

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

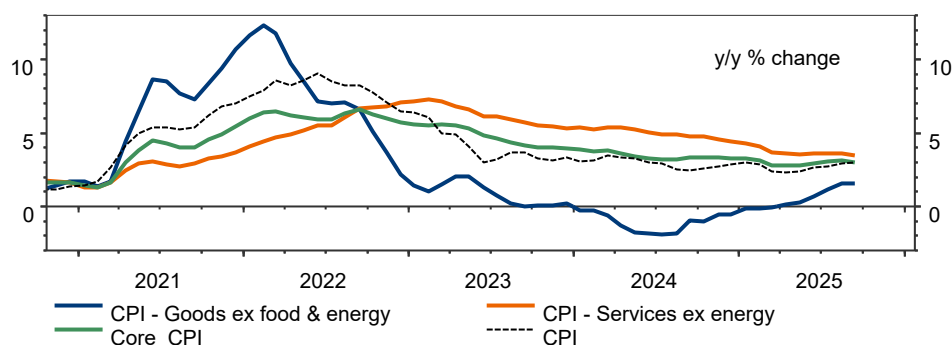
Nell'area euro, la tornata di indagini di fiducia di ottobre, che è iniziata questa settimana e proseguirà nei prossimi giorni, registra un miglioramento del morale soprattutto tra le famiglie e le imprese dei servizi; gli altri dati che saranno diffusi la prossima settimana dovrebbero vedere un calo dell'inflazione a ottobre e un PIL del 3° trimestre in crescita di un decimo nell'insieme dell'Eurozona (in linea con i tre mesi precedenti); in questo quadro, la riunione BCE di politica monetaria di giovedì 30 dovrebbe risultare meramente interlocutoria. Negli Stati Uniti, prosegue lo shutdown e si riaccendono le tensioni commerciali; anche sulla scia dei dati di inflazione di settembre inferiori alle attese, ci aspettiamo un taglio dei tassi di 25 punti base da parte della Fed mercoledì 29 (seguito, a nostro avviso, da un nuovo intervento della stessa entità nella riunione di dicembre).

#### Area euro

■ Questa settimana:

- Nell'**Eurozona il PMI composito è salito di un punto a 52,2 ad ottobre**: si tratta del più ampio progresso mensile dallo scorso dicembre, che porta l'indice ai massimi da maggio 2024. Sono i servizi a sorprendere al rialzo, come già a settembre, con un aumento a 52,6 da 51,3, a fronte di una manifattura in miglioramento solo marginale (a 50 da un precedente 49,8). Tra le principali economie è stata la Germania a risultare trainante, in presenza di un brusco calo in Francia. Negli ultimi trimestri il PMI composito non si è rivelato un buon indicatore coincidente del PIL e i recenti dati reali sono stati complessivamente deboli. Tuttavia, il proseguimento della tendenza di recupero della fiducia delle imprese, iniziata tra la primavera e l'estate, offre segnali incoraggianti per la tenuta dell'economia europea a fine 2025.
- Ad ottobre, **l'indice composito di fiducia delle imprese dell'INSEE ha registrato un inatteso aumento di un punto**, a 97. Il progresso è trainato dall'**indice manifatturiero, balzato a sorpresa da 97 a 101, il livello più alto da marzo dello scorso anno**, grazie ancora una volta al volatile comparto dei mezzi di trasporto. Viceversa, i servizi e le costruzioni hanno subito un peggioramento. Si è registrato un ampio rimbalzo anche nel commercio al dettaglio, probabilmente grazie all'entrata in vigore di nuovi incentivi per l'acquisto di auto. Nel complesso, la fiducia delle imprese resta inferiore alla media storica e rimane compatibile con un ritmo di crescita annua modesto. I rischi al ribasso sull'attività economica sono in aumento a causa dell'instabilità politica.

#### Stati Uniti: l'impatto dei dazi sull'inflazione è, almeno per il momento, contenuto



Fonte: Bureau of Labor Statistics

24 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

- Ad ottobre, la **fiducia dei consumatori nell'Eurozona** secondo l'indagine della Commissione Europea è salita a sorpresa da -14,9 a -14,2, ai massimi da febbraio. L'indice è ancora inferiore alla media di lungo termine (-10,6), ma è in decisa ripresa dopo il minimo toccato lo scorso aprile (a -16,6) sulla scia del picco delle tensioni sul commercio.

■ La prossima settimana:

