

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, al centro dell'attenzione restano la controversia in merito alla legittimità dei dazi, giunta alla Corte Suprema, e lo shutdown, arrivato al 37° giorno e divenuto il più lungo della storia; sul fronte congiunturale, i pochi dati diffusi nelle ultime settimane confermano la tenuta dell'economia, accentuando le divisioni all'interno del FOMC. Nell'Eurozona, la produzione industriale ha registrato un rimbalzo solo parziale a settembre dopo il calo di agosto, ma le indagini di fiducia di ottobre segnalano una moderata accelerazione dell'attività economica tra fine 2025 e inizio 2026, ancora trainata più dai servizi che dall'industria (e le indagini di novembre, che cominceranno a essere diffuse la settimana prossima, dovrebbero confermare questo quadro). L'Eurogruppo di giovedì 13 dovrebbe approvare le ultime modifiche ai Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza presentate dagli Stati membri.

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Corte Suprema: scetticismo bipartisan sui poteri tariffari di Trump, i mercati scommettono su una bocciatura.** Come anticipato nel nostro approfondimento ["Stop giudiziario alle tariffe: verso la Corte Suprema"](#), il 5 novembre la Corte Suprema ha ascoltato le ragioni delle parti per definire i limiti del potere presidenziale in materia commerciale. I ricorrenti (aziende private e dodici Stati) sostengono che l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) del 1977 autorizzi solo misure sanzionatorie, mentre la difesa del Governo replica che l'espressione "regolare le importazioni" implica la possibilità di introdurre aumenti tariffari, richiamandosi a casi precedenti come il "Trading with the Enemy Act" introdotto da Nixon nel 1971. Durante le oltre due ore di udienza, **diversi giudici hanno mostrato scetticismo verso l'interpretazione ampia del governo**: la Corte è divisa, ma la maggioranza pare incline quantomeno a limitare l'uso dell'IEEPA. I tre giudici "liberal" si sono mostrati critici, pur con toni diversi: Kagan e Sotomayor hanno evidenziato l'assenza di limiti esplicativi nell'IEEPA e il rischio di un potere presidenziale senza confini, mentre Jackson ha mantenuto un profilo più neutrale, limitandosi a domande di chiarimento. Tra i conservatori, Thomas e Alito si sono espressi in modo favorevole ad un'ampia discrezionalità presidenziale, mentre Roberts e Barrett hanno espresso dubbi sostanziali, motivati dall'assenza di precedenti storici e dall'impatto economico

Stati Uniti: il protrarsi dello shutdown sembra avere impatto sulla popolarità del presidente Trump, scesa ai minimi durante il suo secondo mandato



Nota: media aggiornata dei sondaggi relativi alla differenza tra grado di approvazione e disapprovazione di Donald Trump nel suo secondo mandato, che tiene conto della qualità, dell'attualità, della dimensione del campione e dell'orientamento politico di ciascun sondaggio. Fonte: Silver Bulletin

7 novembre 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

sfavorevole; Gorsuch ha insistito sui rischi costituzionali di una delega eccessiva al potere esecutivo, e Kavanaugh ha mostrato un atteggiamento sostanzialmente neutrale. Nel corso dell'udienza, i mercati di previsione hanno rapidamente rivisto le proprie aspettative: le probabilità di una conferma delle tariffe sono scese dal 40% al 20%, per poi stabilizzarsi intorno al 30% al termine delle argomentazioni. **La decisione è attesa entro il primo trimestre del 2026. In caso di sconfitta, l'Amministrazione potrebbe ricorrere a basi giuridiche alternative**, come le Sections 122, 232 e 301 del Trade Act, per mantenere un livello dei dazi decisamente superiore rispetto a quello osservato nell'ultimo secolo.

- **Shutdown da record: le divisioni interne prolungano lo stallo politico, tra caos sui sussidi e nodo sanitario.** Il blocco del governo federale, giunto al 37° giorno, è ormai il più lungo della storia americana, e non vi sono segnali di soluzione nel breve periodo. L'impasse paralizza i programmi sociali e acuisce le frizioni tra le agenzie federali: **la Casa Bianca ha approvato un finanziamento d'emergenza di 4,65 miliardi di dollari per il programma alimentare SNAP**, erogato tramite il Dipartimento dell'Agricoltura (USDA); il fondo coprirà solo una parte dei sussidi di novembre (il programma costa oltre 8 miliardi al mese). Sul piano politico, **lo scontro resta incentrato sull'Affordable Care Act (ACA)**, da cui dipendono le coperture per circa 24 milioni di americani: senza proroga, i premi assicurativi salirebbero in media del 30%, con l'esclusione di milioni di beneficiari. Negli ultimi giorni però è emerso un timido segnale di apertura: il leader democratico alla Camera Jeffries ha ammorbidente la richiesta di un accordo vincolante ("ironclad") sull'ACA, dichiarandosi disposto a valutare un compromesso bipartisan proveniente dal Senato. Tuttavia, Trump spinge per una linea più aggressiva, arrivando a minacciare i senatori contrari alla riforma e amplificando le divisioni interne al Partito Repubblicano. Nel frattempo, le elezioni locali di novembre hanno visto importanti vittorie da parte dei Democratici, che, accanto al protrarsi dello shutdown, sembrano aver avuto un **impatto sui consensi per Trump, oggi ai minimi dalla sua entrata in carica per il secondo mandato**. Ad oggi, lo scenario più probabile resta quello di un prolungamento dello shutdown ben oltre la metà di novembre.
- **Indagini ISM di ottobre: netto miglioramento nei servizi.** La maggiore sorpresa dalle indagini ISM di ottobre è il balzo, assai più ampio del previsto, della fiducia nei servizi, a 52,4 da 50 di settembre, ai massimi da febbraio; l'indice è stato spinto da un netto rimbalzo dell'attività (54,3 da 49,9) e dei nuovi ordini (56,2 da 50,4), anche se la componente dell'occupazione è rimasta in territorio di contrazione (48,2 da 47,2). Viceversa, l'ISM manifatturiero è tornato a calare a sorpresa (dopo il recupero visto nei due mesi precedenti), a 48,7 da 49,1 (per l'ottavo mese in territorio recessivo); la componente della produzione è tornata a contrarsi (48,2 da 51) e i nuovi ordini, pur migliorando, restano sotto il valore soglia (a 49,4 da 48,9), così come l'occupazione (a 46 da 45,3). L'indice sui prezzi pagati rallenta per il quarto mese consecutivo nel manifatturiero (a 58 da 61,9) ma sale a sorpresa nei servizi (da 69,4 a 70, un massimo da novembre 2022).
- **Mercato del lavoro: segnali contrastanti.** In assenza dei numeri ufficiali sull'employment report, i dati ADP hanno sorpreso verso l'alto, registrando un aumento di 42 mila occupati nel settore privato ad ottobre, dopo il calo dei due mesi precedenti (-29 mila a settembre). Viceversa, Revelio Public Labor Statistics (RPLS) stima una perdita netta di posti di lavoro nel mese (-9.100), concentrata nel settore pubblico. Infine, i dati Challenger hanno evidenziato una netta accelerazione dei tagli occupazionali a ottobre (+153 mila: si tratta di un massimo, per il mese di ottobre, dal 2003); la variazione annua si attesta a +175% a/a, e dall'inizio del 2025 le riduzioni hanno superato 1,1 milioni; le principali motivazioni fornite dalle aziende sono l'aumento dei costi, il rallentamento della domanda e l'adozione di strumenti di intelligenza artificiale.
- L'indagine **Senior Loan Officer Opinion Survey** (SLOOS) di ottobre, riferita al terzo trimestre 2025, indica un quadro di stabilità delle condizioni del credito. Le banche segnalano un modesto irrigidimento degli standard sui prestiti commerciali e industriali, a fronte di una domanda in lieve aumento da parte delle grandi imprese e stabile per le piccole e medie

