

Weekly Economic Monitor

Il punto

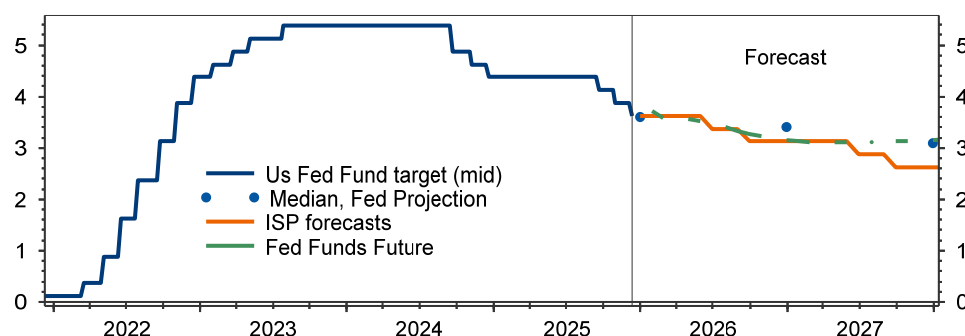
L'evento della settimana è stato l'ultimo FOMC dell'anno, che si è concluso con una riduzione dei tassi da 25pb come atteso, ma con ben tre dissensi e toni meno accomodanti, che a nostro avviso preparano una pausa nel ciclo espansivo nei prossimi mesi (ci aspettiamo che il prossimo taglio possa avvenire solo a giugno, e nel complesso ci attendiamo due riduzioni da 25pb nel 2026, una in più di quanto implicito nelle SEP del FOMC). La settimana prossima è il turno della BCE, che viceversa lascerà la politica monetaria invariata, con l'aggiornamento delle proiezioni economiche che dovrebbe vedere soprattutto una revisione al rialzo delle stime di crescita; l'intonazione moderatamente espansiva del ciclo dovrebbe essere confermata dalle prime indagini di fiducia di dicembre che inizieranno a essere diffuse la settimana prossima (PMI flash, Ifo tedesco, INSEE francese, indagini Istat in Italia).

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **La Fed non delude le attese di taglio, ma si prepara a una pausa.** Il FOMC di dicembre si è concluso con un taglio di 25pb, in linea con le attese. La decisione ha registrato ben tre voti contrari (un record dal 2019), evidenziando le tensioni tra chi spingeva per un allentamento più aggressivo (Miran) e chi avrebbe preferito una pausa immediata (Schmid e Goolsbee). Le nuove Summary of Economic Projections mostrano revisioni al rialzo sulla crescita e al ribasso sull'inflazione. La mediana dei dot plot è invariata rispetto a settembre, e coerente con un solo taglio nel 2026 (seguito da un ultimo nel 2027), ma in un contesto di elevata dispersione. Powell ha definito l'attuale livello dei tassi nell'intorno della neutralità e ha segnalato il passaggio a una modalità "wait and see". Confermiamo la nostra idea che la Fed possa mantenere i tassi invariati fino alla nomina del successore di Powell: **ci aspettiamo che il prossimo taglio possa avvenire solo a giugno, e nel complesso ci attendiamo due riduzioni da 25pb nel 2026** (più di quanto implicito nelle SEP della Fed).
- **Consumi più deboli del previsto pre-shutdown, risale solo lievemente la fiducia a dicembre.** I dati nominali su reddito e spesa personale di settembre sono stati ancora relativamente robusti (0,4% e 0,3% m/m, rispettivamente), ma il reddito disponibile in termini reali è salito di appena un decimo, e i consumi reali sono rimasti fermi. I dati sui deflatori sono stati in linea con le attese e con il mese precedente su base mensile (PCE

Ci attendiamo una Fed in pausa nei prossimi mesi, ma nel medio termine riteniamo che l'allentamento monetario possa essere più ampio di quanto atteso oggi dai mercati (e dagli stessi attuali membri del FOMC)



Fonte: Federal Reserve, LSEG Datastream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

12 dicembre 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

a 0,3% m/m e 2,8% da 2,7% a/a, core a 0,2% m/m e 2,8% da 2,9% a/a). La fiducia dei consumatori rilevata dall'Università del Michigan è risalita solo moderatamente a dicembre, a 53,3 da 51, ma l'indice sulla situazione corrente ha toccato un nuovo minimo storico da quando viene condotta l'indagine, ovvero dal 1978.

- **Il mercato del lavoro resta debole, ma non crolla.** I dati JOLTS di settembre-ottobre sono contrastanti: le posizioni aperte sono tornate a salire, riportando il rapporto tra posti vacanti e disoccupati poco sopra l'unità, ma il calo delle uscite volontarie, il lieve aumento dei licenziamenti e un tasso di assunzioni invariato suggeriscono che la domanda di lavoro si è indebolita rispetto ad agosto.

■ La settimana prossima:

- L'**employment report di ottobre e novembre** dovrebbe mostrare un brusco calo degli occupati a ottobre, anche per via dello shutdown, seguito da un moderato recupero il mese successivo (intorno a 50 mila unità). **Il tasso di disoccupazione è visto stabile al 4,4%, con rischi al rialzo.**
- I dati sul **CPI di ottobre e novembre** dovrebbero vedere un indice headline in salita a 3,1% a/a il mese scorso (da 3% a settembre) e un indice core a 3% a/a (in linea con il dato di settembre). **I rischi su questi dati sono a nostro avviso al rialzo.**
- **Vendite al dettaglio viste in riaccelerazione a ottobre dopo la frenata di settembre:** le attese sono per una crescita di 0,3% m/m per l'indice generale e per quello al netto delle auto, e dello 0,4% m/m per le vendite al netto di auto e carburanti, così come per l'aggregato "control group". **I rischi rispetto a queste attese sono però a nostro avviso al ribasso.**

Area euro

■ Questa settimana:

