

## Weekly Economic Monitor

**Il punto**

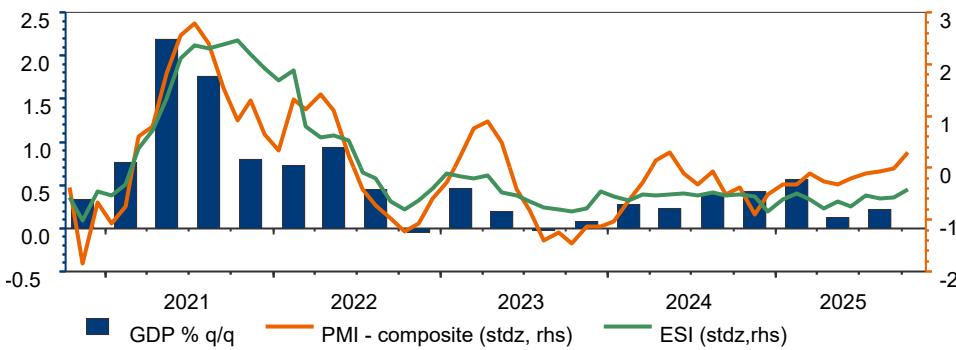
Nell'area euro, la riunione della BCE ha offerto pochi spunti: i toni usati confermano che una riduzione dei tassi a dicembre è poco probabile; non si può, però, ancora escludere del tutto un ultimo taglio nel 2026, ma al momento l'asticella per vedere un'ulteriore mossa espansiva sembra essere posta piuttosto in alto. Nel frattempo, il PIL nell'Eurozona ha superato le attese, con una marginale riaccelerazione a 0,2% t/t (grazie alla sorpresa positiva dalla Francia, mentre Germania e Italia hanno visto una stagnazione), e le indagini di fiducia di ottobre segnalano qualche rischio al rialzo sulla crescita tra fine 2025 e inizio 2026; l'inflazione si conferma poco variata e vicina al 2%. Negli Stati Uniti, la Federal Reserve ha tagliato ancora i tassi di 25pb come atteso, ma sono emerse divisioni all'interno del FOMC, con un numero crescente di membri che spingerebbe per una pausa nel ciclo espansivo; riteniamo che resti probabile una nuova riduzione dei tassi a dicembre, ma siamo meno dovish del mercato riguardo ai tagli attesi nel 2026. Nel frattempo, prosegue lo shutdown ma si allentano le tensioni commerciali, in particolare verso la Cina.

**Area euro**

## ■ Questa settimana:

- **BCE: tassi fermi almeno sino alla fine dell'anno.** La riunione di ottobre della BCE si è conclusa, come ampiamente previsto, con tassi invariati (2% per il depo e 2,15% per il refi). Anche la conferenza stampa ha offerto pochi spunti: Christine Lagarde ha più volte ribadito il messaggio di una BCE "in una buona posizione" e ha sottolineato come i rischi per lo scenario siano "più bilanciati"; ha inoltre minimizzato le possibili implicazioni per la politica monetaria di un eventuale ritardo nell'applicazione delle quote ETS2 sulle emissioni (che di per sé, rispetto alle stime dello staff, implicherebbe un'inflazione più bassa e dunque una politica monetaria potenzialmente più accomodante). I toni usati, nonché i più recenti dati su inflazione e crescita, rendono **poco probabile un taglio dei tassi alla riunione di dicembre. Non si può ancora escludere del tutto un ultimo taglio nel 2026**, in caso di effetti più ritardati delle tensioni commerciali, di un reindirizzamento dell'export cinese verso il Vecchio Continente, e di eventuali delusioni su implementazione e impatto del piano fiscale espansivo in Germania; tuttavia, al momento **l'asticella per vedere un'ulteriore riduzione dei tassi sembra essere posta piuttosto in alto**.

**Eurozona: il PIL riaccelera marginalmente nel 3° trimestre, e le indagini suggeriscono rischi al rialzo sulla crescita tra fine 2025 e inizio 2026**



Fonte: Eurostat, Commissione UE, S&P Global

I dati del presente documento sono aggiornati al 31 ottobre 2025

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

**31 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

- **PIL migliore delle attese nel 3° trimestre in area euro.** L'accelerazione a 0,2% t/t da 0,1% precedente (1,3% a/a da 1,5%) è più forte delle attese (nostre e di consenso) di un decimo. Il PIL è risultato stagnante in Italia e Germania (da -0,1% e -0,2% t/t dei tre mesi precedenti, rispettivamente), ma ci aspettiamo un recupero per entrambe le economie già dal trimestre in corso. In **Francia** la crescita è stata decisamente più forte del previsto, accelerando a sorpresa a 0,5% t/t da 0,3%. La Spagna ha registrato una decelerazione (in linea con le attese) a 0,6% t/t da 0,8%, ma mantiene ritmi di espansione ben superiori rispetto al resto dell'Eurozona (e riteniamo che la sovrapreformance possa continuare anche nei prossimi trimestri). Non è ancora disponibile lo spaccato delle componenti per l'aggregato dell'area euro, ma i dati nazionali pubblicati sembrano suggerire che **la domanda interna, che inizia a beneficiare degli effetti dei tagli dei tassi, sia in grado di compensare l'impatto sull'export delle tensioni commerciali**. Come suggerito dal miglioramento delle indagini di fiducia all'inizio del 4° trimestre, la crescita del PIL europeo dovrebbe mantenersi positiva, per quanto modesta, tra fine 2025 e inizio 2026. Questi fattori ci inducono a **rivedere al rialzo, di un decimo all'anno, le previsioni di crescita** del PIL area euro nel biennio in corso, all'1,4% nel 2025 e all'1% nel 2026.
- **L'inflazione area euro è calata di un decimo, come atteso, a ottobre, al 2,1% a/a**, mentre l'indice core è rimasto invariato al 2,4%. Il calo è interamente dovuto a energia e alimentari, mentre i servizi riaccelerano per il secondo mese. A nostro avviso, l'IPCA dovrebbe rallentare in misura più significativa nei primi mesi del prossimo anno, per una media 2026 a 1,9% (da 2,1% quest'anno) sull'indice headline e a 2% (da 2,4%) sul core. Tra le quattro principali economie, l'inflazione è massima in Spagna, dove è salita dal 3% al 3,2% a ottobre, mentre è minima in Francia (dove si è registrato un calo da 1,1% a 0,9%); in posizione intermedia la Germania (in calo da 2,4% a 2,3%) e l'Italia (da 1,8% to 1,3% sull'IPCA).
- **Le indagini di fiducia di ottobre offrono segnali moderatamente incoraggianti.** In Germania l'IFO è salito a 88,4 da 87,7 precedente, comunque ancora al di sotto del livello raggiunto ad agosto e della media storica: il rimbalzo è interamente spiegato dalle aspettative, che aumentano a 91,6 da 89,8 di settembre, ai massimi dai primi mesi del 2022; al contrario, peggiora, per il terzo mese consecutivo, l'indice relativo alla situazione corrente, a 85,3 da 85,7, ai livelli più bassi dallo scorso febbraio. In Italia le indagini Istat hanno registrato un miglioramento della fiducia sia dei consumatori (97,6 da 96,8) che delle imprese (94,3 da 93,7) (in entrambi i casi si tratta di un massimo da febbraio); tra le aziende, il progresso è diffuso a tutti i settori produttivi con la sola eccezione dei servizi, che subiscono una lieve correzione dopo il balzo del mese precedente. Infine, **in area euro l'indice composito ESI della Commissione Europea** è salito più del previsto, a 96,8 da 95,5 di settembre (ai massimi da aprile 2023), con progressi diffusi a tutti i principali settori; in particolare, nell'industria migliorano le valutazioni sulla produzione (corrente e attesa) nonché sugli ordinativi (compresi quelli dall'estero).
- **A settembre il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 6,3% in Eurozona.** Si registra invece un **aumento di un decimo, al 6,1%, in Italia**, sulla scia di un calo degli inattivi (-99 mila unità, -0,8% m/m) superiore all'aumento degli occupati (+67 mila, +0,3% m/m); anche in Italia, come nell'area euro, il tasso dei senza lavoro dovrebbe aver superato il punto di minimo, ma è atteso restare su livelli storicamente assai contenuti nei prossimi mesi.
- **A settembre la crescita di M3 decelera di un decimo al 2,8% a/a:** come nei mesi precedenti, il rallentamento risente del calo dei depositi a termine, resi meno attraenti dal calo dei tassi di interesse; i dati sul credito evidenziano una stabilizzazione del ritmo di crescita dei prestiti alle imprese (a 2,9% a/a) e un'accelerazione di un decimo (a 2,6% a/a) di quelli alle famiglie.
- **La Bank Lending Survey della BCE ha mostrato un inatteso ma lieve inasprimento delle condizioni creditizie verso le imprese nel 3° trimestre. La restrizione è però concentrata in Germania**, e risente di un maggior rischio percepito, legato soprattutto alle incertezze

geopolitiche e commerciali. Gli istituti finanziari riportano aspettative per una sostanziale invarianza degli standard di credito a fine anno. **La domanda di credito delle imprese è cresciuta solo leggermente. Il dato risente soprattutto del peggioramento registrato in Francia a fronte di segnali più incoraggianti negli altri paesi**, soprattutto in Italia, grazie a una maggiore richiesta di prestiti per finanziare investimenti fissi. Resta infine solida la domanda di mutui da parte delle famiglie, sostenuta dal calo dei tassi e dal miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare.

