

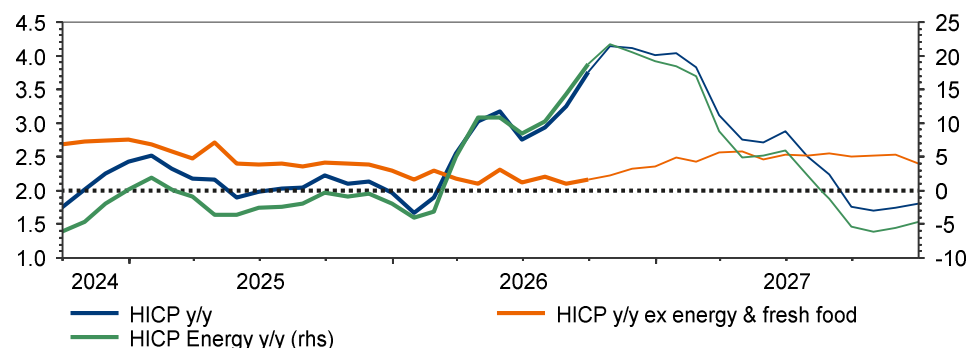
Weekly Economic Monitor

Il punto

I dati sull'inflazione di settembre nell'Eurozona confermano che lo shock energetico sta riflettendo sensibilmente sui prezzi al dettaglio dell'energia, ma anche che gli effetti sul resto del paniere restano contenuti. Negli Stati Uniti, l'employment report di settembre ha deluso le attese, e la revisione dei dati sul deflatore dei consumi restituisce un quadro inflattivo un po' meno preoccupante. Nel complesso, i dati diffusi questa settimana su entrambe le sponde dell'Atlantico ci sembrano coerenti con una possibile pausa da parte sia della Banca Centrale Europea che della Federal Reserve nelle rispettive riunioni di questo mese. Manteniamo però l'idea che il persistere dello shock energetico possa giustificare un nuovo rialzo dei tassi da parte di entrambe le banche centrali a dicembre.

Area euro. A settembre, l'inflazione è aumentata da 3,2% a 3,8% a/a, ai massimi dal mese di settembre del 2023; il dato è superiore rispetto alle attese di consenso prima della pubblicazione dei dati nazionali (3,6%). **Decisamente più contenuta (di appena un decimo, in linea con le attese) la salita degli indici core** (l'IPCA al netto di energia, alimentari, alcool e tabacco a 2,5%, la misura che esclude energia e alimentari freschi a 2,2%). **L'energia resta il principale driver della salita** (+18,8% a/a, un nuovo massimo dal gennaio del 2023); riteniamo che tale componente sia molto vicina ai picchi (che ci aspettiamo sopra il 20% a/a in ottobre-novembre), ma sia destinata a rimanere in doppia cifra sino a febbraio del prossimo anno. **L'inflazione alimentare, dopo essere calata quasi ininterrottamente nel corso dell'anno, è risalita** da 1,1% a 1,4% a/a; i rincari degli alimentari, essendo dovuti alla componente non lavorata, sembrano riconducibili più agli effetti dell'ondata di calore estiva che non ai rialzi dei costi dell'energia; tuttavia, questi ultimi avranno impatto, soprattutto sugli alimentari lavorati, nei prossimi mesi, spingendo nelle nostre stime l'inflazione alimentare sopra il 2% per tutta la seconda metà del 2027. **L'inflazione sui beni industriali non energetici è poco variata a 1,1% a/a**; questa categoria di beni negli ultimi mesi ha mostrato dei moderati rincari, che paiono dovuti più all'aumento dei prezzi dei beni tecnologici per via del boom dell'Intelligenza Artificiale, che non agli effetti indiretti dei rincari dell'energia; tuttavia, come nel caso degli alimentari, questi effetti si vedranno nei prossimi mesi (ma i NEIG rimarranno nelle nostre stime sotto il 2% per tutto l'orizzonte di previsione, in quanto soggetti alle pressioni al ribasso derivanti dalla globalizzazione e dalla crescente penetrazione di beni importati soprattutto dall'Asia). **Infine, i servizi sono tornati ad accelerare moderatamente, da 3% a 3,2% a/a**, in linea con la media dei primi 8 mesi dell'anno; alcuni dati nazionali suggeriscono

Nell'Eurozona, l'inflazione sia generale che energetica potrebbero essere vicine ai picchi. L'inflazione sottostante resta contenuta, ma la recente fiammata dei prezzi del gas naturale sposta in avanti il picco atteso per l'indice core



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

2 ottobre 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Riccardo Bellesia
Economista

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Andrea Volpi
Economista - Area euro

che gli aumenti riguardino soprattutto i servizi di trasporto passeggeri, che potrebbero rincarare ancora nei prossimi mesi per effetto del rialzo dei prezzi dei carburanti; ci aspettiamo un'inflazione nei servizi poco variata nei prossimi mesi, perché da un lato si ridurranno le pressioni sul costo del lavoro, dall'altro i servizi più sensibili all'energia elettrica e ai trasporti non sembrano ancora aver incorporato appieno i rincari energetici. In sintesi, **l'inflazione a settembre si colloca già su livelli più alti rispetto a quelli attesi per la media del 4° trimestre dalla BCE nelle sue previsioni economiche di settembre** (3,6%). Tuttavia, il dato conferma che non solo gli effetti di seconda battuta sono per ora pressoché inesistenti, ma anche che **gli impatti "indiretti" dello shock energetico sul resto del paniere sono molto contenuti. Nelle nostre stime, l'inflazione toccherà un massimo poco sopra il 4% nei prossimi mesi**, (verosimilmente a novembre, ma la tempistica dipenderà anche dall'eventuale implementazione di nuove misure calmieranti sull'energia da parte dei governi), per tornare sotto il 2% solo (sotto ipotesi relativamente favorevoli sul rientro delle quotazioni di petrolio e gas naturale) da settembre del prossimo anno. **La recente fiammata dei prezzi del gas sposta inoltre in avanti il picco atteso per il core**, che ora vediamo al 2,7% nella prossima primavera (con rischi di maggiore persistenza).

Questo quadro resta a nostro avviso coerente con una possibile pausa nel ciclo di rialzi dei tassi ufficiali della BCE a ottobre, proprio per la sostanziale inesistenza di effetti indiretti dello shock. Un rialzo il prossimo 29 ottobre potrebbe essere deciso solo qualora i prezzi dell'energia aumentassero ulteriormente nelle prossime settimane. In ogni caso, **gli sviluppi recenti sono coerenti con un terzo incremento dei tassi quest'anno**, che però ci aspettiamo a dicembre, in concomitanza con le revisioni delle stime dello staff.

La prossima settimana, i dati sulla **produzione industriale di agosto** nelle principali economie dell'Eurozona saranno rilevanti per capire se la debolezza dei dati reali di luglio sia stata temporanea o sintomatica di un deterioramento del ciclo che non è stato colto dalle indagini di fiducia, e che continuano invece a offrire indicazioni robuste. Il rischio, però, è che anche il dato di agosto, un mese tipicamente volatile, abbia continuato a risentire di fattori una tantum, come l'ondata di caldo. In **Germania**, il calo di luglio era in gran parte imputabile alla chiusura temporanea di uno stabilimento automobilistico e alla siccità che aveva interessato il Reno. I dati VDA sulla produzione di auto non mostrano però segnali di recupero, anche a causa di un aumento delle chiusure per la pausa estiva rispetto alla norma stagionale. Anche i livelli idrometrici a Kaub non hanno mostrato segnali di miglioramento, sebbene le rilevazioni sul traffico dei mezzi pesanti suggeriscano che almeno parte del trasporto fluviale sia stata dirottata su strada. Le indagini di fiducia restano comunque compatibili con una ripresa degli ordini e dell'attività manifatturiera sottostante. Prevediamo quindi un rimbalzo dell'output di 0,9% m/m (dopo il -1,1% di luglio). In **Francia**, la contrazione di luglio era in parte imputabile agli incendi in Gironda, che avevano portato alla chiusura precauzionale di alcuni stabilimenti: ci aspettiamo pertanto un rimbalzo dell'1% m/m dopo due mesi consecutivi di contrazione. In **Italia**, infine, la produzione industriale era tornata a crescere a luglio dopo due mesi di calo, ma ci aspettiamo che rimanga stagnante ad agosto. Infine, verranno pubblicati i **verbali della riunione del Consiglio Direttivo della BCE** dello scorso 10 settembre.

