

Weekly Economic Monitor

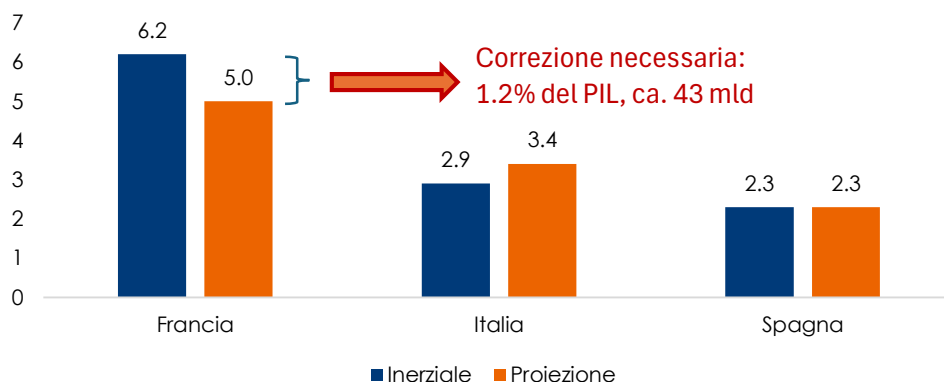
Il punto

Il focus nell'area euro è sul rischio politico e fiscale, dopo le rinnovate tensioni sui mercati dei titoli governativi. Il focolaio della crisi resta la Francia, ma le novità della settimana sono lo scostamento temporaneo dal sentiero di consolidamento fiscale annunciato dal governo italiano e l'indizione di elezioni anticipate in Spagna. In questo quadro, l'impatto sulle condizioni di finanziamento delle recenti turbolenze sui tassi sarà attentamente valutato nelle prossime riunioni di politica monetaria della BCE. Negli Stati Uniti, l'attenzione la prossima settimana sarà sui dati su CPI e PPI di settembre, che difficilmente saranno tali da attenuare in misura significativa la vigilanza della Fed sui prezzi.

Area euro: poche novità sulla congiuntura, rischi politici e fiscali al centro dell'attenzione.

I dati reali di agosto, come già le letture di luglio, attenuano i segnali solidi emersi dalle indagini di fiducia. Le vendite al dettaglio sono rimaste pressoché stagnanti (+0,1% m/m dopo -0,6%) e risultano in rotta per una contrazione nel trimestre estivo. Solo le immatricolazioni di auto restano robuste (+1,4% m/m da +0,8%). Anche i dati industriali delineano un quadro per la manifattura europea meno robusto di quello implicito nelle indagini. In **Germania**, gli ordini di fabbrica sono crollati di -10,6% m/m, per via di grandi commesse nel comparto degli altri mezzi di trasporto, ma anche gli ordinativi core sono diminuiti per il quinto mese consecutivo. La produzione industriale è invece rimbalzata del 2% m/m, trainata soprattutto dalle costruzioni. Il persistere di alcuni fattori temporanei che avevano già condizionato l'attività a luglio ha però limitato il recupero della manifattura, rinviando probabilmente al mese seguente un rimbalzo più ampio. Anche assumendo un recupero significativo a settembre, l'output al netto di energia e costruzioni dovrebbe comunque risultare inferiore rispetto al 2° trimestre e la manifattura dovrebbe quindi fornire un contributo negativo alla crescita del valore aggiunto tedesco. In **Francia**, la produzione industriale è diminuita di -0,3% m/m (+0,3% nel solo comparto manifatturiero) e non cresce ormai da cinque mesi, mentre in **Spagna** ha registrato un -0,7% m/m. In **Italia**, l'output è tornato a calare (per il terzo degli ultimi quattro mesi), di -1,3% m/m dopo l'effimero recupero di luglio: il dato è verosimilmente viziato da fattori stagionali, ma vi sono pochi segnali di duratura ripresa dell'attività nei prossimi mesi. Nel complesso, stimiamo che la produzione industriale dell'Eurozona sia calata per il terzo mese consecutivo ad agosto (di -0,3% m/m: il dato verrà comunicato giovedì prossimo). Oltre a tale indicatore, **la settimana prossima nell'Eurozona è**

La dinamica inerziale del bilancio pubblico francese per il 2027 è molto sfavorevole rispetto a Spagna e Italia



Nota: indebitamento netto in % del PIL. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati governi nazionali

9 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

povera di dati (da segnalare solo le letture definitive dei numeri sui prezzi al consumo di settembre).