imprese. La situazione sia sul fronte della domanda che dell'offerta di credito per i finanziamenti immobiliari commerciali è pressoché invariata. Per quanto riguarda le famiglie, le condizioni creditizie risultano poco variate, mentre la domanda appare più sostenuta per i mutui residenziali e le linee di credito garantite; la domanda di prestiti auto si è però indebolita.

- **Politica monetaria: crescono le divergenze all'interno del FOMC.** Tra i membri votanti: Miran (Board), che ha votato per un taglio dei tassi da 50 punti-base all'ultima riunione, resta l'esponente più dovish, sostenendo che i tassi attuali restano eccessivamente restrittivi e che mantenerli a questi livelli accrescerebbe il rischio di recessione, e ha definito "ragionevole" un ulteriore taglio, citando i rischi derivanti dallo shutdown; Williams (Fed di New York) vede un graduale percorso di riduzione dei tassi se l'economia evolverà secondo lo scenario di un lieve aumento della disoccupazione e di un progressivo rallentamento dell'inflazione nel 2026; di avviso diverso Cook (Board), che ha descritto l'attuale politica come "modestamente restrittiva" ma ancora efficace nel ridurre le pressioni inflazionistiche, pur riconoscendo che le tensioni commerciali e il blocco governativo stanno pesando sull'economia; Barr (Board) ha mantenuto un tono cauto, sottolineando che il processo di disinflazione resta incompleto e la Fed deve calibrare con attenzione la propria azione per consolidare i progressi sui prezzi; Musalem (Fed di St. Louis) ha segnalato rischi al rialzo per l'inflazione, notando come l'economia resti resiliente e il mercato del lavoro vicino alla piena occupazione; Schmid (Fed di Kansas City, votante per tassi invariati all'ultimo FOMC) si è confermato hawkish, affermando che la solidità dell'economia e un'inflazione ancora elevata non giustificano ulteriori tagli. Tra i non votanti: Hammack (Fed di Cleveland) resta su posizioni poco accomodanti, ritenendo che la politica monetaria debba rimanere restrittiva finché non emergeranno segnali più chiari di disinflazione; Logan (Fed di Dallas) sostiene che sarebbe "difficile giustificare nuovi tagli" senza prove evidenti di un raffreddamento dell'inflazione o del mercato del lavoro; Daly (San Francisco) considera la politica attuale ancora restrittiva.

■ La prossima settimana:

- Tra i pochi dati che non saranno bloccati a causa dello shutdown, si segnala l'indagine di fiducia delle piccole e medie aziende **NFIB Small Business Optimism**, che potrebbe calare per il secondo mese a ottobre, tornando in linea con la media storica di lungo termine a 98 (da 98,8 a settembre), ancora sulla scia degli aumenti dei costi e delle problematiche nelle catene di fornitura.
- Sul fronte fiscale, sarà pubblicato il rapporto mensile sul **Federal Budget Balance**: il surplus è atteso ridursi a 55 miliardi di dollari, dopo il balzo a 198 miliardi registrato a settembre, riflettendo fattori stagionali legati alle entrate fiscali.

Area euro

■ Questa settimana:

- **Rimbalza solo parzialmente la produzione industriale a settembre nelle due maggiori economie dell'area.** In Germania l'output ha deluso le attese, crescendo di appena +1,3% m/m dopo l'ampio calo di agosto (pur in parte ridimensionato rispetto alla stima precedente, a -3,7% da -4,3% m/m); il rimbalzo è guidato dai quei settori, come l'automotive, che erano calati di più il mese precedente per via di anomalie stagionali; gli ordini all'industria sono tornati a crescere a settembre (dell'1,1% m/m) dopo quattro mesi di calo, ma restano deboli e non compatibili con una svolta in senso positivo per la produzione (anzi il calo degli ordini extra-UE segnala che la Germania starebbe iniziando a soffrire più di altri paesi dell'Eurozona l'impatto del protezionismo statunitense). Anche in Francia la produzione industriale ha visto un rimbalzo dopo la flessione del mese precedente, ma in questo caso il dato ha superato le attese e il recupero dopo il calo di agosto è quasi pieno (+0,8% da -0,9% m/m, rivisto al ribasso da -0,7% della prima stima); trainanti i mezzi di trasporto (+5,5% da -4,3% m/m), grazie al settore aerospaziale (Airbus).

che da giugno è il principale contributore all'output manifatturiero; in recupero anche le auto (+2,7% da -1,9% m/m).

- **La seconda lettura dei PMI di ottobre ha visto una revisione al rialzo dell'indice relativo ai servizi** (a 53 da 52,6 della prima stima, e da 51,3 del mese precedente): si tratta del massimo dal maggio 2024. Il PMI manifatturiero è stato confermato a 50 (da 49,8 a settembre). Di conseguenza, l'indice composito è stato corretto al rialzo a 52,5 da 52,2 della prima lettura (e da 51,2 a settembre): si tratta del quinto incremento consecutivo, che porta l'indice ai massimi dal maggio 2023. **La stima unica per Italia e Spagna ha visto in entrambi i casi un miglioramento superiore al previsto e diffuso a manifatturiero e servizi,** con il PMI composito in salita da 51,7 a 53,1 in Italia (record da marzo 2024) e da 53,8 a 56 (massimo da dicembre 2024) in Spagna. I dati confermano, e rafforzano, le indicazioni di maggiore ottimismo delle imprese già evidenziate dai PMI flash.
- A settembre, **le vendite al dettaglio in area euro hanno sorpreso al ribasso, registrando un calo a sorpresa di -0,1% m/m per il secondo mese:** è dallo scorso mese di giugno che le vendite non crescono. La flessione è dovuta sia ai prodotti non alimentari (-0,2% m/m) che ai carburanti (-1% m/m). La variazione annua è rallentata da 1,6% a 1%, ai minimi da luglio dello scorso anno. Tra la primavera e l'estate, la propensione agli acquisti delle famiglie è stata frenata dal picco delle tensioni sia sul fronte geopolitico che in tema di commercio internazionale; **la parziale schiarita su questi fronti, che sta inducendo un recupero del morale dei consumatori, dovrebbe nei prossimi mesi riflettersi in un (moderato) recupero della spesa delle famiglie.**