- **PIL 3° trimestre: atteso un rimbalzo in Germania e in Italia. In Germania il PIL dovrebbe tornare a crescere**, stimiamo di 0,1% t/t (0,3% a/a), dopo la contrazione di -0,3% t/t registrata in primavera, che era dovuta anche a fattori straordinari (effetti di calendario, inversione dell'anticipo di consegne verso gli USA d'inizio anno, calo degli investimenti in attesa degli incentivi). I deludenti dati di produzione industriale di agosto (per quanto imputabili anche ad anomalie stagionali) e le prime evidenze che i dazi stanno penalizzando i flussi commerciali, suggeriscono però rischi al ribasso sul dato; peraltro, la revisione al rialzo dei dati di produzione industriale relativi ai mesi primaverili suggerisce che non è da escludere che la contrazione del PIL registrata nel secondo trimestre possa risultare meno marcata rispetto a quanto inizialmente stimato. **In Francia, la crescita del PIL dovrebbe decelerare** di un decimo a 0,2% t/t (0,6% a/a); i rischi su questa stima sono al rialzo, visto il solido andamento dei dati mensili sino ad agosto. La consegna programmata di aerei e navi dovrebbe tradursi in un apporto positivo delle esportazioni nette, in parte controbilanciato da un calo delle scorte; consumi e investimenti dovrebbero rimanere fiacchi. **In Italia, ci aspettiamo che il PIL torni a crescere nel 3° trimestre**, di 0,1% t/t (0,6% a/a), dopo la flessione di -0,1% t/t registrata durante la primavera. Dovrebbero essere stati i servizi a trainare la crescita a fronte di un contributo negativo da parte dell'industria. Il brusco calo della produzione sia nell'industria che nelle costruzioni ad agosto segnala rischi verso il basso (ma, come in Germania, riteniamo che anomalie statistiche e stagionali abbiano contribuito in misura significativa ai dati sull'output di agosto). **In Spagna, dovrebbe proseguire la sovraperformance rispetto al resto dell'Eurozona**: stimiamo una decelerazione solo modesta del ritmo di crescita del PIL a 0,7% t/t (3% a/a) nel 3° trimestre, da un precedente 0,8% t/t, con contributi positivi sia dalla domanda interna che dal commercio estero. **Per l'insieme dell'Eurozona ci aspettiamo una crescita del PIL a 0,1% t/t (+1,2% a/a)** nel trimestre estivo (come nei tre mesi precedenti); la previsione sconta il fatto che l'export dovrebbe aver cominciato a risentire dell'impatto dei dazi statunitensi e del rallentamento degli scambi globali.
- **L'inflazione nell'area euro dovrebbe tornare a calare ad ottobre, a 2% a/a, da 2,2% precedente**. Anche l'indice al netto di energetici e alimentari freschi è atteso in calo, a 2,3% a/a da 2,4% precedente. **Per quanto riguarda le principali economie, vediamo un calo sia in Germania** (2,3% a/a nazionale e 2,2% armonizzato) **che in Francia** (1,1% a/a nazionale e 1% armonizzato). In **Italia** ci aspettiamo che l'inflazione rimanga stabile all'1,6% sull'indice nazionale e corregga di un decimo all'1,7% a/a sull'IPCA.
- **Il completamento della tornata di indagini di fiducia di ottobre dovrebbe confermare il (moderato) miglioramento visto sinora. In Germania vediamo un IFO in risalita** a 88,2 da 87,7 precedente, in coerenza con i segnali giunti dall'indagine PMI: ci attendiamo un contenuto miglioramento delle aspettative (89,9 da 89,7) ed un rimbalzo della situazione corrente dopo due mesi di correzione (86,5 da 85,7); si tratta peraltro di livelli ancora coerenti con un ciclo debole. **Anche in Italia ci aspettiamo un ulteriore miglioramento sia per la fiducia dei consumatori** (a 97,2 da 96,8) **che per l'indice composito di morale delle imprese** (a 94 da 93,7), anche sulla scia dei tagli fiscali annunciati nella Legge di Bilancio. **In area euro, l'indice composito ESI diffuso dalla Commissione Europea è visto salire per il secondo mese** a 95,9 da un precedente 95,5, grazie alla ripresa del morale sia dei consumatori che delle imprese dei servizi.
- **Tasso di disoccupazione atteso stabile nell'Eurozona e in Italia a settembre, ma in aumento in Germania a ottobre**. Le indagini di fiducia hanno mostrato segnali di rallentamento delle assunzioni ma i dati di settembre dovrebbero riportare un **tasso di disoccupazione invariato al 6,3% in area euro e al 6% in Italia**. In Italia, negli ultimi mesi, si

è registrato un aumento degli inattivi a fronte di una crescita degli occupati quasi stagnante. In **Germania**, vediamo un aumento di un decimo del tasso dei senza-lavoro a ottobre, a 6,4%, in coerenza con il recente deterioramento delle intenzioni di assunzione delle imprese.

- **La riunione BCE di politica monetaria di giovedì 30 sarà meramente interlocutoria:** non saranno annunciate variazioni ai tassi ufficiali e sarà confermato il metodo basato sui dati, con decisioni prese di volta in volta. I dati usciti dopo l'11 settembre, per quanto mediamente al di sotto delle aspettative, non comportano scostamenti così significativi dallo scenario base dello staff da imporre un diverso posizionamento della politica monetaria. Lane ha parlato di trasmissione regolare della politica monetaria, a rimarcare che, nonostante una dinamica del credito alle imprese ancora fiacca, la BCE crede che l'allentamento monetario stia gradualmente dispiegando il suo influsso sulla domanda finale. Pare anche indicativo che nessun membro del Consiglio direttivo abbia provato a influenzare le aspettative incorporate nei tassi, che attribuiscono una probabilità pressoché nulla a un taglio immediato dei tassi. Tuttavia, dal resoconto della riunione dell'11 settembre è emerso anche un modesto *easing bias*, che potrebbe diventare più condiviso ed acquisire concretezza nei prossimi mesi, in assenza di segnali di ripresa della domanda interna.

## Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Shutdown: lo stallo politico si aggrava, nessuna soluzione in vista.** La chiusura federale è entrata nella quarta settimana, ed è molto probabile diventi la più lunga nella storia americana. Il Senato ha respinto per la dodicesima volta la misura ponte approvata dalla Camera, e le distanze tra i due schieramenti restano ampie: i Democratici chiedono l'estensione dei sussidi sanitari dell'Affordable Care Act, mentre lo Speaker repubblicano Mike Johnson mantiene una linea dura, rifiutando modifiche al testo. Nelle aree più esposte come Washington D.C. e lo stato della Virginia, il calo dei consumi è già tangibile e le nuove richieste di sussidi di disoccupazione sono salite a 4.378 in Virginia, il livello più alto da novembre 2021, e a 1.528, vicino ai massimi da febbraio, nel District of Columbia.
- **Guerra commerciale: in arrivo nuove tariffe sui camion e l'indagine sui farmaci; segnali di distensione con Cina e India, stop ai negoziati col Canada.** Dopo i dazi su legname e arredi entrati in vigore a metà ottobre, l'amministrazione Trump ha firmato un ordine esecutivo che introduce **dal 1° novembre dazi del 25% sui camion** medi e pesanti, del 10% sugli autobus e del 25% sui componenti correlati, ai sensi della Section 232 del Trade Expansion Act (1962); i veicoli conformi all'accordo USMCA saranno parzialmente esentati, con dazi applicati solo alla quota di componenti non statunitensi; l'impatto stimato è di circa 46 miliardi di importazioni. Inoltre, secondo il Financial Times, **l'Amministrazione sarebbe pronta ad avviare formalmente un'indagine** sotto la Section 301 del Trade Act (1974) **per verificare se i partner commerciali sottopaghino i farmaci** rispetto ai prezzi statunitensi (ciò potrebbe portare a nuovi dazi nel 2026). Sul fronte delle negoziazioni con la Cina, **Washington ha confermato l'introduzione dal 1° novembre della tariffa del 100% sulle importazioni cinesi**, definita da Trump "temporanea ma necessaria" dopo le restrizioni di Pechino sulle terre rare. Parallelamente, Washington ha siglato un **accordo con l'Australia su minerali critici e terre rare** da 1 miliardo di dollari, volto a rafforzare le catene di approvvigionamento alternative a quelle cinesi. **Gli Stati Uniti e l'India sarebbero prossimi a un accordo che ridurrebbe le tariffe sui beni indiani dal 50% al 15-16%**, in cambio dell'impegno di New Delhi a contenere gli acquisti di petrolio russo e ad allinearsi al nuovo regime di sanzioni statunitensi contro le principali società petrolifere russe, annunciato dal Tesoro USA per ridurre i finanziamenti al Cremlino; l'intesa con l'India potrebbe essere formalizzata al vertice ASEAN in Malesia. Viceversa, Trump ha annunciato la **sospensione dei negoziati commerciali con il Canada**, accusato di interferenze legate a uno spot televisivo sull'impatto dei dazi. Le **nuove stime del Budget Lab** (aggiornate al 17 ottobre) indicano che le nuove tariffe portano l'aliquota effettiva

media al 18% (17% tenendo conto delle modifiche nei comportamenti di acquisto da parte degli importatori): si tratta di un massimo dagli anni Trenta; l'effetto stimato è +1,3% sui prezzi al consumo nel 2025 e -0,5% sul PIL reale nel 2025-26, con circa 490 mila posti di lavoro in meno entro fine 2025.