■ La prossima settimana:

- **Produzione industriale: verso un rimbalzo in Germania dopo il crollo di agosto, output francese atteso in lieve flessione per il terzo mese. Prevediamo un recupero di 3,7% m/m per la produzione industriale tedesca a settembre**, dopo che il crollo di -4,3% m/m a luglio era in gran parte spiegato dall'accavallarsi di chiusure estive nel comparto auto; anche le indagini di fiducia e i dati sul traffico di mezzi pesanti suggeriscono un rimbalzo dell'attività; ci aspettiamo che la produzione di energia possa tornare a crescere dopo tre mesi di calo, a fronte di una flessione per l'attività edile. **In Francia la produzione industriale potrebbe calare per il terzo mese, stimiamo di -0,2% m/m**, sulla scia del proseguimento dell'inversione dell'anomalo balzo di giugno, condizionato dai compatti più volatili; le indagini di fiducia sono coerenti con un'attività ancora debole, e l'energia dovrebbe continuare a dare un contributo negativo dopo l'ampio balzo di giugno.
- **Vendite al dettaglio area euro viste in modesta crescita a settembre**. I dati nazionali già pubblicati sono compatibili con una crescita solo marginale, stimiamo di 0,1% m/m, come ad agosto. Nel 3° trimestre le vendite dovrebbero essere risultate circa stagnanti, ma il lento recupero in corso della fiducia dei consumatori è compatibile con una graduale ripresa dei consumi delle famiglie nei prossimi trimestri.
- **La seconda lettura dei PMI area euro di ottobre, e la prima stima per Italia e Spagna, dovrebbero confermare il miglioramento del morale dei direttori degli acquisti**. In Italia stimiamo un PMI manifatturiero a 49,5 da 49 e un indice relativo ai servizi a 53 da 52,5; il PMI composito è quindi atteso portarsi a 52,2 da 51,7, un livello compatibile con un'espansione del PIL dell'ordine di 0,2% t/t tra fine 2025 e inizio 2026.

#### Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Fed più divisa e meno "dovish" del previsto. Il FOMC di ottobre si è concluso come previsto con un taglio di 25pb**, che porta il target sui fed funds a 3,75-4,00%. La novità è la fine del QT a partire dal 1° dicembre. Si sono registrati due dissensi di segno opposto, e sono emerse divisioni interne al Comitato, con un numero crescente di membri che spingerebbe per una pausa per valutare gli effetti dei passati interventi. Dopo il FOMC, i mercati hanno ridotto a poco più del 70% la probabilità attribuita a una nuova riduzione da 25pb a dicembre. **Pensiamo che la Fed interverrà ancora a dicembre, ma siamo meno dovish del mercato per quanto concerne i tagli attesi nel 2026** (ci aspettiamo una pausa fino a giugno, e poi altri due tagli da 25pb).
- **Shutdown: in aumento i rischi economici e sociali**. La chiusura del governo federale, ormai al 31° giorno, entra in una fase più critica. Dal 1° novembre potrebbero essere sospesi i **sussidi alimentari (SNAP)** che assistono circa 40 milioni di persone, e si vanno esaurendo i fondi per altri programmi sociali destinati a famiglie a basso reddito. L'incertezza pesa anche sui premi dell'**Affordable Care Act**, con aumenti stimati fino al +100% nel 2026 in assenza di rifinanziamento dei sussidi. Sul fronte politico, lo **Speaker della Camera Johnson** ha ribadito il rifiuto di negoziare finché i Democratici non rinunceranno alla richiesta di rifinanziare i sussidi sanitari. I Repubblicani propongono una risoluzione temporanea di bilancio fino al 21 novembre, ma le distanze restano ampie (i Dem insistono sull'estensione dei fondi per l'Affordable Care Act). Secondo le **nuove stime del Congressional Budget Office**, lo shutdown potrebbe ridurre la crescita del PIL reale del

quarto trimestre di 1%, 1,5% o 2% t/t ann. rispettivamente in caso di durata di 4, 6 o 8 settimane. L'effetto sarebbe in gran parte riassorbito nel primo trimestre 2026, con una ripresa tra +1,4% e +3,1% t/t ann., ma con perdite permanenti stimate tra 7 e 14 miliardi di dollari. Il mercato del lavoro potrebbe vedere un aumento temporaneo della disoccupazione di quattro decimi.

- **Guerra commerciale: si allentano le tensioni, soprattutto con la Cina.** Dopo l'ondata di dazi di ottobre, Washington ha firmato o annunciato una serie di accordi bilaterali con i paesi dell'ASEAN. Il percorso è culminato con l'incontro tra Donald Trump e Xi Jinping a Gyeongju, che ha segnato una svolta diplomatica con l'annuncio di una tregua commerciale di un anno e di un'intesa su dazi, terre rare e tecnologia: Washington ridurrà del 10% i dazi sui beni collegati al fentanyl, portando la tariffa media effettiva sulle importazioni cinesi dal 55% a circa il 45%, mentre Pechino sosponderà per un anno l'implementazione dei controlli all'export di terre rare; la Cina ha già ripreso gli acquisti di soia statunitense, per un valore potenziale di oltre 12 miliardi di dollari; l'accordo prevede, inoltre, che gli Stati Uniti sospendano per un anno l'estensione dei controlli tecnologici (Entity List) alle controllate di aziende cinesi; sono anche sospese per un anno le tasse portuali reciproche; restano, infine, impegni congiunti su controllo del fentanyl, agricoltura ed energia. Tra gli altri paesi asiatici con cui è stato raggiunto un accordo si segnalano **Vietnam** (che aprirà il proprio mercato ai beni industriali e agricoli statunitensi, mentre Washington manterrà un dazio medio del 20% con esenzioni mirate; resta irrisolto il nodo dei "trans-shipments" di componenti cinesi, ancora soggetti a dazi del 40%), **Tailandia** (che rimuoverà i dazi sul 99% sui beni statunitensi, mentre gli USA applicheranno un'aliquota del 19% sui prodotti tailandesi; sono previsti accordi per 26 miliardi di dollari l'anno e la vendita di 80 aeromobili americani per 18,8 miliardi), **Cambogia** (che eliminerà tutti i dazi sui beni USA, mentre Washington manterrà il 19% con esenzioni specifiche), **Malesia** (l'intesa valorizza la cooperazione su minerali critici e terre rare, con impegni a garantire l'export verso gli USA e una partnership industriale da 8,5 miliardi di dollari nei settori semiconduttori, energia e telecomunicazioni) e **Corea del Sud**, che ha varato un piano da 350 miliardi di dollari per la cantieristica e l'industria (l'accordo garantisce tariffe agevolate per l'export farmaceutico coreano e impegna Washington a non superare il 15% sui dazi complessivi). Inoltre, il **Giappone** investirà fino a 550 miliardi di dollari (il 14% del PIL) tramite fondi pubblici e garanzie statali nei settori dell'energia, dell'intelligenza artificiale e dei minerali critici, con una clausola che consente agli Stati Uniti di rialzare i dazi entro 45 giorni in caso di mancati finanziamenti. Nel frattempo, anche **Brasile** e **India** sono vicini a un'intesa con gli USA per ridurre i dazi (attualmente del 50%). Sul fronte nordamericano, si è riaccesa la tensione col **Canada**: Trump ha imposto un ulteriore 10% di tariffe aggiuntive a Ottawa dopo la campagna anti-dazi in Canada, congelando i negoziati dell'USMCA; la reazione è una strategia di diversificazione verso l'Asia e investimenti infrastrutturali per ridurre la dipendenza dagli Stati Uniti. Con il **Messico**, al contrario, è stata estesa la tregua tariffaria sui beni non conformi all'USMCA, rinviando l'aumento dei dazi legati al fentanyl (dal 25% al 30%) e consentendo di proseguire i lavori su un accordo più ampio.
- Secondo le **nuove stime del Budget Lab** (al 30 ottobre), le tariffe introdotte nel 2025, comprese le riduzioni dei dazi IEEPA verso la Cina, le nuove tariffe su veicoli industriali e autobus e gli accordi con Corea del Sud e Giappone, portano l'aliquota tariffaria effettiva media al 17,9% (17,4% tenendo conto dei cambiamenti nei comportamenti di consumo), un record dalla metà degli anni '30. L'impatto sui prezzi al consumo è stimato a +1,2-1,3%, pari a una perdita media di 1.600-1.800 dollari per famiglia. Il PIL reale si ridurrebbe di -0,5% nel 2025-26 e il tasso di disoccupazione aumenterebbe di 0,7 punti entro il 2026, con una perdita di circa 490 mila posti di lavoro. Le entrate fiscali lorde stimate per il decennio 2026-35 ammonterebbero a 2,6 trilioni di dollari.
- **Fiducia dei consumatori (Conference Board) in calo, ma meno del previsto, a ottobre** (a 94,6 da 95,6). L'indice sulla situazione attuale è risalito a 129,3 da 127,5, mentre quello sulle aspettative è sceso a 71,5 da 74,4. Si accentuano le preoccupazioni per il mercato del