■ La prossima settimana:

- **I risultati delle prime indagini di fiducia di novembre** (condotte presso analisti e investitori istituzionali, in attesa dei sondaggi presso gli imprenditori che saranno diffusi a partire dalla terza settimana del mese) **potrebbero confermare il trend di recupero visto a ottobre.** L'indice **ZEW** dovrebbe mostrare una salita per il terzo mese delle aspettative sull'economia tedesca, a 40 da 39,3 precedente (ma le valutazioni sulla situazione corrente dovrebbero rimanere depresse). Nell'area euro l'indagine **Sentix** è attesa evidenziare un recupero per il secondo mese, a -4,5 da -5,4 del mese di ottobre. Le schiarite sul fronte delle tensioni sia geopolitiche sia in tema di commercio internazionale dovrebbero aver sostenuto il morale degli intervistati.
- **La produzione industriale, sia nell'Eurozona che in Italia, è attesa mostrare un rimbalzo solo parziale a settembre** dopo l'ampio calo di agosto. Per l'area euro stimiamo un recupero di 0,8% m/m dopo il -1,2% m/m precedente, per l'Italia di 1,8% da -2,4% m/m. In entrambi i casi, il rimbalzo è dovuto al fatto che il dato di agosto era viziato da effetti di calendario, ma l'attività sottostante rimane debole: l'output dovrebbe chiudere il trimestre con una contrazione sia nell'Eurozona (a -0,3% t/t) che in Italia (-0,8% t/t).
- La **seconda lettura del PIL del 3° trimestre** nell'Eurozona dovrebbe confermare il dato preliminare (0,2% t/t, da 0,1% dei tre mesi precedenti). Nel trimestre estivo, l'**occupazione** dovrebbe essere risultata stagnante, dopo essere cresciuta di un decimo nei mesi primaverili; la tendenza annua è vista in rallentamento da 0,6% a 0,5% (sarebbe un minimo dal 1° trimestre 2021).
- Il 12 e 13 novembre si svolgeranno le riunioni di **Eurogruppo** ed **Ecofin**. I Ministri delle Finanze dei 20 paesi della zona euro si occuperanno di sviluppi macroeconomici e di bilancio, di competitività della zona euro nel contesto globale e del coordinamento delle politiche di bilancio, mentre il Consiglio "Economia e finanza", aperto a tutti i membri della UE, ha all'ordine del giorno, oltre che uno scambio di opinioni sulla revisione della direttiva sulla tassazione dei prodotti energetici e sulla relazione annuale 2025 dell'European Fiscal Board, nonché la ricerca di un accordo in merito all'eliminazione della soglia di esenzione dai dazi doganali per le merci che entrano nell'UE, anche **l'approvazione dei Piani Nazionali per la Ripresa e Resilienza modificati** presentati dagli Stati membri. La revisione potrebbe essere particolarmente significativa per l'Italia.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (10 – 14 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Mar 11/11	00:00	CN	M2 a/a	*	ott	8.4	%	8.1
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	ott	3530.0	Mld ¥ CN	1228.5
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	ott	1290.0	Mld ¥ CN	500.0
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		set	4.8	%	4.9
	08:00	GB	Retribuzioni medie		set	5.0	%	4.9
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		nov	-80.0		-77.5
Mer 12/11	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	nov	39.3		40.0
	08:00	GER	IPCA a/a finale		ott	prel 2.3	%	2.3
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.3	%	0.3
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	ott	prel 0.3	%	0.3
	08:00	GER	CPI a/a finale		ott	prel 2.3	%	2.3
Gio 13/11	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	set	-2.4	%	1.5
	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T3	7.5	%	
	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T3	0.3	%	0.2
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		set	-21.2	Mld £	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		set	-8.3	Mld £	
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	set	0.4	%	-0.2
Ven 14/11	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	set	-1.2	%	0.6
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ott	3.0	%	2.8
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ott	-0.5	%	-0.8
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		ott	3.5	%	
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		ott	6.2	%	
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		ott	6.5	%	5.5
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.1	%	
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		ott	prel 0.9	%	
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ott	-1.0	%	
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ott	prel 3.2	%	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		set	0.2	Mld €	
10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)			set	2.1	Mld €	
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T3	prel 1.4	%	1.3
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash			T3	0.1	%
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T3	prel 0.2	%	0.2

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 (10 – 14 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	10/11	10:10	GB Discorso di Lombardelli (BoE)
Mar	11/11	09:30	GB Discorso di Greene (BoE)
		10:30	EUR Discorso di Vujcic (BCE)
		14:00	EUR Discorso di Kocher (BCE)
Mer	12/11	04:25	USA Discorso di Barr (Fed)
		11:45	EUR Discorso di Schnabel (BCE)
		12:15	EUR Discorso di Guindos (BCE)
		13:05	GB Discorso di Pill (BoE)
		15:20	USA Discorso di Williams (Fed)
		16:00	USA Discorso di Paulson (Fed)
		16:20	USA Discorso di Waller (Fed)
		18:15	USA Discorso di Bostic (Fed)
		18:30	USA Discorso di Miran (Fed)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
Gio	13/11	10:00	EUR * La BCE pubblica il Bollettino Economico
		10:00	EUR Discorso di Villeroy (BCE)
		13:00	GB Discorso di Greene (BoE)
		14:00	EUR Discorso di Elderson (BCE)
		18:15	USA Discorso di Musalem (Fed)
		EUR	* Riunione Ecofin
Ven	14/11	01:05	EUR Discorso di Vujcic (BCE)
		11:30	EUR Discorso di Elderson (BCE)
		15:20	USA Discorso di Bostic (Fed)
		16:00	EUR Discorso di Lane (BCE)
		16:05	USA Discorso di Schmid (Fed)
		POR	* Moody's si pronuncia sul debito sovrano del Portogallo
		GRE	* Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Grecia

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	ott	52.2		52.5
Indice ISM manifatturiero	ott	49.1	49.5	48.7
Nuovi occupati: stima ADP	ott	-29 <small>+32</small> x1000	28	42
Markit PMI Composito finale	ott	54.8		54.6
Markit PMI Servizi finale	ott	55.2		54.8
Indice ISM non manifatturiero composito	ott	50.0	50.8	52.4
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	nov	53.6	53.2	