- **I prezzi al consumo sono saliti un decimo meno del previsto a settembre**, di 0,3% m/m sull'indice generale e di 0,2% m/m sul core; entrambi gli indici si attestano al 3% su base annua (in salita di un decimo rispetto al mese precedente l'headline, in calo di un decimo il core).

■ La prossima settimana:

- **Dal FOMC del 28-29 ottobre ci attendiamo un taglio dei tassi di 25pb**. Non è escluso che si registri il dissenso di Miran, che potrebbe dirsi favorevole a una riduzione più ampia. In ogni caso, nelle dichiarazioni recenti, il sentiment all'interno del FOMC appare meno diviso, con un consenso crescente sulla necessità di sostenere l'economia di fronte all'indebolimento del mercato del lavoro e al prolungarsi dello shutdown federale: Powell e diversi membri del Board hanno sottolineato che le recenti pressioni sui prezzi derivano soprattutto dai dazi e dovrebbero rivelarsi temporanee, mentre i rischi prevalenti sono quelli sul fronte occupazionale. Ci aspettiamo un taglio dei tassi da 25 punti-base in ciascuna delle due riunioni da qui a fine anno (ottobre e dicembre), e altri due interventi della stessa entità nel corso del 2026.
- **Atteso un nuovo calo per la fiducia dei consumatori** secondo il Conference Board a ottobre, a 93,8 da 94,2 di settembre. Pesano le preoccupazioni per il mercato del lavoro e l'incertezza sullo shutdown federale.
- In caso di prolungamento dello shutdown, **non saranno pubblicati i dati** relativi agli ordini di beni durevoli, ai redditi e alla spesa personale di settembre, ai deflatori PCE, nonché la stima preliminare del PIL del terzo trimestre e la bilancia commerciale di settembre.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (27 – 31 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 27/10	11:00	GER	IFO (attese)		ott	89.7	89.9
	11:00	GER	IFO (sit. corrente)		ott	85.7	85.5
	11:00	GER	IFO	**	ott	87.7	87.9
	11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	set	2.9	% 2.8
Mar 28/10	09:00	GER	Fiducia consumatori		nov	-22.3	-22.0
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		ott	96.8	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	ott	87.3	
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ago	1.8	%
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ago	-0.1	%
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	ott	94.2	94.2
Mer 29/10	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		ott	35.3	
	10:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T3	0.8	% 0.7
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		set	1.8	Mld €
	11:30	GB	Credito al consumo		set	1.692	Mld £
	12:00	BEL	PIL t/t prelim		T3	0.2	%
	13:00	ITA	PPI m/m	0	set	-0.6	%
	13:00	ITA	PPI a/a	0	set	0.2	%
Gio 30/10	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		set	2.6	% 2.5
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		set	1.2	% 1.2
	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		set	-0.9	(-1.1) % 0.7
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		set	-1.5	% 1.6
	08:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.3	% 0.1
	09:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	set	0.1	%
	10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T3	0.4	%
	10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T3	-0.1	% 0.1
	10:00	SPA	IPCA a/a prelim		ott	3.0	%
	10:55	GER	Tasso di disoccupazione		ott	6.3	% 6.3
	11:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T3	-0.3	% 0.0
	11:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T3	0.2	% 0.2
	11:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	set	6.0	%
	12:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.1	% 0.1
	12:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T3	1.5	% 1.2
	12:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	ott	95.5	95.7
	12:00	EUR	Fiducia industria		ott	-10.3	
	12:00	EUR	Fiducia consumatori finale		ott	prel -14.2	
	12:00	EUR	Fiducia servizi		ott	3.6	
	12:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	set	6.3	% 6.3
	13:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	0.4	%
	13:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	1.2	%
	15:00	GER	IPCA a/a prelim	*	ott	2.4	% 2.3
	15:00	GER	IPCA m/m prelim	**	ott	0.2	%
	15:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	ott	2.4	% 2.2
	15:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	ott	0.3	% 0.2
Ven 31/10	03:30	CN	PMI composito - Caixin		ott	50.6	
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		ott	50.0	
	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	ott	49.8	49.6
	09:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		set	1.8	%
	09:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	set	-0.2	% 0.3
	09:00	GER	Prezzi import a/a		set	-1.5	%
	09:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	ott	1.1	%
	12:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	ott	1.8	%
	12:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	ott	-0.2	%
	12:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	ott	1.3	%
	12:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	ott	1.6	%
	12:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	ott	2.2	% 2.1
	12:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	ott	2.4	% 2.4
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	ott	40.6	

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 (27 – 31 ottobre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Mar	28/10 10:00	EUR	* La BCE pubblica la Bank Lending Survey
	10:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
Mer	29/10 19:00	USA	** Riunione FOMC (previsione ISP: tasso fed funds -25pb a 3,75%-4,00%)
	19:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	30/10 14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate invariato a 2,00%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
	18:15	USA	Discorso di Logan (Fed)
Ven	31/10 10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
	14:30	USA	Discorso di Logan (Fed)
	17:00	USA	Discorso di Hammack (Fed)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite di case esistenti (mln ann.)	set	4.00	Mln	4.06	4.06
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	set	3.1	%	3.1	3.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	set	0.3	%	0.3	0.2
CPI m/m	set	0.4	%	0.4	0.3
Markit PMI Manif. prelim.	ott	52.0		52.0	
Markit PMI Servizi prelim.	ott	54.2		53.5	
Markit PMI Composito prelim.	ott	53.9			
Fiducia famiglie (Michigan) finale	ott	55.0		55.0	

