la Francia di una legge finanziaria per il prossimo anno. In particolare, **il disegno di legge di bilancio dovrà essere presentato al Consiglio dei ministri lunedì per l'approvazione entro fine anno,** ma sarà ovviamente suscettibile di ampie modifiche successive derivanti dalle contrattazioni tra i partiti. Perché un accordo venga raggiunto, **un allentamento degli obiettivi fiscali sembra inevitabile:** riteniamo che un deficit programmatico intorno al 5,2% del PIL nel 2026 sarebbe sufficiente per rispettare le regole fiscali europee a differenza del 4,7% inizialmente delineato da Lecomu. Anche ipotizzando un'attenuazione del quadro programmatico, le incognite restano comunque numerose per via di un contesto politico estremamente litigioso e frammentato. Inoltre, con l'eventualità di nuove elezioni non troppo lontana, nessuno sembra veramente incentivato a intestarsi l'avvio di un percorso di restrizione fiscale politicamente costoso. Tutti i partiti sembrano infatti più impegnati a porre veti (resta molto caldo il tema della riforma delle pensioni) che a raggiungere compromessi. In sintesi, **l'approvazione di un bilancio entro la fine dell'anno non è scontata e, nel caso in cui anche il prossimo esecutivo dovesse rivelarsi fallimentare, nuove elezioni** (come chiede l'estrema destra e parte della sinistra) **sarebbero quasi**

inevitabili. Meno probabile, ma non del tutto trascurabile, è lo scenario rappresentato dalle dimissioni di Macron con un'anticipazione delle Presidenziali dal 2027 al 2026.

■ La prossima settimana:

- In **area euro** la **produzione industriale** è attesa tornare a calare in agosto, prevediamo di -1,8% m/m da un precedente +0,3% m/m. I dati nazionali hanno riportato flessioni nelle principali economie e la contrazione sarebbe ancora più marcata se si dovesse escludere l'ampia crescita registrata dal, tipicamente volatile, dato irlandese. La lettura dovrebbe lasciare l'output in rotta per una contrazione per il secondo trimestre consecutivo.
- In **Germania** l'indagine **ZEW** di ottobre, condotta presso gli analisti finanziari, dovrebbe tornare a salire, come anticipato dall'analogo indice Sentix. Le aspettative dovrebbero salire, per il secondo mese, a 47,7 da 37,3 precedente e la valutazione della situazione corrente è attesa aumentare a -70,2 dopo il drastico peggioramento a -76,4 registrato a settembre. I recenti dati deludenti, nonché una maggior cautela circa lo stimolo fiscale, dovrebbero lasciare gli indici al di sotto dei massimi dello scorso luglio.

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Debito USA: si prolunga lo stallo, si apre un nuovo fronte legale.** Lo shutdown federale, entrato nella seconda settimana, mostra effetti sempre più visibili su economia e servizi pubblici. Oltre 250.000 dipendenti federali non hanno ricevuto lo stipendio, e altri due milioni rischiano di restare senza paga se lo stallo proseguirà. La situazione si è complicata dopo che Trump ha ipotizzato che i lavoratori federali in congedo forzato potrebbero non ricevere gli arretrati, in contrasto con la legge del 2019 che li garantiva automaticamente. Una bozza dell'Office of Management and Budget prevede arretrati solo per 1,6 milioni di dipendenti essenziali, escludendo circa 600.000 lavoratori sospesi. L'IRS ha però smentito questa interpretazione, confermando che il back pay resta garantito per tutti, come stabilito dalla normativa, aprendo a un conflitto istituzionale tra l'amministrazione e le agenzie federali che potrebbe sfociare in un **contenzioso legale davanti alla Corte Suprema**. Sul piano economico, nelle more di un chiarimento, i salari sospesi (circa 2 miliardi di dollari a settimana), rischiano di produrre effetti maggiori del solito sui consumi. Secondo diverse fonti, lo shutdown potrebbe durare oltre il 31 ottobre e supererebbe la durata di quello del 1995 sotto la presidenza Clinton, segnando il secondo più lungo della storia.
- **Il deficit federale nell'anno fiscale 2025 ha raggiunto 1.800 miliardi di dollari, (il 5,9% del PIL)** praticamente invariato rispetto al 2024. Secondo il CBO le entrate sono aumentate del 6% (+308 miliardi), grazie anche al forte incremento dei dazi doganali, saliti a 195 miliardi da 77 miliardi dell'anno precedente. La spesa pubblica è invece cresciuta di 301 miliardi (+4%), trainata dagli interessi sul debito, che per la prima volta hanno superato i 1.000 miliardi di dollari.
- **Guerra commerciale: nuovi dazi USA su camion e tensioni con Canada ed Europa.** L'amministrazione statunitense ha preannunciato dazi del 25% su camion medi e pesanti a partire dal 1° novembre, nell'ambito della strategia di rilocalizzazione produttiva e rafforzamento della sicurezza economica; tuttavia, la misura non è ancora formalizzata in un ordine esecutivo. Restano incerti i dettagli sull'inclusione di parti e componenti e sulle eventuali esenzioni per i partner USMCA. La decisione rischia di **intensificare le tensioni con il Canada**, principale fornitore estero di veicoli industriali. Durante l'incontro alla Casa Bianca, Trump e il primo ministro Carney hanno mantenuto toni distesi, ma senza progressi concreti. La revisione dell'USMCA, avviata a settembre, apre alla possibilità di negoziati bilaterali separati, Trump ha dichiarato di voler rinegoziare o sostituire l'accordo di libero scambio con **accordi individuali con Canada e Messico**, alimentando l'incertezza. Sul **fronte europeo**, Washington ha chiesto alla Commissione UE un

allentamento delle norme su due diligence e piani di transizione climatica, considerate barriere non tariffarie. Le richieste vanno dalla revisione della Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) al Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) fino alle norme anti-deforestazione, considerate da Washington misure protezionistiche indirette. La crescente frammentazione commerciale dovrebbe rallentare il commercio internazionale. Secondo le più [recenti stime del WTO](#), dopo una crescita del commercio mondiale di beni del +2,4% nel 2025, sostenuta dal front-loading delle importazioni nordamericane e dalla domanda di prodotti legati all'intelligenza artificiale, il 2026 segnerà un rallentamento al +0,5%, riflettendo il pieno impatto dei dazi statunitensi e l'esaurimento delle scorte.