Francia: un budget ambizioso, ma verrà approvato? Il governo francese ha presentato un progetto di bilancio per il 2027 che punta a **ridurre il deficit al 5% del PIL attraverso una correzione di 43 miliardi di euro rispetto allo scenario a politiche invariate**. Si tratta di un obiettivo ambizioso, soprattutto considerando l'aumento della spesa per interessi, attesa salire di tre decimi in un anno al 2,9% del PIL, e il peso rilevante di misure politicamente sensibili sulla spesa pubblica che potrebbero complicarne l'approvazione. **I principali rischi sono di natura politica**. In assenza di una maggioranza stabile, l'approvazione richiederà il sostegno o almeno l'astensione di una parte delle opposizioni, probabilmente in cambio di concessioni e compromessi. **Il governo ha finora mostrato disponibilità al confronto, suggerendo che l'entrata in vigore del bilancio rappresenti la priorità, probabilmente anche a costo di ridimensionare il consolidamento**

programmato. Il ricorso all'articolo 49.3 o all'approvazione per decreto (*ordonnances*) consentirebbe di superare lo stallo parlamentare, ma comporterebbe rispettivamente il rischio di una mozione di censura e significative incertezze procedurali. Nel corso della V Repubblica non si è infatti mai fatto ricorso alle *ordonnances* per far entrare in vigore un bilancio e per farlo sarebbe necessario attendere almeno metà dicembre, al prezzo di una prolungata incertezza politica. I centristi e la destra moderata non sembrano mostrare un'opposizione pregiudiziale al progetto, ma i loro voti non sarebbero sufficienti a garantirne l'approvazione. Il governo dovrà quindi cercare una sponda tra i socialisti e gli ecologisti oppure nel Rassemblement National. Rispetto allo scorso anno, quando l'accordo con i socialisti era stato facilitato dalla sospensione della riforma delle pensioni, i margini per una concessione altrettanto significativa appaiono più limitati. Socialisti ed ecologisti hanno infatti escluso, per il momento, l'esistenza di una base sufficiente per un compromesso, mentre LFI ha confermato l'intenzione di sostenere una mozione di censura in caso di ricorso all'articolo 49.3. Le dichiarazioni di Marine Le Pen, secondo cui un "bilancio imperfetto" sarebbe comunque preferibile al ricorso a una legge speciale, sembrano lasciare aperta la possibilità di un'astensione del Rassemblement National. Le votazioni parlamentari tra ottobre (il 20/10 la parte sulle entrate e il 26 il bilancio della Sécurité Sociale) e novembre (il 17/11 sull'intero testo) saranno quindi decisive per valutare la possibilità di un compromesso e l'entità delle concessioni necessarie. In sintesi, **rimane probabile che entro i primi mesi del 2027 venga approvato o entri comunque in vigore un bilancio effettivo, ma appare elevato il rischio che la correzione finale risulti meno ampia rispetto a quanto precedentemente programmato.**

Italia: in arrivo il Documento Programmatico di Finanza Pubblica (DPFP). Oggi alle ore 18 è in calendario il Consiglio dei Ministri che dovrebbe approvare il DPFP, oltre alla relazione sullo scostamento di bilancio. Il nuovo quadro macroeconomico dovrebbe vedere una **revisione al rialzo delle assunzioni sulla crescita del PIL** almeno per l'anno in corso (da 0,6% all'1%) ma anche, in direzione opposta, **stime più alte sulla spesa per interessi** (dell'ordine di due decimi di PIL per l'anno prossimo). I due fattori hanno effetti opposti sui conti pubblici, ma il primo potrebbe prevalere, determinando **una conferma o un lieve miglioramento dei tendenziali di deficit** previsti ad aprile (2,9% per quest'anno e 2,8% per l'anno prossimo). Per il 2027, il Governo potrebbe optare per utilizzare al massimo gli spazi fiscali compatibili con un deficit appena sotto il 3% (ciò potrebbe consentire un'uscita dalla procedura per deficit eccessivo dalla prossima primavera, qualora il consuntivo 2026 fosse confermato al 2,9%). Secondo indiscrezioni di stampa, l'esecutivo punterebbe ad utilizzare in egual misura le **clausole di flessibilità previste dalle norme fiscali UE** nel biennio 2027-28 (7 miliardi all'anno per ciascuno dei due capitoli). In ogni caso, **la disciplina verrà dai mercati finanziari più che dalle regole UE**: la recente salita dei rendimenti sui titoli governativi riduce significativamente gli spazi fiscali utilizzabili nei prossimi anni; d'altro canto, a differenza che in Francia, **la dinamica "inerziale" dei conti nei prossimi anni non appare sfavorevole** (compatibile con un deficit in lieve calo o comunque in stabilizzazione sotto il 3%). Infine, le nuove stime sul rapporto debito/PIL dovrebbero essere più basse rispetto a quelle contenute nel Documento di Finanza Pubblica di sei mesi fa, per effetto della revisione al rialzo del PIL nominale comunicata lo scorso 22 settembre da Istat. **Il debito dovrebbe essere confermato in calo moderato a partire dal 2027**, ma la velocità di rientro negli anni successivi sarà lenta.

Stati Uniti. Delude le attese l'employment report di settembre: non solo nel mese si sono registrati appena 29 mila nuovi occupati, ma i dati dei due mesi precedenti sono stati rivisti al ribasso di 60 mila unità. Inoltre, il tasso di disoccupazione è risalito di un decimo a sorpresa al 4,2% (anche se la variazione è di appena +0,034%); i risultati dell'indagine sulle famiglie mostrano che per il secondo mese l'occupazione cresce significativamente ma non tiene il passo dell'aumento delle forze di lavoro, anche per via della risalita di due decimi, per il secondo mese di fila, del tasso di partecipazione (tornato al 61,8% di maggio dopo il calo di giugno e luglio). Anche i salari orari hanno sorpreso al ribasso, rallentando a sorpresa da 0,3% a 0,1% m/m e da 3,1% a 3% a/a.

Nel complesso, l'employment report di settembre, accanto alla revisione al ribasso dei dati sul deflatore (vedi infra), potrebbe giustificare una pausa da parte della Fed a ottobre, prima di un secondo rialzo dei tassi a dicembre.

La stima finale del PIL del secondo trimestre ha rivisto al rialzo la crescita al 2,2% t/t annualizzato, dall'1,5% stimato in precedenza, grazie a consumi e investimenti più forti (le vendite finali ad acquirenti domestici privati, la misura di domanda preferita dalla Fed, sono stimate ora in crescita del 4,6% t/t ann., dal 4,2% precedente). **Anche i dati di agosto sulla spesa personale sono stati robusti** (0,6% m/m in termini reali); la crescita del reddito nel mese è stata inferiore alle attese (0,2% m/m), ma le revisioni al rialzo dei redditi dei mesi precedenti ha restituito un **tasso di risparmio più elevato rispetto a quanto stimato in precedenza**, al 4,1%, segnalando che le famiglie possono disporre di maggiori margini per assorbire i rincari energetici. **L'ISM manifatturiero di settembre è rimasto pressoché stabile** a 54,5, da 54,6, deludendo le attese di un aumento ma confermando la resilienza del settore; il miglioramento di nuovi ordini e occupazione si è accompagnato a un rallentamento della produzione; sono tornati a crescere i prezzi pagati, a 77,9 da 71,1 di agosto. In sintesi, **il persistere dei rincari energetici, l'attenuarsi del sostegno fiscale e il maggiore freno proveniente dal commercio estero ci inducono a rivedere la crescita** del PIL all'1,8% t/t ann. (da 2,6% precedente) nel terzo trimestre e all'1,9% nel quarto trimestre (da 2,4%).