- **In Germania, il dato di produzione industriale di ottobre ha sorpreso al rialzo**, registrando un'accelerazione a 1,8% m/m da 1,1% m/m precedente. La crescita è trainata dalle costruzioni (3,3% m/m), al netto delle quali l'output sale di 1,4% da 1,8% m/m di settembre; nel manifatturiero, spiccano il comparto elettronico (+3,9% m/m) e quello meccanico (2,8% m/m), mentre il settore auto registra un calo di -1,3% m/m. Su base annua, la produzione industriale tedesca è tornata in territorio positivo a 0,8% (sul dato corretto per gli effetti di calendario) da -1,4% precedente. La crescita degli ultimi due mesi lascia il livello dell'output oltre l'1%, al di sopra della media del terzo trimestre, suggerendo che l'industria potrebbe sostenere la crescita del PIL nell'ultimo trimestre dell'anno. I due progressi registrati tra settembre e ottobre sono però appena sufficienti per annullare il brusco calo di agosto e i dati sugli ordini non suggeriscono ancora decisa riaccelerazione della produzione a inizio 2026.
- **In Italia, la produzione industriale ha invece sorpreso al ribasso**, calando assai più del previsto a ottobre, di -1% m/m (-0,3% a/a), dopo l'accentuata volatilità del bimestre agosto-settembre. Il dato ha smentito le indicazioni positive che erano giunte dalle indagini di fiducia delle imprese in ottobre e novembre. L'industria non dovrebbe però dare un contributo negativo al PIL nel trimestre corrente, e potrebbe evidenziare un modesto recupero nel 2026, dopo tre anni di contrazione. In ogni caso, è presto per parlare di vera ripresa, perché i consumi di beni sul mercato domestico rimangono deboli, e l'effetto dei dazi USA deve ancora vedersi appieno.
- **In Germania, le esportazioni sono rimaste pressoché stazionarie a ottobre** (0,1% m/m) dopo il rimbalzo di settembre (1,5% m/m). Si registra una **divergenza tra esportazioni verso l'Unione Europea in aumento** (2,7% m/m) **e vendite verso i Paesi extra-UE in calo** (-3,3% m/m). **L'export verso gli Stati Uniti è sceso di ben -7,8% m/m, -8,3% a/a. In flessione anche le vendite in Cina e Regno Unito** (-5,8% e -6,5% m/m, rispettivamente). Le importazioni

sono diminuite di -1,2% m/m (dopo il rimbalzo di 3,1% visto a settembre), pertanto l'avanzo commerciale è migliorato a 16,9 miliardi dai 15,3 miliardi del mese precedente.

- **Francia. L'Assemblea Nazionale ha approvato, con un margine piuttosto risicato, il PLFSS (il budget della Sécurité Sociale).** Il testo è compatibile con un deficit di circa 20 miliardi di euro rispetto ai 17,5 miliardi dell'obiettivo iniziale del Governo. L'esito della votazione conferma la capacità dell'esecutivo di trovare una sintesi tra le diverse esigenze dei partiti, anche a costo di un consolidamento fiscale meno ambizioso rispetto a quanto prefissato. Nel frattempo, proseguono i lavori parlamentari sul budget dello Stato (il PLF), per il quale la possibilità di un accordo in breve tempo è inferiore e le posizioni dei partiti più distanti. Diventa sempre più probabile l'applicazione di una legge speciale, come avvenuto per il 2025, per permettere alle negoziazioni sul PLF di proseguire anche oltre la fine dell'anno. Tuttavia, affinché un accordo venga poi raggiunto, un nuovo allentamento della restrizione inizialmente prevista appare inevitabile.

■ La prossima settimana:

- **La BCE lascerà la politica monetaria invariata.** Non c'è alcuna aspettativa che il consiglio direttivo della BCE tagli i tassi ufficiali alla riunione del 17-18 dicembre. A fine ottobre era emerso un ampio consenso a favore di tassi invariati, che i dati pubblicati successivamente dovrebbero avere rafforzato. La presidente della BCE ha preannunciato revisioni al rialzo delle proiezioni di crescita economica. Anche riguardo alle stime di inflazione, non vi sono motivi per attendersi significative revisioni al ribasso, salvo che per gli effetti del possibile rinvio dell'ETS2 sulla stima dell'inflazione nel 2027. La deviazione rispetto all'obiettivo prevista nel biennio 2026-27 è considerata da una parte del consiglio piccola e transitoria (quindi non meritevole di una reazione di politica monetaria); da altri, comunque modesta e legata a fattori di offerta (un'altra tipologia di shock che rende meno opportuna una reazione di politica monetaria). Probabilmente, la proiezione 2028 sarà utilizzata dalla BCE per mostrare un ritorno dell'inflazione all'obiettivo, nel contesto delle attuali ipotesi tecniche. Ovviamente, la BCE confermerà che le prossime decisioni saranno prese riunione per riunione e che non esiste un percorso predeterminato per i tassi, data l'incertezza dello scenario. In questo modo, la BCE lascia che le condizioni di finanziamento si adattino naturalmente ai dati sulla base dell'interpretazione fornita dai mercati alla funzione di reazione della Banca centrale, come avvenuto anche negli ultimi giorni.
- **I PMI flash di dicembre sono attesi confermare un quadro moderatamente espansivo per l'area euro.** Il PMI manifatturiero dovrebbe tornare a salire dopo il calo del mese precedente, stimiamo a 49,9 da 49,6; i servizi sono visti migliorare ancora a 53,9 da 53,6, come suggerito dal deciso progresso registrato dalle aspettative negli ultimi mesi. Il PMI composito dovrebbe quindi portarsi a 53,2 da 52,8, un livello compatibile con un ritmo di crescita del PIL a 0,3% t/t tra fine 2025 e inizio 2026.
- **In calendario anche le rilevazioni di dicembre dell'indagine di fiducia dei consumatori della Commissione Europea, dell'Ifo tedesco e dell'INSEE francese.** Il morale delle famiglie nell'Eurozona potrebbe risalire a -14 da -14,2 precedente, restando però su livelli ancora inferiori alla media storica. In Germania l'Ifo dovrebbe tornare a salire dopo l'inatteso calo del mese precedente, stimiamo a 88,6 da 88,1, trainato da un rimbalzo delle aspettative. In Francia l'INSEE manifatturiero è atteso salire di un punto a 99.
- **La produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe registrare un'accelerazione a ottobre,** a 0,8% m/m dopo lo 0,2% di settembre. Nel mese tutti i maggiori Paesi hanno registrato un incremento (in particolare la Germania, con un +1,4% m/m al netto delle costruzioni), con la sola eccezione dell'Italia. Su base annua, si dovrebbe vedere una accelerazione a 2,2% da 1,2% precedente. Su base trimestrale, l'output è in rotta per un incremento di 0,7% t/t nel trimestre in corso, dopo la stagnazione dei tre mesi precedenti.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15-19 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 15/12	00:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T4	14	15
	00:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.	**	T4	34	35
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	nov	2.9	% 2.8
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	nov	-1.7	% -2.3
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		nov	3.3	%
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		nov	6.1	%
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		nov	4.9	% 5.0
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	ott	0.2	%
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	dic	18.7	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		dic	38	
Mar 16/12	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		dic	48.7	
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ott	5.0	%
	08:00	GB	Retribuzioni medie		ott	4.8	%
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	dic	51.4	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	dic	47.8	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	dic	53.1	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	dic	48.2	48.5
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	nov	prel -0.2	%
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		nov	prel 1.2	%
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		nov	prel 1.1	%
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	nov	prel -0.2	%
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	dic	53.6	53.9
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	dic	49.6	49.9
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	dic	52.8	
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	dic	51.3	
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	dic	50.2	
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		dic	-78.7	-76.2
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	dic	38.5	40.0
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		ott	0.0	Mld €
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ott	2.9	Mld €
	14:30	USA	Licenze edilizie		set	1.330	Mln 1.336
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	set	1.307	Mln 1.320
	14:30	USA	Salari orari m/m		nov	0.2	%
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	nov	119	x1000 35
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	nov	4.4	% 4.4
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ott	0.3	% 0.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ott	0.2	% 0.2
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	dic	52.2	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	dic	54.1	
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		dic	54.2	
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		set	0.0	% 0.2
Mer 17/12	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ott	4.2	% -2.3
	00:50	GIA	Bilancia commerciale		nov	-226.1	(-231.8) Mld ¥ JP 71.2
	08:00	GB	CPI a/a	*	nov	3.6	%
	08:00	GB	CPI m/m		nov	0.4	%
	10:00	GER	IFO (attese)		dic	90.6	91.0
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		dic	85.6	86.0
	10:00	GER	IFO	**	dic	88.1	88.5
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T3	3.6	%
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	nov	prel 2.2	% 2.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		nov	prel 2.4	% 2.4
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	nov	0.2	%
Gio 18/12	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	dic	98	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.937	(1.838) Mln 1.947
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	192	(236) x1000 220
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	nov	0.2	%
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		nov	3.0	%
	14:30	USA	CPI m/m	*	nov	0.3	%
	14:30	USA	CPI a/a		nov	3.0	%
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	dic	-1.7	
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ott	179.8	Mld \$

