

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Negli Stati Uniti, al centro dell'attenzione continuano ad essere la chiusura federale (ogni settimana di shutdown costa uno/due decimi di PIL, anche se l'impatto è temporaneo) e il riaccendersi delle tensioni commerciali con la Cina; sul fronte della politica monetaria, alla luce dell'aumento dei rischi sul mercato del lavoro e degli interventi recenti del presidente Powell e di diversi membri del FOMC, incorporiamo ora nel nostro scenario previsivo non solo uno ma due ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed entro fine anno. Nell'Eurozona, in assenza di particolari novità sul fronte congiunturale, il focus è sulla politica francese (il nuovo governo Lecornu è sopravvissuto a due voti di sfiducia ma dovrà navigare a vista, concedendo compromessi e giocoforza allentando la restrizione fiscale annunciata) e sulla finanza pubblica italiana (il Governo ha presentato il Documento Programmatico di Bilancio, che conferma che la manovra 2026 sarà "leggera" e improntata al rispetto dei target concordati con la UE).

#### Stati Uniti

##### ■ Questa settimana:

- **Shutdown: si prolunga lo stallo, persistono le divisioni.** Il Senato ha bocciato per la nona volta la misura ponte approvata dalla Camera, prolungando la chiusura federale, ormai alla terza settimana. I Repubblicani avrebbero bisogno di almeno cinque voti Democratici per superare l'ostruzionismo, ma non si registrano progressi nei negoziati. Intanto, un giudice federale ha temporaneamente bloccato il piano del presidente Trump di licenziare oltre 10 mila dipendenti pubblici durante la chiusura, accogliendo il ricorso delle principali sigle sindacali. Nonostante gli sforzi di spezzare la compagine democratica al Senato, i due schieramenti restano fermi sulle proprie posizioni. È in aumento il rischio che possa trattarsi dello shutdown più lungo della storia americana, superando i 34 giorni del 2018-19. Un blocco di quattro settimane implicherebbe una

#### Impatto stimato sull'indebitamento netto (in miliardi di euro) della prossima manovra di finanza pubblica del Governo italiano

|                                                        | 2026        | 2027        | 2028        |
|--------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Impieghi</b>                                        | <b>18.8</b> | <b>18.3</b> | <b>16.6</b> |
| Sostegno alle imprese e all'innovazione                | 3.0         | 2.4         | 2.0         |
| Riduzione aliquote IRPEF                               | 2.8         | 2.9         | 2.9         |
| Riduzione del carico fiscale sul lavoro                | 2.1         | 0.7         | 0.2         |
| Sanità                                                 | 2.1         | 2.1         | 2.2         |
| Fondo sentenze                                         | 2.1         | 0.0         | 0.0         |
| Politiche per la famiglia e spesa sociale              | 1.6         | 1.4         | 1.0         |
| Altre misure fiscali                                   | 1.6         | 1.4         | 1.0         |
| Sicurezza, emergenza e protezione civile               | 1.4         | 1.4         | 1.0         |
| Pensioni                                               | 0.5         | 1.9         | 1.2         |
| Enti territoriali                                      | 0.5         | 0.7         | 0.7         |
| Investimenti pubblici                                  | 0.0         | 2.1         | 2.9         |
| Altre spese                                            | 1.2         | 1.2         | 1.5         |
| <b>Risorse</b>                                         | <b>17.9</b> | <b>12.4</b> | <b>9.8</b>  |
| Rimodulazione spese PNRR                               | 5.1         | 0.7         | 0.5         |
| Misure a carico del settore finanziario e assicurativo | 4.4         | 4.5         | 2.4         |
| Revisione spesa ministeri                              | 2.3         | 2.6         | 3.4         |
| Altre entrate                                          | 3.5         | 3.8         | 4.2         |
| Altre risorse                                          | 2.6         | 0.7         | -0.7        |
| <b>Impatto Complessivo</b>                             | <b>-0.9</b> | <b>-6.0</b> | <b>-7.1</b> |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Documento Programmatico di Bilancio 2026 Governo italiano

17 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

riduzione del PIL del quarto trimestre tra -0,4% e -0,8%, ma la flessione verrebbe recuperata nel primo trimestre 2026 con il pagamento degli arretrati e la ripresa della spesa.

- **Guerra commerciale: si riaccende la tensione tra Washington e Pechino** su terre rare e cantieristica navale. Il presidente Trump ha minacciato dazi del 100% sulle importazioni cinesi a partire dal 1° novembre, in risposta alle restrizioni di Pechino sull'export di terre rare e minerali critici (alcune già operative da ottobre e altre in vigore dal 1° dicembre). A poche settimane dal summit Trump-Xi Jinping al vertice APEC in Corea del Sud, il segretario al Tesoro Bessent ha aperto a una possibile distensione, suggerendo che Washington potrebbe estendere la sospensione dei dazi se Pechino ritirasse le restrizioni sull'export di terre rare. A inasprire ulteriormente il confronto, gli USA hanno imposto nuove tasse portuali sulle navi cinesi o costruite in Cina, collegate all'indagine dell'USTR sui sussidi alla cantieristica navale (Section 301) avviata 180 giorni fa con misure entrate in vigore il 14 ottobre. Pechino ha reagito con misure simmetriche, imponendo tasse sul tonnellaggio delle navi con partecipazione statunitense e sanzionando cinque controllate statunitensi del gruppo sudcoreano Hanwha Ocean. I nuovi dazi portuali cinesi hanno innescato un forte aumento dei costi di nolo, in particolare nel comparto petrolifero: le tariffe di noleggio per le VLCC (superpetroliere) dal Medio Oriente alla Cina sono salite del 49%; dell'11,5% quelle dal Golfo del Messico. Sui traffici containerizzati, invece, l'impatto appare limitato, anche per effetto del calo dell'export cinese verso gli USA. Dal 14 ottobre sono anche entrate in vigore le nuove tariffe USA del 10% sul legname e del 25% su cucine e arredi da bagno (Section 232), con un'escalation prevista per il 2026, quando i dazi saliranno al 30% sugli arredi e fino al 50% su cucine e componentistica per bagno.
- **Deficit e tariffe.** Il Monthly Treasury Statement di settembre ha evidenziato un nuovo record delle entrate tariffarie, salite a 195 miliardi di dollari (+8% a/a), grazie al quale il bilancio federale ha registrato un avanzo di 198 miliardi. Oltre che all'impennata degli incassi fiscali, ciò è dovuto a una contrazione di alcuni capitoli di spesa. Tuttavia, il disavanzo cumulato per l'anno fiscale 2025 resta elevato, 1.775 miliardi di dollari (-2% rispetto al 2024): le uscite totali si sono attestate a 7.010 miliardi (+4%), trainate dall'aumento delle spese per interessi, per i programmi previdenziali e la sanità; le entrate hanno raggiunto la cifra record di 5.235 miliardi (+6%).
- **La stima preliminare dell'indice di fiducia dell'Università del Michigan si è attestata a 55, pressoché invariata** rispetto a settembre (55,1) e lievemente sopra le attese. L'indice sulla situazione corrente è salito a 61 da 60,4, mentre quello sulle aspettative è sceso a 51,2 da 51,7. Migliorano le valutazioni sulle finanze personali e sulle prospettive a un anno, ma peggiorano le condizioni di acquisto per i beni durevoli. Le attese di inflazione a un anno sono leggermente calate a 4,6% da 4,7%, quelle di lungo periodo sono rimaste stabili al 3,7%.
- **Indagini regionali di ottobre contrastanti.** L'indice Empire Manufacturing ha sorpreso nettamente al rialzo, tornando in territorio positivo a 10,7 da -8,7 di settembre ma il Philly Fed è viceversa crollato a sorpresa a -12,8 da 23,2, ai minimi dallo scorso aprile.
- **Fiducia delle piccole imprese in calo a settembre.** L'indice NFIB Small Business Optimism è sceso per la prima volta in tre mesi (più del previsto), a 98,8 da 100,8. Le principali criticità sollevate dagli intervistati riguardano l'aumento dei costi e problematiche nelle catene di fornitura; tuttavia, il 16% delle aziende prevede nuove assunzioni nei prossimi tre mesi, massimo da gennaio.
- **Il Beige Book preparato per la riunione del FOMC del 29-30 ottobre delinea un contesto di crescita modesta e disomogenea.** L'attività economica è rimasta pressoché stabile rispetto al precedente rapporto: alcuni distretti segnalano un lieve miglioramento, altri un ulteriore indebolimento. I consumi restano contenuti, penalizzati dai dazi e dall'aumento dei prezzi dei beni essenziali, mentre la manifattura mostra solo timidi segnali di recupero, sostenuta da catene di fornitura più localizzate. Il mercato del lavoro appare stabile ma meno dinamico, con assunzioni limitate e pressioni salariali moderate. I prezzi continuano