- **Indagine ISM di settembre: segnali di stallo, persistono le pressioni sui prezzi.** L'indice ISM servizi è sceso a 50,0 da 52,0 in agosto, un livello coerente con una sostanziale stagnazione dell'attività. La discesa è dovuta sia al calo dell'attività corrente (49,9 da 55,0), che alla discesa dei nuovi ordini (50,4 da 56,0), l'occupazione è rimasta debole (47,2 da 46,5), penalizzata da ritardi nelle assunzioni e difficoltà di reperimento del personale qualificato. Le pressioni inflattive si sono intensificate: l'indice dei prezzi pagati è salito a 69,4, il secondo livello più alto dal 2022, segnalando costi ancora in forte aumento. Nel complesso, l'indagine evidenzia un settore in frenata, con domanda e occupazione deboli e pressioni sui costi ancora elevate.
- **Indagini sui consumatori e credito al consumo: attese di inflazione in rialzo, segnali di cautela dal credito.** Il Survey of Consumer Expectations della NY Fed di settembre mostra un aumento delle aspettative di inflazione al 3,4% a un anno (da 3,2%). Parallelamente, cresce la percezione del rischio occupazionale: la probabilità media di perdere il lavoro nei prossimi 12 mesi sale al 14,9%, e quella che la disoccupazione generale aumenti raggiunge il 41,1%. Conferme di cautela giungono dai dati sul **credito al consumo della Fed**, in netta frenata ad agosto: +0,36 miliardi di dollari contro attese di +13 miliardi. Il credito revolving (carte di credito) è diminuito del -5,5%, il calo più ampio da novembre 2024, mentre il non revolving (auto e studenti) è salito del +2,0%.
- **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 morale appaiono quindi limitati.
- **Politica monetaria: Fed ancora divisa, ma dalle minute di settembre prevale un orientamento accomodante.** Dai verbali della riunione di settembre emerge che **"la maggior parte"** dei membri del FOMC ritiene probabile un ulteriore allentamento entro fine anno, dopo il taglio di 25pb deciso a settembre. Alcuni hanno però invitato alla prudenza, segnalando condizioni finanziarie ancora accomodanti, mentre una minoranza avrebbe preferito mantenere i tassi invariati. Perdura la divisione tra i membri del FOMC: tra i votanti, resta su posizioni molto accomodanti **Miran** (Board) che ha sottolineato che l'inflazione riflette anche fattori demografici, sostenendo la necessità di ulteriori tagli preventivi per anticipare l'aggiustamento del ciclo. Miran ha inoltre segnalato che le aspettative restano ancorate e che la componente abitativa dovrebbe raffreddarsi nei prossimi mesi. Anche **Williams** (Fed di New York) sostiene ulteriori tagli dei tassi, citando il rallentamento del lavoro e l'inflazione in discesa verso il 2%. Resta cauto **Barr** (Board) che, pur giudicando appropriato il taglio di settembre, vede rischi ancora elevati per l'inflazione. Più circospetto, **Goolsbee** (Fed di Chicago) ha descritto un mercato del lavoro ancora stabile e ha invitato a non anticipare eccessivamente i tagli, in un contesto di dati incerti e pressioni tariffarie sui prezzi. Decisamente meno accomodante **Schmid** (Fed di Kansas City) che ha adottato un tono più restrittivo, affermando che l'inflazione resta troppo elevata e che la Fed deve preservare la propria credibilità. Tra i non votanti, **Logan** (Fed di Dallas) ha mantenuto un approccio cauto, avvertendo che i rischi di persistenza inflazionistica nei servizi restano elevati e che i futuri

interventi dovranno essere gradualmente e ben calibrati. **Kashkari** (Fed di Minneapolis) si è mostrato più ottimista sul lavoro, prevedendo una ripresa dell'occupazione.

■ La prossima settimana:

Tra i dati non condizionati dallo shutdown:

- **Produzione industriale di settembre: in lieve aumento.** La produzione industriale è attesa in modesto aumento dello 0,1% m/m a settembre, come ad agosto, con il tasso di utilizzo degli impianti stabile al 77,4%.
- **Indagini regionali di ottobre: segnali contrastanti.** L'indice Empire Manufacturing è atteso in recupero a zero da -8,7, mentre il Philadelphia Fed dovrebbe rallentare a 8 da 23,2. Da monitorare l'andamento delle componenti relative a occupazione e prezzi.
- **Politica monetaria.** La prossima settimana verrà pubblicato il **Beige Book** preparato per il FOMC del 28-29 ottobre.