lavoro: solo il 15,8% degli intervistati si attende più occupazione (da 16,6% il mese scorso), mentre il 27,8% prevede un peggioramento (da 25,7%). In calo l'ottimismo sul reddito (a 17,9% da 18,2%) e in aumento le attese di inflazione (al 5,9% da 5,8%).

- **PMI composito di ottobre (pubblicato venerdì 24 ottobre) in aumento** a 54,8 da 53,9 di settembre (in territorio espansivo per il 33º mese consecutivo). Accelerano sia i servizi (55,2 da 54,2) sia, in misura minore, il manifatturiero (52,2 da 52,0), entrambi sopra le attese. I nuovi ordini registrano il ritmo di crescita più sostenuto dell'anno, mentre le esportazioni restano in calo. La componente occupazione mostra un rallentamento nel manifatturiero e viceversa una riaccelerazione nei servizi. I prezzi degli input continuano a crescere per effetto di dazi e pressioni salariali.
- **Mercato del lavoro: segnali di ulteriore (moderato) rallentamento.** L'ADP ha introdotto una nuova stima settimanale sugli occupati non agricoli nel settore privato, che nella sua prima rilevazione segnala un aumento medio di 14.250 posti nelle quattro settimane fino all'11 ottobre. Gli indicatori della Fed di Chicago stimano per ottobre un tasso di disoccupazione a 4,35% (da 4,34% a settembre), con un lieve calo del tasso di assunzioni (45,2%) e una stabilità nei licenziamenti (2,09%). Il dato riflette solo in parte gli effetti dello shutdown federale.
- La prossima settimana:
  - **Udienza della Corte Suprema sulla legittimità dei dazi IEEPA.** La Corte Suprema degli Stati Uniti terrà il 5 novembre l'udienza sul caso che contesta la legittimità delle tariffe imposte dal presidente Trump in base all'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA). Il procedimento mira a stabilire se il Presidente possa utilizzare poteri emergenziali per introdurre dazi su scala globale senza un'esplicita autorizzazione del Congresso. I tribunali inferiori hanno già giudicato illegittimo l'uso dell'IEEPA per riequilibrare la bilancia commerciale, ritenendo che i disavanzi esterni non configurino una "minaccia straordinaria" ai sensi della legge. In gioco vi sono circa 145-150 miliardi di dazi riconducibili alle misure IEEPA, pari al 70-75% delle tariffe attualmente in vigore, e parte dei 195 miliardi complessivi di entrate tariffarie incassate. I potenziali rimborsi, comprensivi anche delle somme che verrebbero riscosse fino alla decisione definitiva della Corte Suprema (attesa tra la fine della primavera e l'estate 2026), sono stimati in 120-180 miliardi. Una bocciatura (considerata dalla maggior parte degli osservatori lo scenario più probabile) costringerebbe l'Amministrazione a ricorrere a strumenti alternativi, come le Section 122 e 301 del Trade Act o la Section 232 del 1962, per ripristinare parte delle misure attuali.
  - **ISM di ottobre atteso in aumento.** L'indice manifatturiero è atteso stabile a 49,1, ma l'ISM servizi è visto accelerare a 50,9 da 50 di settembre; soprattutto nell'indagine sui servizi, sarà importante verificare se le intenzioni di assunzione delle aziende rimarranno depresse come nei mesi scorsi.
  - Tra gli **altri dati** in uscita: la stima **ADP** sui nuovi occupati non agricoli nel settore privato dovrebbe vedere una flessione di -20 mila posti a ottobre, dopo i -32 mila di settembre; le **vendite di auto** sono previste in netta discesa a 15,5 milioni di unità a ottobre (da 16,4 precedente), e il dato preliminare di novembre della fiducia dei consumatori misurata dall'**Università del Michigan** potrebbe registrare un parziale recupero a 54 dopo il calo a 53,6 (minimo da cinque mesi) visto a ottobre.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (3-9 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 3/11	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	ott	51.2	50.9
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	set	-0.7	%
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	ott	49.0	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 48.3	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 49.6	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 50.0	50.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	ott	49.6	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		ott	52.2	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ott	49.1	
Mar 4/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 48.3	
Mer 5/11	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	ott	52.9	
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	set	-0.8	%
	09:45	ITA	PMI servizi	*	ott	52.5	
	09:50	FRA	PMI servizi finale		ott	prel 47.1	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	ott	prel 54.5	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		set	0.5	%
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ott	prel 52.6	52.6
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	ott	prel 52.2	52.2
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	ott	51.1	
	11:00	EUR	PPI a/a		set	-0.6	%
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ott	-32	x1000
	15:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ott	50.0	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		ott	55.2	
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		ott	54.8	
Gio 6/11	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	set	-4.3	%
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T3	0.2	%
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		set	3.4	%
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		set	0.1	%
Ven 7/11		CN	Riserve in valuta estera		ott	3.339	1000Mld \$
		CN	Bilancia commerciale USD	*	ott	90.5	Mld \$
		CN	Esportazioni in USD a/a	*	ott	8.3	%
		CN	Importazioni in USD a/a	*	ott	7.4	%
	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	set	2.3	%
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		set	17.2	Mld €
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		nov	prel 71.8	
Dom 9/11	02:30	CN	CPI m/m		ott	0.1	%
	02:30	CN	PPI a/a	*	ott	-2.3	%
	02:30	CN	CPI a/a	*	ott	-0.3	%

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 (3-7 novembre)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 3/11	09:50	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
	18:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
	20:00	USA	Discorso di Cook (Fed)
Mar 4/11	08:40	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	08:55	EUR	Discorso di Patsalides (BCE)
	11:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	12:35	USA	Discorso di Bowman (Fed)
	12:40	GB	Discorso di Breedon (BoE)
	18:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	19:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer 5/11	11:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	16:00	EUR	Discorso di Kocher (BCE)
	17:15	GB	Discorso di Breedon (BoE)
Gio 6/11	09:00	EUR	Discorso di Kocher (BCE)
	09:10	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
	13:00	GB	** Riunione BoE (previsione ISP: bank rate invariato a 4,00%)
	13:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	15:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	17:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
	17:00	USA	Discorso di Barr (Fed)
	18:00	USA	Discorso di Hammack (Fed)
	19:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
	21:30	USA	Discorso di Waller (Fed)
	22:30	USA	Discorso di Paulson (Fed)
	23:30	USA	Discorso di Musalem (Fed)
Ven 7/11	09:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
	13:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	13:00	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
	13:15	GB	Discorso di Pill (BoE)
	14:30	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
	GER		* Moody's si pronuncia sul debito sovrano della Germania
	IRL		* Fitch si pronuncia sul debito sovrano dell'Irlanda

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	ago	0.0 {+0.1}	%	0.0 0.4
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	ago	1.8	%	1.3 1.6
Fiducia consumatori (CB)	ott	95.6 {-94.2}		93.2 94.6
PMI (Chicago)	ott	40.6		42.3

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

**Fed più divisa e meno "dovish" del previsto.** Il FOMC di ottobre si è concluso con un taglio di 25pb, che porta il target sui fed funds a 3,75-4,00%, in linea con le attese. La decisione non è stata unanime: il governatore Miran ha votato per una riduzione da 50pb, mentre il presidente della Fed di Kansas City Schmid ha votato per tassi invariati. La novità è la fine della riduzione del bilancio a partire dal 1° dicembre. I toni usati sia nel comunicato che nella conferenza stampa sono stati più cauti rispetto a settembre: Powell ha affermato che un ulteriore taglio a dicembre "non è una conclusione scontata", sottolineando le divisioni interne al Comitato e la necessità di valutare gli effetti delle misure già adottate in un contesto di parziale blackout dei dati a causa dello shutdown. Dopo il FOMC, i mercati hanno ridotto a poco più del 70% la probabilità attribuita a una nuova riduzione da 25pb a dicembre. Pensiamo che la Fed interverrà ancora a dicembre, ma siamo meno dovish del mercato per quanto concerne i tagli attesi nel 2026.