a salire in modo contenuto, pur restando elevati nei comparti più esposti ai dazi. L'incertezza legata allo shutdown federale e alle tensioni commerciali pesa sulle prospettive di breve termine.

- **Politica monetaria: Powell conferma toni accomodanti e segnala la fine del QT, nel FOMC aumentano le posizioni favorevoli a nuovi tagli.** Nel suo intervento alla riunione annuale della National Association for Business Economics, Powell ha ribadito che l'economia resta su una traiettoria di crescita moderata, ma con rischi crescenti per il mercato del lavoro, che ha visto una diminuzione "piuttosto netta" sia della domanda che dell'offerta di manodopera; Powell ha ribadito che le aspettative inflazionistiche di lungo termine restano ancorate, e pur evitando di confermare esplicitamente un nuovo taglio dei tassi questo mese, non ha preso le distanze dalle aspettative di mercato, che vanno in questa direzione. Infine, ha aggiunto che la Fed si avvicina alla fine del processo di riduzione del bilancio, che procederà in modo graduale per evitare tensioni nei mercati monetari analoghe a quelle del 2019. **Tra i membri votanti, toni accomodanti sono venuti da: Miran** (Board), che ha ribadito come la politica attuale resti più restrittiva di quanto percepito, rendendo l'economia vulnerabile a shock esterni, **e Collins** (Fed di Boston), secondo cui è prudente procedere con ulteriori tagli nel 2025, visti i rischi crescenti sul mercato del lavoro. **Waller** (Board) è stato a sorpresa più cauto del solito, confermando di ritenere appropriato un nuovo taglio da 25pb a ottobre ma avvertendo che un ulteriore intervento a dicembre non è garantito se la crescita e il mercato del lavoro dovessero rafforzarsi. **Toni poco accomodanti sono venuti da Barr** (Board), che ha mantenuto un atteggiamento cauto, ricordando che l'obiettivo di inflazione resta esposto a rischi significativi, **Musalem** (Fed di St. Louis), che, pur lasciando aperta la porta a un ulteriore taglio, ha affermato che solo una parte del recente aumento dell'inflazione è dovuta ai dazi, **e Schmid** (Fed di Kansas City), secondo cui l'inflazione resta sopra il target e richiede cautela nelle prossime decisioni. Alla luce dell'aumento dei rischi sul mercato del lavoro (accentuati dallo shutdown federale), nonché degli interventi recenti del presidente Powell e di diversi membri del FOMC, **incorporiamo ora nel nostro scenario previsivo non più solo uno ma due ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed entro fine anno** (uno nella riunione di ottobre e uno in quella di dicembre).

#### ■ La prossima settimana:

- **CPI di settembre.** Con un annuncio a sorpresa, il BLS ha comunicato che l'indice dei prezzi al consumo sarà pubblicato venerdì 24 ottobre, poiché la raccolta dei dati è avvenuta prima dell'avvio della chiusura governativa. Le attese sono per un aumento in linea con il mese precedente (0,4% m/m headline, 0,3% core); entrambi gli indici sono attesi al 3,1% su base annua (in salita di due decimi l'headline e stabile il core).
- In caso di prolungamento dello shutdown, invece, non saranno pubblicati i dati sulle **vendite di case** di settembre.

#### Area euro

##### ■ Questa settimana:

- **Indagine ZEW tedesca** di ottobre: migliorano meno del previsto le aspettative (a 39,3 da 37,3), peggiorano a sorpresa i giudizi sulla situazione corrente (da -76,4 a -80, minimo da giugno, circa in linea con la media dell'ultimo anno).
- **Produzione industriale Eurozona** in ampio calo ad agosto (-1,2% m/m), dopo il +0,5% (rivisto al rialzo di due decimi) del mese precedente. La flessione è diffusa a tutti e tre i principali Paesi (Germania -5,2% m/m, Francia -0,7% m/m, Italia -2,4% m/m). Il dato relativo all'insieme dell'area euro è distorto al rialzo dall'Irlanda (+9,8% m/m). Il calo è particolarmente marcato per i beni capitali e i durevoli (-2,2% e -1,6% m/m rispettivamente). Il crollo visto in Germania e Italia potrebbe essere stato amplificato da effetti di calendario o problematiche di destagionalizzazione, ma il dato per l'Eurozona

lascia l'output in rotta per una contrazione anche nel trimestre estivo, dopo quella già vista in primavera.

- **Finanza pubblica Italia.** È stato pubblicato, e inviato a Commissione UE e Parlamento, il **Documento Programmatico di Bilancio**, che fornisce una prima quantificazione ufficiale delle misure previste nella Legge di Bilancio in via di definizione. La manovra si conferma "leggera" (vale in termini lordi 18 miliardi, un minimo dal 2014), con impatto sull'indebitamento tendenziale pari a un decimo l'anno prossimo e due decimi nel biennio successivo (ed effetti sulla crescita del PIL nulli nel 2026 ed espansivi per un decimo nel 2027-28). La sorpresa maggiore è dal lato delle coperture, la principale delle quali è rappresentata dalla rimodulazione delle spese PNRR, ovvero dal fatto che, rispetto alla precedente versione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (incorporata nel quadro tendenziale), la proposta di revisione che è stata sottoposta alla Commissione UE (e che dovrebbe essere approvata entro novembre) comporta minori spese l'anno prossimo per circa 5 miliardi; le uniche altre fonti di copertura dettagliate sono misure a carico del settore finanziario e assicurativo (per oltre 4 miliardi) e tagli alla spesa dei ministeri (per circa 2 miliardi).
- **Francia: da Lecornu I a Lecornu II.** A una settimana dalle dimissioni, il nuovo governo presieduto dal rinominato Primo Ministro Lecornu è riuscito a resistere a due mozioni di censura. L'esecutivo è sopravvissuto grazie ai socialisti, anche se 7 parlamentari del gruppo hanno votato per la sfiducia, dopo la promessa di Lecornu di sospendere fino alle prossime elezioni presidenziali del 2027 la contestata riforma delle pensioni, e di non ricorrere all'articolo 49.3 per approvare il budget. Secondo lo stesso Lecornu il costo fiscale del congelamento dell'età pensionistica dovrebbe essere modesto: circa 400 milioni nel 2026 e 1,8 miliardi nel 2027. Il dibattito sulla legge finanziaria per il 2026 si preannuncia però lungo e litigioso: il Governo sarà giocoforza costretto a fare ulteriori concessioni per ottenerne l'approvazione tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026. Il Primo Ministro ha già infatti annunciato che potrebbe essere necessario un allentamento dell'obiettivo sul disavanzo, precedentemente fissato al 4,7% del PIL, lasciando intendere che comunque rimarrà al di sotto del 5%. A nostro avviso, considerando i rischi al ribasso sulla crescita del PIL rispetto alle stime governative, l'ottimismo implicito nelle assunzioni governative su alcune misure contenute nella bozza di bilancio, e probabili nuove concessioni per allargare il consenso, **lo scenario più probabile è che il deficit l'anno prossimo superi la soglia del 5%** di due/tre decimi.