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (15-19 dicembre) - segue

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Ven	19/12	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	nov	3.0	%	3.0
		00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	nov	3.0	%	
		08:00	GER	PPI a/a		nov	-1.8	%	
		08:00	GER	PPI m/m		nov	0.1	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		nov	0.2	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	nov	-1.1	%	
		08:00	GER	Fiducia consumatori		gen	-23.2		
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		dic	95.0		
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	dic	89.6		
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ott	2.1	%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ott	3.4	%	
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	ott	0.3	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	ott	2.8	%	
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		ott	0.4	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	ott	0.2	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	ott	2.8	%	
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		dic	-8.2		
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	dic	-14.2		
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		nov	4.10	Mln	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		dic	prel 53.3		

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 (15-19 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	15/12	15:30	USA Discorso di Miran (Fed)
		16:30	USA Discorso di Williams (Fed)
Mer	17/12	14:15	USA Discorso di Waller (Fed)
		15:05	USA Discorso di Williams (Fed)
		18:30	USA Discorso di Bostic (Fed)
Gio	18/12	13:00	GB ** Riunione BoE (previsione ISP: bank rate -0,25% a 3,75%)
		14:15	EUR ** BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate invariato a 2,00%)
		14:45	EUR ** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven	19/12	-	GIA ** Riunione BoJ (previsione ISP: tasso a breve +0,25% a 0,75%)
		07:30	GIA ** Conferenza stampa di Ueda (BoJ)
		09:00	EUR Discorso di Wunsch (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Kocher (BCE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice anticipatore m/m	set	-0.3 (-0.5)	%	-0.3	-0.3
Costo del lavoro	T3	0.9	%	0.9	0.8
Richieste di sussidio	settim	192 (191)	x1000	220	236
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.937 (1.939)	Mln	1.947	1.838
Bilancia commerciale	set	-59.3 (-59.6)	Mld \$	-63.3	-52.8

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: LSEG Datastream

La Fed non delude le attese di taglio, ma si prepara a una pausa. Il FOMC di dicembre si è concluso con un taglio di 25pb, in linea con le attese. La decisione ha registrato ben tre voti contrari (un record dal 2019), evidenziando le tensioni tra chi spingeva per un allentamento più aggressivo (Miran) e chi avrebbe preferito una pausa immediata (Schmid e Goolsbee). Le nuove Summary of Economic Projections mostrano revisioni al rialzo sulla crescita e al ribasso sull'inflazione. La mediana dei dot plot è invariata rispetto a settembre, e coerente con un solo taglio nel 2026 (seguito da un ultimo nel 2027), ma in un contesto di elevata dispersione. Powell ha definito l'attuale livello dei tassi nell'intorno della neutralità e ha segnalato il passaggio a una modalità "wait and see". Confermiamo la nostra idea che la Fed possa mantenere i tassi invariati fino alla nomina del successore di Powell: ci aspettiamo che il prossimo taglio possa avvenire solo a giugno, e nel complesso ci attendiamo due riduzioni da 25pb nel 2026 (più di quanto implicito nelle SEP della Fed).

Stati Uniti - Perdita di indipendenza della Fed: rischio reale? L'indipendenza delle banche centrali è un pilastro della stabilità economica e finanziaria per le economie avanzate. Il tema è tornato di attualità negli Stati Uniti, in quanto l'amministrazione Trump sta mettendo alla prova i confini operativi della Federal Reserve, con implicazioni sia per la governance sia per le aspettative di mercato. Nel breve, un'ingerenza tale da determinare una reale perdita di indipendenza con impatto rilevante sui tassi non pare così probabile: il Board of Governors è protetto da mandati lunghi, scadenze scaglionate e vincoli legali alla rimozione. Più realistico appare uno scenario di influenza "soft", con nomina di membri vicini all'amministrazione (a partire da quella del nuovo Chairman a maggio 2026), nonché tentativi di ingerenze sul fronte regolatorio. La letteratura economica e i risultati delle nostre simulazioni suggeriscono che una Fed percepita come meno autonoma possa sostenere crescita e occupazione nel breve periodo, ma al costo di inflazione più persistente, aspettative meno ancorate e premio per il rischio più alto sul tratto lungo della curva dei rendimenti, con effetti retroattivi che vanificano lo stesso impatto iniziale positivo sulla crescita.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
FRA	IPCA m/m finale	nov	-0.2	%	-0.2	-0.2
FRA	IPCA a/a finale	nov	0.8	%	0.8	0.8
FRA	CPI m/m Ex Tob	nov	0.1	%		-0.2
GER	Produzione industriale m/m	ott	1.1 (1.3)	%	0.4	1.8
GER	Bilancia commerciale destag.	ott	15.3	Mld €	15.6	16.9
GER	CPI m/m finale	nov	-0.2	%	-0.2	-0.2
GER	CPI a/a finale	nov	2.3	%	2.3	2.3
GER	IPCA m/m finale	nov	-0.5	%	-0.5	-0.5
GER	IPCA a/a finale	nov	2.6	%	2.6	2.6
ITA	Produzione industriale m/m	ott	2.7 (2.8)	%	-0.3	-1.0
SPA	IPCA a/a finale	nov	3.1	%	3.1	3.2

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: LSEG Datastream

Italia: torna a calare la produzione industriale. Dopo l'accentuata volatilità del bimestre agosto-settembre, la produzione industriale italiana è tornata a calare a ottobre, assai più del previsto (-1% m/m, -0,3% a/a). Il dato ha sorpreso al ribasso, anche perché dalle indagini di fiducia delle imprese erano venuti segnali positivi in ottobre e novembre. L'industria non dovrebbe però dare un contributo negativo al PIL nel trimestre corrente, e potrebbe evidenziare un sia pur modesto recupero nel 2026, dopo tre anni di contrazione. In ogni caso, è presto per parlare di vera ripresa, perché i consumi di beni sul mercato domestico rimangono deboli, e l'effetto dei dazi USA deve ancora vedersi appieno.