In caso di prolungamento dello shutdown, invece, non saranno pubblicati i seguenti indicatori:

- **CPI e PPI di settembre: prezzi al consumo stabili, PPI in aumento.** A settembre l'inflazione al consumo è attesa in aumento dello 0,4% m/m per l'indice headline, in linea con agosto, anche il CPI core dovrebbe restare stabile a +0,3% m/m. Su base annua, il CPI è visto in salita al 3,1% (da 2,9%), con il core invariato al 3,1%. Per i prezzi alla produzione, il PPI è atteso in rialzo di 0,3% m/m, dopo il calo di agosto (-0,1%), e il PPI core a +0,2% m/m. Sarà tuttavia importante l'andamento dei materiali lavorati core, già in aumento di 0,4% m/m ad agosto, dopo il +0,5% di luglio.
- **Vendite al dettaglio di settembre attese in moderato rallentamento.** Dopo la solida performance estiva, le vendite al dettaglio di settembre sono attese in aumento dello 0,4% m/m, in rallentamento rispetto al +0,6% di agosto. Anche le misure al netto delle auto e della benzina dovrebbero segnare una crescita analoga (+0,4%), mentre il "control group", è visto a +0,3% m/m dopo il +0,7% precedente.
- **Mercato immobiliare (settembre): atteso un lieve rimbalzo.** Le aperture di nuovi cantieri sono previste in aumento di 0,2% m/m (da -8,5%), mentre i permessi edilizi dovrebbero salire di 0,8% (da -2,3%).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (13 – 17 ottobre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Mar	14/10	08:00	GER	IPCA a/a finale		set	prel 2.4	%	2.4
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	set	prel 0.2	%	0.2
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	set	prel 0.2	%	0.2
		08:00	GER	CPI a/a finale		set	prel 2.4	%	2.4
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	4.7	%	4.7
		08:00	GB	Retribuzioni medie		ago	4.7	%	4.7
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		ott	-76.4		-75.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ott	37.3		40.0
Mer	15/10	03:30	CN	CPI m/m		set	0.0	%	0.2
		03:30	CN	PPI a/a	*	set	-2.9	%	-2.3
		03:30	CN	CPI a/a	*	set	-0.4	%	-0.1
		06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel -1.2	%	
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	set	prel -1.1	%	
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		set	prel 1.1	%	1.1
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	set	0.4	%	
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	ago	0.3	%	-1.5
		14:30	USA	CPI m/m (s)	*	set	0.4	%	0.3
Gio	16/10	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	-8.7		
		01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ago	-4.6	%	0.4
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ago	-22.2	Mld £	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ago	-10.2	Mld £	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ago	-0.9	%	0.2
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 1.3	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel 1.6	%	
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		set	prel 1.8	%	1.8
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel -0.2	%	
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		ago	1.9	Mld €	
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	7.9	Mld €	
		14:30	USA	PPI m/m (s)		set	-0.1	%	0.3
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m (s)	*	set	-0.1	%	0.2
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m (s)	**	set	0.7	%	0.4
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m (s)	**	set	0.6	%	0.4
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	23.2		
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m (s)		ago	0.2	%	
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ott	32.0		
Ven	17/10	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	set	prel 2.2	%	2.2
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 2.4	%	
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	set	prel 0.1	%	0.1
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		set	0.3	%	
		14:30	USA	Licenze edilizie (s)		set	1.330	Mln	
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali (s)	*	set	1.307	Mln	1.310
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	0.1	%	0.1
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	77.4	%	77.3
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ago	49.2	Mld \$	

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; (s) la pubblicazione del dato potrebbe essere condizionata dallo shutdown negli Stati Uniti; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (13 – 17 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	13/10	13:05 GB	Discorso di Greene (BoE)
		18:55 USA	Discorso di Paulson (Fed)
		21:10 GB	Discorso di Mann (BoE)
Mar	14/10	14:00 GB	Discorso di Taylor (BoE)
		14:45 USA	Discorso di Bowman (Fed)
		17:30 EUR	Discorso di Makhlouf (BCE)
		17:40 EUR	Discorso di Kocher (BCE)
		18:15 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		18:20 USA	* Discorso di Powell (Fed)
		19:00 GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		21:25 USA	Discorso di Waller (Fed)
		21:30 USA	Discorso di Collins (Fed)
Mer	15/10	09:40 EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		10:00 GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		15:45 EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		17:45 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		17:50 FRA	Discorso di Villeroy (BCE)
		18:30 USA	Discorso di Miran (Fed)
		19:00 USA	Discorso di Waller (Fed)
		20:00 USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		20:00 GB	Discorso di Breeden (BoE)
Gio	16/10	03:30 GIA	Discorso di Tamura (BoJ)
		15:00 GB	Discorso di Mann (BoE)
		15:00 USA	Discorso di Waller (Fed)
		15:00 EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
		15:00 USA	Discorso di Barr (Fed)
		15:00 USA	Discorso di Miran (Fed)
		16:00 USA	Discorso di Bowman (Fed)
		16:45 GB	Discorso di Mann (BoE) e Kocher (ECB)
		17:45 EUR	Discorso di Lane (BCE)
		18:00 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		20:30 GB	Discorso di Greene (BoE)
Ven	17/10	08:35 GIA	Discorso di Uchida (BoJ)
		11:35 GB	Discorso di Pill (BoE)
		13:00 GB	Discorso di Greene (BoE)
		14:45 EUR	Discorso di Nagel (Bundesbank)
		15:00 ITA	Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale
		18:15 USA	Discorso di Musalem (Fed)
		18:30 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		19:00 EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		ITA	* DBRS si pronuncia sul debito sovrano dell'Italia
		GRE	* S&P si pronuncia sul debito sovrano della Grecia
Sab	18/10	OLA	* S&P si pronuncia sul debito sovrano dei Paesi Bassi
		14:00 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		15:00 GB	* Discorso di Bailey (BoE)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	ago	-78.3	Mld \$	-61.0	
Spesa in costruzioni	ago	-0.1	%	-0.1	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim.	ott	55.1		54.2	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.4	(-0.5)	%	0.1	0.1
GER	Ordini all'industria m/m	ago	-2.7	(-2.9)	%	1.1	-0.8
GER	Produzione industriale m/m	ago	1.3		%	-1.0	-4.3
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	14.7	Mld €		15.2	+17.2
ITA	Produzione industriale m/m	ago	0.4		%	-0.4	-2.4
SPA	Produzione industriale a/a	ago	+2.7	(2.5)	%	3.5	+3.4