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

Stop giudiziario alle tariffe: verso la Corte Suprema. La controversia sull'uso dell'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) per imporre dazi su scala globale segna un punto di svolta nella politica commerciale americana. Dopo un anno di aumenti tariffari senza precedenti, che hanno portato l'aliquota media ai massimi da quasi un secolo, la questione approda alla Corte Suprema. Il verdetto chiarirà se il Presidente possa invocare poteri emergenziali per introdurre tariffe universali o debba invece ricorrere a strumenti legislativi più circoscritti. Sui principali mercati di previsione prevale l'aspettativa di un verdetto almeno parzialmente sfavorevole all'Amministrazione Trump sull'uso dell'IEEPA. Tuttavia, lo scenario più plausibile in prospettiva non è un ritiro delle misure, bensì una loro riorganizzazione su basi giuridiche alternative più solide (Sections 122, 301 e 232) e con un maggior coinvolgimento del congresso. La sentenza fisserà un precedente storico sui limiti costituzionali del potere presidenziale in materia economica.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	ott	50.0	50.0	50.0
EUR	PMI servizi finale	ott	52.6	52.6	53.0
EUR	PMI composito finale	ott	52.2	52.2	52.5
EUR	PPI a/a	set	-0.6	%	-0.1
EUR	Vendite al dettaglio m/m	set	-0.1 <small>+0.1</small>	%	0.2
FRA	PMI manifatturiero finale	ott	48.3	48.3	48.8
FRA	Produzione industriale m/m	set	-0.9 <small>+0.7</small>	%	0.1
FRA	PMI servizi finale	ott	47.1	47.1	48.0
FRA	Occupati non agricoli prelim	T3	0.2	%	-0.3
GER	PMI manifatturiero finale	ott	49.6	49.6	49.6
GER	Ordini all'industria m/m	set	-0.4 <small>+0.8</small>	%	1.0
GER	PMI servizi finale	ott	54.5	54.5	54.6
GER	Produzione industriale m/m	set	-3.7 <small>+4.3</small>	%	3.0
GER	Bilancia commerciale destag.	set	16.9 <small>+17.2</small> Mld €	16.8	15.3
ITA	PMI manifatturiero	ott	49.0	49.3	49.9
ITA	PMI servizi	ott	52.5	53.0	54.0
ITA	Vendite al dettaglio a/a	set	0.6 <small>+0.5</small>	%	0.5
SPA	Produzione industriale a/a	set	3.3 <small>+3.4</small>	%	1.7

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

Focus Italia: il PNRR italiano alla vigilia dell'ultima revisione. L'Italia ha sinora incassato le prime sette delle dieci rate del PNRR, per un totale di 140,5 miliardi di euro (il 72% della dotazione complessiva), e ha chiesto lo scorso 30 giugno il pagamento dell'ottava tranches, pari a 12,8 miliardi. L'esborso avverrà successivamente all'approvazione della nuova revisione del Piano (la sesta), del valore di circa 14 miliardi, che è attesa entro novembre. Nel frattempo, permangono ritardi sulla spesa effettiva, che sinora si è attestata a 86 miliardi, il 44% del totale: il Governo sembra averne preso atto, ammettendo nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica che le spese successive al 2026 saranno pari a oltre 50 miliardi, almeno secondo l'attuale profilo tendenziale che non tiene conto della revisione in corso. La revisione, però, amplierà il ricorso a strumenti finanziari (con facoltà di spesa oltre il 2026) sino a circa 20 miliardi, rafforzerà alcune misure esistenti e potrebbe comportare la riclassificazione di spese già effettuate.

Germania: rimbalzo parziale per l'output a settembre. A settembre, la crescita di 1,3% m/m della produzione industriale non basta a cancellare il brusco calo, comunque rivisto al rialzo, del mese precedente. Il rimbalzo è guidato da quei settori, come l'automotive, che erano calati di più ad agosto per via di anomalie stagionali, a fronte di un contesto ancora debole per il resto della manifattura. Anche gli ordinativi non mostrano chiari segnali d'inversione: è ormai da un anno che le commesse industriali si muovono lateralmente a bassi livelli, compatibilmente con un'attività produttiva ancora debole tra fine 2025 e inizio 2026. Gli effetti ritardati dei tagli dei tassi e lo stimolo fiscale potrebbero sostenere maggiormente l'industria l'anno prossimo, ma non sono da sottovalutare i rischi competitivi rappresentati dalla trade diversion cinese.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	ott	48,3		48,2
Consumi delle famiglie a/a	set	2,3 %	2,5	1,8

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	ott	51,2		50,9
PMI servizi - Caixin	ott	52,9		52,6
Riserve in valuta estera	ott	3.339	1000Mld \$	3.327
Esportazioni in USD a/a	ott	8,3	%	3,0
Importazioni in USD a/a	ott	7,4	%	3,2
Bilancia commerciale USD	ott	90,45	Mld \$	95,60
CPI m/m	ott	0,1	%	
CPI a/a	ott	-0,3	%	
PPI a/a	ott	-2,3	%	-2,2

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

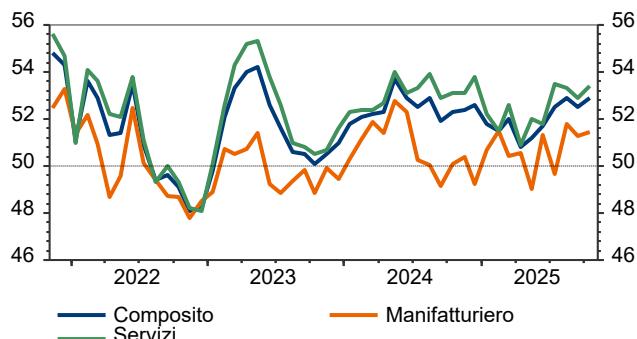
Cina: PMI manifatturiero RatingDog, ottobre 2025. L'indice PMI manifatturiero rilevato da RatingDog è tornato a scendere in ottobre, pur rimanendo sopra 50 a differenza di quello rilevato dal NBS. La media delle due rilevazioni è così scesa da 50,5 in settembre a 49,8 in ottobre, seppur con quella delle componenti della produzione rimasta poco sopra 50. Il dato è coerente con una moderazione dell'attività manifatturiera in ottobre determinata principalmente dalla contrazione della domanda estera e da un rallentamento di quella interna. Le imprese continuano, inoltre, a segnalare pressioni al ribasso sui prezzi di vendita a dispetto della campagna anti-inflazione.

Cina: PMI servizi RatingDog, ottobre 2025. L'indice PMI dei servizi rilevato da RatingDog è sceso da 52,9 in settembre a 52,6 in ottobre, pur continuando a rimanere in territorio espansivo e su livelli più elevati rispetto a quello del NBS. La media delle due rilevazioni è scesa da 51,5 in settembre a 51,4 in ottobre, segnalando che l'attività del settore è cresciuta per il quarto mese consecutivo con un ritmo solo lievemente inferiore a settembre. Nel complesso la media dei PMI compositi segnala un rallentamento del ritmo di espansione dell'attività economica in ottobre determinato principalmente dalla debolezza del settore costruzioni e da una marginale contrazione dell'attività manifatturiera. Su quest'ultima pesa il soprattutto il calo degli ordini esteri, mentre la tenuta della domanda interna continua a sostenere una moderata espansione del settore dei servizi.

Cina: commercio estero, ottobre 2025. I dati di ottobre hanno registrato una brusca frenata del commercio estero e, in particolare, una contrazione su base annua delle esportazioni determinata non solo dal calo delle spedizioni verso gli USA ma anche dal rallentamento dell'export verso gli altri mercati. Oltre all'effetto ritardato dei dazi, all'affievolirsi dell'anticipo degli ordini e a un effetto base sfavorevole, l'apprezzamento del renminbi potrebbe aver cominciato a pesare sulla competitività delle esportazioni cinesi. La dinamica delle importazioni è rimasta, invece, ancora positiva seppur in sensibilmente rallentamento.