Francia: un passo in avanti ma la strada resta lunga. L'Assemblea Nazionale ha approvato, con un margine piuttosto risicato, il PLFSS (il budget della Sécurité Sociale), un testo compatibile con un deficit di circa 20 miliardi di euro rispetto ai 17,5 miliardi obiettivo iniziale del Governo. Il documento verrà ora riesaminato dal Senato, ma l'ultima parola spetterà ancora all'Assemblea. L'esito della votazione conferma la capacità dell'esecutivo di trovare una sintesi tra diverse esigenze partitiche, anche a costo di un consolidamento fiscale meno ambizioso rispetto a quanto prefissato. Nel frattempo, proseguono i lavori parlamentari sul budget dello Stato (il PLF), per il quale la possibilità di un accordo in breve tempo è inferiore e le posizioni dei partiti più distanti. Diventa sempre più probabile l'applicazione di una legge speciale, come avvenuto per il 2025, per permettere alle negoziazioni sul PLF di proseguire anche oltre la fine dell'anno. Tuttavia, affinché un accordo venga poi raggiunto, un nuovo allentamento della restrizione inizialmente prevista appare inevitabile.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t finale	T3	-0.4	%	-0.5	-0.6
PIL t/t, ann. finale	T3	-1.8	%	-2.0	-2.3
Produzione industriale m/m finale	ott	1.4	%		1.5

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	nov	-1.1	%	3.8	5.9
Importazioni in USD a/a	nov	1.0	%	3.0	1.9
Bilancia commerciale USD	nov	90.07	Mld \$	100.15	111.68
CPI m/m	nov	0.2	%	0.2	-0.1
CPI a/a	nov	0.2	%	0.7	0.7
PPI a/a	nov	-2.1	%	-2.0	-2.2
M2 a/a	nov	8.2	%	8.2	8.0
Nuovi prestiti bancari (flusso)	nov	220	Mld ¥ CN	500	390
Finanza sociale aggregata (flusso)	nov	810	Mld ¥ CN	2200	2490

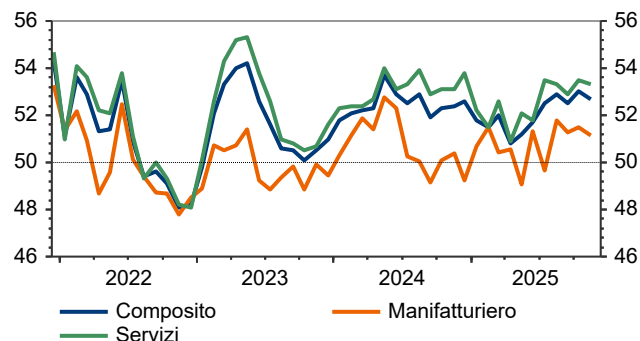
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: LSEG Datastream

Cina: commercio estero, novembre 2025. I dati di novembre hanno registrato un recupero del commercio estero e, in particolare, un rimbalzo su base annua delle esportazioni dopo il calo di ottobre, determinato da un'accelerazione dell'export verso l'Unione Europea e il Giappone. La dinamica delle importazioni è rimasta, invece, più contenuta benché in moderato miglioramento.

Cina: inflazione novembre 2025. L'inflazione dei prezzi al consumo è salita da 0,2% a/a in ottobre a 0,7% a/a in novembre, spinta al rialzo principalmente dal ritorno in territorio positivo dell'inflazione nel comparto degli alimentari dovuto a fattori metereologici. L'inflazione core è rimasta invariata a 1,2% a/a, nonostante un modesto aumento dell'inflazione dei servizi sanitari, dell'abbigliamento e degli articoli per la casa. La deflazione dei prezzi alla produzione si è lievemente accentuata trainata dal comparto dei beni di consumo durevoli, evidenziando la persistenza delle pressioni deflazionistiche.

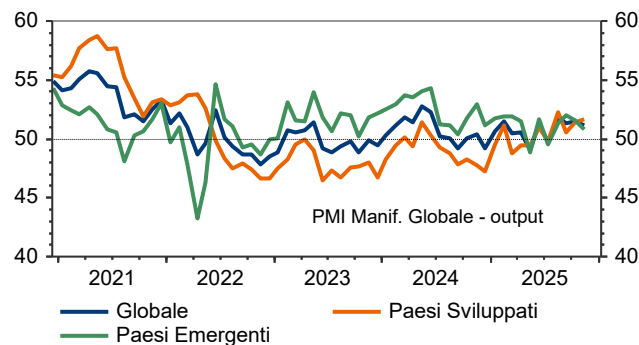
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



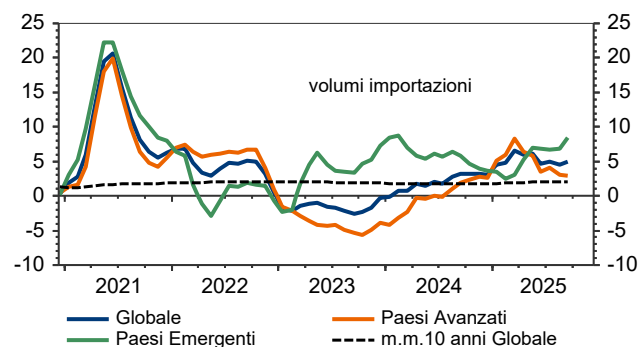
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



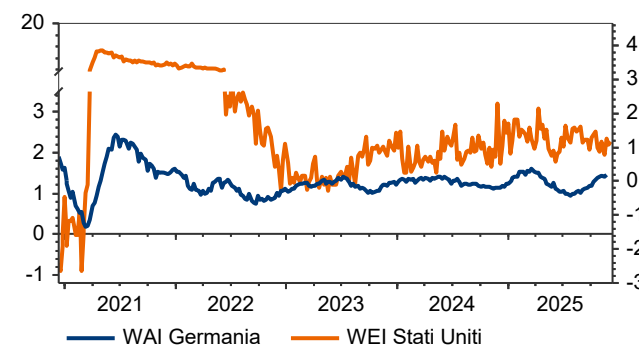
Fonte: S&P Global

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



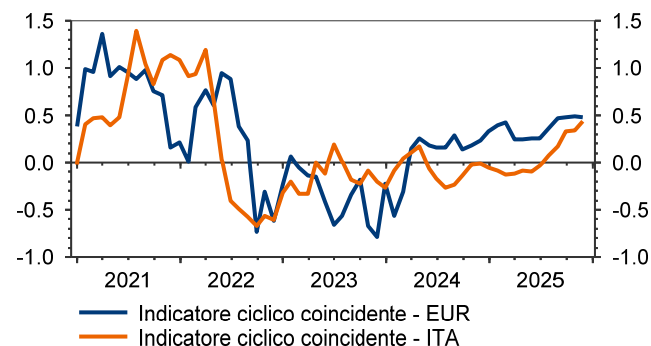
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