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T3	0.2	%	0.3
EUR	M3 dest. a/a	set	2.9	%	2.8 2.8
EUR	PIL t/t 1a stima	T3	0.1	%	0.1 0.2
EUR	PIL a/a 1a stima	T3	1.5	%	1.2 1.3
EUR	Fiducia consumatori finale	ott	-14.2		-14.2 -14.2
EUR	Fiducia servizi	ott	3.7 {-3.6}		3.8 4.0
EUR	Fiducia industria	ott	-10.1 {-10.3}		-10.0 -8.2
EUR	Indice di fiducia economica	ott	95.6 {-95.5}		96.0 96.8
EUR	Tasso di disoccupazione	set	6.3	%	6.3 6.3
EUR	CPI a/a stima flash	ott	2.2	%	2.1 2.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ott	2.4	%	2.3 2.4
FRA	PIL t/t 1a stima	T3	0.3	%	0.2 0.5
FRA	Spese per consumi m/m	set	0.2 {+0.1}	%	0.1 0.3
FRA	IPCA a/a prelim	ott	1.1	%	1.0 0.9
GER	IFO	ott	87.7		88.0 88.4
GER	IFO (sit. corrente)	ott	85.7		86.0 85.3
GER	IFO (attese)	ott	89.8 {-89.7}		90.0 91.6
GER	Fiducia consumatori	nov	-22.5 {+22.3}		-22.0 -24.1
GER	Variazione n° disoccupati	set	13 {-7}x1000		8 -1
GER	Tasso di disoccupazione	ott	6.3	%	6.3 6.3
GER	PIL s.a. t/t prelim	T3	-0.3	%	0.0 0.0
GER	PIL s.a. a/a prelim	T3	0.2	%	0.3 0.3
GER	IPCA m/m prelim	ott	0.2	%	0.2 0.3
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ott	2.4	%	2.2 2.3
GER	IPCA a/a prelim	ott	2.4	%	2.2 2.3
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ott	0.2	%	0.2 0.3
GER	Vendite al dettaglio m/m	set	-0.5 {+0.2}	%	0.2 0.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	set	-1.6 {-1.8}	%	1.9 0.2
GER	Prezzi import a/a	set	-1.5	%	-1.4 -1.0
ITA	Fiducia delle imprese manif.	ott	87.4 {-87.3}		87.5 88.3
ITA	Fiducia consumatori	ott	96.8		97.0 97.6
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	set	1.8	Mld €	2.74
ITA	PIL a/a prelim	T3	0.4	%	0.6 0.4
ITA	PIL t/t prelim	T3	-0.1	%	0.1 0.0
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	set	6.0	%	6.0 6.1
ITA	Fatturato industriale a/a	ago	1.2	%	-0.1
ITA	Fatturato industriale m/m	ago	0.4	%	-0.7
ITA	IPCA m/m prelim	ott	1.3	%	0.2 -0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ott	1.6	%	1.6 1.2
ITA	IPCA a/a prelim	ott	1.8	%	1.7 1.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ott	-0.2	%	-0.3
SPA	PIL t/t prelim	T3	0.8	%	0.6 0.6
SPA	IPCA a/a prelim	ott	3.0	%	3.0 3.2

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

**Germania: migliora l'IFO ma la situazione corrente resta debole.** Torna a salire l'indice IFO ad ottobre. Il rimbalzo non è però sufficiente a cancellare del tutto il calo del mese precedente e il progresso è interamente dovuto alle aspettative. La valutazione della situazione corrente cala infatti, seppur leggermente, per il terzo mese. Nonostante i segnali, più incoraggianti, provenienti dai PMI, riteniamo che l'economia tedesca resterà debole anche a fine anno. Continuiamo ad attenderci una ripresa dal prossimo anno ma su ritmi inferiori rispetto al consenso.

**Italia: migliora la fiducia sia delle imprese che delle famiglie.** Le indagini di fiducia di ottobre sono migliori del previsto. Potrebbe aver influito la parziale schiarita sul fronte delle tensioni sia di ordine geopolitico che relative al commercio internazionale, nonché le misure espansive annunciate nella manovra di bilancio. Nel complesso, le indagini confermano che la crescita del PIL italiano dovrebbe essere tornata in territorio moderatamente positivo dopo la contrazione vista in primavera, nel range 0,1-0,2% t/t tra la seconda metà del 2025 e il primo semestre del 2026.

**Spagna: crescita ancora robusta nel 3° trimestre.** Nel 3° trimestre, la crescita del PIL rallenta lievemente, ma rimane robusta. La decelerazione è dovuta al contributo negativo delle esportazioni nette, a fronte però da una decisa accelerazione della domanda interna, con solidi ritmi di espansione per consumi e investimenti. L'espansione del PIL è attesa restare intorno ai ritmi correnti anche alla fine dell'anno, con una crescita media annua che prevediamo al 2,9% nel 2025. Ci attendiamo una normalizzazione nel 2026, compatibilmente con un tasso di crescita annua intorno al 2,2%, in decelerazione rispetto al 2025, ma ancora ben al di sopra della media dell'area euro.

**PIL italiano fermo nel 3° trimestre.** In estate, il PIL è rimasto invariato anziché rimbalzare dopo la contrazione vista in primavera. Potrebbe aver pesato la deludente stagione turistica domestica. Inoltre, le costruzioni non dovrebbero aver contribuito al PIL per la prima volta dopo più di un anno, e gli investimenti potrebbero aver risentito dell'attesa dei nuovi incentivi (poi inclusi nella Legge di Bilancio). Poiché riteniamo che l'attività economica possa tornare ad espandersi già dal trimestre in corso, il dato non ci induce a modificare le nostre previsioni sul PIL italiano per il biennio in corso.

**Eurozona: PIL in crescita di 0,2% t/t nel 3° trimestre.** Accelerata leggermente la crescita del PIL in area euro: 0,2% t/t nel 3° trimestre. Tra le principali economie risultano stagnanti Germania e Italia a fronte di una crescita migliore delle attese in Francia. Lieve decelerazione per la Spagna che conferma però ritmi di espansione superiori alla media. Al momento la tenuta della domanda interna, dove iniziano a manifestarsi gli effetti dei tagli dei tassi, sembra in grado di compensare l'impatto sull'export delle tensioni commerciali. Il ritmo di espansione dell'economia dovrebbe restare modesto ma positivo tra fine 2025 e inizio 2026: prevediamo una crescita del PIL in media annua di 1,4% nel 2025 e di 1% nel 2026.

**IPCA area euro in linea con le attese, sorprende al ribasso l'Italia.** Il marginale calo dell'inflazione Eurozona a ottobre (da 2,2% a 2,1% a/a) è interamente dovuto a energia e alimentari, mentre i servizi riaccelerano per il secondo mese. L'IPCA si conferma poco variata nella fase attuale, ma a nostro avviso potrebbe rallentare in misura più significativa nei primi mesi del prossimo anno. Il dato conferma che un taglio BCE a dicembre è poco probabile, anche se al momento non si può ancor escludere del tutto un ultimo intervento nel corso del 2026. In Italia, l'inflazione è calata più del previsto, anche in questo caso soprattutto sulla scia di energetici e alimentari; si stanno ridimensionando significativamente i rincari sul "carrello della spesa", il che è una buona notizia per l'inflazione percepita e le intenzioni di spesa dei consumatori.