#### ■ La prossima settimana:

- A settembre, i **PMI Eurozona** avevano mostrato indicazioni di frenata del settore industriale, a fronte di una riaccelerazione nel terziario. Per ottobre, ci attendiamo che l'indagine manifatturiera possa continuare a risentire del rallentamento del commercio globale e correggere a 49,5 da un precedente 49,8. L'indice PMI servizi negli ultimi 12 mesi si è mosso in maniera piuttosto volatile all'interno di una fascia di oscillazione espansiva: pensiamo che l'indice possa mostrare un rallentamento a ottobre, a 51 da 51,3. L'indicatore composito dovrebbe perciò portarsi a 50,9 da 51,2 di settembre, segnalando un ritmo di crescita del PIL ancora debole nei mesi autunnali.
- La **stima flash dell'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea** di ottobre potrebbe salire per il secondo mese consecutivo a -14,7 da un precedente -14,9; il livello dell'indagine rimarrebbe comunque al di sotto della media storica (-10,6). Nel complesso, gli indici di morale delle famiglie ancora non segnalano una convincente ripartenza dei consumi domestici.
- Ad agosto, ci aspettiamo che la **produzione nelle costruzioni** in area euro cresca per il secondo mese, a un ritmo simile a quello visto a luglio (0,4% m/m, da 0,5% precedente). I dati già diffusi relativi a Francia e Germania hanno mostrato una crescita rispettivamente di 1,2% e 0,6% m/m. Il settore sembra aver svoltato, e comincia a beneficiare dell'allentamento delle condizioni di finanziamento.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (20 – 24 ottobre)

| Data      | Ora   | Paese | Dato                                   |    | Periodo | Precedente | Consenso      |
|-----------|-------|-------|----------------------------------------|----|---------|------------|---------------|
| Lun 20/10 | 03:00 | CN    | Tasso prime rate a 5 anni              | *  | ott     | 3.5        | %             |
|           | 03:00 | CN    | Tasso prime rate a 1 anno              | *  | ott     | 3.0        | %             |
|           | 04:00 | CN    | PIL cumulato a/a                       |    | T3      | 5.3        | %             |
|           | 04:00 | CN    | PIL a/a                                | *  | T3      | 5.2        | % 4.8         |
|           | 04:00 | CN    | PIL s.a. t/t                           |    | T3      | 1.1        | % 0.8         |
|           | 04:00 | CN    | Vendite al dettaglio a/a               | *  | set     | 3.4        | % 3.0         |
|           | 04:00 | CN    | Investimenti fissi urbani cumulati a/a | *  | set     | 0.5        | % 0.1         |
|           | 04:00 | CN    | Vendite al dettaglio cumulate a/a      |    | set     | 3.7        | %             |
|           | 04:00 | CN    | Produzione industriale cumulata a/a    |    | set     | 6.2        | %             |
|           | 04:00 | CN    | Produzione industriale a/a             |    | set     | 5.2        | % 5.0         |
|           | 08:00 | GER   | PPI a/a                                |    | set     | -2.2       | %             |
|           | 08:00 | GER   | PPI m/m                                |    | set     | -0.5       | %             |
|           | 16:00 | USA   | Indice anticipatore m/m                |    | set     | -0.5       | %             |
| Mer 22/10 | 01:50 | GIA   | Bilancia commerciale                   |    | set     | -242.8     | Mld ¥ JP 22.2 |
|           | 08:00 | GB    | CPI a/a                                | *  | set     | 3.8        | %             |
|           | 08:00 | GB    | CPI m/m                                |    | set     | 0.3        | %             |
| Gio 23/10 | 16:00 | EUR   | Fiducia consumatori flash              | *  | ott     | -14.9      | -14.7         |
|           | 16:00 | USA   | Vendite di case esistenti (mln ann.)   |    | set     | 4.00       | Mln           |
| Ven 24/10 | 01:30 | GIA   | CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a        | *  | set     | 2.7        | % 2.9         |
|           | 01:30 | GIA   | CPI (naz.) a/a                         | *  | set     | 2.7        | %             |
|           | 02:30 | GIA   | PMI manifatturiero prelim              |    | ott     | 48.5       |               |
|           | 08:00 | GB    | Vendite al dettaglio a/a               |    | set     | 0.7        | %             |
|           | 08:00 | GB    | Vendite al dettaglio m/m               | *  | set     | 0.5        | %             |
|           | 08:45 | FRA   | Fiducia consumatori                    |    | ott     | 87         |               |
|           | 09:15 | FRA   | PMI servizi prelim                     | *  | ott     | 48.5       |               |
|           | 09:15 | FRA   | PMI manifatturiero prelim              | *  | ott     | 48.2       |               |
|           | 09:30 | GER   | PMI servizi prelim                     | *  | ott     | 51.5       | 51.0          |
|           | 09:30 | GER   | PMI manifatturiero prelim              | *  | ott     | 49.5       | 49.0          |
|           | 10:00 | EUR   | PMI servizi prelim                     | ** | ott     | 51.3       | 51.3          |
|           | 10:00 | EUR   | PMI manifatturiero prelim              | ** | ott     | 49.8       | 49.5          |
|           | 10:00 | EUR   | PMI composito prelim                   | ** | ott     | 51.2       |               |
|           | 10:30 | GB    | PMI servizi prelim                     | *  | ott     | 50.8       |               |
|           | 10:30 | GB    | PMI manifatturiero prelim              | *  | ott     | 46.2       |               |
|           | 14:30 | USA   | CPI (escluso alimentari, energia) m/m  | ** | set     | 0.3        | % 0.3         |
|           | 14:30 | USA   | CPI (escluso alimentari, energia) a/a  |    | set     | 3.1        | % 3.1         |
|           | 14:30 | USA   | CPI m/m                                | *  | set     | 0.4        | % 0.4         |
|           | 15:00 | BEL   | Indice ciclico BNB                     |    | ott     | -7.9       |               |
|           | 15:45 | USA   | Markit PMI Manif. prelim.              | *  | ott     | 52.0       |               |
|           | 15:45 | USA   | Markit PMI Servizi prelim.             | *  | ott     | 54.2       |               |
|           | 15:45 | USA   | Markit PMI Composito prelim.           |    | ott     | 53.9       |               |
|           | 16:00 | USA   | Vendite di nuove case (mln ann.)       | *  | set     | 0.800      | Mln           |
|           | 16:00 | USA   | Fiducia famiglie (Michigan) finale     |    | ott     | prel 55.0  |               |

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 (20 – 24 ottobre)**

| <b>Data</b> | <b>Ora</b>  | <b>Paese</b> | <b>* Evento</b>                                         |
|-------------|-------------|--------------|---------------------------------------------------------|
| Lun         | 20/10 05:50 | GIA          | Discorso di Takata (BoJ)                                |
|             | 10:00       | EUR          | Discorso di Schnabel (BCE)                              |
|             | 16:00       | EUR          | Discorso di Schnabel (BCE)                              |
|             | 21:00       | EUR          | Discorso di Nagel e Vujcic (BCE)                        |
| Mar         | 21/10 09:00 | EUR          | Discorso di Lane (BCE)                                  |
|             | 13:00       | EUR          | * Discorso di Lagarde (BCE)                             |
|             | 15:30       | EUR          | Discorso di Kocher (BCE)                                |
| Mer         | 22/10 00:00 | EUR          | Discorso di Nagel (BCE)                                 |
|             | 14:25       | EUR          | * Discorso di Lagarde (BCE)                             |
| Gio         | 23/10 14:00 | EUR          | Discorso di Lane (BCE)                                  |
|             | -           | UE           | * Consiglio europeo                                     |
| Ven         | 24/10 14:45 | EUR          | Discorso di Nagel e Villeroy (BCE)                      |
|             | -           | FRA          | * Moody's si pronuncia sul debito sovrano della Francia |
|             | -           | BEL          | S&P si pronuncia sul debito sovrano del Belgio          |