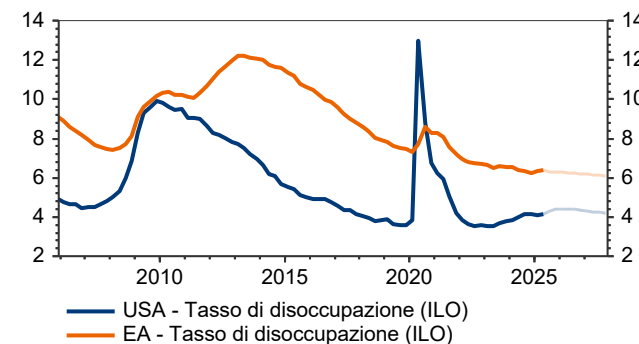
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

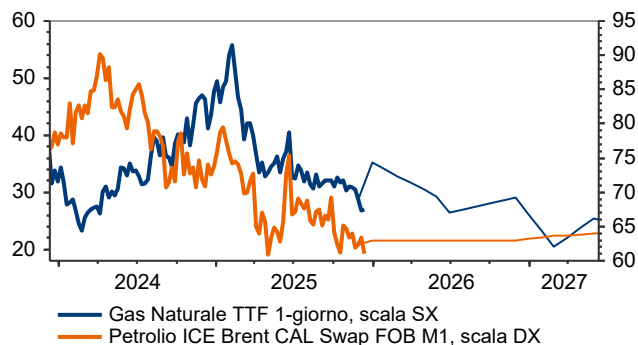
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

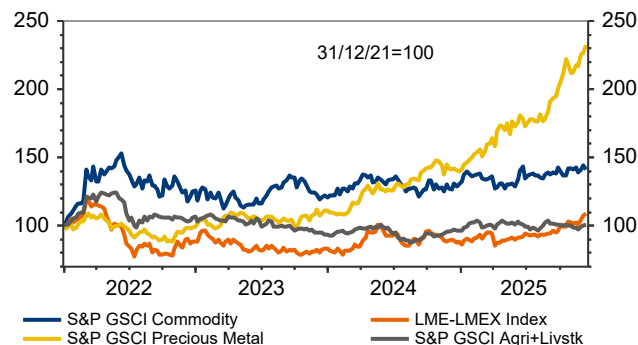
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



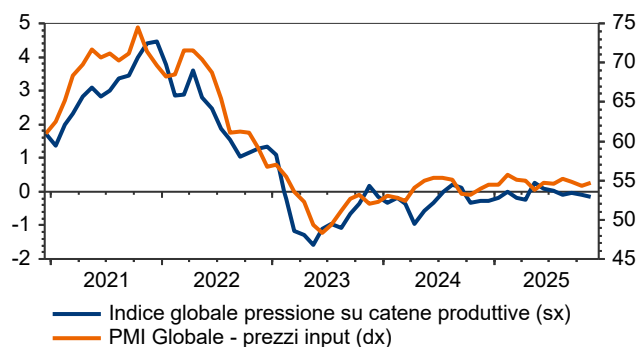
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



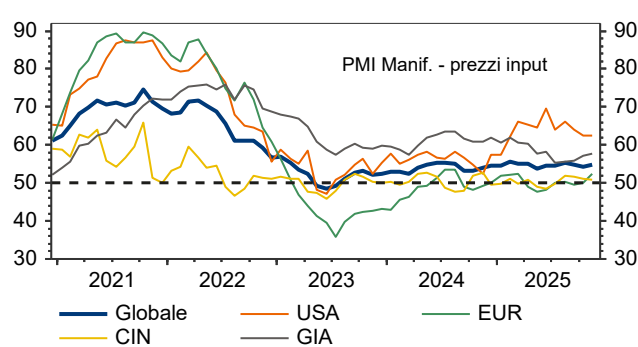
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



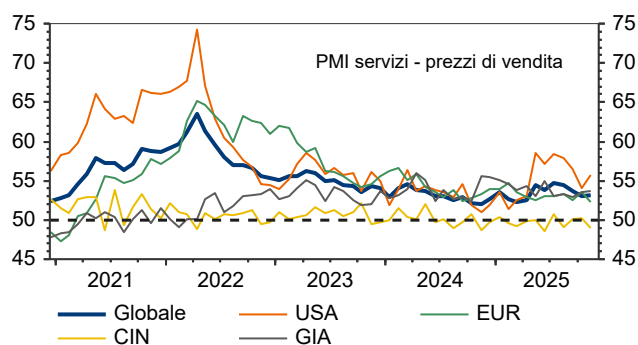
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



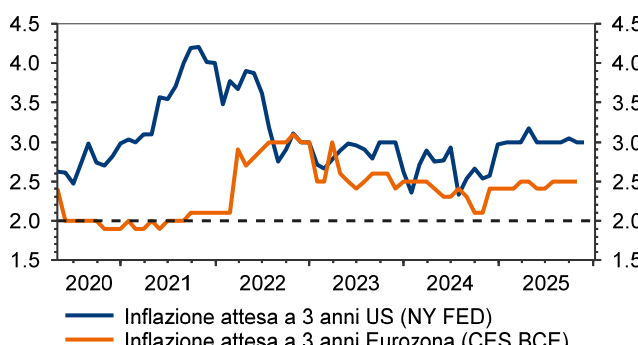
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

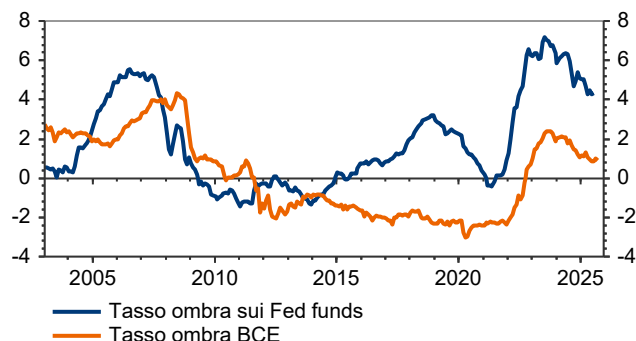
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