**Giappone**

<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>	<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>		
Fiducia delle famiglie	ott	35.3		35.8		
Job to applicant ratio	set	1.2		1.2		
Tasso di disoccupazione	set	2.6	%	2.5		
Vendite al dettaglio a/a	set	-0.9	+1.1	%	0.7	0.5
Produzione industriale m/m prelim	set	-1.5	%	1.6		

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

**Cina**

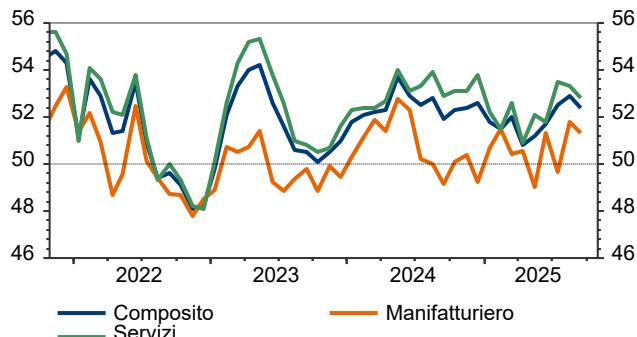
<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>	<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>
PMI composito - Caixin	ott	50.6		50.0
PMI manifatturiero - NBS	ott	49.8	49.6	49.0
PMI non manifatturiero - NBS	ott	50.0		50.1

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

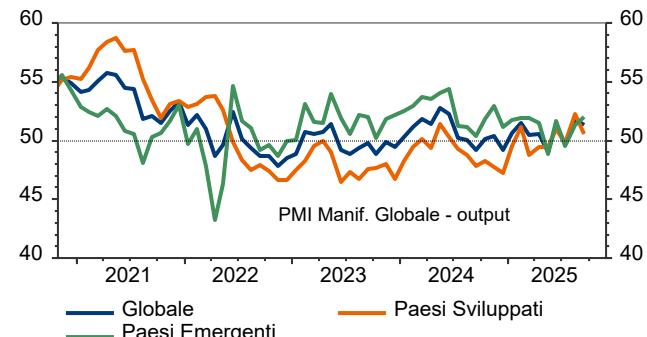
**Cina: indici PMI NBS ottobre 2025.** Gli indici PMI pubblicati dal NBS segnalano che l'attività economica ha perso slancio in ottobre, frenata dal peggioramento degli ordini esteri e, tra i settori, dalla contrazione dell'attività manifatturiera e delle costruzioni. I dati potrebbero essere stati parzialmente influenzati da fattori meteorologici avversi e dal riacutizzarsi delle tensioni tra Cina e Stati Uniti nella prima metà di ottobre.

## Ciclo Reale

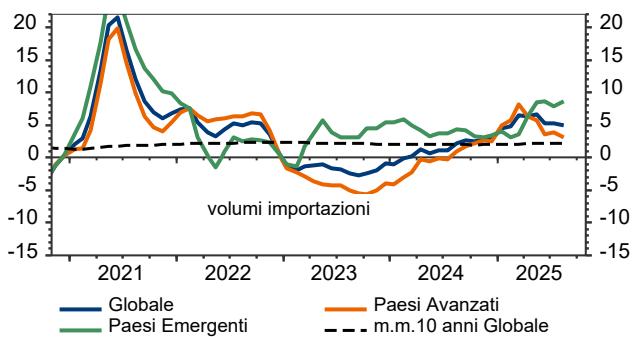
**PMI globale: manifatturiero e servizi**



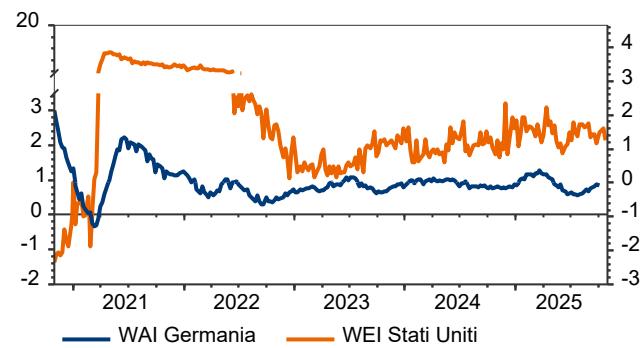
**PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti**



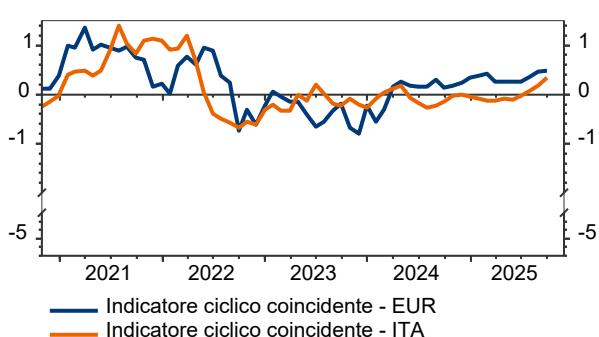
**Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)**



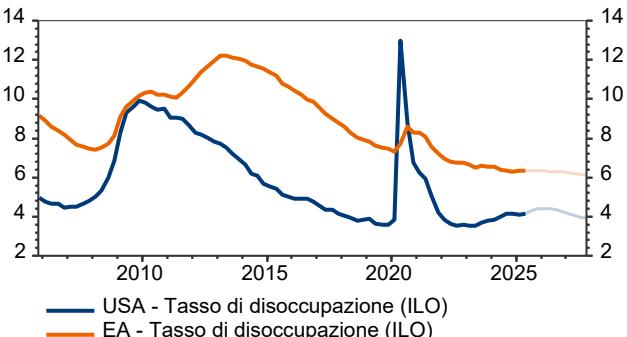
**Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti**



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

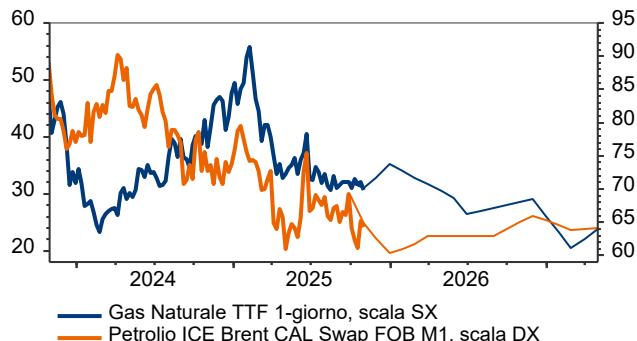


**Tasso di disoccupazione (ILO)**



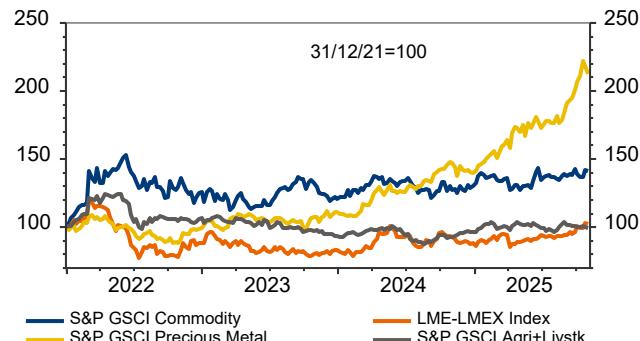
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



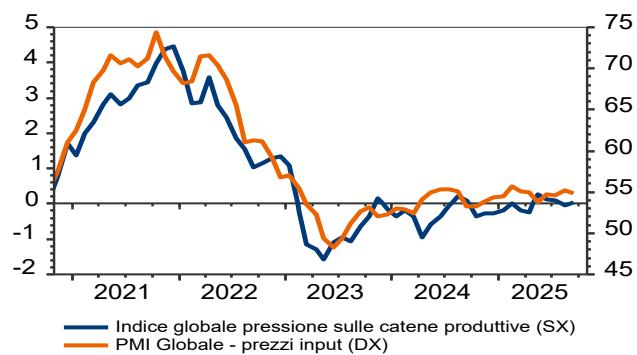
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



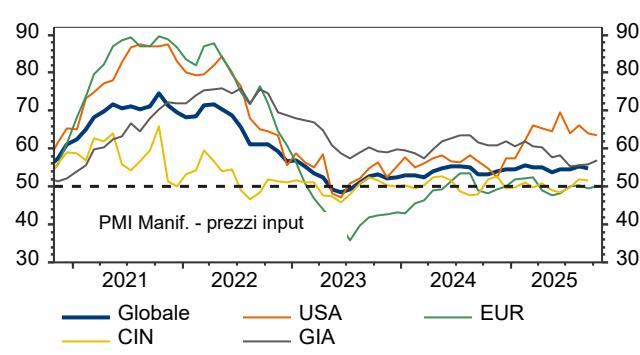
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