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	ott	-7.9			
EUR	Fiducia consumatori flash	ott	-14.9		-15.0	-14.2
EUR	PMI servizi prelim	ott	51.3		51.1	52.6
EUR	PMI composito prelim	ott	51.2		51.0	52.2
EUR	PMI manifatturiero prelim	ott	49.8		49.8	50.0
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	ott	97	{96}	96	101
FRA	Fiducia consumatori	ott	88	{87}	87	90
FRA	PMI servizi prelim	ott	48.5		48.7	47.1
FRA	PMI manifatturiero prelim	ott	48.2		48.2	48.3
GER	PPI a/a	set	-2.2	{-2.2}	%	-1.5
GER	PPI m/m	set	-0.5		%	0.0
GER	PMI servizi prelim	ott	51.5		51.0	54.5
GER	PMI manifatturiero prelim	ott	49.5		49.5	49.6

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

**Eurozona: i servizi trainano i PMI ad ottobre.** Sorprende al rialzo il PMI composito in area euro ad ottobre. Il progresso è stato trainato dai servizi, nonostante il brusco calo dell'indice francese. Poco variata la manifattura dove i segnali di recupero della domanda interna, seppur modesti, sono riusciti a compensare la debolezza degli ordini all'export. In sintesi, prosegue la tendenza al miglioramento della fiducia delle imprese europee, con incoraggianti segnali di tenuta del ciclo economico a fine anno.

**Francia: un miglioramento della fiducia INSEE da leggere con cautela.** A ottobre, l'indice composito di fiducia delle imprese dell'INSEE ha registrato un inatteso aumento di un punto, raggiungendo quota 97. Il progresso è stato trainato dal settore manifatturiero, sostenuto ancora una volta dal volatile comparto dei mezzi di trasporto, mentre i servizi e le costruzioni hanno registrato un peggioramento. Si è registrato un ampio rimbalzo anche nel commercio al dettaglio, probabilmente sostenuto dall'entrata in vigore, all'inizio del mese, di nuovi incentivi per l'acquisto di auto. Nel complesso, la fiducia delle imprese resta inferiore alla media storica, compatibilmente con un ritmo di crescita annua modesto, mentre i rischi al ribasso aumentano, a causa dell'instabilità politica, tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	set	-242.8	Mld ¥ JP	22.2	-234.6
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	set	2.7	%	2.9	2.9
CPI (naz.) a/a	set	2.7	%		2.9
PMI manifatturiero prelim	ott	48.5			48.3

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

**Cina**

<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>		<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>
Tasso prime rate a 1 anno	ott	3.00		%	3.00
Tasso prime rate a 5 anni	ott	3.50		%	3.50
PIL s.a. t/t	T3	1.0	(1.1)	%	0.8
PIL cumulato a/a	T3	5.3		%	5.2
PIL a/a	T3	5.2		%	4.8

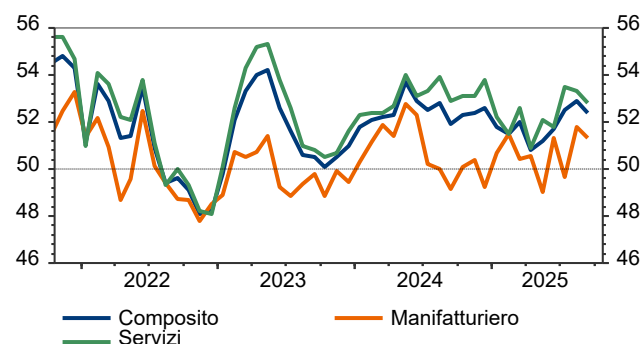
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: LSEG Datastream

**Cina: dati di settembre 2025 e PIL del 3° trimestre.** La crescita del PIL è decelerata da 5,3% nella prima metà del 2025 a 4,8% a/a nel 3° trimestre, principalmente a causa del rallentamento del settore industriale, ma è stata ancora supportata da un contributo positivo del canale estero, che è rimasto invariato rispetto al 2° trimestre. I dati relativi al mese di settembre evidenziano un recupero della produzione industriale, ma anche una persistente debolezza degli investimenti e delle vendite al dettaglio. Ulteriori misure di supporto mirate saranno necessarie per evitare un ulteriore rallentamento della domanda interna e mantenere la crescita vicino al target del Governo.



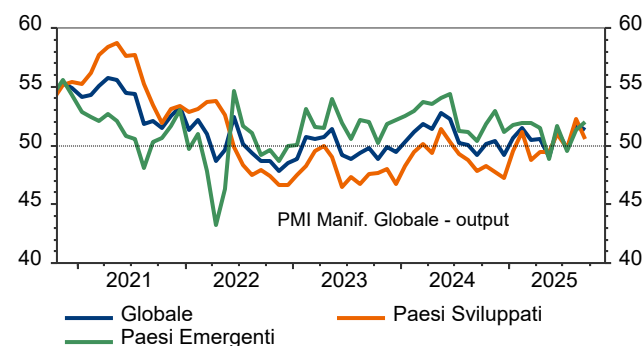
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



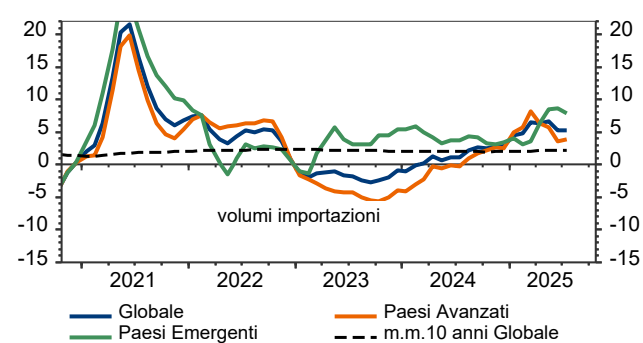
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



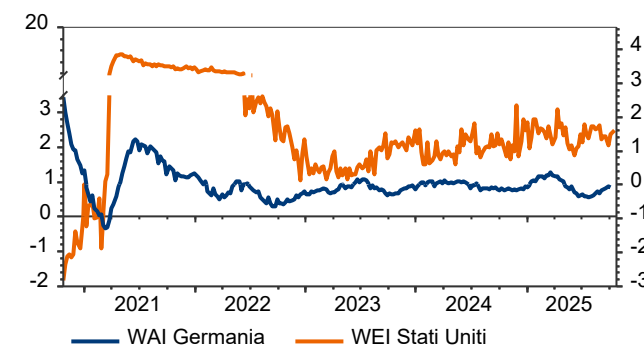
Fonte: S&P Global

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



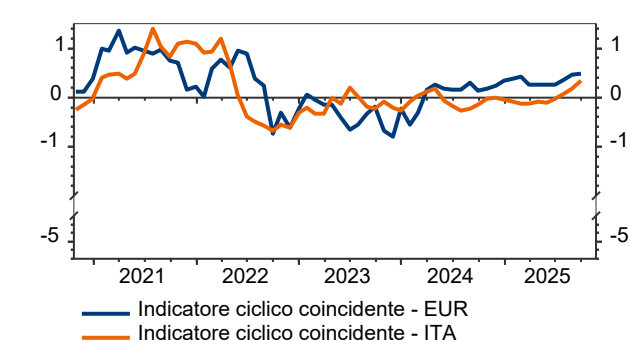
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