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

Germania: crolla la produzione industriale in agosto. Il forte calo della produzione industriale tedesca di agosto è in parte spiegato da anomalie di calendario nel comparto automobilistico destinate ad invertirsi già da settembre. Tuttavia, anche altri settori registrano un calo dell'output e i dati sugli ordinativi evidenziano come la domanda sia ancora debole con qualche segnale che le tensioni commerciali stanno iniziando a pesare sull'attività. Le indagini di fiducia si stanno stabilizzando su livelli coerenti con una debolezza manifatturiera almeno fino a fine anno.

Italia: produzione industriale in calo più del previsto. Dopo due mesi di crescita, la produzione industriale italiana cala molto più del previsto in agosto. La flessione di -2,4% m/m (-2,7% a/a) risente dell'inversione del progresso manifatturiero registrato nel mese precedente (-1,9% m/m da +1,4% m/m), unita al secondo, marcato, calo mensile subito da utilities ed estrazione. I dati estivi sono in media più volatili a causa di effetti stagionali e di calendario: vanno quindi interpretati con cautela e il forte calo di agosto potrebbe essere riassorbito nei mesi successivi. Assumendo un rimbalzo dell'output industriale a settembre, il flusso recente di dati non sarebbe necessariamente compatibile con una contrazione del PIL anche nel 3° trimestre. I rischi sono però orientati verso il basso e riteniamo che l'attività industriale e la crescita economica resteranno deboli nel 2° semestre del 2025 poiché l'impatto dei dazi non si è ancora visto appieno, e potrebbe diventare più tangibile dai dati dei prossimi mesi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	ago	1.4	%	1.2	2.3

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

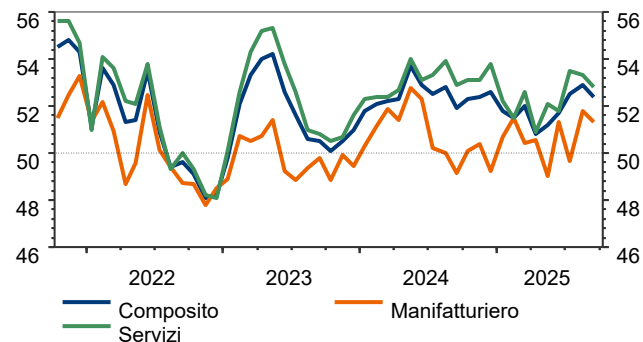
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	set	3.3	1000Mld \$	3.3	3.3387
M2 a/a	set	8.8	%	8.5	
Nuovi prestiti bancari (flusso)	set	590.0	Mld ¥ CN	1472.0	
Finanza sociale aggregata (flusso)	set	2570.0	Mld ¥ CN	3322.5	

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

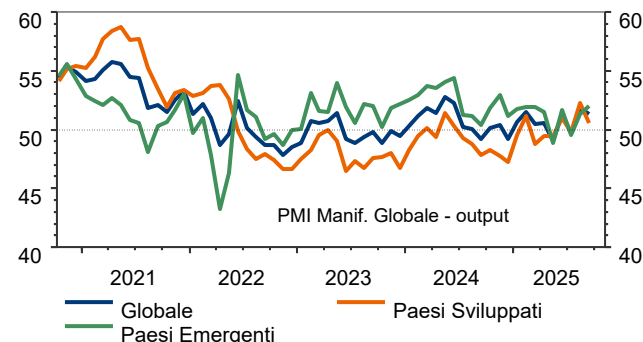
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



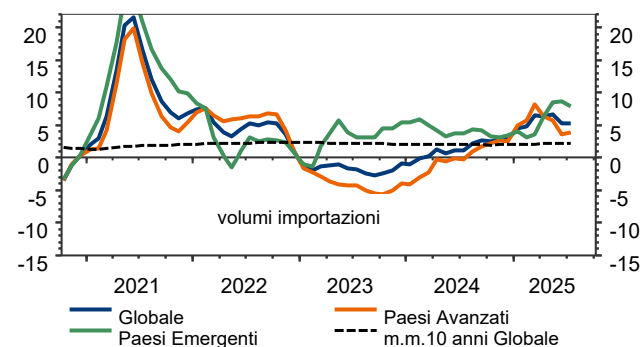
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



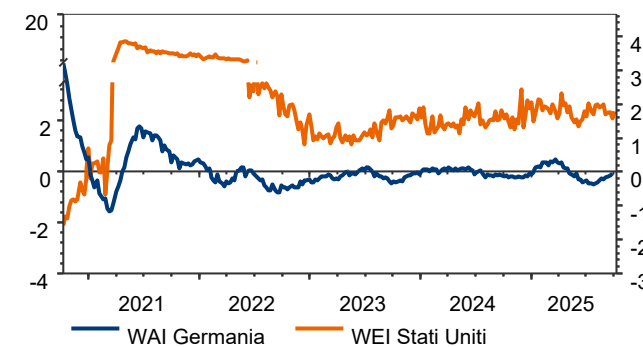
Fonte: S&P Global

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



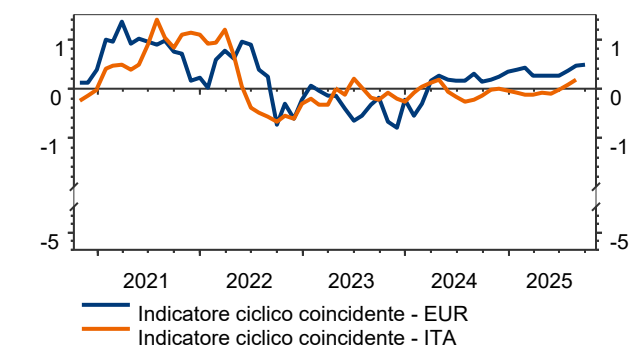
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