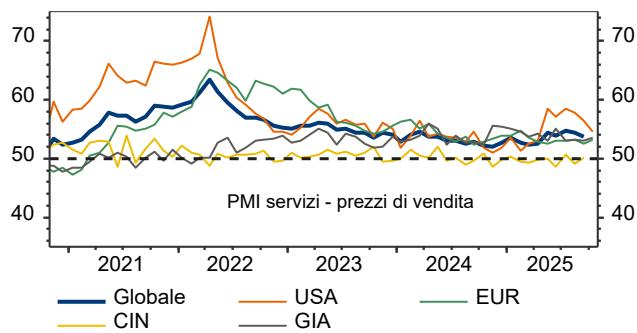
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



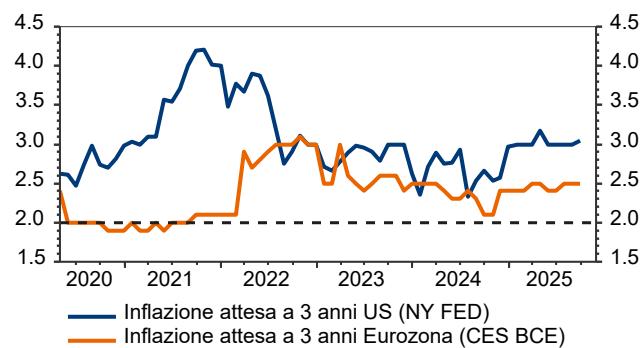
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

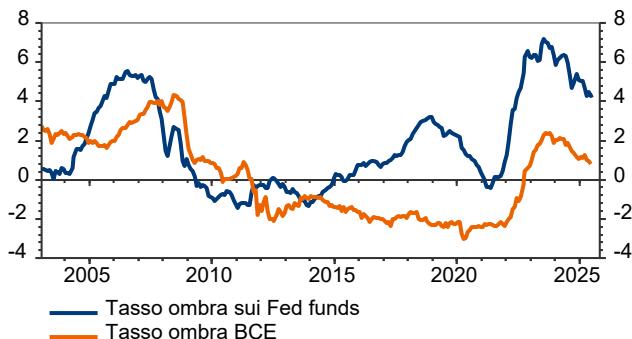
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

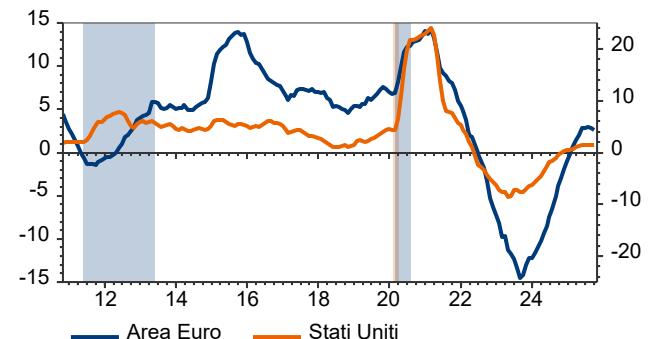
## Condizioni finanziarie

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



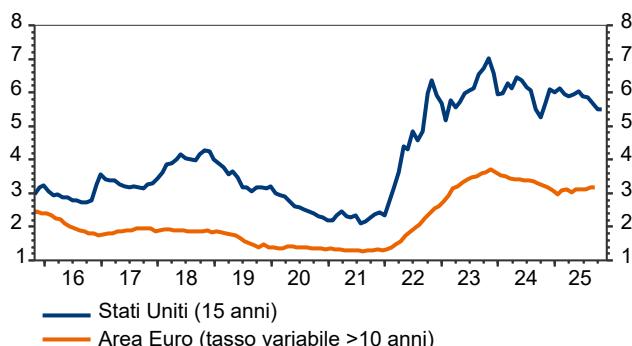
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



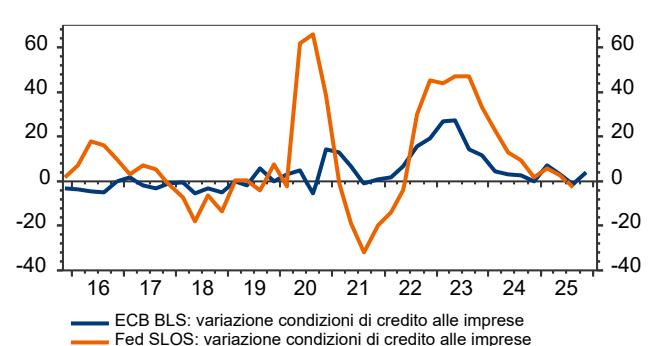
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



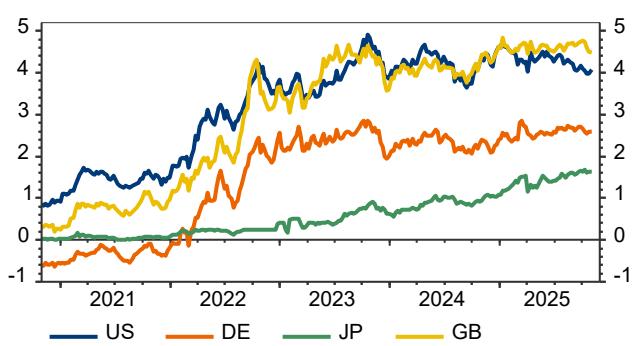
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



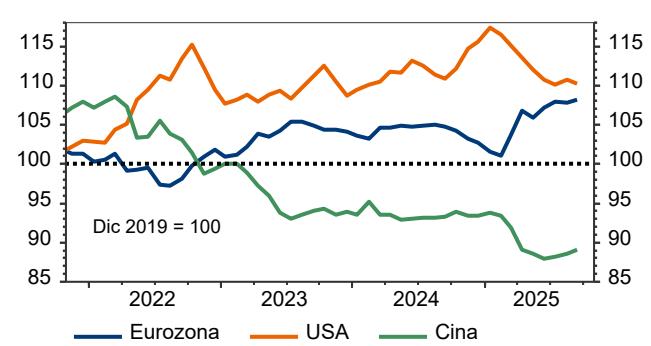
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

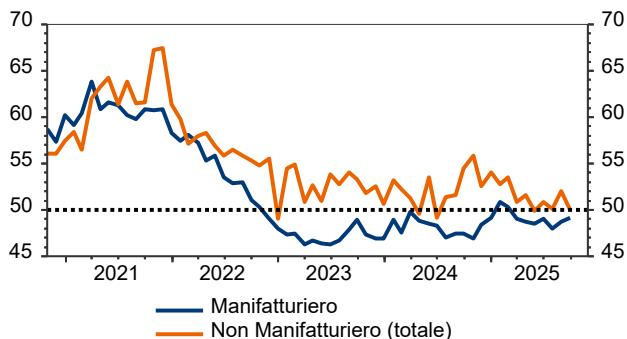
Cambi reali effettivi



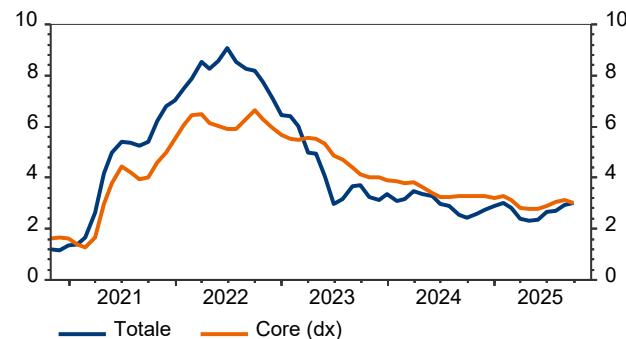
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