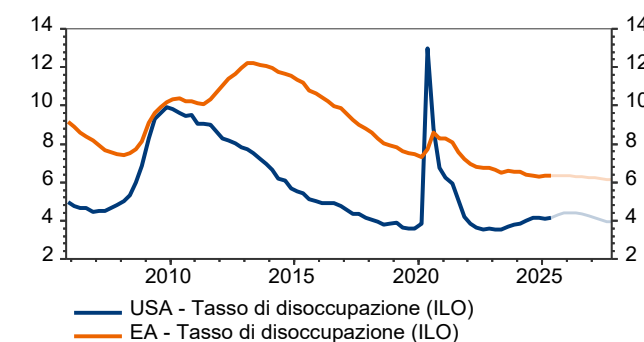
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

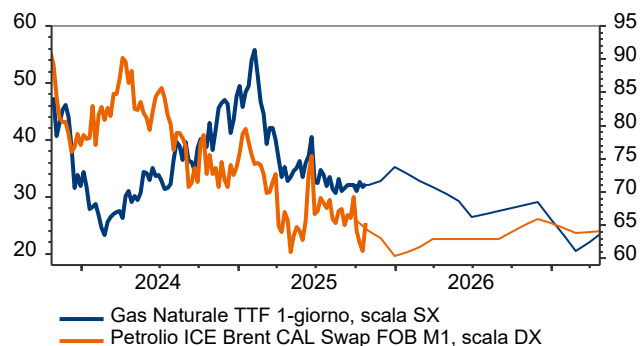
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

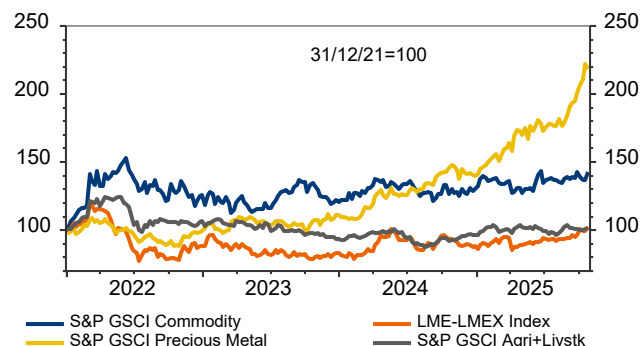
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



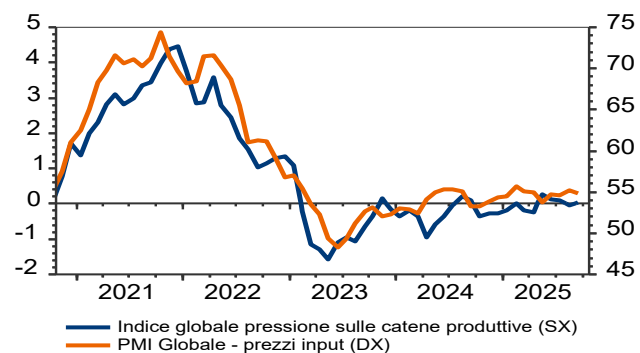
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



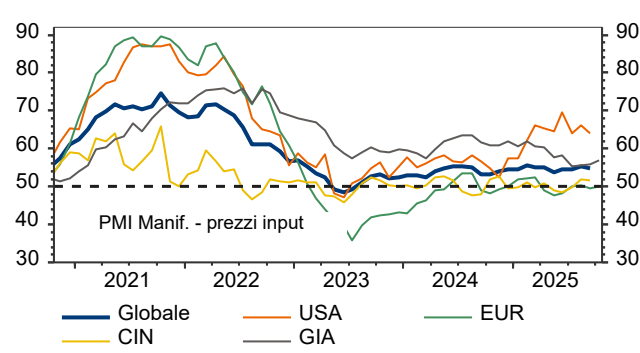
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



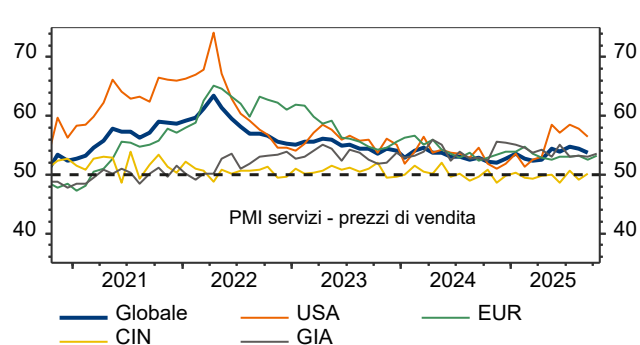
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



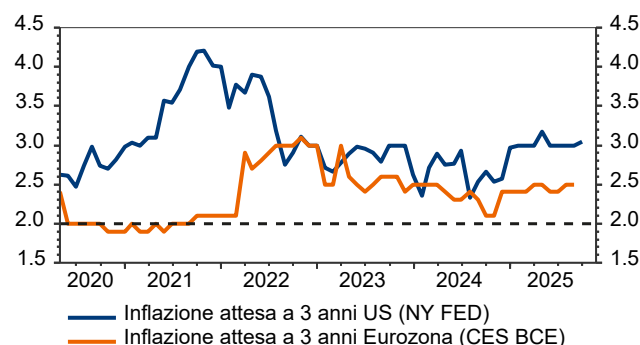
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

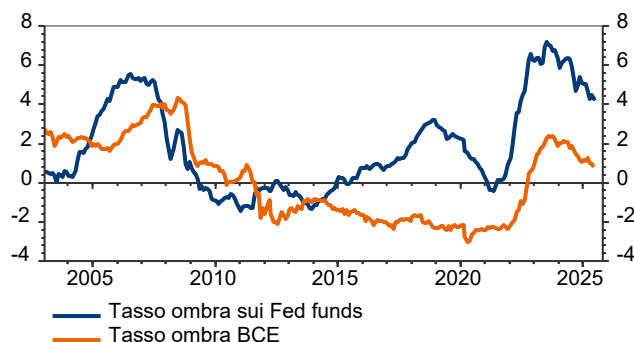
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