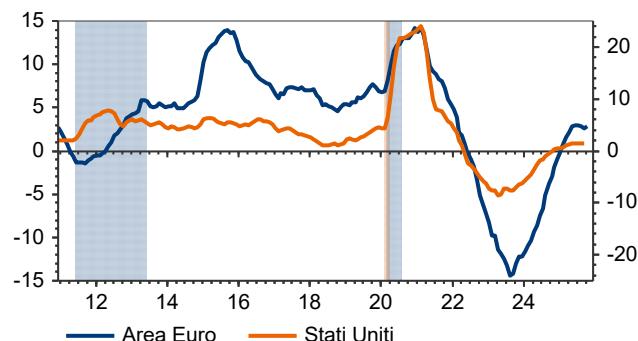
Condizioni finanziarie

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



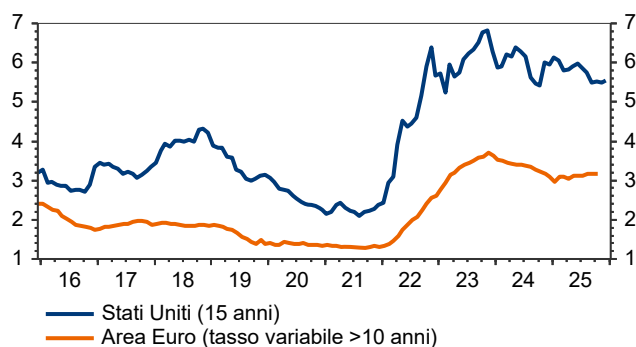
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



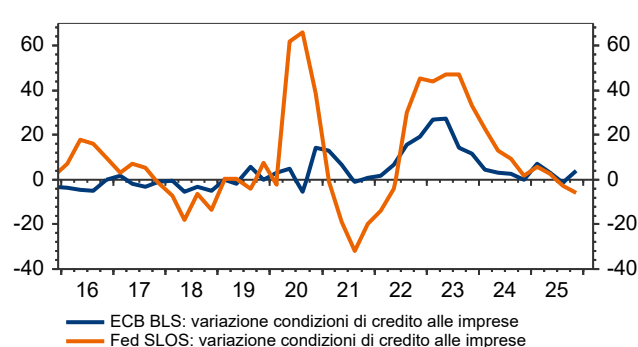
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



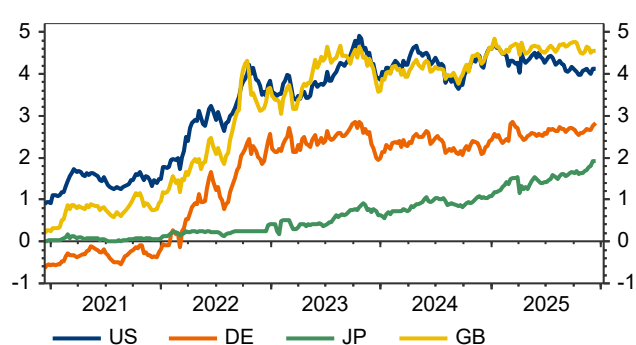
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



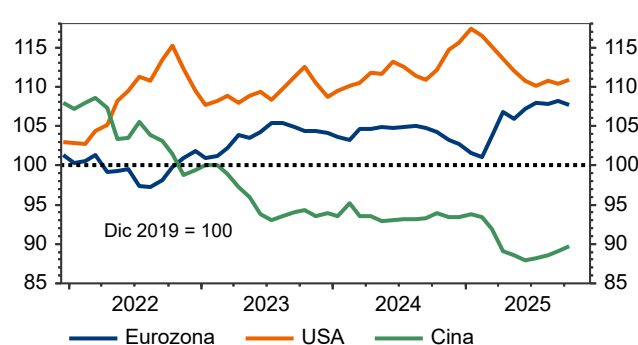
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

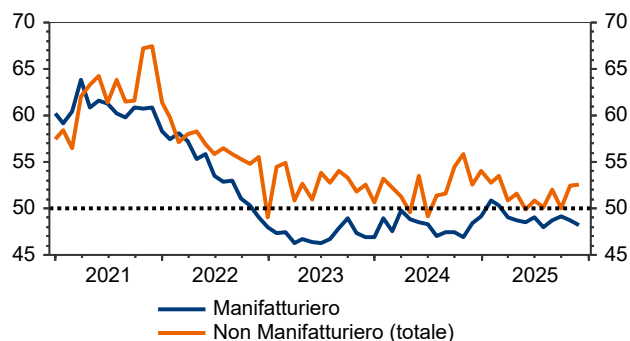
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

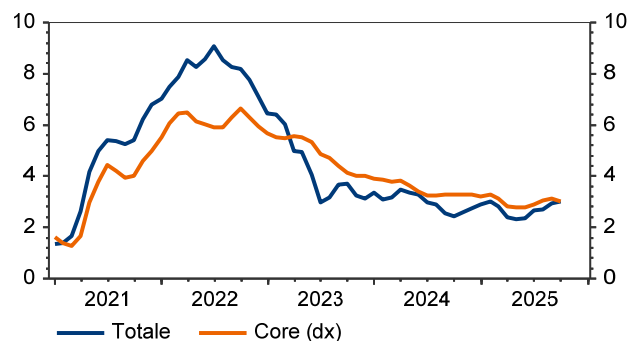
Stati Uniti

Indagini ISM



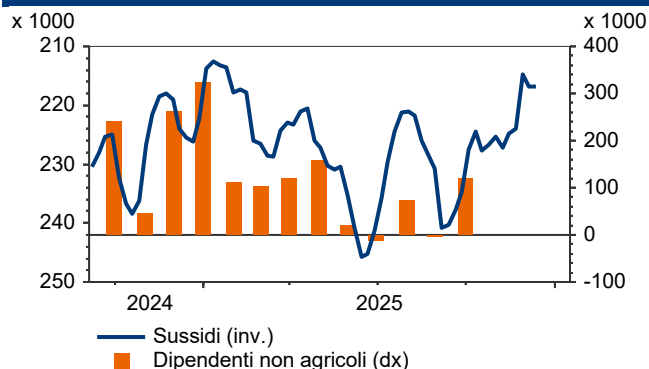
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



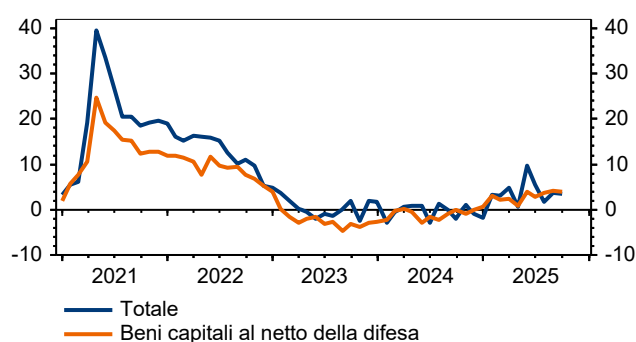
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