## Stati Uniti

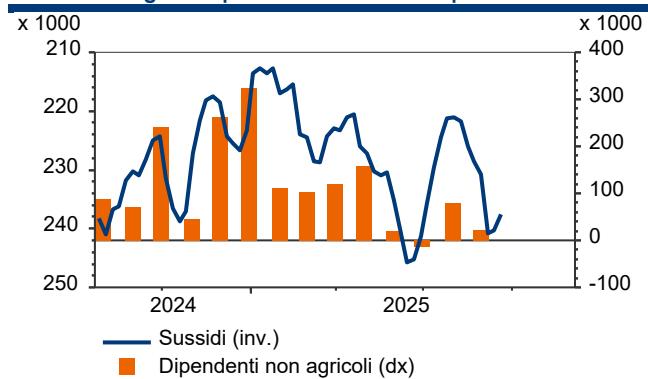
### Indagini ISM



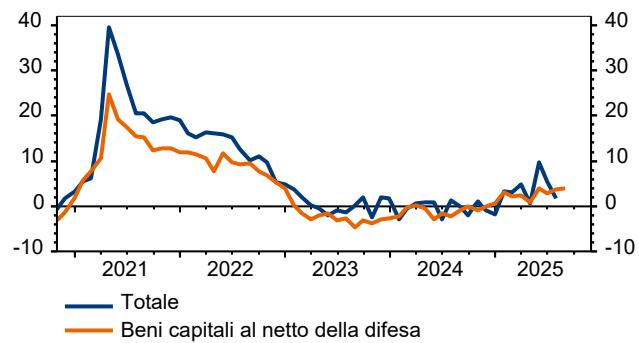
### CPI - Var. % a/a



### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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



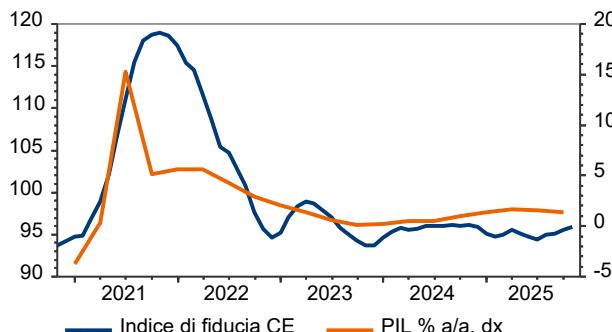
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
				T4	T1	T2	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	<b>2.8</b>	1.9	1.6	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	1.9	1.6	1.5
- trim./trim. annualizzato				<b>1.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>3.8</b>	2.6	0.8	1.1
Consumi privati	<b>2.9</b>	2.3	1.2	<b>3.9</b>	<b>0.6</b>	<b>2.5</b>	1.4	1.0	0.9
IFL - privati non residenziali	<b>2.9</b>	4.1	4.2	<b>-3.7</b>	<b>9.5</b>	<b>7.3</b>	2.8	3.7	3.0
IFL - privati residenziali	<b>3.2</b>	-1.1	1.9	<b>4.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>-5.1</b>	0.2	1.5	3.0
Consumi e inv. pubblici	<b>3.8</b>	1.3	0.8	<b>3.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.1</b>	0.6	0.9	0.8
Esportazioni	<b>3.6</b>	1.0	4.2	<b>-0.9</b>	<b>0.2</b>	<b>-1.8</b>	3.0	0.5	6.4
Importazioni	<b>5.8</b>	2.9	0.7	<b>-0.2</b>	<b>38.0</b>	<b>-29.3</b>	-4.0	1.0	5.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	<b>-0.0</b>	-0.1	-0.3	<b>-0.9</b>	<b>2.6</b>	<b>-3.2</b>	0.3	-0.5	-0.1
Partite correnti (% PIL)	<b>-4.0</b>	-3.9	-3.2						
Deficit pubblico (% PIL)	<b>-7.5</b>	-7.4	-8.2						
Debito pubblico (% PIL)	<b>138.1</b>	139.5	141.7						
CPI (a/a)	<b>2.9</b>	2.8	2.7	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	3.2	2.8
Produzione industriale	<b>-0.3</b>	1.1	1.4	<b>-0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>	0.1	-0.5	0.4
Disoccupazione (%)	<b>4.0</b>	4.3	4.4	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>	4.4	4.5	4.4

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

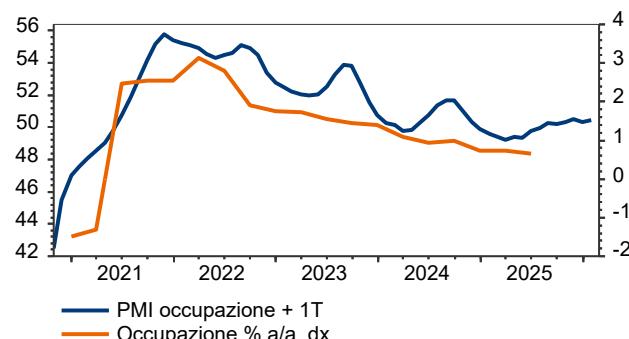
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



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

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	129.1	125.8	122.5	128.5	2.0	2.4	2.3	2.0
ago-25	129.3	126.1	122.8	128.7	2.0	2.3	2.3	2.0
set-25	129.4	126.3	123.0	128.8	2.2	2.4	2.4	2.2
ott-25	129.7	126.6	123.3	129.0	2.1	2.4	2.4	2.0
nov-25	128.9	126.1	122.7	128.1	1.8	2.4	2.5	1.7
dic-25	129.5	126.5	123.2	128.7	1.9	2.4	2.4	1.8
<b>Media</b>	<b>128.7</b>	<b>125.4</b>	<b>122.1</b>	<b>128.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>

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

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	125.5	122.1	128.0	1.6	2.3	2.4	1.5
feb-26	129.3	126.1	122.7	128.5	1.6	2.3	2.4	1.5
mar-26	130.3	126.8	123.6	129.6	1.8	2.0	2.1	1.7
apr-26	131.1	127.7	124.7	130.4	1.8	1.9	2.0	1.7
mag-26	131.3	127.9	124.8	130.5	2.0	1.9	2.2	1.9
giu-26	131.7	128.5	125.2	131.0	2.0	2.1	2.0	1.9
lug-26	131.5	128.4	125.0	130.8	1.9	2.0	2.1	1.8
ago-26	131.7	128.6	125.3	131.0	1.9	2.0	2.0	1.8
set-26	131.9	128.8	125.5	131.1	1.9	2.0	2.0	1.8
ott-26	132.1	129.0	125.8	131.3	1.9	1.9	2.0	1.8
nov-26	131.7	128.5	125.2	130.9	2.2	2.0	2.0	2.1
dic-26	132.1	128.9	125.7	131.2	2.0	1.9	2.0	1.9
<b>Media</b>	<b>131.1</b>	<b>127.9</b>	<b>124.6</b>	<b>130.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</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, dolci e tabacchi.  
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

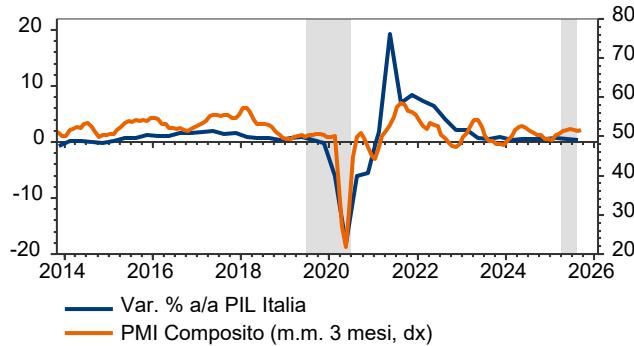
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024				2025				2026			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	<b>0.8</b>	1.4	1.0	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	1.1	0.7	0.9	1.0				
- t/t				<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	0.2	0.2	0.3	0.3				
Consumi privati	<b>1.2</b>	1.3	1.3	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4				
Investimenti fissi	-2.1	2.5	2.2	<b>0.7</b>	<b>2.5</b>	<b>-1.8</b>	1.1	0.5	0.7	0.7	0.7				
Consumi pubblici	<b>2.2</b>	1.5	1.4	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.5</b>	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3				
Esportazioni	<b>0.5</b>	1.2	0.0	<b>0.1</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.5</b>	-0.8	-0.2	0.0	0.0	0.0				
Importazioni	-0.1	3.1	2.2	<b>0.0</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.1</b>	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.7	0.5	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.5</b>	0.4	0.2	0.1	0.2	-0.3				
Partite correnti (% PIL)	<b>2.7</b>	2.2	2.4												
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6												
Debito pubblico (% PIL)	<b>87.2</b>	88.6	89.0												
Prezzi al consumo (a/a)	<b>2.4</b>	2.1	1.9	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	1.9	1.6	2.0	1.9				
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.6	1.0	<b>-1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	1.9	1.8	-0.1	0.8	1.5				
Disoccupazione (%)	<b>6.4</b>	6.3	6.3	<b>6.2</b>	<b>6.3</b>	<b>6.4</b>	<b>6.3</b>	6.3	6.3	6.3	6.3				
Euribor 3 mesi	<b>3.6</b>	2.2	1.8	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	2.0	2.0	1.8	1.8				