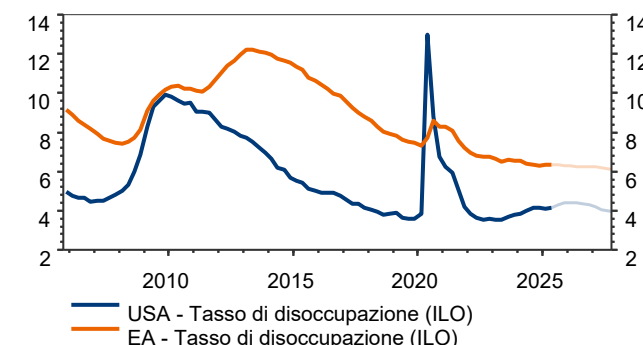
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

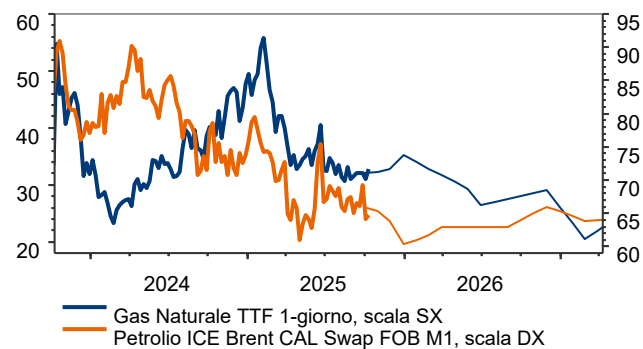
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

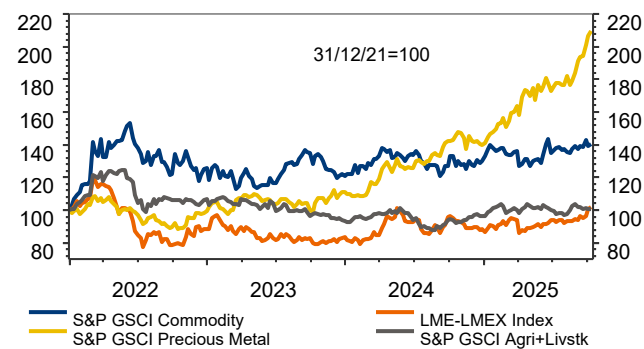
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



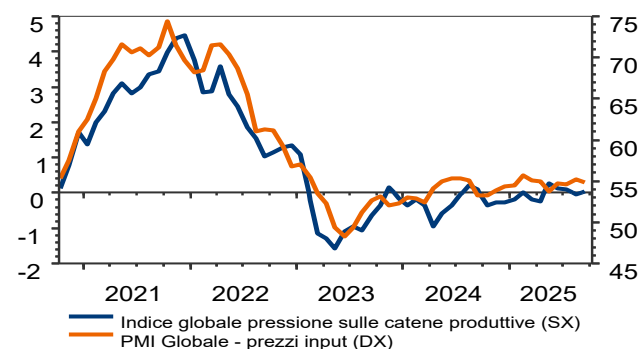
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



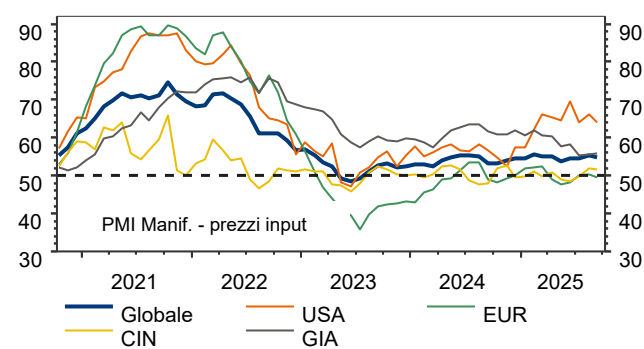
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



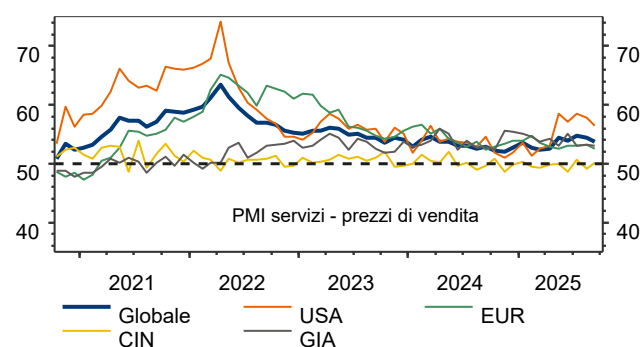
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