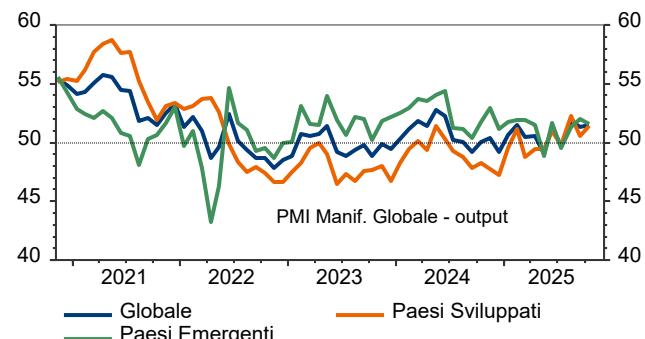
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



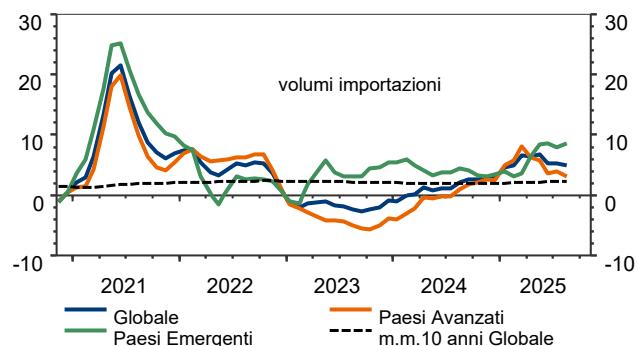
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



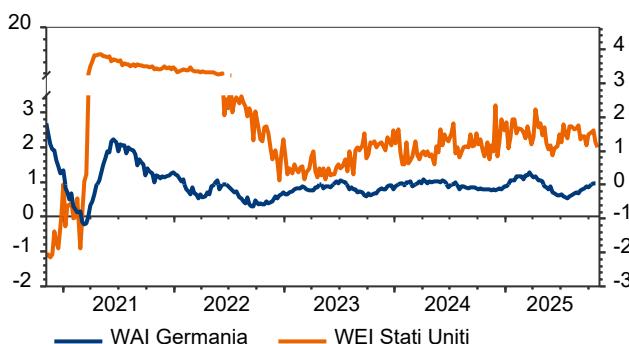
Fonte: S&P Global

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



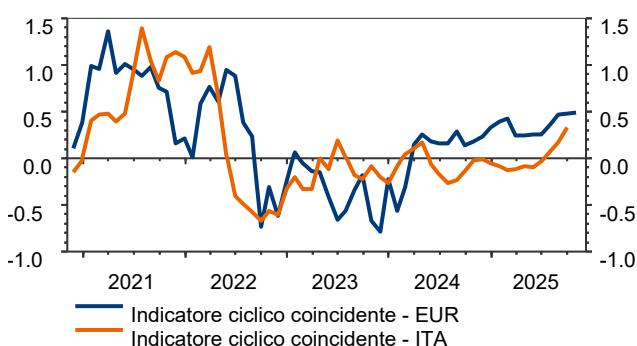
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



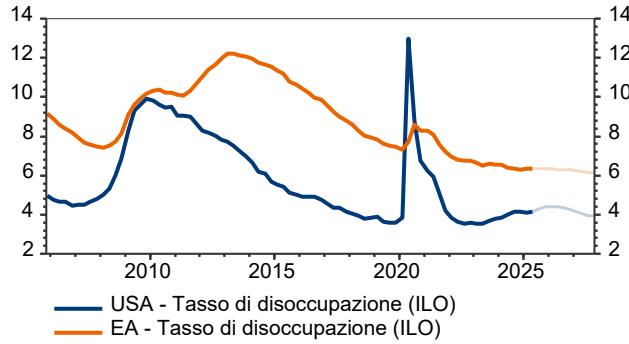
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

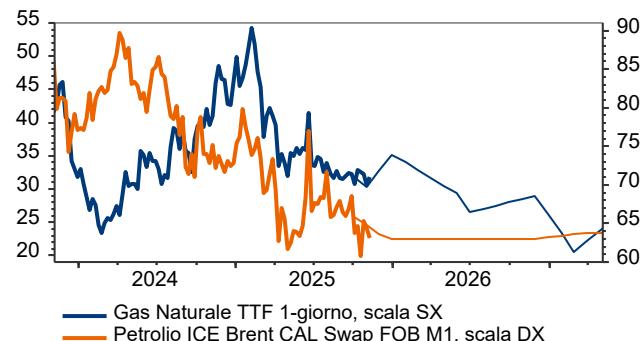
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

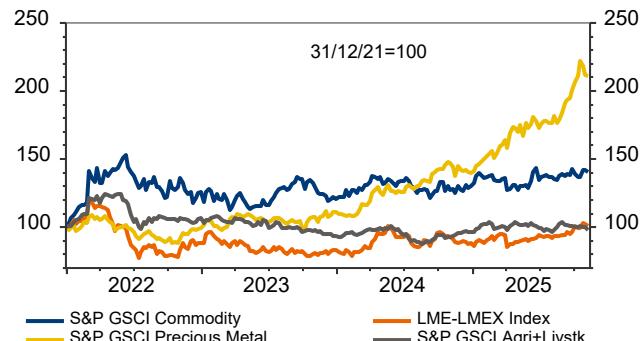
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



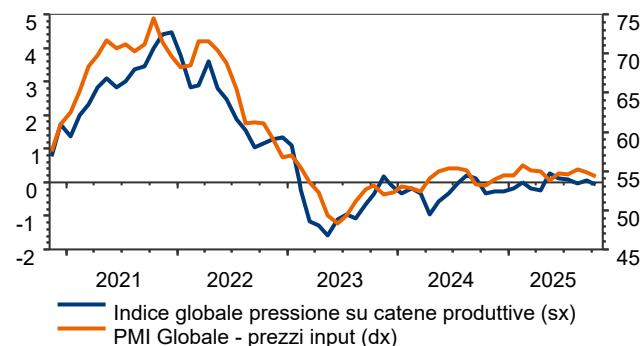
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



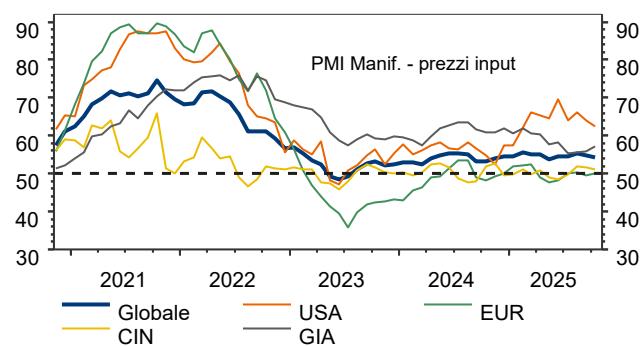
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