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

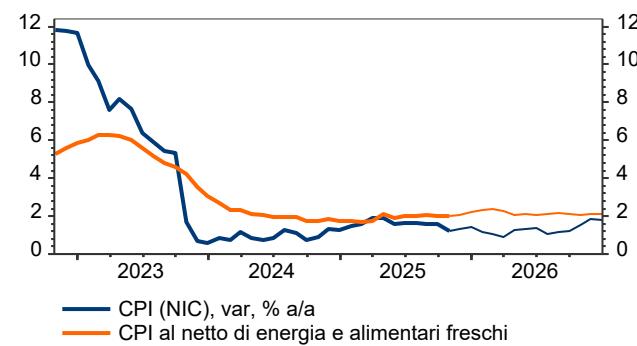
## Italia

### 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	125.0	122.7	121.4	121.4	1.3	1.2	1.1	1.1
nov-25	125.2	122.7	121.4	121.4	1.5	1.3	1.2	1.1
dic-25	125.4	122.9	121.8	121.7	1.7	1.4	1.3	1.2
<b>Media</b>	<b>124.4</b>	<b>122.7</b>	<b>121.5</b>	<b>121.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</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	124.0	123.3	122.1	122.0	1.3	1.1	1.0	0.9
feb-26	124.0	123.4	122.3	122.1	1.2	1.0	0.9	0.8
mar-26	126.0	123.6	122.4	122.3	1.3	0.9	0.8	0.7
apr-26	126.9	124.2	122.8	122.6	1.6	1.3	1.2	1.1
mag-26	126.8	124.1	122.7	122.6	1.6	1.3	1.3	1.2
giu-26	127.1	124.4	122.9	122.7	1.6	1.4	1.3	1.2
lug-26	125.8	124.5	123.0	122.9	1.5	1.1	1.0	0.9
ago-26	125.4	124.7	123.2	123.0	1.5	1.2	1.1	1.0
set-26	126.9	124.6	123.1	123.0	1.4	1.2	1.1	1.0
ott-26	127.3	124.6	123.1	123.1	1.9	1.5	1.5	1.4
nov-26	128.1	125.0	123.6	123.6	2.3	1.9	1.8	1.7
dic-26	128.0	125.2	123.9	123.7	2.0	1.8	1.8	1.7
<b>Media</b>	<b>126.4</b>	<b>124.3</b>	<b>122.9</b>	<b>122.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
				T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	0.8	0.5	0.7	0.5	0.4	0.5	0.7
- t/t				0.1	0.3	-0.1	-0.0	0.2	0.2
Consumi privati	0.6	0.6	0.8	0.3	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
Investimenti fissi	-0.0	2.6	1.0	1.6	1.0	1.6	-0.3	0.3	0.2
Consumi pubblici	1.0	0.1	0.5	0.2	-0.4	0.1	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	-0.6	0.3	0.3	-0.3	2.2	-1.9	0.5	0.0	0.2
Importazioni	-1.1	2.6	1.8	0.3	1.0	0.4	0.3	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.2	0.5	-0.2	-0.3	0.3	-0.1	0.2	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	1.7	1.6	1.3	1.8	1.8	1.7	1.5	1.6
Produzione industriale (a/a)	-4.0	-0.8	0.2	-4.3	-1.8	-0.7	-0.6	-0.1	-0.4
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.2	6.3	6.2	6.2	6.3	6.0	6.1	6.3
Tasso a 10 anni (%)	3.7	3.6	3.8	3.5	3.7	3.6	3.5	3.6	3.8

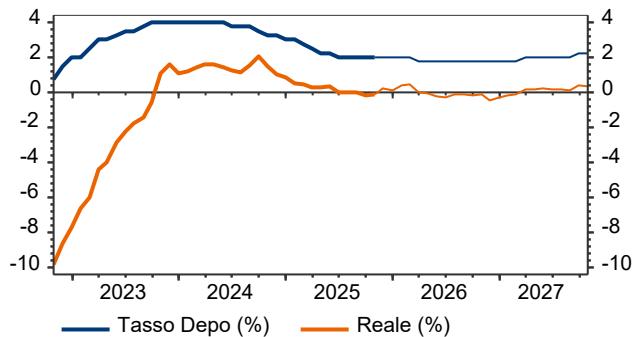
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	30/10	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

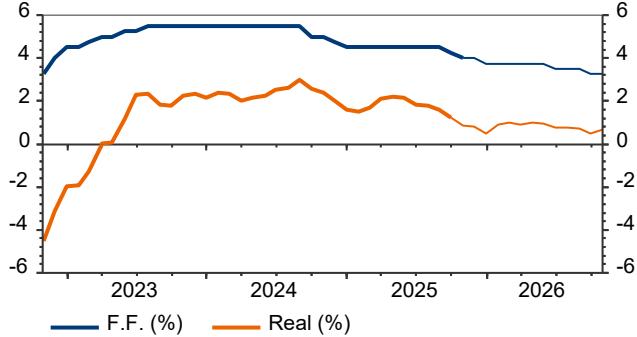


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	30/10	dic	mar	giu	set
<b>Fed Funds</b>	4.50	4.50	4.25	<b>4.00</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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

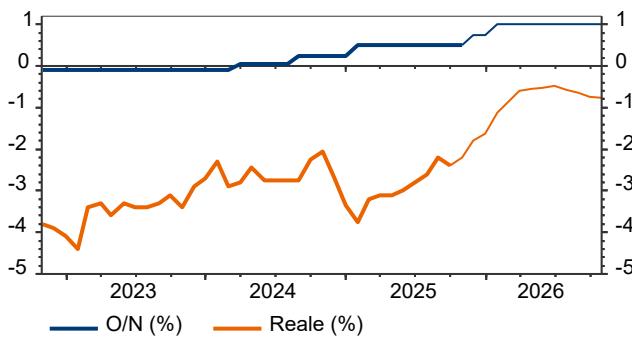
	mar	giu	set	30/10	dic	mar	giu	set
<b>O/N target</b>	0.50	0.50	0.50	<b>0.50</b>	0.75	1.00	1.00	1.00
<b>OIS 3m</b>	0.53	0.48	0.60	<b>0.55</b>	0.90	1.02	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	30/10	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>3.89</b>	3.90	3.90	3.80	3.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

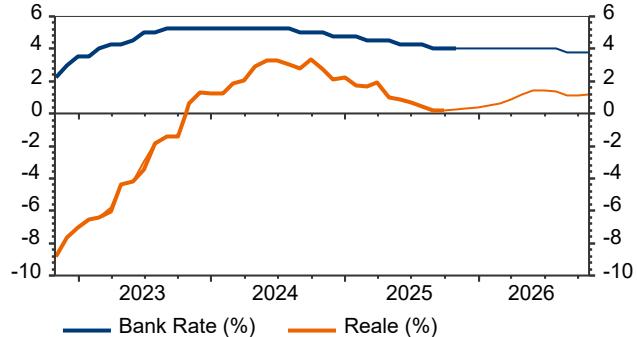


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	31/10	1m	3m	6m	12m	24m
<b>EUR/USD</b>	1.06	1.09	1.14	1.14	1.17	<b>1.1678</b>	1.17	1.19	1.20	1.20	1.18
<b>USD/JPY</b>	151	152	143	150	148	<b>149.76</b>	148	143	140	138	136
<b>GBP/USD</b>	1.21	1.29	1.34	1.32	1.35	<b>1.3355</b>	1.35	1.36	1.37	1.38	1.38
<b>EUR/CHF</b>	0.96	0.94	0.94	0.93	0.94	<b>0.9331</b>	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
<b>EUR/JPY</b>	160	166	163	172	174	<b>174.90</b>	173	170	168	166	160
<b>EUR/GBP</b>	0.87	0.84	0.85	0.86	0.87	<b>0.8719</b>	0.87	0.88	0.88	0.87	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

### Metodologia di distribuzione

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

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

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

### **Metodologia di valutazione**

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

### **Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse**

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

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

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

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

---

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

---

#### **Macroeconomic Analysis**

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### **Macroeconomic Research**

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com  
mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com  
allegra.fiore@intesasanpaolo.com  
alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com  
andrea.volpi@intesasanpaolo.com