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

| Dato                            | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|---------------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| Indice Empire Manufacturing     | ott     | -8.7       | -1.4     | 10.7      |
| Indice Philadelphia Fed         | ott     | 23.2       | 8.5      | -12.8     |
| Indice Mercato Immobiliare NAHB | ott     | 32         | 33       | 37        |

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

### Area euro

| Paese | Dato                                       | Periodo | Precedente    | Consenso | Effettivo |
|-------|--------------------------------------------|---------|---------------|----------|-----------|
| EUR   | Produzione industriale m/m                 | ago     | 0.5 (0.3)     | %        | -1.6 -1.2 |
| EUR   | CPI a/a finale                             | set     | 2.2           | %        | 2.2 2.2   |
| EUR   | CPI m/m finale                             | set     | 0.1           | %        | 0.1 0.1   |
| EUR   | CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale | set     | 2.4           | %        | 2.4 2.4   |
| FRA   | IPCA m/m finale                            | set     | -1.1          | %        | -1.1 -1.1 |
| FRA   | IPCA a/a finale                            | set     | 1.1           | %        | 1.1 1.1   |
| FRA   | CPI m/m Ex Tob                             | set     | 0.4           | %        | -1.0      |
| GER   | CPI m/m finale                             | set     | 0.2           | %        | 0.2 0.2   |
| GER   | CPI a/a finale                             | set     | 2.4           | %        | 2.4 2.4   |
| GER   | IPCA m/m finale                            | set     | 0.2           | %        | 0.2 0.2   |
| GER   | IPCA a/a finale                            | set     | 2.4           | %        | 2.4 2.4   |
| GER   | ZEW (Sit. corrente)                        | ott     | -76.4         | -74.8    | -80.0     |
| GER   | ZEW (Sentiment econ.)                      | ott     | 37.3          | 41.0     | 39.3      |
| ITA   | IPCA a/a finale                            | set     | 1.8           | %        | 1.8 1.8   |
| ITA   | IPCA m/m finale                            | set     | 1.3           | %        | 1.3 1.3   |
| ITA   | Prezzi al consumo m/m finale               | set     | -0.2          | %        | -0.2 -0.2 |
| ITA   | Prezzi al consumo a/a finale               | set     | 1.6           | %        | 1.6 1.6   |
| ITA   | Bilancia commerciale (totale)              | ago     | 7.829 (7.908) | Mld €    | 2.050     |
| ITA   | Bilancia commerciale (UE)                  | ago     | 1.834 (1.917) | Mld €    | 0.172     |
| SPA   | IPCA a/a finale                            | set     | 3.0           | %        | 3.0 3.0   |

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

### Giappone

| Dato                              | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|-----------------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| Produzione industriale m/m finale | ago     | -1.2       | %        | -1.5      |
| Ordinativi di macchinari m/m      | ago     | -4.6       | %        | 0.4 -0.9  |

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

### Cina

| Dato                               | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo   |
|------------------------------------|---------|------------|----------|-------------|
| CPI m/m                            | set     | 0.0        | %        | 0.2 0.1     |
| CPI a/a                            | set     | -0.4       | %        | -0.2 -0.3   |
| PPI a/a                            | set     | -2.9       | %        | -2.3 -2.3   |
| M2 a/a                             | set     | 8.8        | %        | 8.5 8.4     |
| Nuovi prestiti bancari (flusso)    | set     | 590        | Mld ¥ CN | 1472 1290   |
| Finanza sociale aggregata (flusso) | set     | 2570.0     | Mld ¥ CN | 3322.5 3530 |

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

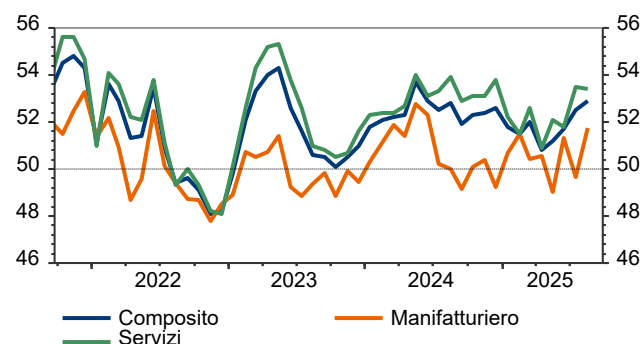
**Cina: inflazione settembre 2025.** L'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta in territorio negativo anche in settembre (-0,3% a/a) spinta ancora al ribasso principalmente dal calo dei prezzi degli alimentari, pur risalendo da -0,4% in agosto grazie alla minor deflazione nel comparto dei trasporti. Aumenti dei prezzi nelle categorie degli elettrodomestici (legati a distorsioni del programma di permuta) e dei beni e servizi vari hanno contribuito, invece, a far risalire l'inflazione

core (1,0% a/a) ai massimi da inizio 2024. La deflazione dei prezzi alla produzione si è ridimensionata (da -2,9% a/a in agosto a -2,3% in settembre) grazie a un forte effetto base positivo e, in parte, alle pressioni della campagna anti-involuzione. La deflazione dei beni di consumo durevoli si è, tuttavia, ulteriormente accentuata confermando la persistenza delle pressioni al ribasso sui prezzi determinate dalla debolezza della domanda interna e dalla contemporanea sovracapacità produttiva.



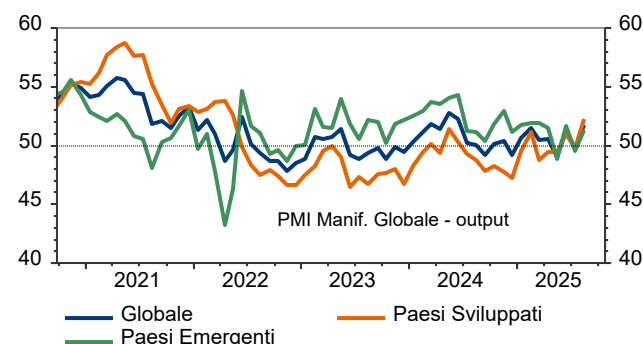
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



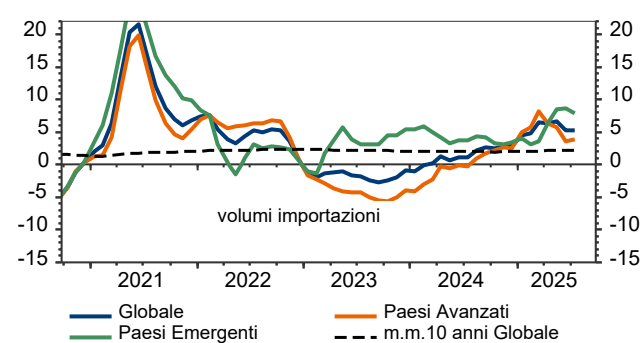
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