In Francia è iniziato presso la Commissione Finanze dell'Assemblea Nazionale l'esame della parte del bilancio relativa alle entrate. I primi segnali politici non sembrano orientati verso un compromesso che consenta un'agevole approvazione del testo in linea con gli obiettivi dell'esecutivo. Dai lavori in Commissione emerge infatti la volontà dei partiti di ridimensionare l'inasprimento della tassazione. Il 13 ottobre inizierà la discussione all'Assemblea mentre il primo voto sulla sezione delle entrate si terrà il 20 ottobre. L'approvazione del bilancio tramite un voto a maggioranza appare sempre meno realistica e potrebbe rendersi necessario il ricorso agli articoli 49.3 o 47 della Costituzione, con il rischio di prolungare l'incertezza almeno fino alla fine dell'anno. Marine Le Pen ha intanto presentato un piano fiscale che dichiara di riportare il deficit sotto il 3% nel 2028, nel tentativo di accreditare il Rassemblement National come una forza pragmatica e attenta al consolidamento fiscale. A nostro avviso il piano si basa su alcune assunzioni ottimistiche, oltre a presentare un disallineamento tra maggiori spese e risparmi che ne riduce la credibilità. **È ancora prematuro ritenere che la volontà del Rassemblement National di presentarsi con un approccio più rassicurante possa garantire una sponda al governo per l'approvazione del bilancio** (per esempio attraverso l'astensione su eventuali mozioni di censura presentate dalla sinistra): il tono del confronto sta infatti tornando ad alzarsi, limitando lo spazio per compromessi nel breve periodo. Questo fine settimana si terrà inoltre il primo turno delle primarie del Partito Socialista per la scelta del candidato alle elezioni presidenziali, con l'eventuale ballottaggio previsto per il 16 e 17 ottobre. I sondaggi suggeriscono che chiunque sarà il candidato designato difficilmente riuscirà accedere al secondo turno delle Presidenziali. Il risultato avrà quindi soprattutto un valore indiretto e consentirà di valutare se il candidato socialista possa modificare gli equilibri nella competizione per l'accesso al ballottaggio contro Marine Le Pen tra Jean-Luc Mélenchon e un candidato centrista.

In Italia, nel Documento Programmatico di Bilancio, il Governo ha scelto di attivare la clausola di salvaguardia delle regole fiscali UE per difesa ed energia per 14,4 miliardi l'anno nel 2027-28, portando di conseguenza il deficit oltre il 3% del PIL nel biennio, e in sostanza rimandando la correzione fiscale alla prossima legislatura. La manovra, che in termini di impatto sul saldo rispetto al tendenziale vale mezzo punto di PIL (circa 12 miliardi), rispetterà le regole UE ma non sembra poter disporre di spazi fiscali al di fuori di quelli coperti dalla flessibilità; pertanto, **sarà importante verificare dal Documento Programmatico di Bilancio che deve essere inviato alla UE entro giovedì prossimo se vi saranno coperture** di buona qualità e non temporanee alle misure discrezionali che la stampa attribuisce alla maggioranza (estensione del taglio IRPEF, uscite pensionistiche anticipate, interventi per i giovani, che varrebbero oltre 5 miliardi l'anno). La [nostra valutazione](#) dei rischi include gli effetti sulla spesa per interessi della recente salita dei rendimenti governativi (che non sono pienamente incorporati nei tendenziali), nonché l'impatto di medio termine delle assunzioni sul venir meno della spesa per la difesa e sull'azzeramento dell'aggiustamento stock-flussi. Di conseguenza, le nostre stime sul deficit sono in linea con quelle del governo nel 2026-27 ma lievemente meno ottimistiche per gli anni successivi.