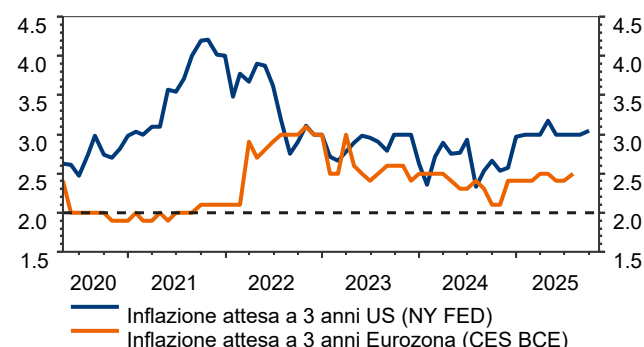
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

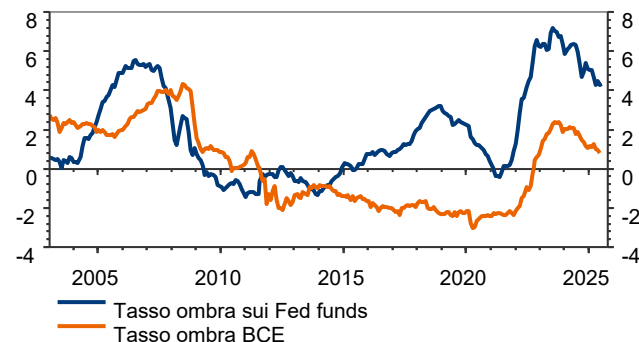
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

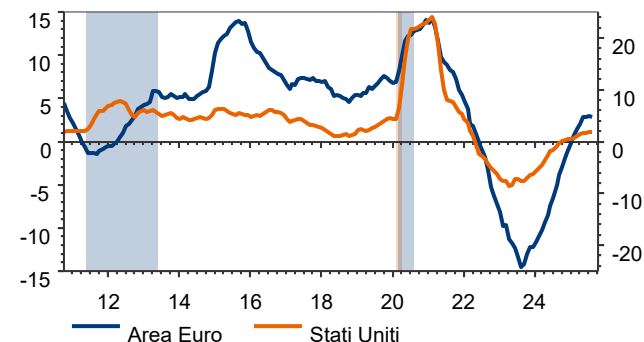
Condizioni Finanziarie

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



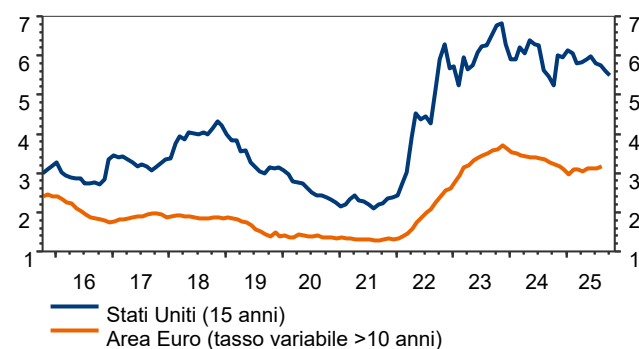
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



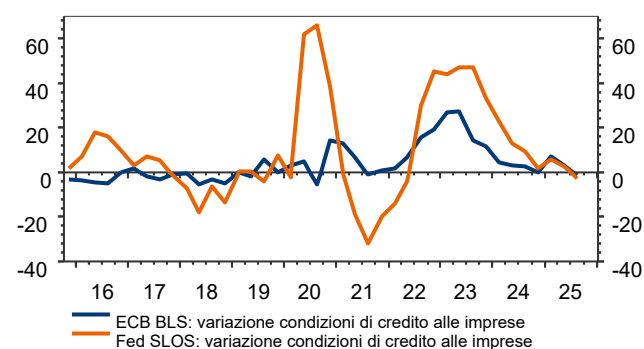
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



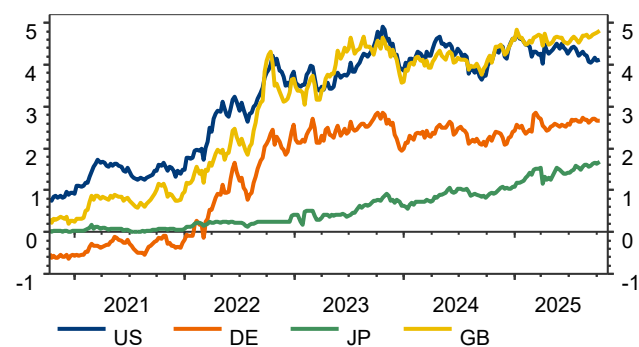
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



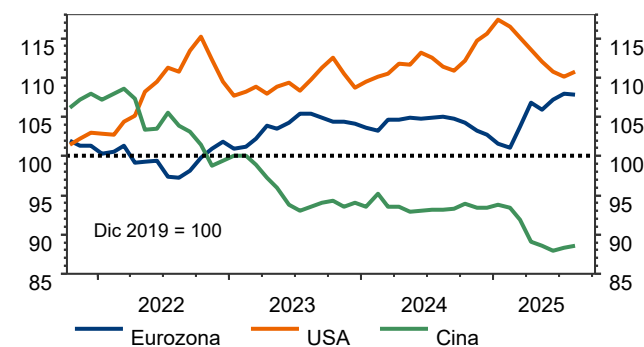
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

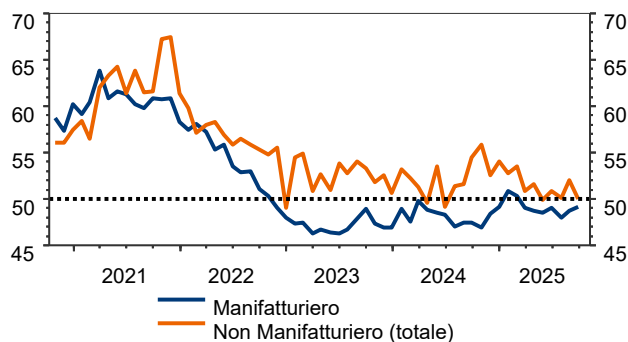
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