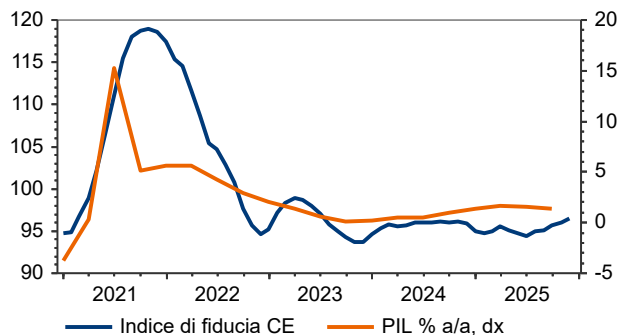
Previsioni

	2024	2025	2026								
	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.9	1.8	2.4	2.0	2.1	2.0	1.7	2.4	1.9	1.5
- trim./trim. annualizzato				1.9	-0.6	3.8	2.9	0.9	1.8	1.9	1.4
Consumi privati	2.9	2.3	1.7	3.9	0.6	2.5	1.5	1.1	1.7	1.9	1.7
IFL - privati non residenziali	2.9	4.2	3.6	-3.7	9.5	7.3	3.4	3.7	3.0	3.8	3.3
IFL - privati residenziali	3.2	-0.7	2.7	4.3	-1.0	-5.1	2.8	1.7	3.0	5.0	4.0
Consumi e inv. pubblici	3.8	1.3	0.8	3.3	-1.0	-0.1	0.6	0.5	1.1	1.0	0.8
Esportazioni	3.6	1.0	1.8	-0.9	0.2	-1.8	3.0	0.5	3.0	2.4	1.0
Importazioni	5.8	2.9	-0.8	-0.2	38.0	-29.3	-4.0	1.3	3.0	2.5	2.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.0	0.0	-0.3	-0.9	2.6	-3.2	0.3	-0.4	0.0	-0.3	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-4.0	-3.9	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.4	-8.1								
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	3.1	2.9	2.9	2.7
Produzione industriale	-0.7	1.1	1.1	-0.4	1.0	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.5	0.3
Disoccupazione (%)	4.0	4.3	4.5	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5	4.5	4.5	4.5

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

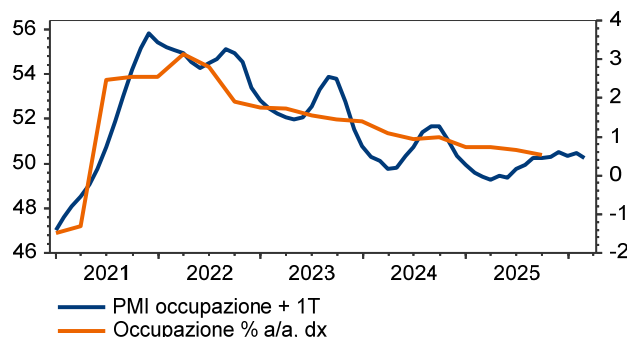
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	129.1	125.8	122.5	128.5	2.0	2.4	2.3	2.0
ago-25	129.3	126.1	122.8	128.7	2.0	2.3	2.3	2.0
set-25	129.4	126.3	123.0	128.8	2.2	2.4	2.4	2.2
ott-25	129.7	126.6	123.3	129.1	2.1	2.4	2.4	2.1
nov-25	129.4	126.0	122.7	128.6	2.2	2.4	2.4	2.0
dic-25	129.7	126.5	123.2	129.0	2.1	2.4	2.4	2.0
Media	128.8	125.4	122.0	128.1	2.1	2.4	2.4	2.0

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-26	128.9	125.5	122.0	128.1	1.7	2.3	2.4	1.6
feb-26	129.4	126.0	122.7	128.6	1.7	2.2	2.4	1.6
mar-26	130.3	127.1	124.0	129.5	1.8	2.3	2.5	1.7
apr-26	131.1	128.0	125.0	130.3	1.8	2.1	2.3	1.7
mag-26	131.2	128.2	125.2	130.4	1.9	2.1	2.4	1.8
giu-26	131.5	128.4	125.1	130.7	1.9	2.0	2.0	1.8
lug-26	131.6	128.3	124.9	130.8	1.9	2.0	2.0	1.8
ago-26	131.8	128.6	125.3	131.0	1.9	1.9	2.0	1.8
set-26	131.9	128.7	125.4	131.2	1.9	2.0	2.0	1.9
ott-26	132.2	129.0	125.7	131.4	1.9	1.9	1.9	1.8
nov-26	131.7	128.4	125.1	130.8	1.8	1.9	1.9	1.7
dic-26	132.1	128.8	125.6	131.2	1.8	1.9	1.9	1.7
Media	131.1	127.9	124.7	130.4	1.8	2.0	2.1	1.7

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

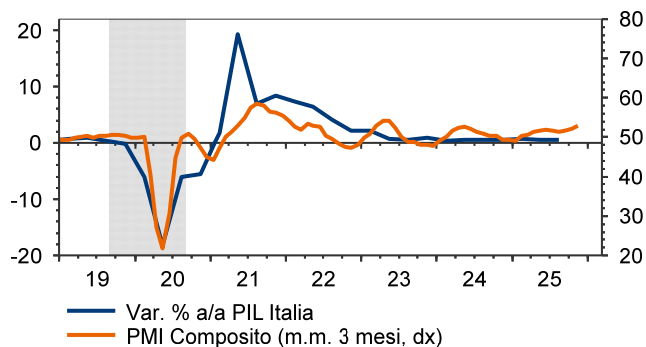
Previsioni

	2024	2025	2026								
	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.4	1.1	1.3	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0	1.1	1.2
- t/t				0.4	0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	1.3	1.2	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	-2.1	2.6	2.5	0.7	2.6	-1.7	0.9	0.6	0.8	0.8	0.9
Consumi pubblici	2.2	1.7	1.4	0.6	0.0	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	0.5	1.9	-1.0	0.1	2.3	-0.4	0.7	-0.5	-0.9	-0.3	0.4
Importazioni	-0.1	3.6	2.7	0.1	2.2	-0.1	1.3	0.5	0.6	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.5	1.4	-0.1	-0.2	0.5	0.1	0.4	0.6	0.4	0.0
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	1.8	2.2	2.3	2.0	2.1	2.1	1.7	1.9	1.9
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.5	1.0	-1.6	1.5	1.3	1.5	1.8	0.0	0.8	1.4
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
Euribor 3 mesi	3.6	2.2	2.0	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