La revisione al ribasso dei numeri sul deflatore PCE restituisce un quadro di inflazione meno preoccupante: ad agosto, l'indice headline è aumentato dello 0,3% m/m, con la dinamica annua al 3,4% (sotto il 3,7% atteso); il core è cresciuto dello 0,25% m/m, poco meno delle attese, per una variazione annua al 3% (contro il 3,3% atteso), stabile rispetto a luglio. La revisione è dovuta a modifiche metodologiche, soprattutto nei servizi di gestione del portafoglio e nel software. **Il nuovo profilo riduce l'urgenza di nuovi rialzi della Fed e rafforza l'ipotesi di una pausa a ottobre, ma resta compatibile con una nuova stretta a dicembre.**

L'ipotesi di una possibile pausa a ottobre pare compatibile con il tono medio degli interventi dei membri del FOMC nel corso della settimana: Williams e Jefferson hanno sottolineato che, dopo il rialzo di settembre, la Fed può attendere nuovi dati prima di intervenire ancora, mentre Logan e Kashkari hanno mantenuto un orientamento più restrittivo, sostenendo la necessità di proseguire gli aumenti.

La settimana prossima, negli Stati Uniti l'attenzione si concentrerà sull'ISM servizi di settembre, atteso poco variato rispetto al 55,4 di agosto ovvero ancora ampiamente in territorio espansivo, con i prezzi pagati attesi in aumento dai livelli già elevati del mese precedente (72,6). I **verbali della riunione del FOMC di settembre** potranno chiarire non tanto quanto sia condivisa l'idea della necessità di ulteriori rialzi, che pare ormai diffusa, quanto soprattutto le opinioni in merito alla velocità della stretta. Il dato preliminare di ottobre dell'indice di **fiducia dei consumatori diffuso dall'Università del Michigan** potrebbe mostrare un modesto recupero, favorito dal parziale rientro dei prezzi della benzina.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (5 – 9 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 5/10	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		set	35.5	
	09:45	ITA	PMI servizi	*	set	55.2	
	09:50	FRA	PMI servizi finale		set	prel 51.4	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	set	prel 52.9	
	10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T2	7.8	%
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	set	prel 53.0	53.0
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	set	prel 53.1	53.1
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	set	51.7	
	11:00	EUR	PPI a/a		ago	5.8	%
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		set	58.7	
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		set	58.4	
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	set	55.4	55.7
Mar 6/10	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ago	2.5	%
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	-0.4	%
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ago	2.3	%
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ago	-0.6	%
	14:30	USA	Bilancia commerciale		ago	-88.6	Mld \$
Mer 7/10	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ago	-1.1	%
	10:00	CN	Riserve in valuta estera		set	3.438	1000Mld \$
Gio 8/10	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ago	21.3	Mld €
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	197	x1000
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.701	Mln
Ven 9/10	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ago	-3.6	%
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ago	0.7	%
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		ott	48.1	

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 (5 – 9 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 5/10	09:00	EUR	Discorso di Kocher (BCE)
	09:45	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	10:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
	11:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
	11:00	EUR	Discorso di Escrivá (BCE)
	13:15	EUR	Discorso di Kocher (BCE)
Mar 6/10	10:30	GB	Discorso di Mann (BoE)
	13:45	EUR	Discorso di Zlgman (BCE)
	15:00	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
	15:05	USA	Discorso di Williams (Fed)
Mer 7/10	01:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio 8/10	11:15	GB	Discorso di Greene (BoE)
	12:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
	12:30	GB	Discorso di Pill (BoE)
	13:30	EUR	* Pubblicazione dei verbali della riunione della BCE
	14:15	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
	15:00	GB	Discorso di Lombardelli (BoE)
	19:40	USA	Discorso di Musalem (Fed)
	-	EUR	* Riunione Eurogruppo
Ven 9/10	09:30	EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
	-	UE	* Riunione Ecofin
	-	BEL	* Moody's si pronuncia sul debito sovrano del Belgio

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	lug	0.0	%	0.3
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	lug	2.2 {2.1}	%	2.2
Fiducia consumatori (CB)	set	88.6 {89.4}	89.2	81.9
Nuovi occupati: stima ADP	set	36 {38} x1000	70	90
PIL t/t ann. finale	T2	1.5	%	1.5
Deflatore consumi core t/t finale	T2	3.6	%	3.6
PIL, deflatore t/t ann. finale	T2	6.4	%	6.4
Deflatore consumi (core) a/a	ago	3.0 {3.3}	%	3.3
Spesa per consumi (nominale) m/m	ago	0.1 {0.2}	%	0.8
Redditi delle famiglie m/m	ago	0.3 {0.4}	%	0.4
Deflatore consumi a/a	ago	3.4 {3.7}	%	3.7
Deflatore consumi (core) m/m	ago	0.1 {0.2}	%	0.3
Bilancia commerciale dei beni prelim	ago	-118.94	Mld \$	-115.00
PMI (Chicago)	set	47.1		51.2
Richieste di sussidio	settim	198 {197} x1000	200	197
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.712 {1.719} Mln	1.725	1.701
Markit PMI Manif. finale	set	57.0		55.9
Indice ISM manifatturiero	set	54.6		55.0
Spesa in costruzioni	ago	-0.1 {0.5}	%	0.9
Salari orari m/m	set	0.3	%	0.3
Tasso di disoccupazione	set	4.1	%	4.1
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	133 {162} x1000	90	29
Ordinativi industriali m/m	ago	0.9	%	0.1
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	0.0	%	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.3	%	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori finale	set	-16.5	-16.5	-16.5
EUR	Fiducia servizi	set	5.6 {5.8}	6.5	6.1
EUR	Fiducia industria	set	-5.0 {5.3}	-4.7	-3.8
EUR	Indice di fiducia economica	set	98.4	99	97.9
EUR	PMI manifatturiero finale	set	52.7	52.7	52.9
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	6.4	%	6.4
EUR	CPI a/a stima flash	set	3.2	%	3.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	2.1	%	
FRA	Spese per consumi m/m	ago	0.4 {0.5}	%	-0.5
FRA	IPCA a/a prelim	set	2.6	%	3.1
FRA	PMI manifatturiero finale	set	50.3	50.3	50.6
GER	Prezzi import a/a	ago	6.8	%	8.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	ago	-3.2 {3.4}	%	1.5
GER	Vendite al dettaglio a/a	ago	-2.2 {2.5}	%	0.1
GER	Variazione n° disoccupati	set	5 {4} x1000	1	12
GER	Tasso di disoccupazione	set	6.4	%	6.4
GER	IPCA m/m prelim	set	0.2	%	0.5
GER	CPI (Lander) a/a prelim	set	2.9	%	3.1
GER	IPCA a/a prelim	set	2.9	%	3.2
GER	CPI (Lander) m/m prelim	set	0.2	%	0.5
GER	PMI manifatturiero finale	set	53.8	53.8	53.9
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	ago	2.6	Mld €	2.00
ITA	Fatturato industriale a/a	lug	3.2 {3.1}	%	4.8
ITA	Fatturato industriale m/m	lug	-0.9 {1.0}	%	1.7
ITA	Fiducia delle imprese manif.	set	90.2 {89.9}	90.5	91.9
ITA	Fiducia consumatori	set	94.5	94.0	91.2
ITA	IPCA m/m prelim	set	0.1	%	1.8
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	set	3.3	%	3.8
ITA	IPCA a/a prelim	set	3.2	%	3.8
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	set	0.5	%	0.3
ITA	PMI manifatturiero	set	49.6	50.0	50.4
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	6.0 {5.8}	%	5.7
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	1.0 {0.8}	%	0.5
SPA	IPCA a/a prelim	set	4.6	%	4.9

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

Focus Area Euro: i primi passi verso l'euro digitale. L'evoluzione dei pagamenti digitali, la crescita delle stablecoin e la diffusione delle tecnologie DLT stanno ponendo nuove sfide alla sovranità monetaria e alle infrastrutture finanziarie europee. Attraverso i progetti Pontes e Appia e lo sviluppo dell'euro digitale retail, l'Eurosistema mira a garantire che la moneta della banca centrale continui a svolgere il proprio ruolo anche nell'economia digitale, sostenendo al contempo l'integrazione e l'efficienza dei mercati finanziari europei.