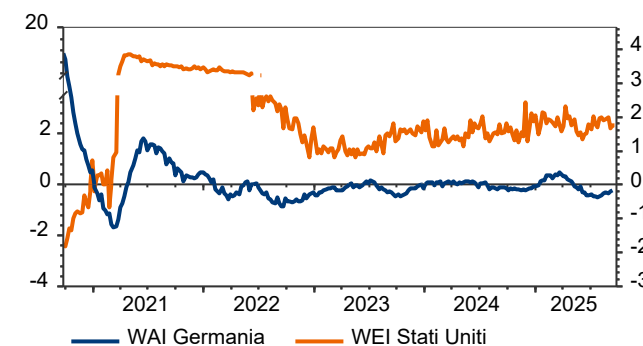
Fonte: S&P Global

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



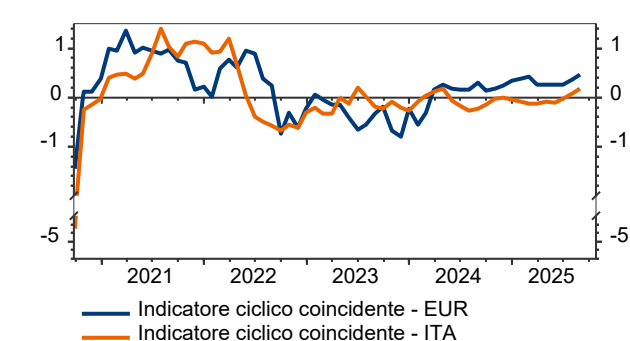
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



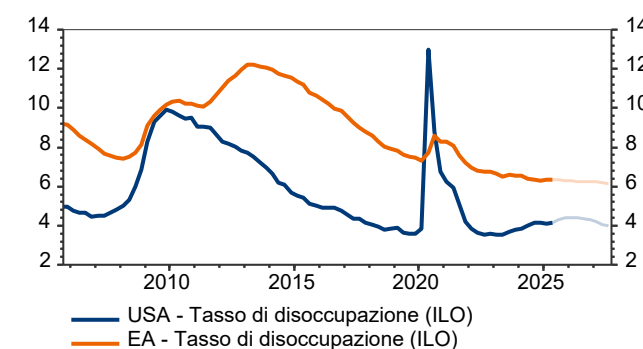
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

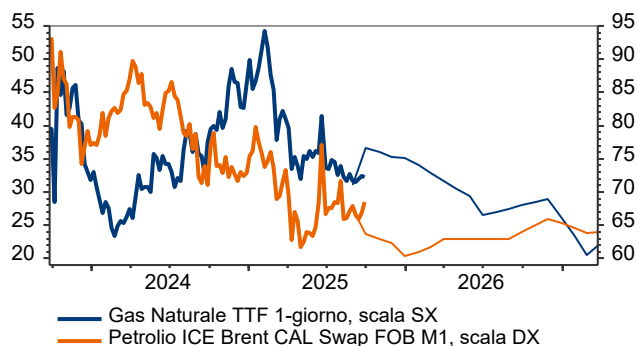
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

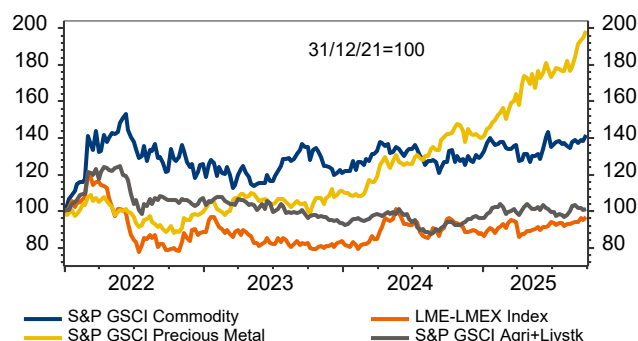
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



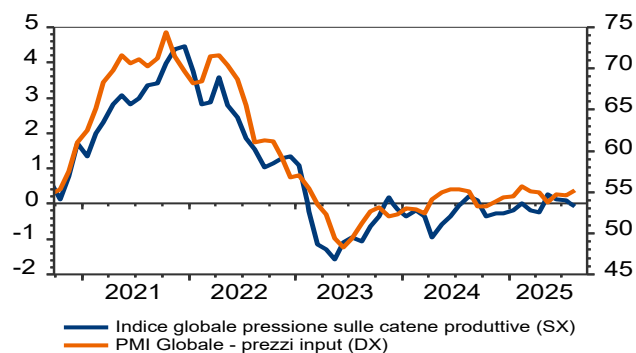
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



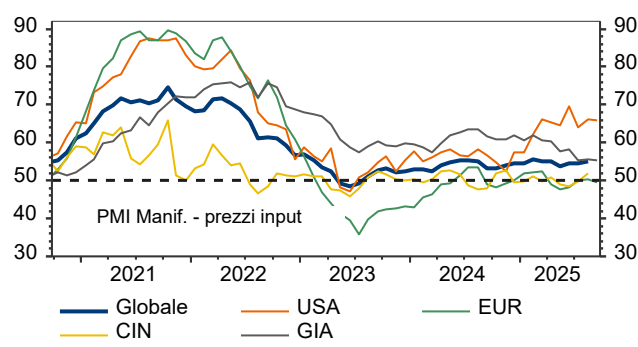
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



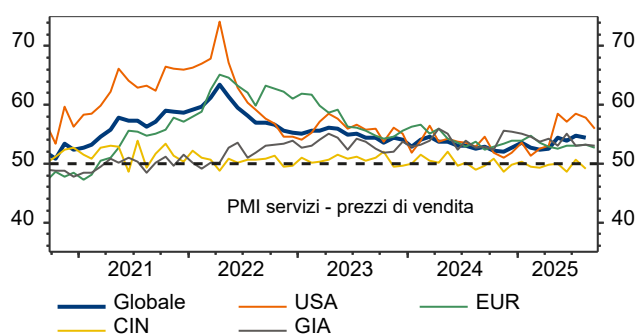
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



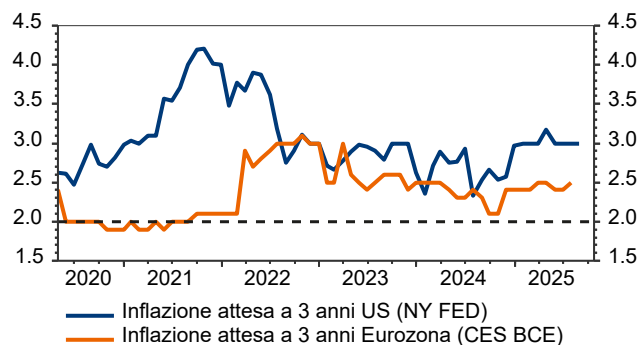
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

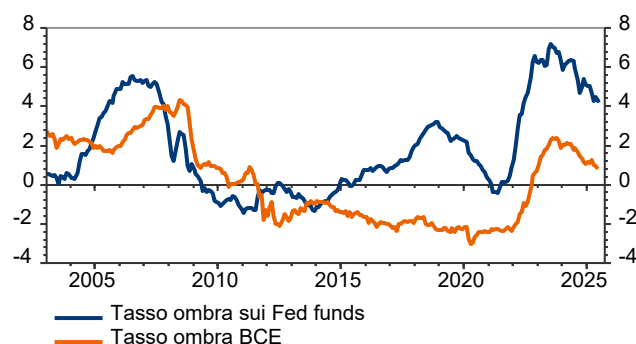
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