In Spagna, la convocazione di elezioni anticipate il 29 novembre apre una fase di transizione politica che, [a nostro avviso, non modifica lo scenario macroeconomico e fiscale di breve termine](#). **I sondaggi indicano un possibile cambio di maggioranza:** PP e Vox sono accreditati di 200-210 seggi, a fronte dei 176 necessari, e una coalizione tra i due partiti è lo scenario più probabile, mentre un governo di minoranza del PP con l'appoggio esterno di Vox resta un'alternativa meno stabile ma non escludibile. Poiché i negoziati potrebbero protrarsi per mesi, il nuovo esecutivo non dovrebbe insediarsi prima dell'inizio del 2027. Confermiamo le nostre previsioni di crescita del PIL, che dovrebbe continuare a sovraperformare la media area euro nel 2026 e 2027 (a 2,5% e 1,9%); i rischi riguardano piuttosto il medio termine, perché **un orientamento più restrittivo sull'immigrazione inciderebbe su un fattore che tra il 2022 e il 2025 ha spiegato quasi**

metà della crescita e oltre due terzi della creazione di occupazione. Sul fronte dei conti pubblici, la quarta proroga consecutiva del bilancio 2023 continuerà a produrre un consolidamento "automatico", perché congela la spesa discrezionale mentre le entrate crescono in linea con il PIL nominale. La prima legge di bilancio del nuovo governo e il nuovo Piano Strutturale di Medio Termine non sono attesi prima della primavera 2027, e includeranno verosimilmente i tagli all'imposta sul reddito promessi dal PP: il risanamento potrebbe quindi rallentare, o arrestarsi, dalla seconda metà dell'anno, e la previsione di un deficit al 2,3% del PIL nel 2027 è ora più incerta. **Non ci attendiamo tuttavia un deterioramento significativo della sostenibilità fiscale:** il debito dovrebbe continuare a ridursi di circa 1,5 punti l'anno dal 99,3% del PIL del 2026, grazie a una crescita nominale superiore al costo medio del debito.

Secondo quanto riferisce Reuters, la presidente della BCE ha segnalato all'Eurogruppo che **l'impatto sulle condizioni di finanziamento delle recenti turbolenze sui tassi sarà attentamente valutato nelle prossime riunioni di politica monetaria.** Alla riunione di settembre, il comportamento dei mercati non aveva ancora generato alcun segnale di attenzione, anche se dalla discussione era già emerso una generica preoccupazione per i rischi legati all'imminente tornata di bilancio. Gli sviluppi delle ultime settimane sul fronte dei tassi rendono mediamente più restrittive le condizioni di finanziamento, riducendo la necessità di intervenire sui tassi ufficiali. In queste condizioni, **ci pare altamente improbabile un rialzo dei tassi alla riunione di fine ottobre.** Per quanto concerne la possibilità di interventi contro la frammentazione dei mercati, per ora **la BCE si è limitata a ricordare che è disponibile il TPI**, ma che la sua attivazione è legata a fenomeni di turbolenza sufficientemente gravi da pregiudicare l'ordinata trasmissione della politica monetaria e non giustificati dai fondamentali. Perciò, **il presupposto necessario è che la Francia faccia la sua parte nell'adozione di una politica fiscale responsabile**, come ricordato anche da alcuni dei ministri dell'Eurogruppo e da Dombrovskis. Senza questo elemento, eventuali azioni di stabilizzazione delle autorità monetarie sarebbero probabilmente orientate soltanto al contenimento di eventuali effetti di contagio, e in un contesto in cui iniziassero ad emergere ripercussioni sull'accesso al mercato delle istituzioni finanziarie dei paesi coinvolti (attualmente inesistenti, anche per la modestissima esposizione delle banche francesi al debito pubblico domestico). Per quanto concerne le altre opzioni di intervento talora prospettate dai partecipanti al mercato, come **la ripresa dei reinvestimenti PEPP/APP e il ripristino della 'flessibilità' ci paiono in netta contraddizione con la scelta strategica adottata con l'introduzione del TPI nel 2022** e le varie dichiarazioni successive, che hanno prospettato la graduale estinzione dei portafogli di politica monetaria e l'eventuale futura introduzione di un portafoglio di liquidità dalle caratteristiche però molto diverse. Non usare il TPI per **rispolverare strumenti che avevano tutt'altra funzione, peraltro, minerebbe anche la credibilità del TPI.**