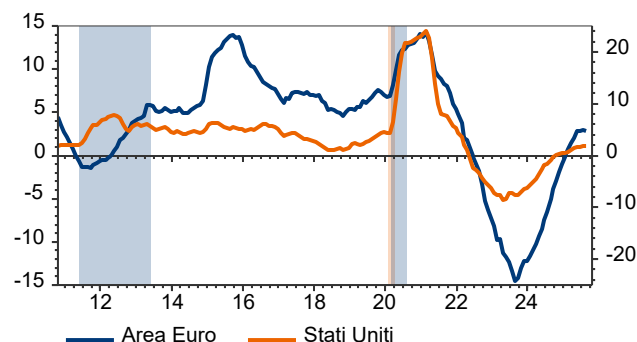
## Condizioni finanziarie

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



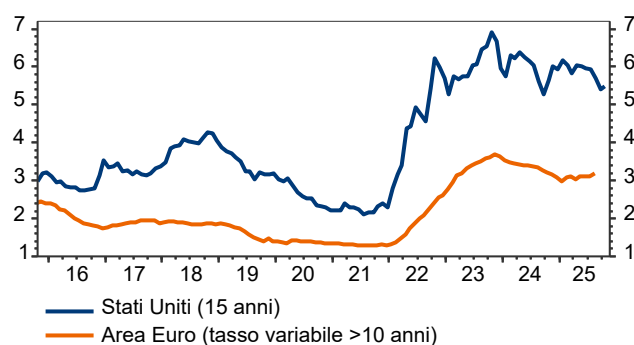
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



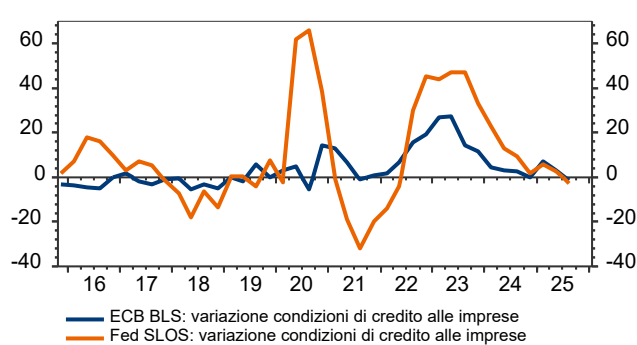
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



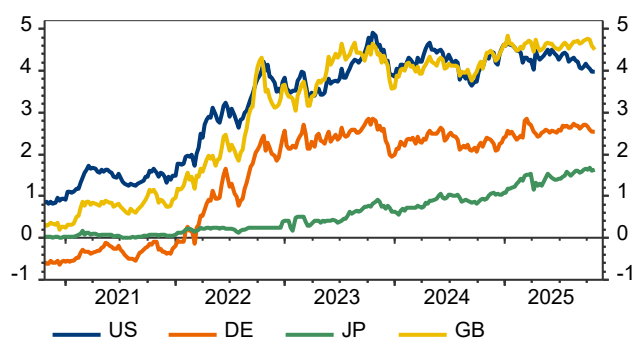
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



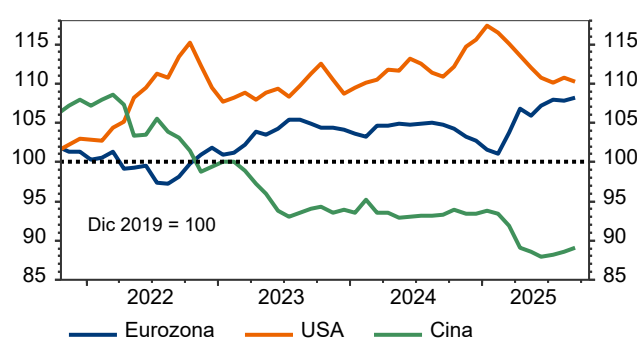
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: LSEG Datastream

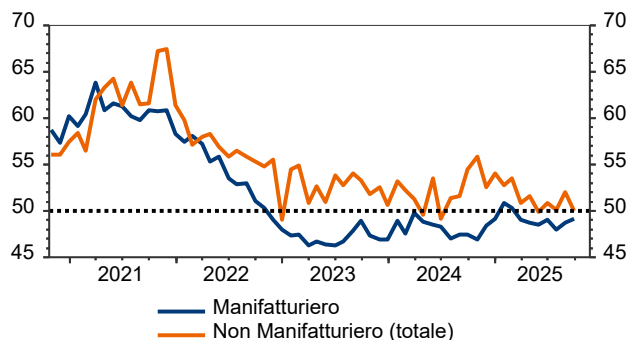
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

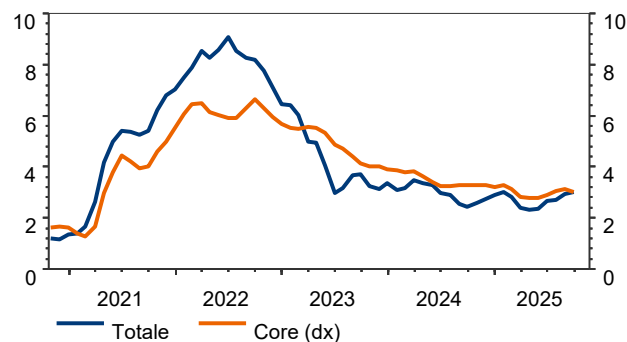
## Stati Uniti

### Indagini ISM



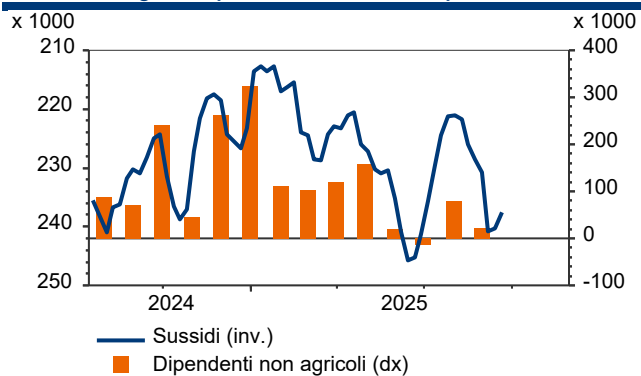
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