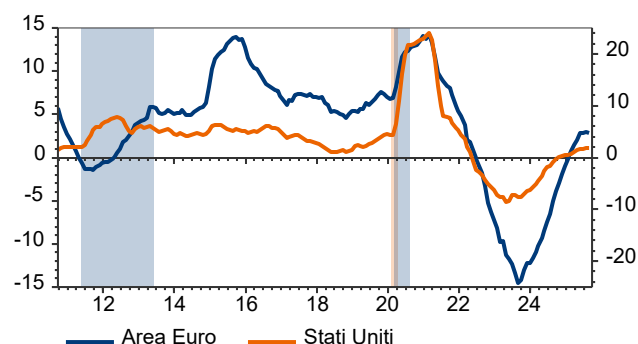
## Condizioni Finanziarie

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



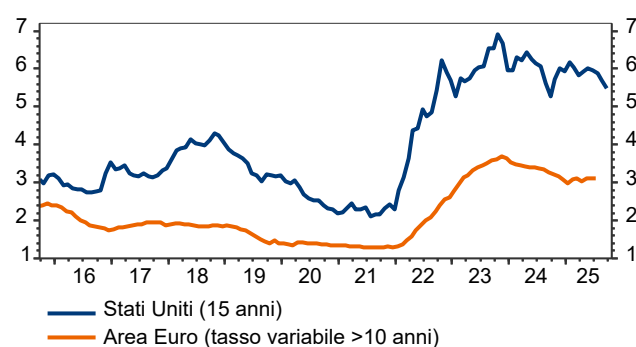
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



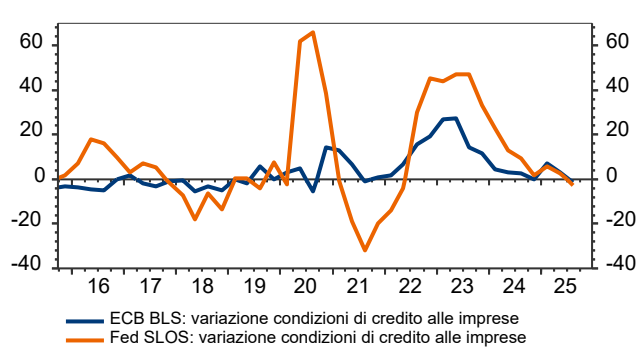
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



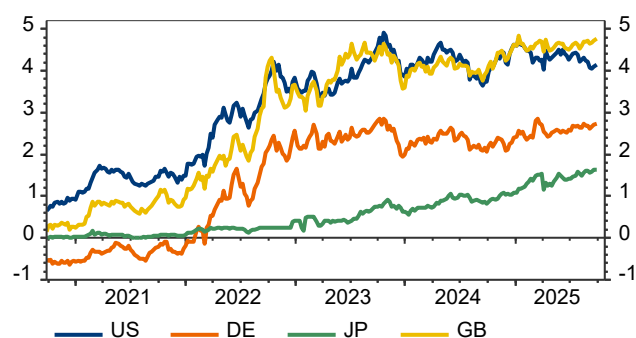
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



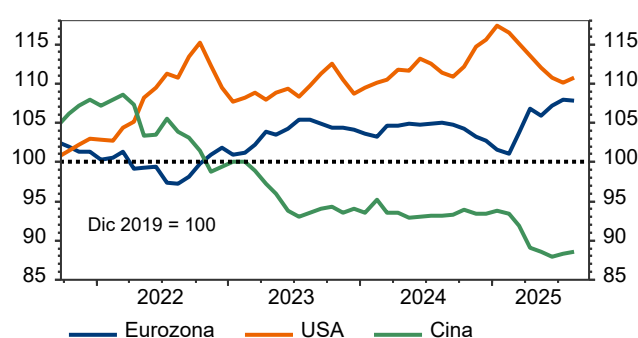
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: LSEG Datastream

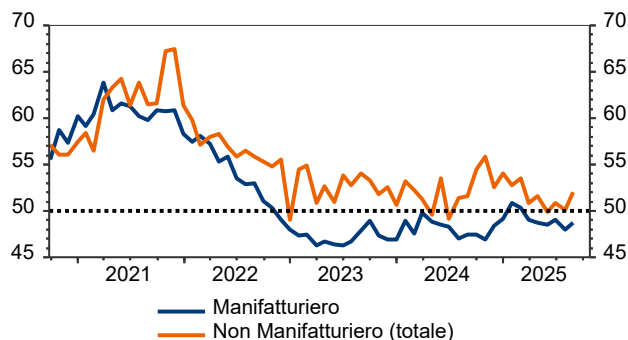
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

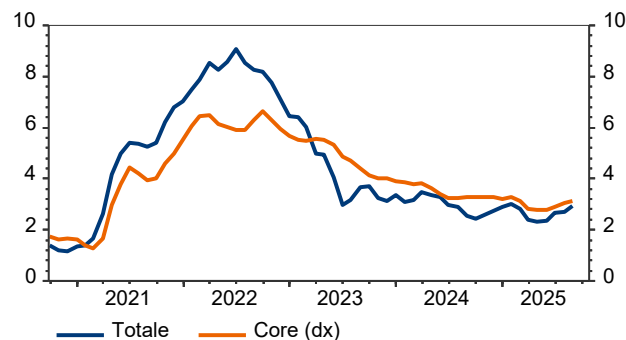
## Stati Uniti

### Indagini ISM



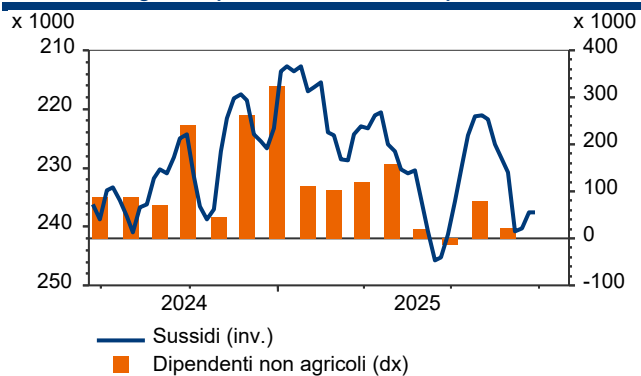
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



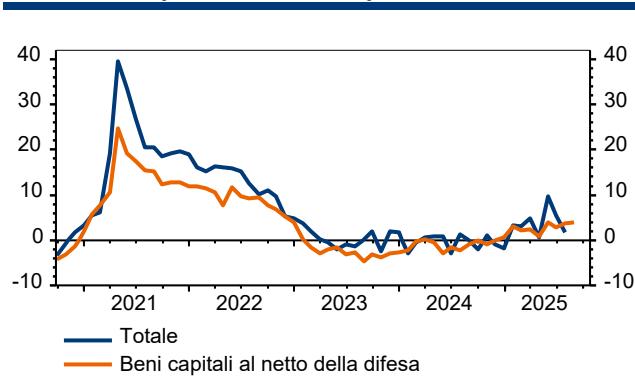
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

### Nuovi ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

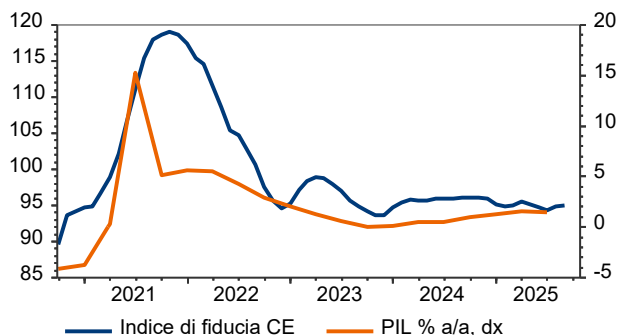
### Previsioni

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

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

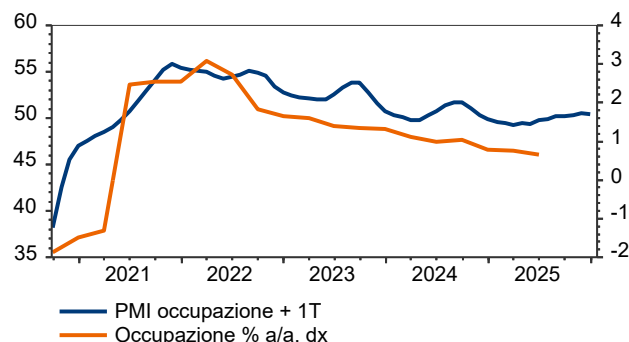
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