Eurozona ESI: economia resiliente, limitati rischi sui prezzi. L'indice di fiducia economica ESI della Commissione europea è calato a sorpresa a 97,9 da 98,4, ma resta su livelli coerenti con una moderata crescita del PIL anche nel 2° semestre. La correzione è dovuta soprattutto al peggioramento del morale dei consumatori, più sensibili ai rincari dei carburanti, a fronte di nuovi progressi della fiducia nell'industria e nei servizi. Anche le aspettative sui prezzi di vendita, in aumento soltanto nell'industria e nelle costruzioni, non offrono segnali particolarmente preoccupanti di surriscaldamento delle pressioni inflattive sottostanti. Nel complesso, l'indagine conferma il messaggio già emerso dai PMI della scorsa settimana: l'economia dell'area euro rimane resiliente e il trasferimento dello shock energetico all'inflazione core appare ancora limitato. Indagini e dati disponibili non rendono ancora necessario un intervento restrittivo della BCE già alla riunione di ottobre.

Italia: in calo la fiducia di famiglie e imprese, tranne che nel manifatturiero. Le indagini di fiducia Istat di settembre sono decisamente meno positive rispetto ai mesi scorsi. I nuovi rincari dei prezzi dell'energia stanno tornando a pesare sia sulla fiducia dei consumatori, sia su quella delle imprese del commercio e dei servizi. Il settore delle costruzioni soffre anche della correzione in corso nel residenziale sulla scia ancora della minore generosità dei bonus edilizi nonché del recente rialzo dei tassi di interesse. Viceversa, sorprende, come altrove in Europa, la tenuta del settore manifatturiero. Nel complesso, le indagini ci sembrano coerenti con la nostra attesa di un rallentamento del PIL nella seconda metà dell'anno (in area 0,1% t/t) dopo un primo semestre decisamente migliore delle attese (0,24% t/t in media nei primi due trimestri). Tuttavia, le indagini segnalano anche una tenuta del mercato del lavoro, che non sembra coerente con una variazione congiunturale negativa né per i consumi né per il PIL.

Sorprende al rialzo l'inflazione italiana. L'ampio aumento dell'inflazione italiana a settembre è di molto superiore alle attese di consenso ma in linea con la nostra previsione. Nei prossimi mesi, da un lato gli annunci da parte di alcuni distributori di un tetto ai prezzi dei carburanti alla pompa dovrebbe frenare i rincari dell'energia, dall'altro sembrano esserci ulteriori spazi di salita per i prezzi non energetici che risentono indirettamente dei rincari dell'energia (soprattutto gli alimentari e i servizi più legati ai costi dell'elettricità). A nostro avviso, il picco per l'inflazione potrebbe essere non lontano dai valori correnti, ma l'inflazione rimarrà elevata a lungo, anche perché i rincari del gas hanno effetti più diffusi e persistenti di quelli del petrolio. Stimiamo una media annua 2027 per IPCA e NIC a 2,5%, dopo il 3,1% atteso per quest'anno.

Italia: tasso di disoccupazione in salita ad agosto. Il tasso di disoccupazione è salito di due decimi, al 6,2%, ad agosto con una revisione al rialzo anche dei dati relativi ai mesi precedenti. L'occupazione è sostanzialmente ferma da ormai quattro mesi, mentre la partecipazione sta tornando a crescere. Nella seconda metà del 2026 l'occupazione dovrebbe risultare poco variata, mentre il calo degli inattivi, se confermato, potrebbe esercitare qualche pressione al rialzo sul tasso di disoccupazione, atteso comunque rimanere contenuto rispetto all'esperienza storica.

Inflazione europea su nuovi massimi da 3 anni, ma gli effetti indiretti dello shock energetico restano contenuti. A settembre, l'inflazione nell'Eurozona è aumentata da 3,2% a 3,8% a/a: il dato è superiore alle attese di consenso prima della pubblicazione dei dati nazionali, nonché alle stime della BCE per la media del 4° trimestre (3,6%). Solo marginale, però (in linea con le attese),

la salita degli indici core. Il dato resta a nostro avviso coerente con una possibile pausa nel ciclo di rialzi dei tassi ufficiali BCE a ottobre, per via della sostanziale inesistenza di effetti indiretti dello shock energetico (a meno di una ulteriore fiammata dei prezzi dell'energia nelle prossime settimane).

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	ago	3.7	(4.0)	%	3.3	2.7
Produzione industriale m/m prelim	ago	-0.2		%	1.7	-1.7
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T3	22			25	24
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T3	37			36	35
PMI manifatturiero finale	set	54.1				54.1
Job to applicant ratio	ago	1.18			1.18	1.18
Tasso di disoccupazione	ago	2.4		%	2.4	2.5

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

Fonte: LSEG Datastream

Cina

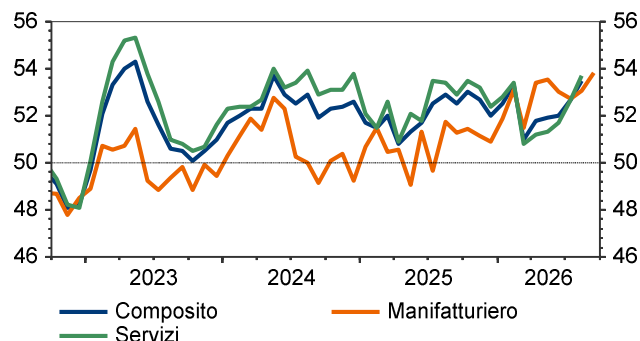
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	set	49.5			50.7
PMI manifatturiero - NBS	set	49.8		50.1	50.1
PMI non manifatturiero - NBS	set	49.0			50.2
PMI manifatturiero - Caixin	set	51.5		51.6	52.1
PMI servizi - Caixin	set	51.4			51.6

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

Fonte: LSEG Datastream

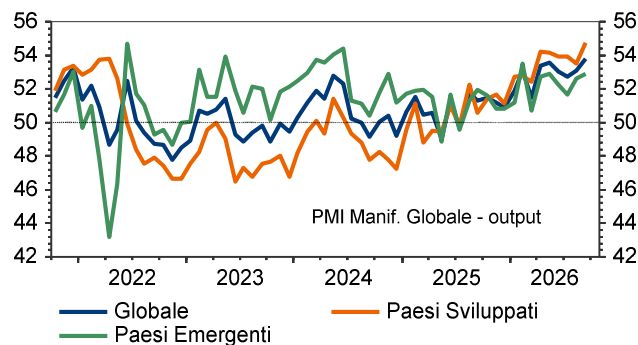
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



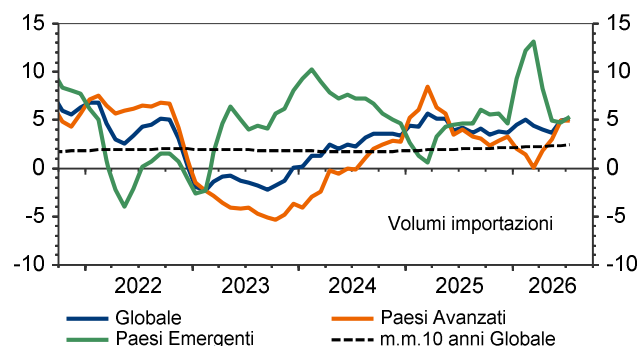
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