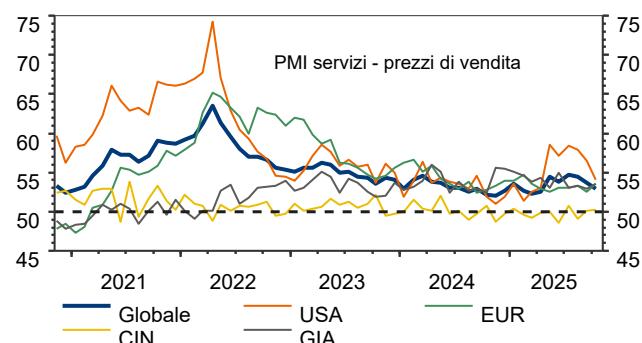
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



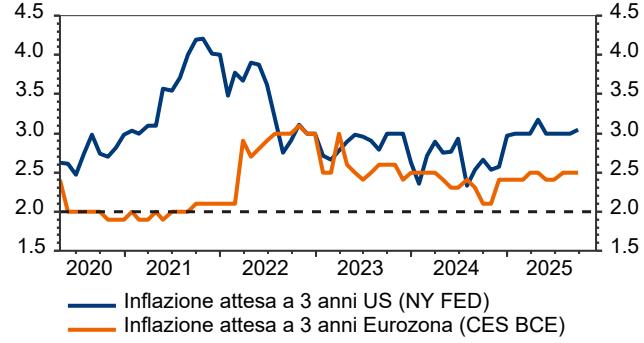
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

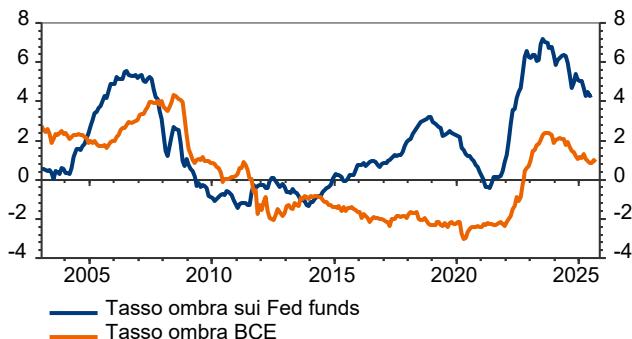
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

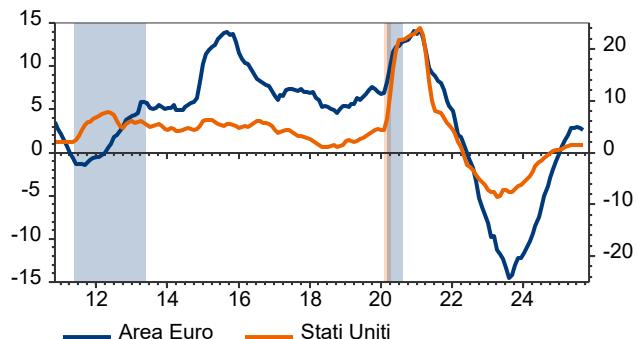
Condizioni Finanziarie

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



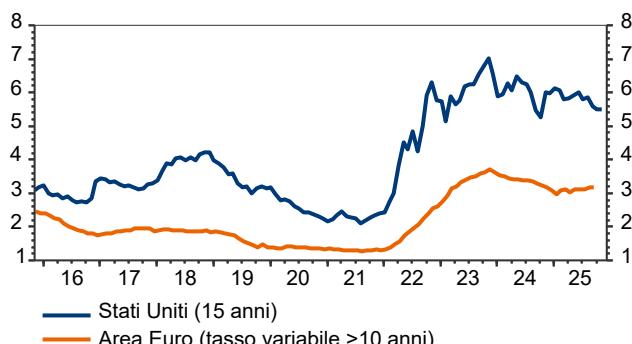
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



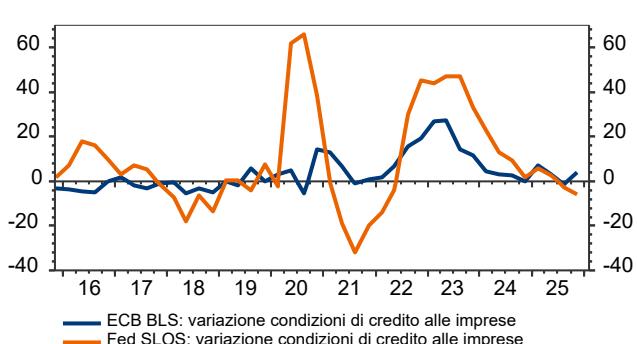
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



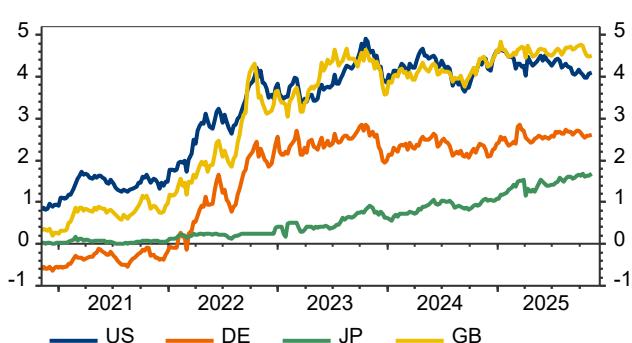
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



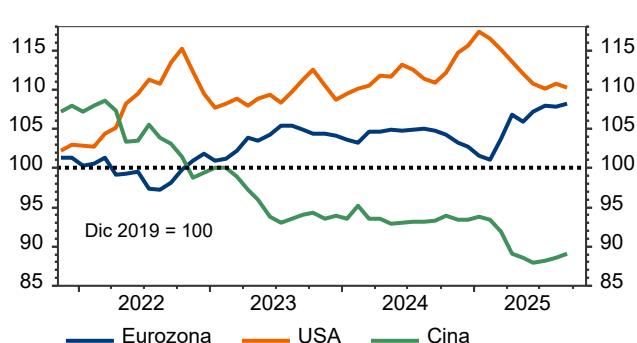
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

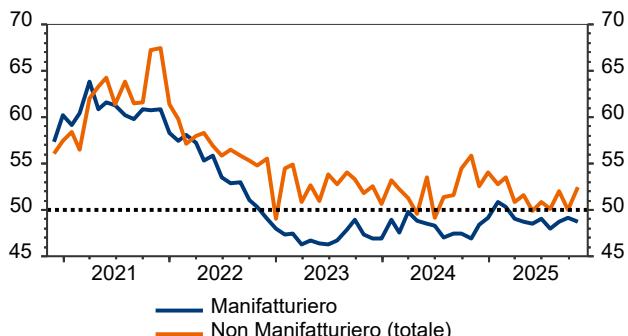
Cambi reali effettivi



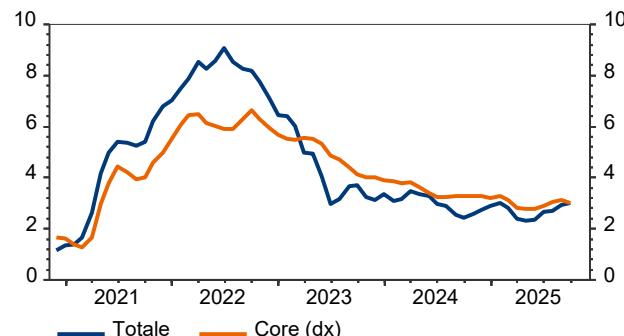
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