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

### Previsioni di inflazione, anno corrente

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |              |             |            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|------------|
|              | IPCA         | Core BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core ex AEAT | Core ex tob | IPCA       |
| 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        | 128.8        | 2.2        | 2.4          | 2.4         | 2.2        |
| ott-25       | 129.6        | 126.5        | 123.2        | 128.8        | 2.0        | 2.3          | 2.3         | 1.9        |
| nov-25       | 128.8        | 126.0        | 122.6        | 128.0        | 1.7        | 2.4          | 2.4         | 1.6        |
| dic-25       | 129.3        | 126.4        | 123.1        | 128.6        | 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 BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core ex AEAT | Core ex tob | IPCA       |
| gen-26       | 128.6        | 125.4        | 122.0        | 127.9        | 1.5        | 2.2          | 2.3         | 1.4        |
| feb-26       | 129.1        | 126.0        | 122.6        | 128.4        | 1.5        | 2.2          | 2.3         | 1.3        |
| mar-26       | 130.2        | 126.7        | 123.5        | 129.4        | 1.7        | 1.9          | 2.1         | 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          | 2.1         | 1.8        |
| giu-26       | 131.6        | 128.4        | 125.0        | 130.8        | 1.9        | 2.0          | 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        | 125.4        | 131.0        | 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        | 130.7        | 2.1        | 1.9          | 1.9         | 2.0        |
| dic-26       | 131.9        | 128.7        | 125.5        | 131.0        | 2.0        | 1.9          | 1.9         | 1.9        |
| <b>Media</b> | <b>131.0</b> | <b>127.8</b> | <b>124.5</b> | <b>130.2</b> | <b>1.8</b> | <b>1.9</b>   | <b>2.0</b>  | <b>1.7</b> |

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

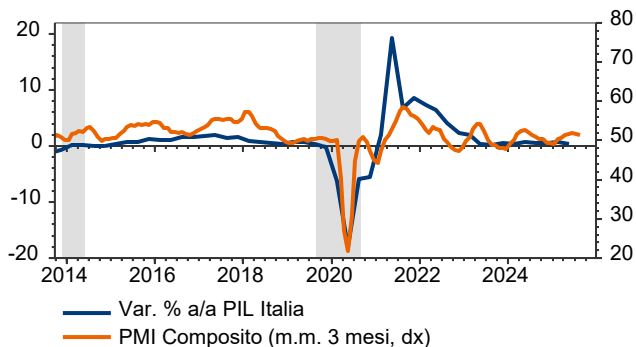
### Previsioni

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

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

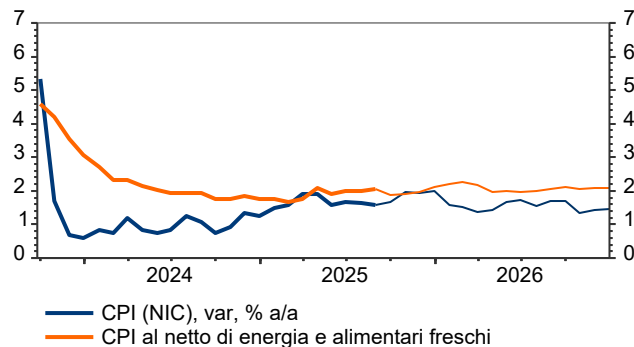
## Italia

## PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno corrente

|              | INDICI       |              |              |               | Var. % a/a |            |            |               |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------|------------|------------|---------------|
|              | IPCA         | NIC          | FOI          | FOI<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>ex tob |
| gen-25       | 122.4        | 121.9        | 120.9        | 120.9         | 1.7        | 1.5        | 1.4        | 1.3           |
| feb-25       | 122.5        | 122.1        | 121.2        | 121.1         | 1.7        | 1.6        | 1.6        | 1.5           |
| mar-25       | 124.4        | 122.5        | 121.5        | 121.4         | 2.1        | 1.9        | 1.8        | 1.7           |
| apr-25       | 124.9        | 122.6        | 121.4        | 121.3         | 2.0        | 1.9        | 1.8        | 1.7           |
| mag-25       | 124.8        | 122.5        | 121.2        | 121.2         | 1.7        | 1.6        | 1.4        | 1.4           |
| giu-25       | 125.1        | 122.7        | 121.4        | 121.3         | 1.8        | 1.7        | 1.6        | 1.5           |
| lug-25       | 123.9        | 123.2        | 121.8        | 121.8         | 1.7        | 1.7        | 1.5        | 1.5           |
| ago-25       | 123.6        | 123.3        | 121.9        | 121.8         | 1.6        | 1.6        | 1.5        | 1.4           |
| set-25       | 125.2        | 123.1        | 121.7        | 121.7         | 1.8        | 1.6        | 1.4        | 1.4           |
| ott-25       | 126.0        | 123.5        | 122.0        | 122.0         | 2.1        | 1.9        | 1.7        | 1.6           |
| nov-25       | 125.9        | 123.4        | 121.9        | 121.9         | 2.1        | 1.9        | 1.6        | 1.5           |
| dic-25       | 126.1        | 123.5        | 122.1        | 122.1         | 2.2        | 1.9        | 1.6        | 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<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>ex tob |
| gen-26       | 124.5        | 123.7        | 122.3        | 122.3         | 1.7        | 1.5        | 1.2        | 1.2           |
| feb-26       | 124.5        | 123.9        | 122.5        | 122.5         | 1.7        | 1.4        | 1.1        | 1.2           |
| mar-26       | 126.3        | 124.1        | 122.7        | 122.7         | 1.5        | 1.3        | 1.0        | 1.1           |
| apr-26       | 126.8        | 124.2        | 122.7        | 122.7         | 1.6        | 1.3        | 1.1        | 1.2           |
| mag-26       | 127.1        | 124.5        | 122.8        | 122.8         | 1.8        | 1.6        | 1.3        | 1.3           |
| giu-26       | 127.5        | 124.7        | 123.0        | 123.0         | 1.9        | 1.7        | 1.3        | 1.4           |
| lug-26       | 126.0        | 125.0        | 123.3        | 123.3         | 1.7        | 1.5        | 1.2        | 1.2           |
| ago-26       | 125.9        | 125.3        | 123.6        | 123.6         | 1.9        | 1.6        | 1.4        | 1.5           |
| set-26       | 127.6        | 125.2        | 123.5        | 123.5         | 1.9        | 1.7        | 1.5        | 1.5           |
| ott-26       | 128.0        | 125.2        | 123.5        | 123.5         | 1.5        | 1.3        | 1.2        | 1.2           |
| nov-26       | 127.9        | 125.1        | 123.6        | 123.6         | 1.6        | 1.4        | 1.4        | 1.4           |
| dic-26       | 128.2        | 125.3        | 123.9        | 123.9         | 1.7        | 1.5        | 1.5        | 1.5           |
| <b>Media</b> | <b>126.7</b> | <b>124.7</b> | <b>123.1</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   | 0.5  | 0.7  | 0.4  | 0.6  | 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               | 0.6   | 0.6   | 0.8   | 0.3  | 0.2  | 0.0  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2 |
| Investimenti fissi            | -0.0  | 2.6   | 1.0   | 1.6  | 1.0  | 1.6  | -0.2 | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.3 |
| Consumi pubblici              | 1.0   | 0.1   | 0.5   | 0.2  | -0.4 | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.1  | 0.1 |
| Esportazioni                  | -0.6  | 0.3   | 0.3   | -0.3 | 2.2  | -1.9 | 0.5  | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.3 |
| Importazioni                  | -1.1  | 2.8   | 2.0   | 0.3  | 1.0  | 0.4  | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.4 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.1  | 0.3   | 0.5   | -0.2 | -0.4 | 0.2  | 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 | 138.3 |      |      |      |      |      |      |      |     |
| Prezzi al consumo (IPCA, a/a) | 1.1   | 1.9   | 1.7   | 1.3  | 1.8  | 1.8  | 1.7  | 2.1  | 1.6  | 1.7  | 1.8 |
| Produzione industriale (a/a)  | -4.0  | -0.8  | 0.2   | -4.3 | -1.8 | -0.7 | -0.6 | -0.1 | -0.4 | -0.3 | 0.7 |
| 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 |