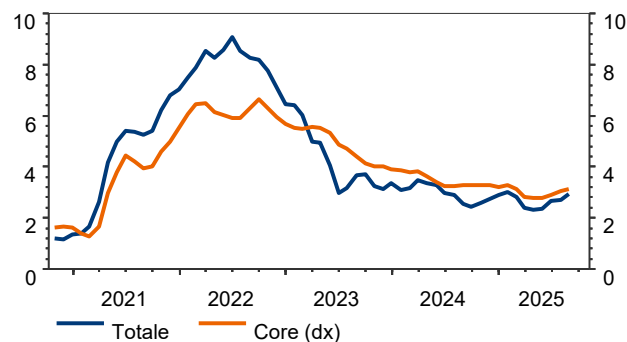
Stati Uniti

Indagini ISM



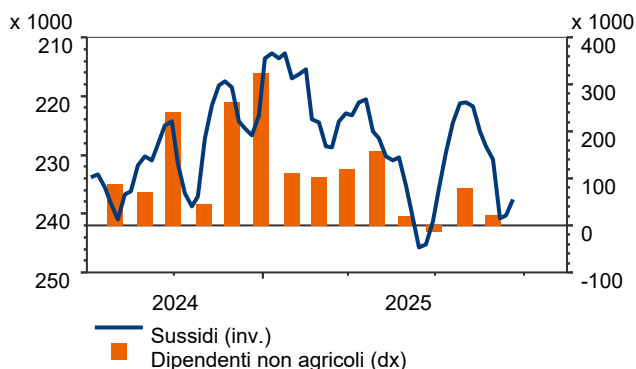
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



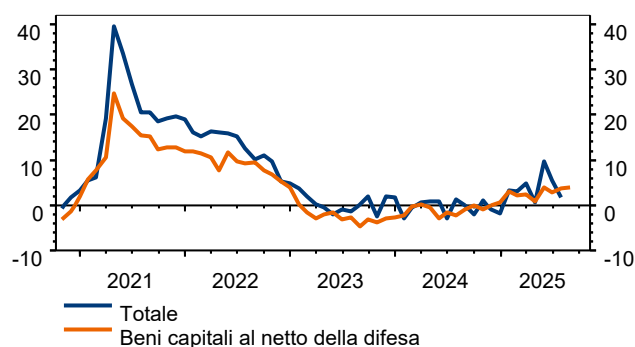
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

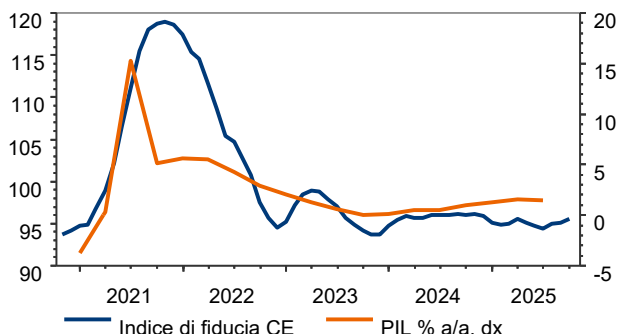
Previsioni

	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

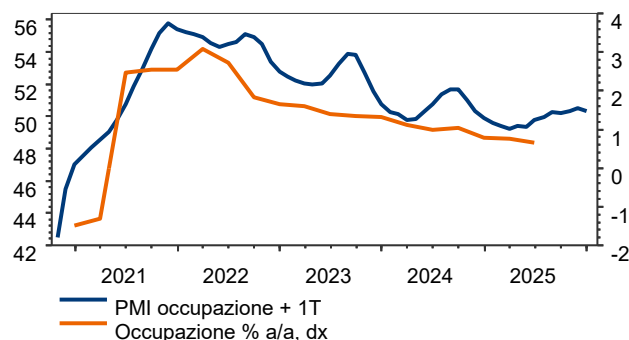
Area euro

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

	IPCA			INDICI	Var. % a/a			
	BCE	Core	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA
	BCE	ex AEAT	ex AEAT	ex tob	BCE	ex AEAT	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	129.6	126.5	123.2	128.9	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	1.8	2.3	2.3	1.7
Media	128.7	125.3	122.0	128.1	2.1	2.4	2.4	2.0

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	IPCA			INDICI	Var. % a/a			
	BCE	Core	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA
	BCE	ex AEAT	ex AEAT	ex tob	BCE	ex AEAT	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	125.7	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	131.0	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	125.5	131.0	1.9	1.9	1.9	1.8
Media	131.0	127.7	124.4	130.2	1.8	1.9	1.9	1.7

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.

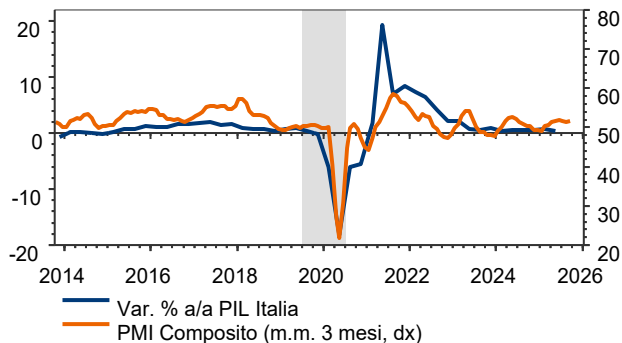
Previsioni

	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	6.3	6.3	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