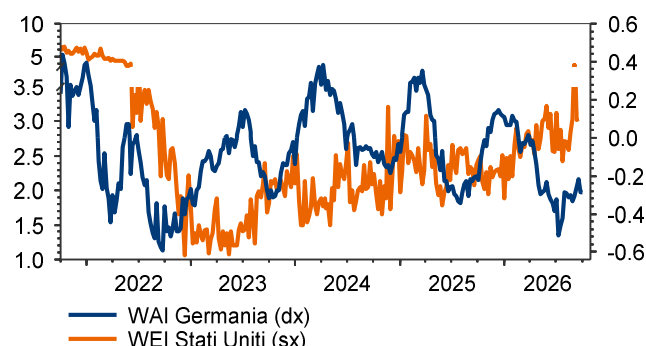
Fonte: S&P Global

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



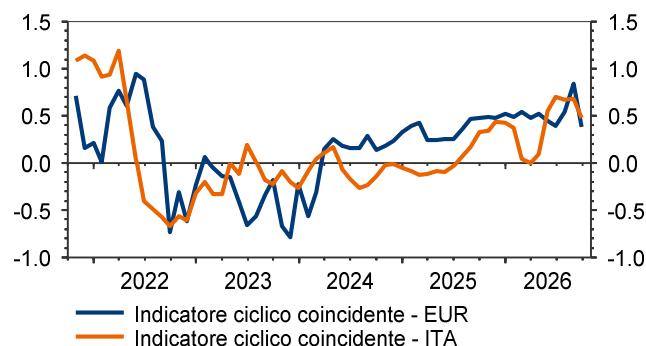
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



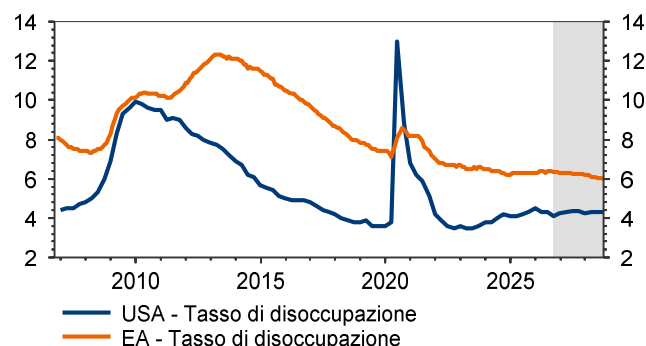
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

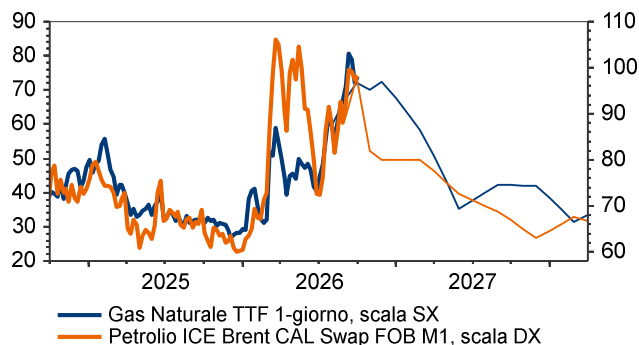
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati ILO

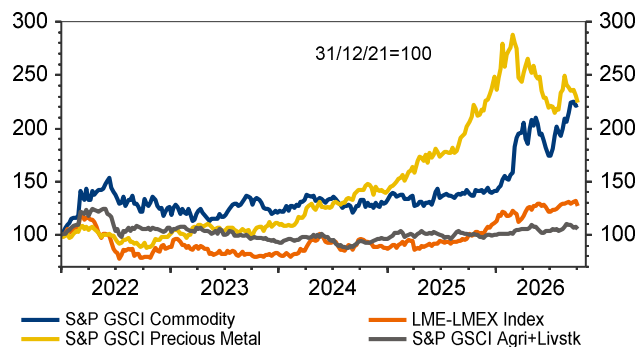
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



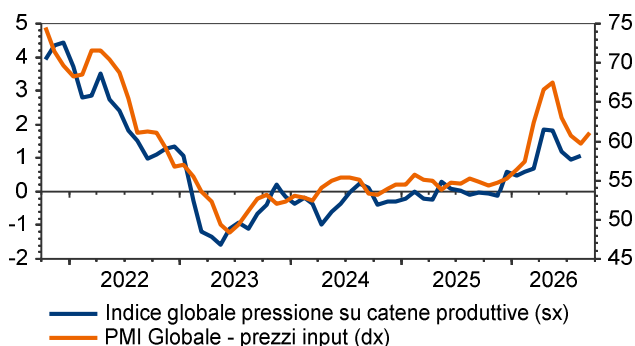
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



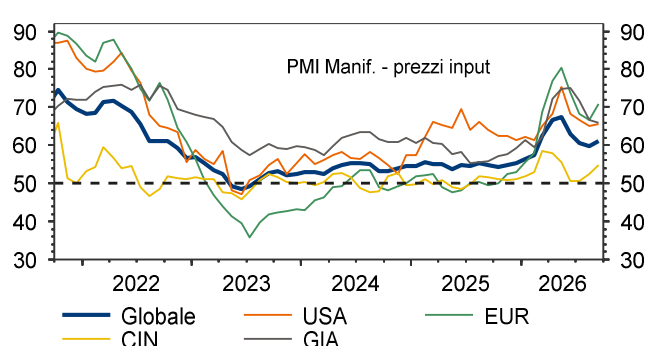
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



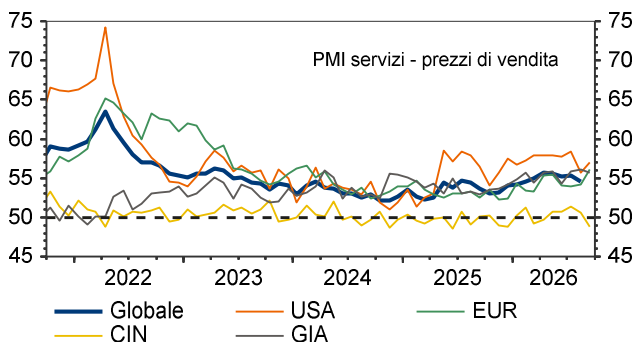
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



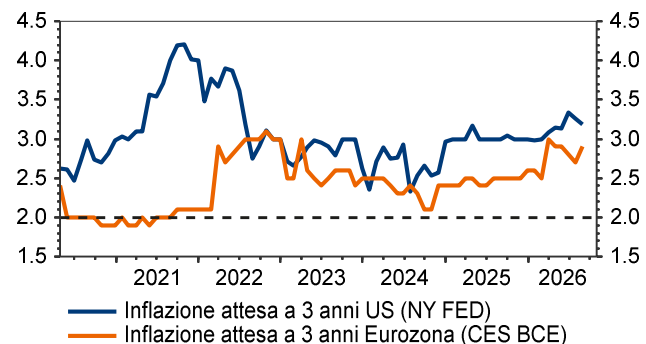
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

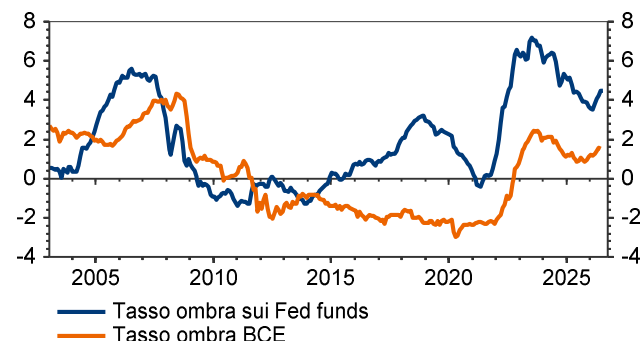
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