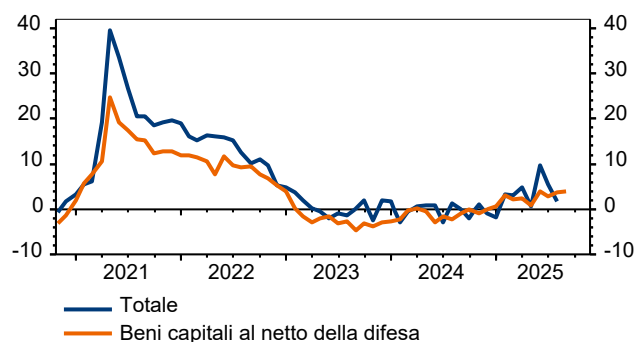
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

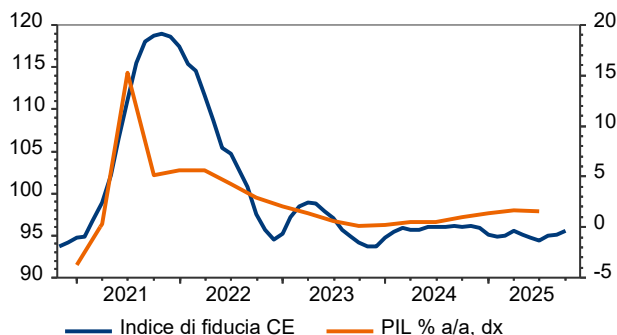
### Previsioni

	2024	2025	2026								
	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.9	1.6	2.4	2.0	2.1	1.9	1.6	2.1	1.5	1.3
- trim./trim. annualizzato				1.9	-0.6	3.8	2.6	0.8	1.1	1.6	1.6
Consumi privati	2.9	2.3	1.2	3.9	0.6	2.5	1.4	1.0	0.9	1.0	1.4
IFL - privati non residenziali	2.9	4.1	4.2	-3.7	9.5	7.3	2.8	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	1.0	0.8
Esportazioni	3.6	1.0	4.2	-0.9	0.2	-1.8	3.0	0.5	6.4	6.2	6.1
Importazioni	5.8	2.9	0.7	-0.2	38.0	-29.3	-4.0	1.0	5.4	5.3	5.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	-0.3	-0.9	2.6	-3.2	0.3	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-4.0	-3.9	-3.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.4	-8.2								
Debito pubblico (% PIL)	138.1	139.5	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

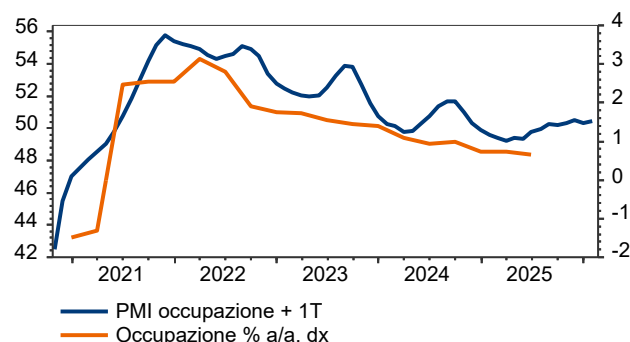
## Area euro

### 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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	129.1	125.8	122.5	128.5	2.0	2.4	2.3	2.0
ago-25	129.3	126.1	122.8	128.7	2.0	2.3	2.3	2.0
set-25	129.4	126.3	123.0	128.8	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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
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	1.4
mar-26	130.2	126.7	123.5	129.4	1.7	1.9	2.1	1.6
apr-26	131.0	127.6	124.6	130.3	1.7	1.8	1.9	1.6
mag-26	131.1	127.8	124.7	130.4	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	131.4	128.3	124.8	130.6	1.7	1.9	2.0	1.7
ago-26	131.6	128.5	125.2	130.8	1.7	1.9	1.9	1.7
set-26	131.7	128.7	125.4	131.0	1.8	1.9	1.9	1.7
ott-26	131.9	128.9	125.6	131.1	1.8	1.9	1.9	1.7
nov-26	131.5	128.4	125.0	130.7	2.2	1.9	1.9	2.1
dic-26	131.9	128.8	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>2.0</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.

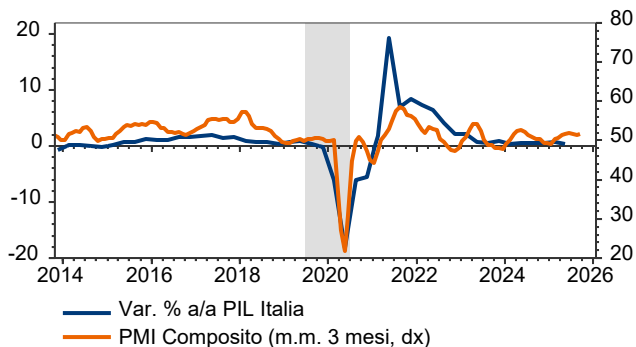
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.3	0.9	1.3	1.6	1.5	1.2	1.0	0.6	0.8	1.1
- t/t				0.4	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	1.3	1.3	0.5	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	-2.1	2.3	2.1	0.7	2.5	-1.8	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.2	1.4	1.3	0.5	-0.1	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	0.5	1.0	0.1	0.1	2.3	-0.5	-1.0	-0.4	0.2	0.2	1.0
Importazioni	-0.1	3.2	2.4	0.0	2.3	-0.1	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.8	0.6	-0.1	-0.2	0.5	0.5	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)	87.1	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	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	1.5
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	2.2	1.8	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8	1.8