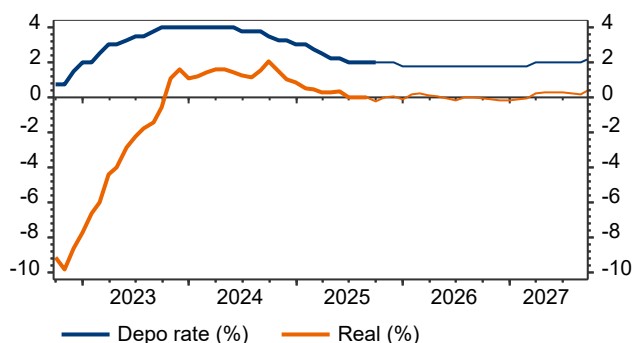
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

## Interest Rates and Exchange Rates Forecasts

### Eurozone

|                     | Mar  | Jun  | Sep  | 16/10       | Dec  | Mar  | Jun  | Sep  |
|---------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <b>Deposit rate</b> | 2.50 | 2.00 | 2.00 | <b>2.00</b> | 2.00 | 1.75 | 1.75 | 1.75 |
| <b>Euribor 1m</b>   | 2.36 | 1.93 | 1.93 | <b>1.93</b> | 1.92 | 1.84 | 1.67 | 1.68 |
| <b>Euribor 3m</b>   | 2.34 | 1.94 | 2.03 | <b>2.00</b> | 2.01 | 1.92 | 1.78 | 1.81 |

Source: Intesa Sanpaolo calculations on LSEG Datastream data

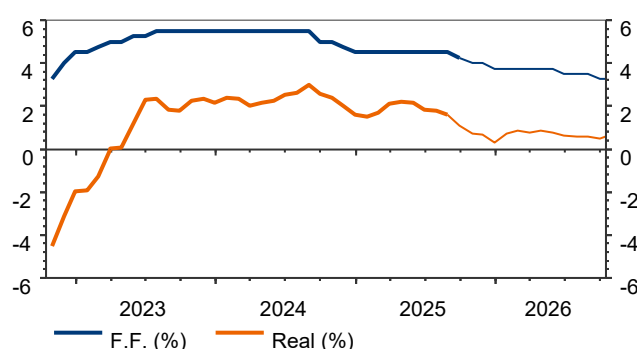


Source: Intesa Sanpaolo elaboration on LSEG Datastream data

### United States

|                  | Mar  | Jun  | Sep  | 16/10       | Dec  | Mar  | Jun  | Sep  |
|------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <b>Fed Funds</b> | 4.50 | 4.50 | 4.25 | <b>4.25</b> | 3.75 | 3.75 | 3.50 | 3.25 |
| <b>OIS 3m</b>    | 4.30 | 4.28 | 3.90 | <b>3.78</b> | 3.60 | 3.59 | 3.43 | 3.20 |

Source: Intesa Sanpaolo calculations on LSEG Datastream data

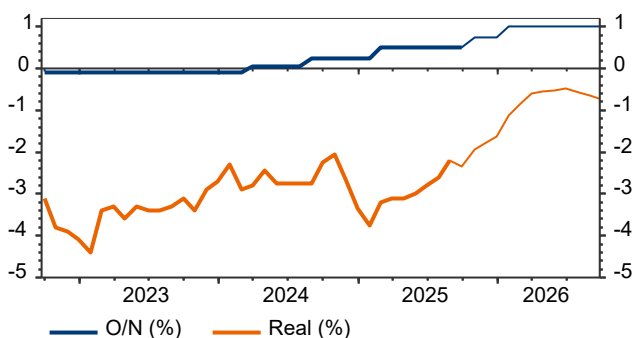


Source: Intesa Sanpaolo elaboration on LSEG Datastream data

### Japan

|                   | Mar  | Jun  | Sep  | 16/10       | Dec  | Mar  | Jun  | Sep  |
|-------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <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>0.55</b> | 0.90 | 1.02 | 1.02 | 1.02 |

Source: Intesa Sanpaolo Research calculations on LSEG Datastream data

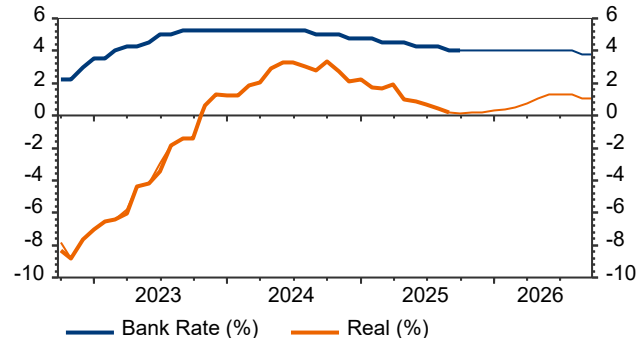


Source: Intesa Sanpaolo calculations on LSEG Datastream data

### United Kingdom

|                  | Mar  | Jun  | Sep  | 16/10       | Dec  | Mar  | Jun  | Sep  |
|------------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| <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>3.94</b> | 3.90 | 3.90 | 3.80 | 3.60 |

Source: Intesa Sanpaolo Research calculations on LSEG Datastream data



Source: Intesa Sanpaolo calculations on LSEG Datastream data

### Exchange rates

| 1710 0825      | -24m | -12m | -6m  | -3m  | -1m  | 17/10         | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|----------------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| <b>EUR/USD</b> | 1.06 | 1.09 | 1.14 | 1.16 | 1.18 | <b>1.1678</b> | 1.17 | 1.19 | 1.20 | 1.20 | 1.18 |
| <b>USD/JPY</b> | 150  | 150  | 142  | 148  | 146  | <b>149.76</b> | 148  | 143  | 140  | 138  | 136  |
| <b>GBP/USD</b> | 1.22 | 1.30 | 1.32 | 1.34 | 1.37 | <b>1.3355</b> | 1.35 | 1.36 | 1.37 | 1.38 | 1.38 |
| <b>EUR/CHF</b> | 0.95 | 0.94 | 0.93 | 0.93 | 0.93 | <b>0.9331</b> | 0.93 | 0.93 | 0.92 | 0.92 | 0.92 |
| <b>EUR/JPY</b> | 158  | 163  | 162  | 172  | 173  | <b>174.90</b> | 173  | 170  | 168  | 166  | 160  |
| <b>EUR/GBP</b> | 0.87 | 0.83 | 0.86 | 0.86 | 0.87 | <b>0.8719</b> | 0.87 | 0.88 | 0.88 | 0.87 | 0.86 |

Source: Intesa Sanpaolo calculations on LSEG Datastream data

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

Alessio Tiberi

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

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

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

Mario Di Marcantonio

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

Allegra Fiore

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

Alessia Gavazzi

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

Andrea Volpi

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