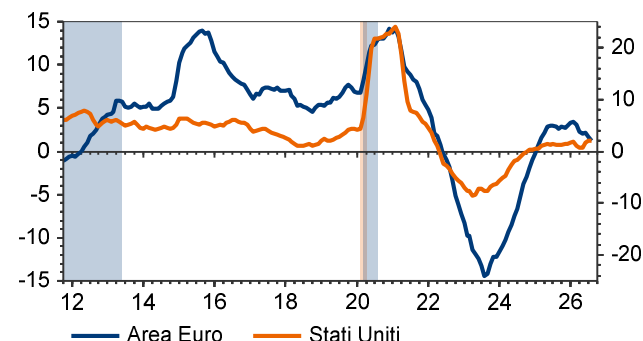
Condizioni Finanziarie

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



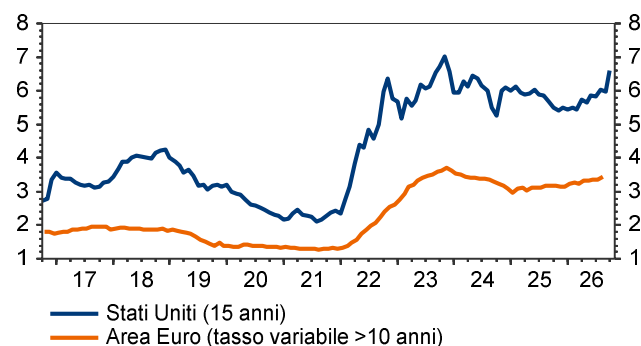
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



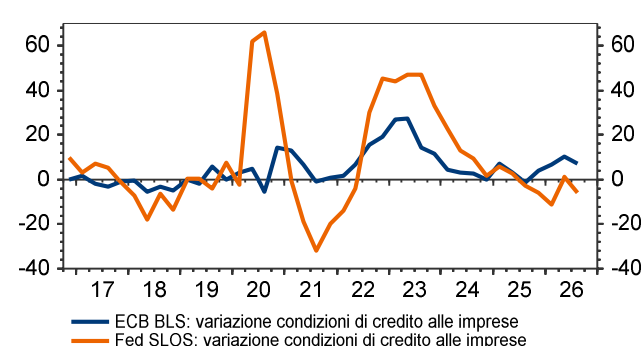
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



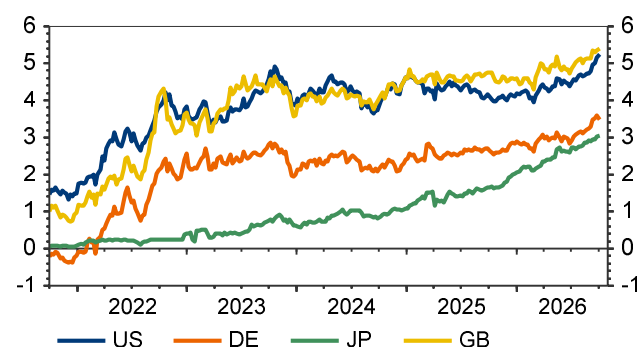
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



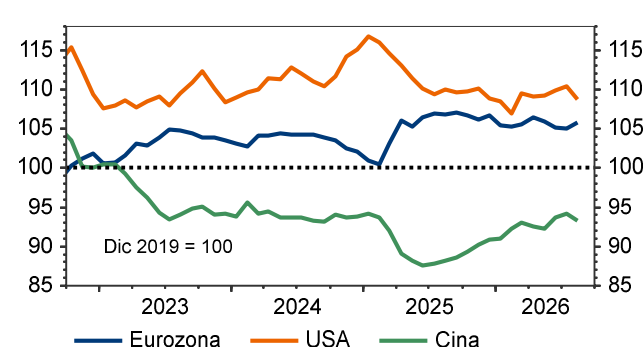
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

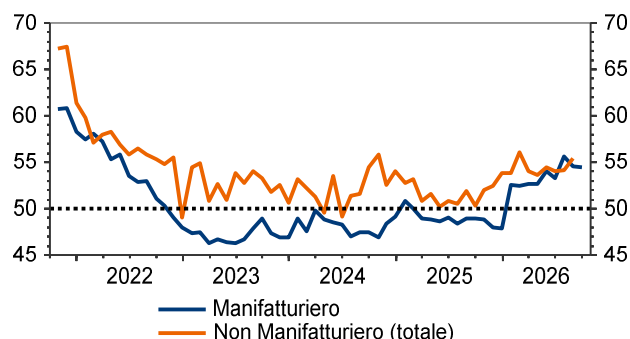
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

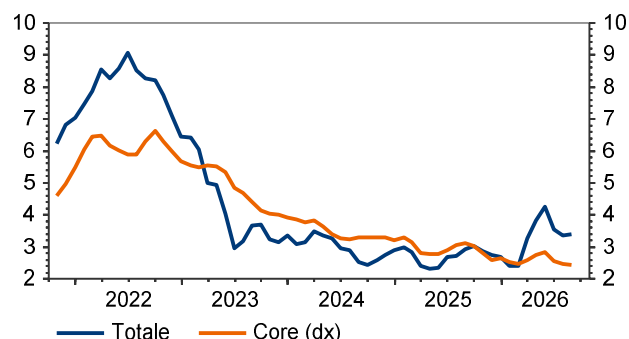
Stati Uniti

Indagini ISM



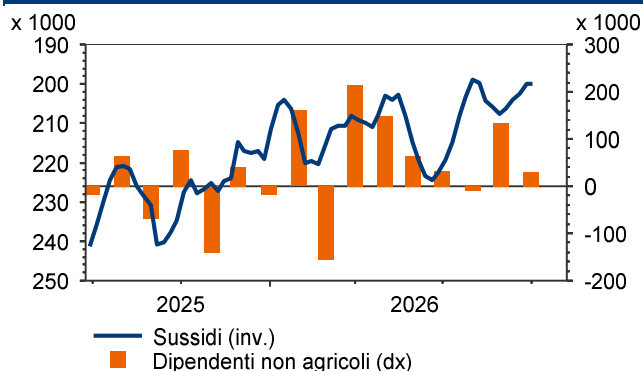
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



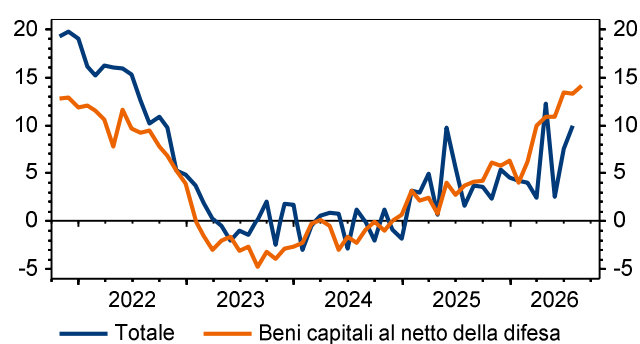
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