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

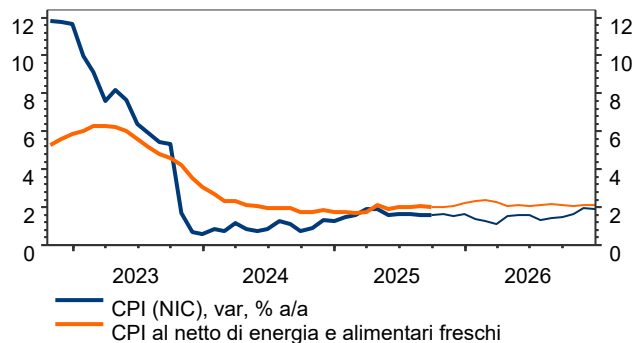
## Italia

## PIL



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

## Inflazione



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

## Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	122.4	121.9	120.9	120.9	1.7	1.5	1.4	1.3
feb-25	122.5	122.1	121.2	121.1	1.7	1.6	1.6	1.5
mar-25	124.4	122.5	121.5	121.4	2.1	1.9	1.8	1.7
apr-25	124.9	122.6	121.4	121.3	2.0	1.9	1.8	1.7
mag-25	124.8	122.5	121.2	121.2	1.7	1.6	1.4	1.4
giu-25	125.1	122.7	121.4	121.3	1.8	1.7	1.6	1.5
lug-25	123.9	123.2	121.8	121.8	1.7	1.7	1.5	1.5
ago-25	123.6	123.3	121.9	121.8	1.6	1.6	1.5	1.4
set-25	125.2	123.1	121.7	121.7	1.8	1.6	1.4	1.4
ott-25	125.4	123.2	121.8	121.9	1.7	1.6	1.5	1.5
nov-25	125.2	122.9	121.7	121.7	1.6	1.5	1.4	1.3
dic-25	125.5	123.2	122.0	121.9	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>Media</b>	<b>124.4</b>	<b>122.8</b>	<b>121.5</b>	<b>121.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	124.2	123.6	122.4	122.3	1.5	1.4	1.3	1.1
feb-26	124.1	123.6	122.6	122.4	1.3	1.3	1.1	1.1
mar-26	126.1	123.9	122.7	122.5	1.4	1.1	1.0	0.9
apr-26	127.0	124.4	123.1	122.9	1.7	1.5	1.4	1.3
mag-26	126.9	124.4	123.0	122.9	1.7	1.6	1.5	1.4
giu-26	127.2	124.7	123.2	123.0	1.7	1.6	1.5	1.4
lug-26	125.9	124.8	123.3	123.2	1.6	1.3	1.2	1.1
ago-26	125.6	125.1	123.5	123.3	1.6	1.4	1.3	1.2
set-26	127.0	124.9	123.4	123.3	1.5	1.5	1.4	1.3
ott-26	127.9	125.2	123.8	123.7	2.0	1.7	1.6	1.5
nov-26	128.2	125.4	124.0	123.9	2.4	2.0	1.9	1.9
dic-26	128.1	125.5	124.3	124.1	2.1	1.9	1.9	1.8
<b>Media</b>	<b>126.5</b>	<b>124.6</b>	<b>123.3</b>	<b>123.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</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	1.8	1.7	1.3	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4	1.7	1.6
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	3.8	3.5	3.7	3.6	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8

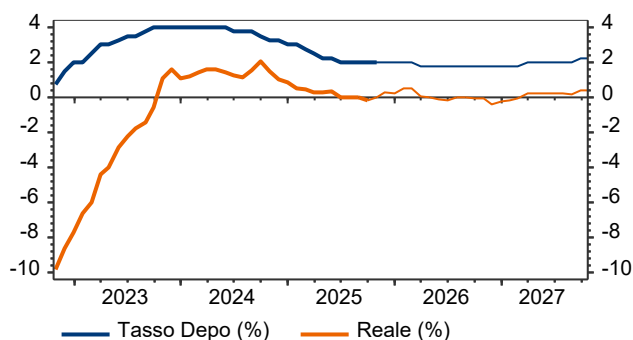
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	23/10	dic	mar	giu	set
<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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

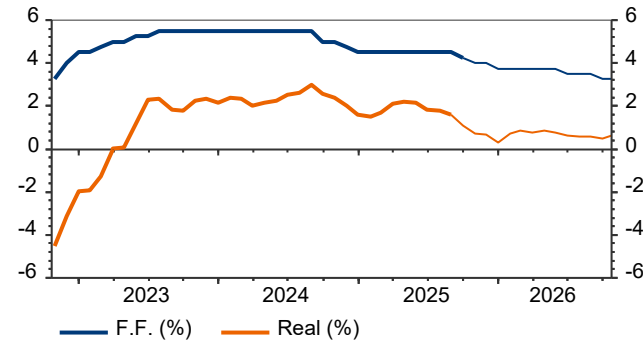


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	23/10	dic	mar	giu	set
<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>3.77</b>	3.60	3.59	3.43	3.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

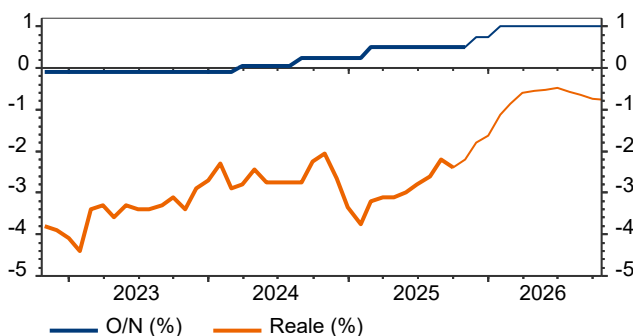


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

	mar	giu	set	23/10	dic	mar	giu	set
<b>O/N target</b>	0.50	0.50	0.50	<b>0.50</b>	0.75	1.00	1.00	1.00
<b>OIS 3m</b>	0.53	0.48	0.60	<b>0.56</b>	0.90	1.02	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

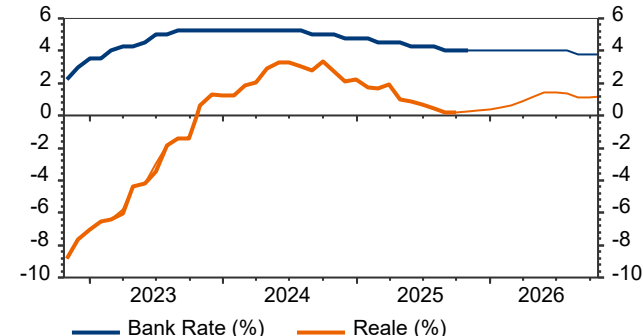


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	23/10	dic	mar	giu	set
<b>Bank rate</b>	4.50	4.25	4.00	<b>4.00</b>	4.00	4.00	4.00	3.75
<b>OIS 3m</b>	4.36	4.10	3.98	<b>3.88</b>	3.90	3.90	3.80	3.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	24/10	1m	3m	6m	12m	24m
<b>EUR/USD</b>	1.06	1.08	1.14	1.18	1.18	<b>1.1678</b>	1.17	1.19	1.20	1.20	1.18
<b>USD/JPY</b>	150	152	142	147	149	<b>149.76</b>	148	143	140	138	136
<b>GBP/USD</b>	1.22	1.30	1.33	1.35	1.35	<b>1.3355</b>	1.35	1.36	1.37	1.38	1.38
<b>EUR/CHF</b>	0.95	0.93	0.94	0.93	0.93	<b>0.9331</b>	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
<b>EUR/JPY</b>	159	164	162	172	175	<b>174.90</b>	173	170	168	166	160
<b>EUR/GBP</b>	0.87	0.83	0.86	0.87	0.87	<b>0.8719</b>	0.87	0.88	0.88	0.87	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protetico topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte



di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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

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

### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[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)