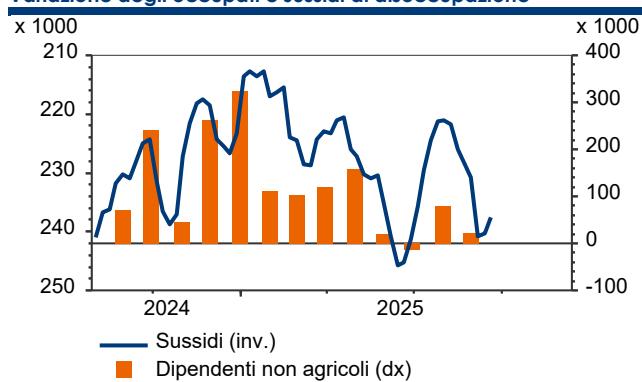
Indagini ISM



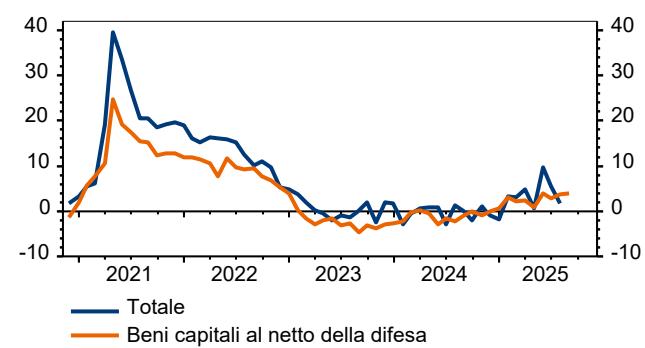
CPI - Var. % a/a



Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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



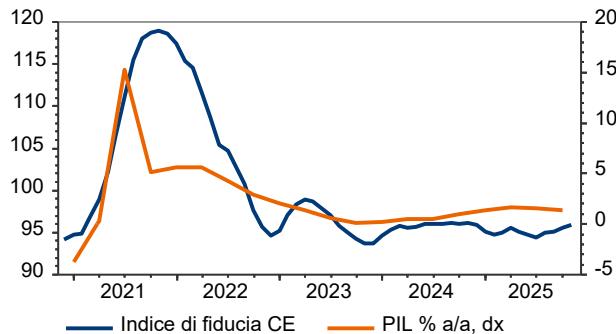
Previsioni

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

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

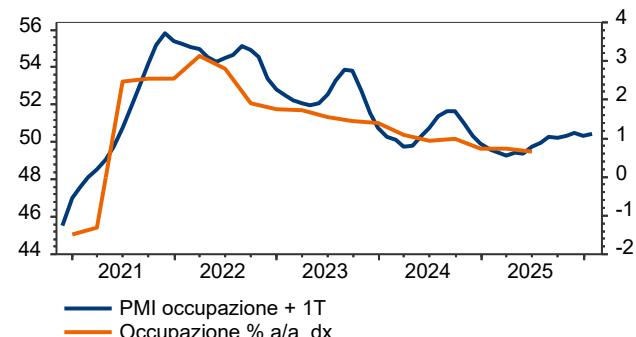
Area euro

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	129.2	126.0	122.7	128.4	2.0	2.4	2.5	1.9
dic-25	129.6	126.5	123.2	128.8	2.0	2.4	2.4	1.8
Media	128.7	125.4	122.1	128.1	2.1	2.4	2.4	2.0

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia;
l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, 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	128.8	125.5	122.1	128.0	1.6	2.3	2.4	1.5
feb-26	129.3	126.1	122.7	128.6	1.6	2.3	2.4	1.5
mar-26	130.4	126.9	123.6	129.6	1.8	2.0	2.2	1.7
apr-26	131.2	127.8	124.7	130.4	1.9	1.9	2.0	1.8
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	2.1	2.1	2.0	2.0
lug-26	131.5	128.4	125.0	130.8	1.9	2.1	2.1	1.8
ago-26	131.7	128.7	125.3	131.0	1.9	2.0	2.0	1.8
set-26	131.9	128.9	125.5	131.1	1.9	2.0	2.0	1.8
ott-26	132.1	129.1	125.8	131.3	1.9	2.0	2.0	1.8
nov-26	131.6	128.5	125.2	130.8	1.9	2.0	2.0	1.8
dic-26	132.0	129.0	125.7	131.2	1.9	2.0	2.0	1.8
Media	131.1	127.9	124.6	130.4	1.9	2.0	2.1	1.8

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

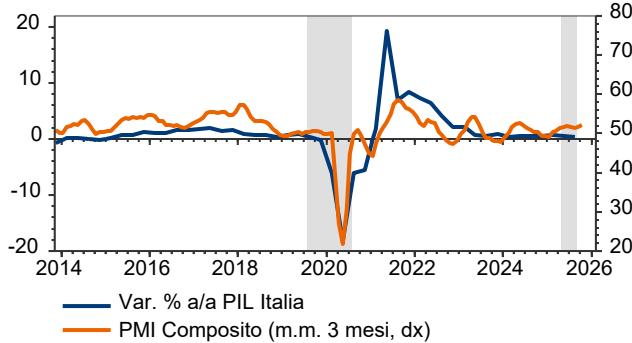
Previsioni

	2024	2025	2026	2024				2025				2026			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T1	T2	T3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.4	1.0	1.3	1.6	1.5	1.3	1.1	0.7	0.9	1.0				
- t/t				0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3				
Consumi privati	1.2	1.3	1.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4				
Investimenti fissi	-2.1	2.5	2.2	0.7	2.5	-1.8	1.1	0.5	0.7	0.7	0.7				
Consumi pubblici	2.2	1.5	1.4	0.5	-0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3				
Esportazioni	0.5	1.2	0.0	0.1	2.3	-0.5	-0.8	-0.2	0.0	0.0	0.0				
Importazioni	-0.1	3.1	2.2	0.0	2.3	-0.1	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.7	0.5	-0.1	-0.2	0.5	0.4	0.2	0.1	0.2	-0.3				
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4												
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6												
Debito pubblico (% PIL)	87.2	88.6	89.0												
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.1	1.9	2.2	2.3	2.0	2.1	2.0	1.7	2.0	1.9				
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.6	1.0	-1.6	1.5	1.4	1.8	1.7	-0.1	0.7	1.5				
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.3	6.2	6.3	6.4	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