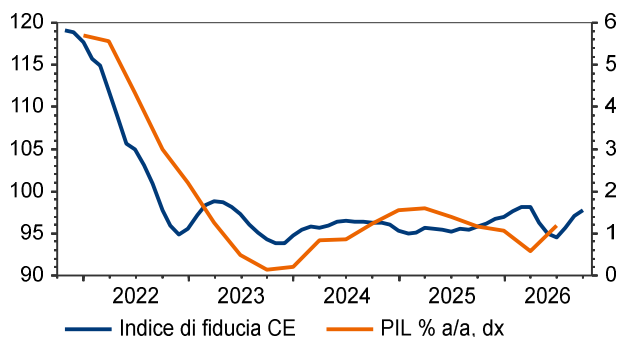
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2027	2027
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.3	2.1	2.1	2.6	2.0	2.6	2.2	1.7	2.1	2.1	2.0
- trim./trim. annualizzato				3.9	0.2	2.5	2.2	1.8	1.9	2.4	1.9
Consumi privati	2.6	2.2	2.0	3.7	1.9	0.7	3.8	2.0	1.8	2.2	1.8
IFL - privati non residenziali	5.4	6.2	3.6	3.8	2.1	9.9	9.0	4.0	3.7	2.6	2.9
IFL - privati residenziali	-2.7	-2.3	2.5	-6.3	-1.8	-7.6	2.8	2.7	3.0	2.0	2.0
Consumi e inv. pubblici	1.6	0.8	1.5	1.6	-5.7	4.7	-0.1	2.8	1.7	1.5	1.2
Esportazioni	2.1	5.0	4.1	9.5	-4.2	13.9	5.0	3.0	2.0	4.5	5.0
Importazioni	3.6	3.6	4.4	0.1	-1.5	11.5	12.6	5.8	3.7	2.8	4.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	0.0	0.2	-0.5	0.3	0.0	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.3	-3.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-7.5	-6.5								
Debito pubblico (% PIL)	137.0	137.7	137.9								
CPI (a/a)	2.7	3.3	2.3	2.9	2.7	2.7	3.9	3.4	3.1	2.8	2.0
Produzione industriale	1.1	1.4	1.9	0.5	-0.5	0.3	1.1	0.4	0.3	0.5	0.3
Disoccupazione (%)	4.3	4.2	4.3	4.3	4.5	4.3	4.3	4.1	4.2	4.3	4.4

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

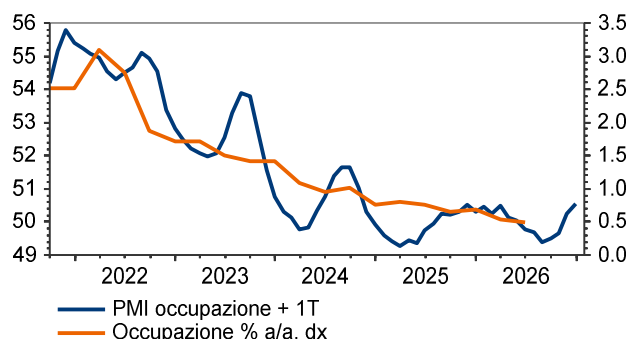
Area euro

PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: 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-26	100.1	100.0	99.8	100.0	1.7	2.2	2.2	1.6
feb-26	100.7	100.6	100.6	100.7	1.9	2.3	2.4	1.8
mar-26	102.0	101.3	101.4	102.0	2.6	2.2	2.3	2.5
apr-26	103.0	102.1	102.4	103.0	3.0	2.1	2.2	3.0
mag-26	103.1	102.4	102.7	103.1	3.2	2.3	2.6	3.1
giu-26	103.0	102.6	102.9	103.0	2.8	2.1	2.4	2.7
lug-26	103.2	102.6	102.8	103.2	2.9	2.2	2.5	2.9
ago-26	103.7	102.8	103.1	103.7	3.2	2.1	2.4	3.2
set-26	104.3	102.9	103.3	104.2	3.8	2.2	2.5	3.7
ott-26	104.9	103.2	103.5	104.9	4.1	2.2	2.4	4.1
nov-26	104.6	102.9	103.1	104.5	4.1	2.3	2.6	4.0
dic-26	104.7	103.2	103.4	104.5	4.0	2.4	2.5	3.9
Media	103.1	102.2	102.4	103.1	3.1	2.2	2.4	3.1

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-27	104.1	102.5	102.5	104.0	4.0	2.5	2.7	4.0
feb-27	104.6	103.1	103.2	104.4	3.8	2.4	2.6	3.8
mar-27	105.2	103.9	104.1	105.1	3.1	2.6	2.7	3.0
apr-27	105.9	104.8	105.1	105.8	2.8	2.6	2.7	2.7
mag-27	105.9	104.9	105.2	105.8	2.7	2.5	2.5	2.6
giu-27	106.0	105.2	105.5	105.9	2.9	2.5	2.5	2.8
lug-27	105.8	105.2	105.4	105.7	2.5	2.5	2.5	2.4
ago-27	106.0	105.4	105.6	105.9	2.2	2.5	2.5	2.2
set-27	106.1	105.5	105.8	106.0	1.8	2.5	2.4	1.7
ott-27	106.7	105.8	106.1	106.6	1.7	2.5	2.5	1.6
nov-27	106.4	105.5	105.6	106.2	1.7	2.5	2.4	1.7
dic-27	106.6	105.7	105.8	106.4	1.8	2.4	2.3	1.7
Media	105.8	104.8	105.0	105.6	2.6	2.5	2.5	2.5

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.

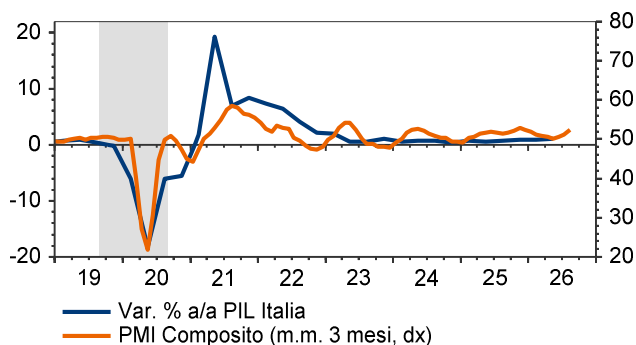
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	1.0	1.2	1.2	1.1	0.6	1.2	1.0	1.0	1.3	1.1	
- t/t				0.3	0.2	-0.0	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	
Consumi privati	1.5	1.0	0.9	0.2	0.5	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1	0.3	
Investimenti fissi	2.9	0.8	1.5	1.0	0.7	-0.2	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.5	
Consumi pubblici	1.5	1.8	1.3	0.7	0.5	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
Esportazioni	1.9	2.2	2.4	0.6	0.4	-0.6	3.4	-0.7	0.6	0.5	0.6	
Importazioni	3.6	3.0	2.6	1.1	0.4	0.6	1.5	0.6	0.7	0.5	0.5	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.4	0.4	-0.5	0.5	0.1	0.1	0.0	
Partite correnti (% PIL)	2.2	1.7	1.8									
Deficit pubblico (% PIL)	-2.9	-3.4	-3.2									
Debito pubblico (% PIL)	87.4	89.8	90.4									
Prezzi al consumo (a/a)	2.1	3.1	2.6	2.1	2.1	2.0	3.0	3.3	4.1	3.7	2.8	
Produzione industriale (a/a)	1.7	-0.4	1.3	1.5	1.9	-1.9	-0.1	0.3	0.1	1.2	1.1	
Disoccupazione (%)	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	
Euribor 3 mesi	2.18	2.39	2.80	2.01	2.04	2.05	2.24	2.53	2.75	2.87	2.80	

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

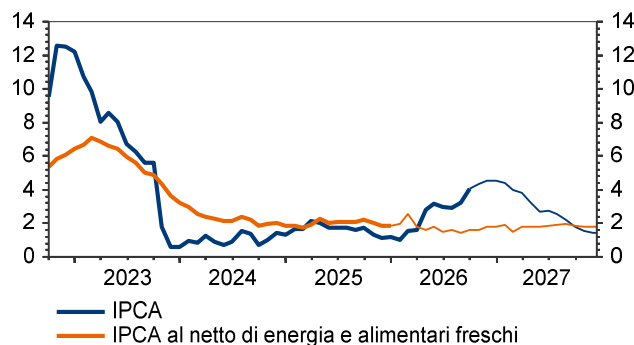
Italia

PIL



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

Inflazione



Nota: var. % a/a. 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-26	99.5	100.4	100.4	100.4	1.0	1.0	0.8	0.8
feb-26	100.0	101.1	101.0	100.9	1.5	1.5	1.2	1.1
mar-26	101.7	101.6	101.5	101.5	1.6	1.7	1.4	1.5
apr-26	103.3	102.7	102.6	102.5	2.8	2.7	2.6	2.6
mag-26	103.6	103.1	102.8	102.8	3.2	3.2	3.0	3.0
giu-26	103.6	103.1	102.8	102.8	3.0	3.0	2.8	2.9
lug-26	102.6	103.4	103.1	103.1	2.9	2.9	2.8	2.8
ago-26	102.7	103.9	103.7	103.7	3.2	3.3	3.3	3.4
set-26	104.8	104.6	104.4	104.4	4.1	4.2	4.2	4.2
ott-26	105.0	104.5	104.5	104.3	4.4	4.4	4.4	4.3
nov-26	104.8	104.3	104.4	104.3	4.5	4.5	4.5	4.4
dic-26	105.0	104.5	104.6	104.5	4.5	4.5	4.5	4.4
Media	103.1	103.1	103.0	102.9	3.1	3.1	3.0	3.0