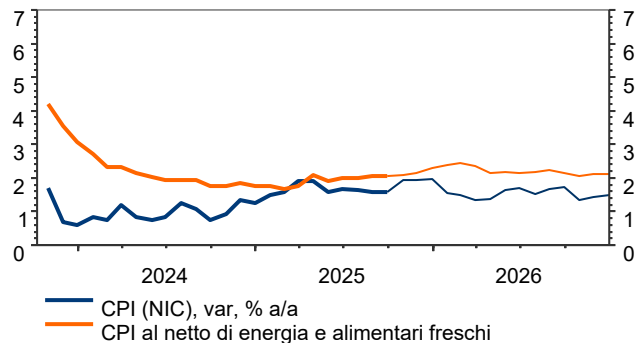
Italia

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

	IPCA	NIC	FOI	INDICI FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	Var. % a/a 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	123.6	122.1	122.0	2.2	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
Media	124.6	122.9	121.6	121.5	1.9	1.7	1.6	1.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	IPCA	NIC	FOI	INDICI FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	Var. % a/a FOI ex tob
gen-26	124.6	123.8	122.4	122.3	1.8	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	1.6	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	1.9	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	125.1	123.4	123.3	1.7	1.5	1.3	1.2
ago-26	125.9	125.4	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	128.3	125.4	124.0	123.9	1.7	1.5	1.5	1.5
Media	126.7	124.7	123.2	123.1	1.7	1.5	1.3	1.3

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2024	2025	2026	2024 T4	2025 T1	T2	T3	T4	2026 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	2.2	1.7	1.8	1.9
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

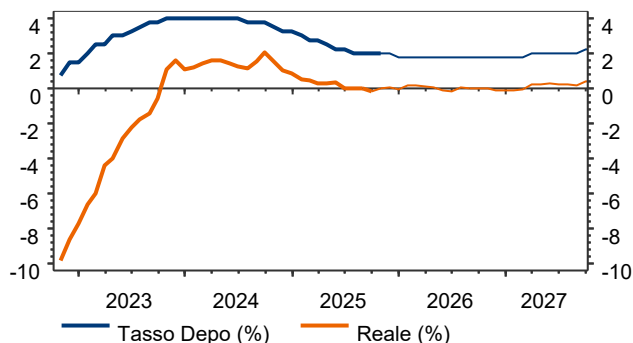
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	9/10	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.50	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	2.36	1.93	1.93	1.93	1.84	1.69	1.68	1.69
Euribor 3m	2.34	1.94	2.03	2.00	1.87	1.79	1.80	1.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

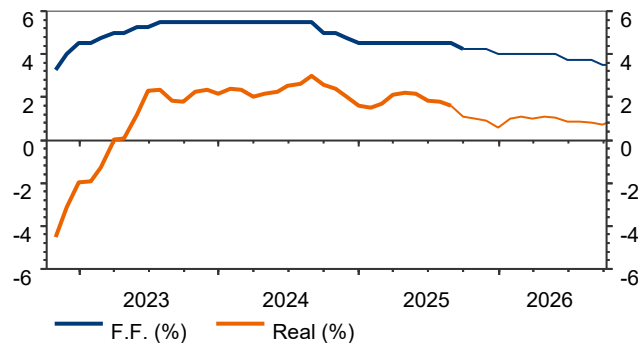


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	9/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	3.75	3.50
OIS 3m	4.30	4.28	3.90	3.84	3.93	3.93	3.76	3.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

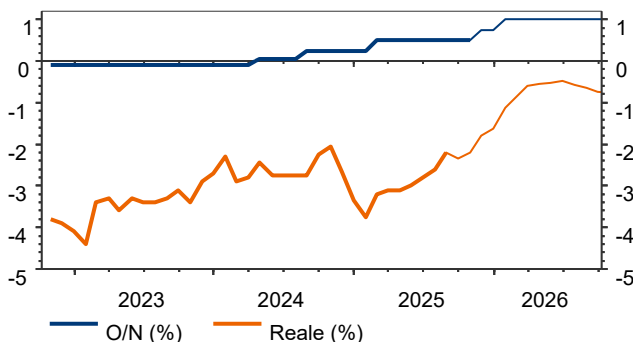


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	mar	giu	set	9/10	dic	mar	giu	set
O/N target	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.00
OIS 3m	0.53	0.48	0.60	0.55	0.90	1.02	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

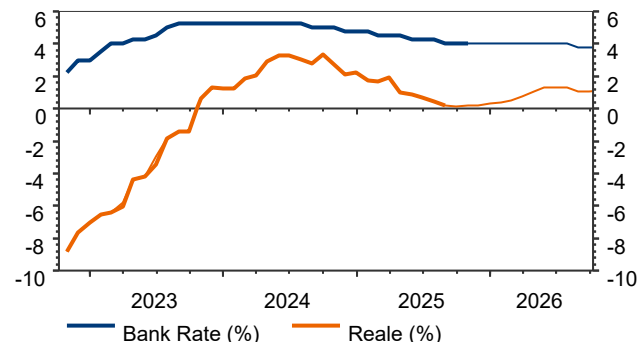


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	9/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75
OIS 3m	4.36	4.10	3.98	3.97	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	10/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.06	1.09	1.11	1.17	1.17	1.1678	1.18	1.19	1.20	1.20	1.18
USD/JPY	149	149	145	147	147	149.76	145	143	140	138	136
GBP/USD	1.23	1.31	1.30	1.36	1.36	1.3355	1.36	1.36	1.37	1.38	1.38
EUR/CHF	0.96	0.94	0.93	0.93	0.93	0.9331	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	158	163	161	171	173	174.90	171	170	168	166	160
EUR/GBP	0.86	0.84	0.86	0.86	0.87	0.8719	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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com