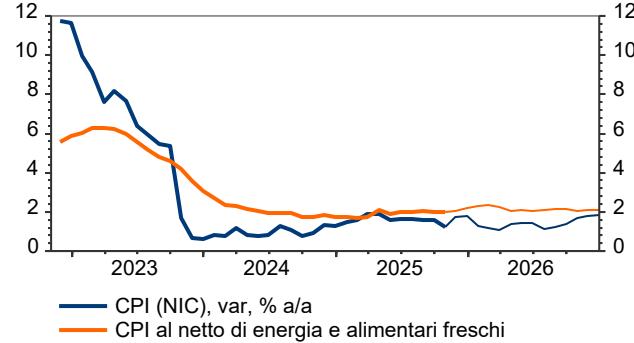
Italia

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	125.0	122.7	121.4	121.4	1.3	1.2	1.1	1.1
nov-25	125.2	123.2	121.9	122.0	1.6	1.7	1.6	1.5
dic-25	125.4	123.3	122.2	122.1	1.7	1.8	1.6	1.5
Media	124.4	122.8	121.5	121.5	1.7	1.6	1.5	1.5

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	124.1	123.5	122.3	122.2	1.4	1.3	1.2	1.1
feb-26	124.1	123.5	122.4	122.3	1.3	1.2	1.0	1.0
mar-26	126.0	123.8	122.6	122.4	1.3	1.1	0.9	0.9
apr-26	126.9	124.3	123.0	122.8	1.6	1.4	1.3	1.2
mag-26	127.2	124.2	122.8	122.7	1.9	1.4	1.3	1.2
giu-26	127.5	124.5	123.0	122.8	1.9	1.4	1.3	1.3
lug-26	126.2	124.6	123.1	123.0	1.8	1.1	1.0	1.0
ago-26	125.5	124.8	123.3	123.1	1.5	1.2	1.1	1.0
set-26	126.9	124.8	123.3	123.2	1.4	1.4	1.3	1.2
ott-26	127.3	124.8	123.3	123.2	1.8	1.7	1.6	1.5
nov-26	127.5	125.4	124.0	123.9	1.8	1.8	1.7	1.6
dic-26	127.8	125.6	124.3	124.1	1.9	1.8	1.8	1.7
Media	126.4	124.5	123.1	123.0	1.6	1.4	1.3	1.2

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	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	0.5	0.4	0.5	0.4	0.7	1.0
- t/t				0.1	0.3	-0.1	-0.0	0.2	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	-0.3	0.3	0.1	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	2.6	1.8	0.3	1.0	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.2	0.5	-0.2	-0.3	0.3	-0.1	0.2	0.2	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	1.7	1.6	1.3	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3	1.8	1.6
Produzione industriale (a/a)	-4.0	-0.8	0.1	-4.3	-1.8	-0.7	-0.7	-0.2	-0.5	-0.4	0.6
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.2	6.3	6.2	6.2	6.3	6.0	6.1	6.3	6.2	6.2
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

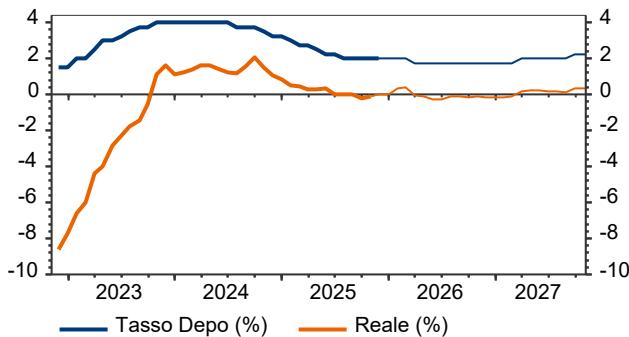
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	6/11	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	2.36	1.93	1.93	1.93	1.92	1.84	1.67	1.68
Euribor 3m	2.34	1.94	2.03	2.00	2.01	1.92	1.78	1.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

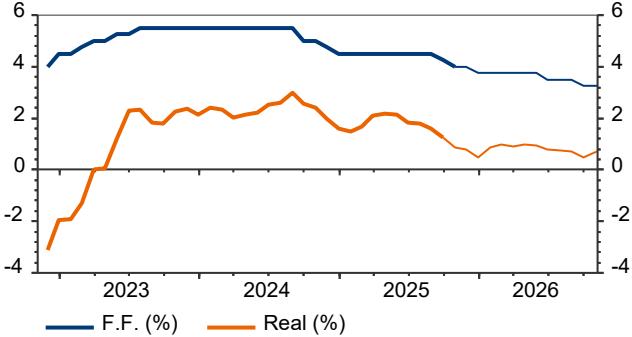


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	6/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.75	3.50	3.25
OIS 3m	4.30	4.28	3.90	3.76	3.60	3.59	3.43	3.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

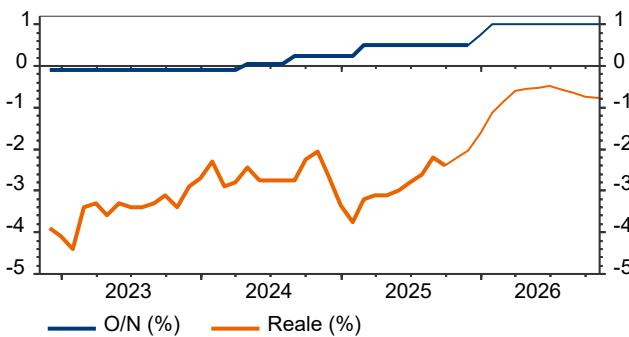


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	mar	giu	set	6/11	dic	mar	giu	set
O/N target	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.00
OIS 3m	0.53	0.48	0.60	0.57	0.90	1.02	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

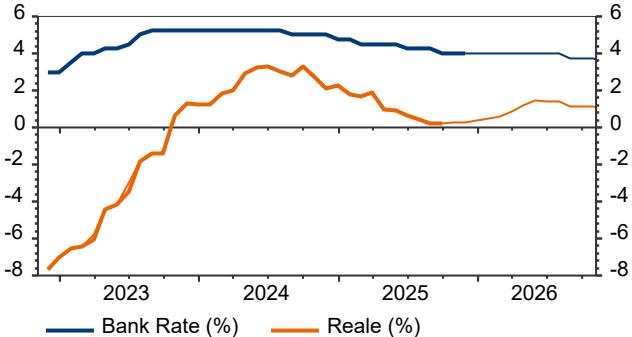


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	6/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
OIS 3m	4.36	4.10	3.98	3.89	3.67	3.40	3.40	3.40

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	7/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.08	1.14	1.16	1.17	1.1678	1.17	1.19	1.20	1.20	1.18
USD/JPY	151	153	143	148	151	149.76	150	143	140	138	136
GBP/USD	1.23	1.30	1.34	1.34	1.34	1.3355	1.33	1.36	1.37	1.38	1.38
EUR/CHF	0.96	0.94	0.94	0.94	0.93	0.9331	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	161	166	163	172	176	174.90	173	170	168	166	160
EUR/GBP	0.87	0.83	0.85	0.87	0.87	0.8719	0.87	0.88	0.88	0.87	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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