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-27	103.9	104.7	104.7	104.6	4.4	4.3	4.3	4.2
feb-27	104.0	105.3	105.1	105.0	4.0	4.1	4.1	4.0
mar-27	105.6	105.6	105.5	105.5	3.8	3.9	4.0	3.9
apr-27	106.6	106.0	105.9	105.8	3.2	3.2	3.2	3.2
mag-27	106.4	105.9	105.6	105.5	2.7	2.7	2.7	2.7
giu-27	106.5	105.9	105.5	105.5	2.8	2.7	2.7	2.6
lug-27	105.2	105.9	105.6	105.5	2.5	2.4	2.4	2.4
ago-27	105.0	106.1	105.8	105.8	2.2	2.1	2.1	2.0
set-27	106.7	106.3	106.0	105.9	1.8	1.6	1.5	1.5
ott-27	106.6	106.0	105.9	105.7	1.6	1.4	1.3	1.3
nov-27	106.3	105.6	105.6	105.5	1.4	1.2	1.2	1.1
dic-27	106.6	105.8	105.9	105.7	1.5	1.3	1.2	1.2
Media	105.8	105.8	105.6	105.5	2.6	2.6	2.5	2.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2025	2026	2027								
				2025	2026				2027		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8	1.0	0.9	0.7	0.5	0.7
- t/t				0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3
Consumi privati	1.1	1.3	0.6	0.3	0.1	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	3.8	2.9	1.9	1.2	0.9	0.8	0.3	0.1	0.3	0.2	1.0
Consumi pubblici	0.6	0.3	0.2	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	1.4	3.3	2.2	2.3	-1.0	2.3	0.8	0.6	0.4	0.4	0.6
Importazioni	3.9	3.9	2.6	2.1	1.5	0.0	1.7	0.7	0.6	0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.5	0.0	-0.4	0.8	-0.9	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.1	0.5	0.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.9	-2.9								
Debito pubblico (% PIL)	136.7	138.1	137.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	3.1	2.6	1.7	1.2	1.4	3.0	3.4	4.5	4.1	2.9
Produzione industriale (a/a)	-0.3	0.5	1.1	0.2	1.2	0.5	0.5	0.6	0.5	1.2	1.1
Disoccupazione (ILO, %)	6.0	5.5	5.4	5.9	5.7	5.5	5.6	5.5	5.4	5.4	5.4
Tasso a 10 anni (%)	3.57	3.89	4.08	3.55	3.46	3.54	3.78	4.03	4.20	4.13	4.09

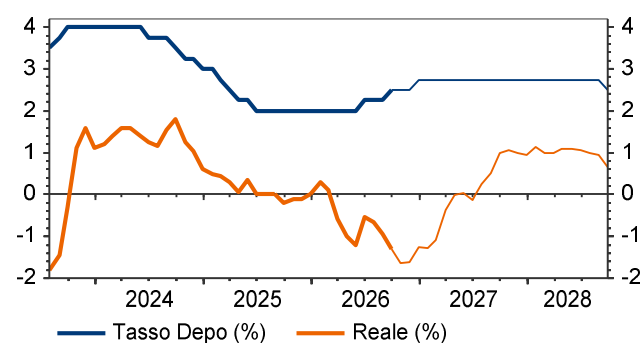
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75
Euribor 1m	1.89	2.20	2.50	2.44	2.60	2.73	2.70	2.69
Euribor 3m	2.08	2.32	2.62	2.60	2.80	2.84	2.79	2.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

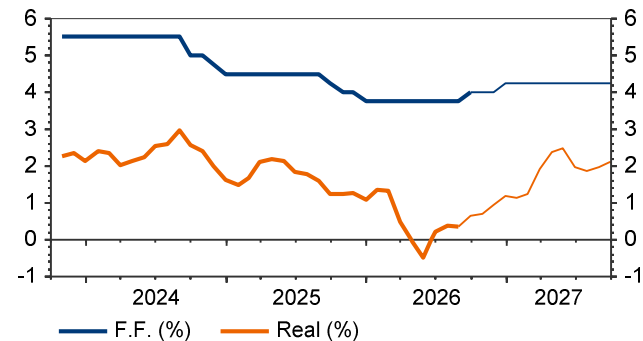


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	3.75	3.75	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
OIS 3m	3.66	3.72	4.02	4.00	4.15	4.18	4.19	4.20

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

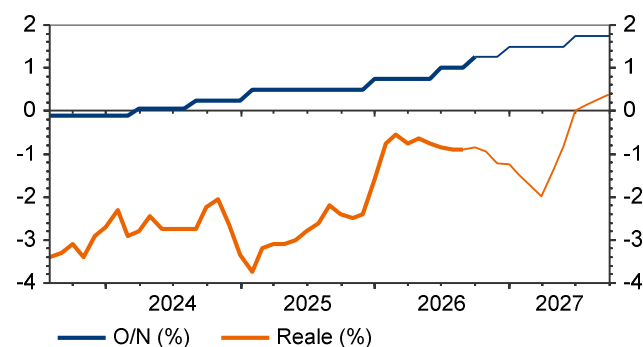


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
O/N target	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75
OIS 3m	0.86	0.99	1.30	1.30	1.52	1.52	1.77	1.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

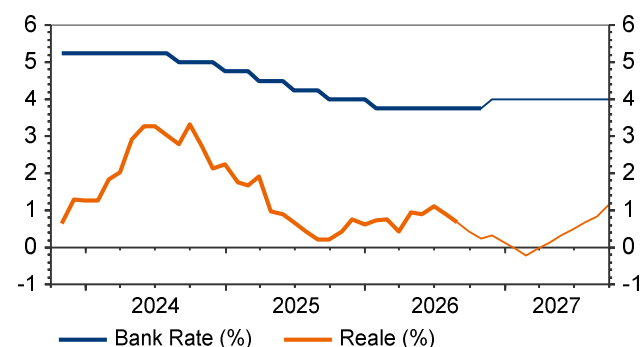


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	3.84	3.77	3.91	3.91	4.15	4.15	4.15	4.15

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	2/10	2026 T1	2026 T2	2026 T3	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4
EUR/USD	1.1237	1.17	1.16	1.14	1.13	1.13	1.15	1.16	1.16
USD/JPY	157.62	157	160	157	160	160	156	149	145
GBP/USD	1.3208	1.35	1.34	1.34	1.30	1.27	1.29	1.30	1.30
USD/CAD	1.4234	1.37	1.38	1.41	1.43	1.44	1.41	1.39	1.39
AUD/USD	0.6939	1.44	1.41	1.41	1.42	1.42	1.40	1.39	1.40
NZD/USD	0.5609	1.69	1.71	1.68	1.71	1.67	1.61	1.58	1.58
USD/CHF	0.8278	0.78	0.79	0.81	0.82	0.82	0.80	0.79	0.80
USD/SEK	10.0512	9.14	9.36	9.45	9.67	9.52	9.15	8.92	8.84
USD/NOK	9.6393	9.73	9.42	9.79	9.69	9.60	9.35	9.20	9.19

Fonte: previsioni 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)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Alessia Gavazzi
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com