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

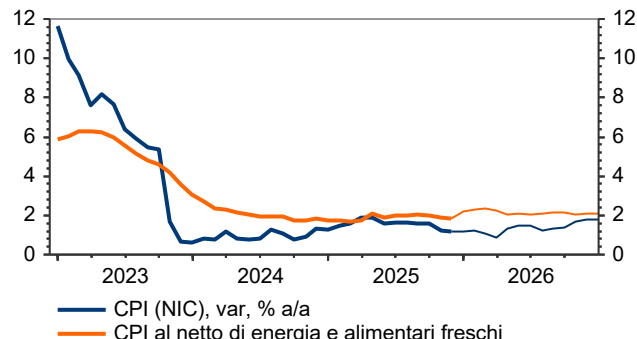
Italia

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	121.5	121.4	1.3	1.2	1.3	1.1
nov-25	124.7	122.5	121.3	121.2	1.1	1.2	1.1	0.9
dic-25	124.9	122.6	121.5	121.4	1.2	1.2	1.0	1.0
Media	124.3	122.6	121.4	121.4	1.7	1.5	1.5	1.4

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	123.4	122.3	122.1	1.3	1.2	1.1	1.0
feb-26	123.9	123.4	122.4	122.2	1.1	1.1	1.0	0.9
mar-26	125.8	123.6	122.4	122.3	1.1	0.9	0.8	0.7
apr-26	126.7	124.2	122.9	122.7	1.5	1.3	1.2	1.2
mag-26	127.0	124.3	122.9	122.8	1.8	1.5	1.4	1.3
giu-26	127.2	124.5	123.1	122.9	1.7	1.5	1.4	1.3
lug-26	126.0	124.7	123.2	123.1	1.7	1.2	1.1	1.1
ago-26	125.6	124.9	123.4	123.2	1.6	1.3	1.2	1.2
set-26	127.1	124.8	123.3	123.2	1.5	1.4	1.3	1.2
ott-26	127.5	124.8	123.5	123.3	2.0	1.7	1.6	1.5
nov-26	127.4	124.7	123.4	123.2	2.2	1.8	1.7	1.6
dic-26	127.7	124.8	123.6	123.4	2.2	1.8	1.8	1.7
Media	126.3	124.4	123.0	122.9	1.6	1.4	1.3	1.2

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8	0.5	0.6	0.4	0.3	0.7	0.9
- t/t				0.2	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
Consumi privati	0.6	0.8	0.8	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	-0.0	3.2	1.4	1.9	1.0	1.5	0.6	0.2	0.1	0.2	0.3
Consumi pubblici	1.0	0.3	0.5	0.4	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	-0.6	1.0	0.2	-0.3	2.2	-1.7	2.6	-1.5	0.1	0.2	0.3
Importazioni	-1.1	3.6	3.4	0.2	1.1	0.4	1.2	2.0	0.5	0.5	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	0.8	-0.4	-0.3	0.1	-0.6	0.9	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	136.2	137.8								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	1.7	1.6	1.3	1.8	1.8	1.7	1.2	1.2	1.7	1.6
Produzione industriale (a/a)	-3.9	-0.6	0.2	-4.3	-1.8	-0.6	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.1	6.1	6.2	6.2	6.3	6.1	5.9	6.1	6.0	6.1
Tasso a 10 anni (%)	3.7	3.6	3.6	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4	3.5	3.6

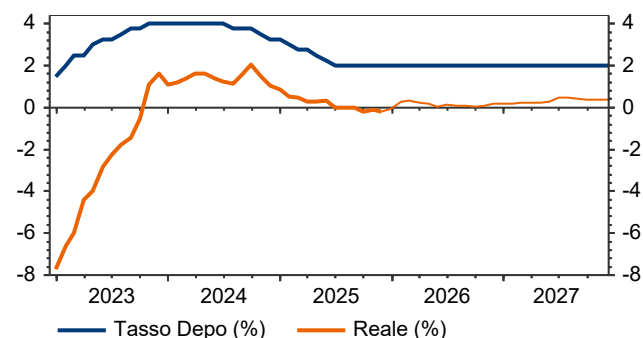
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	11/12	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	2.36	1.93	1.93	1.94	1.91	1.92	1.92	1.93
Euribor 3m	2.34	1.94	2.03	2.10	2.03	2.00	2.00	2.01

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

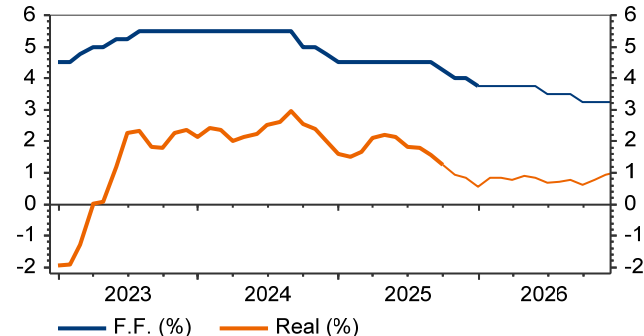


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	11/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds*	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25
OIS 3m	4.30	4.28	3.90	3.63	3.70	3.72	3.59	3.36

Nota: * limite superiore dell'intervallo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

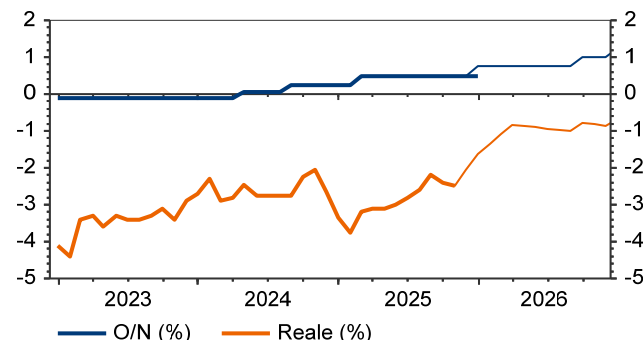


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	mar	giu	set	11/12	dic	mar	giu	set
O/N target	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00
OIS 3m	0.53	0.48	0.60	0.69	0.77	0.77	0.77	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

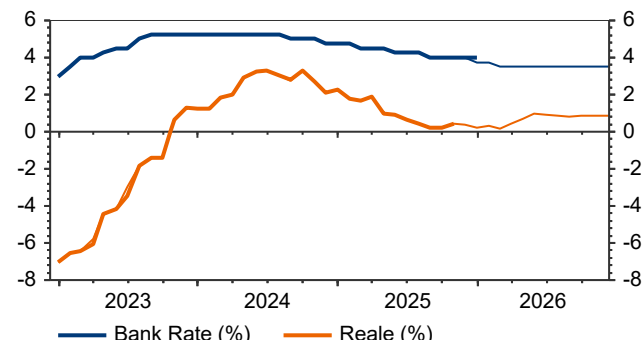


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	11/12	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	3.76	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	12/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.05	1.14	1.17	1.15	1.1688	1.16	1.17	1.18	1.19	1.18
USD/JPY	147	150	143	147	154	155.99	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.26	1.28	1.36	1.35	1.30	1.3356	1.30	1.29	1.28	1.29	1.30
EUR/CHF	0.95	0.93	0.94	0.94	0.93	0.9343	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	159	159	164	173	177	182.33	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.86	0.83	0.84	0.87	0.88	0.8748	0.89	0.91	0.92	0.92	0.91

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com