Stati Uniti: si riapre uno spiraglio diplomatico con l'Iran, a meno di quattro settimane dal voto. [Due settimane fa](#) avevamo dato conto della proposta iraniana di tornare entro novembre al Memorandum of Understanding siglato in giugno (un segnale della debolezza crescente di Teheran, con l'export petrolifero del Golfo in ripresa nonostante il blocco di Hormuz, sintomo di una crescente incapacità da parte dell'IRGC di mantenere il controllo sullo stretto). Mercoledì sera, in un comizio a San Antonio, Trump aveva affermato di non essere più interessato a un accordo, e, secondo NBC News e Axios, la Casa Bianca stava valutando di riprendere le operazioni militari su larga scala. Il Presidente ha però successivamente escluso nuovi attacchi prima delle elezioni di midterm, riferendo di colloqui produttivi con Teheran, pur confermando il blocco navale statunitense. Le dichiarazioni attenuano i pericoli di nuova escalation, pur senza escluderla del tutto. **Per Trump il rischio è anche sul fronte elettorale.** Lo shock sui carburanti è il principale fattore dietro il calo di popolarità del Presidente, e il malcontento emerge chiaramente nei sondaggi: secondo AP-NORC solo il 26% degli americani approva la sua gestione dell'economia (il minimo nelle rilevazioni dell'istituto). Rimandiamo al nostro recente [Focus "Elezioni di midterm: verso un 'governo diviso'?"](#) la nostra analisi del quadro elettorale e delle sue implicazioni per la politica economica (i Democratici sono in buona posizione per

conquistare la maggioranza alla Camera, mentre la corsa per il Senato è un testa a testa). Uno scenario di "governo diviso" (con almeno una camera controllata da un partito diverso da quello del Presidente) potrebbe costituire un freno alle politiche eterodosse ed espansive di Trump. **Dopo il voto il vero nodo sarà fiscale**, tra la scadenza della continuing resolution l'11 dicembre e il ritorno del tetto del debito nel 2027.

Questa settimana, i verbali della riunione del FOMC del 15-16 settembre hanno confermato che l'orientamento restrittivo è ampiamente condiviso. La maggior parte dei partecipanti riteneva appropriato un ulteriore aumento dei tassi entro fine anno, senza peraltro che emergessero dettagli in merito alla possibile tempistica del nuovo intervento. Molti membri consideravano un percorso dei tassi più elevato una assicurazione contro il rischio di maggiore persistenza dell'inflazione, mentre altri lo ritenevano necessario già nello scenario centrale. Tutti ritenevano insufficienti i progressi sul fronte dei prezzi, con pressioni ancora elevate nei servizi non abitativi e nei beni core, dove alla graduale attenuazione degli effetti dei dazi si affiancava l'impatto crescente della domanda legata all'IA. Tuttavia, molti segnalavano maggiori pressioni sui costi e alcuni una crescente capacità delle imprese di trasferirle ai consumatori. La maggioranza dei partecipanti giudicava il mercato del lavoro vicino alla piena occupazione e in lieve rafforzamento, con rischi ormai sostanzialmente bilanciati. Nonostante l'aumento dei rendimenti governativi, molti consideravano le condizioni finanziarie ancora accomodanti. **Dai discorsi dei membri del FOMC in settimana, però, sembrano aumentare le chance di una pausa a ottobre:** dopo Williams e Jefferson, anche Waller (Board) ha lasciato spazio a questa possibilità: a suo avviso, se i dati evolveranno in linea con le attese, serviranno ulteriori rialzi, che però non dovranno necessariamente avvenire in riunioni consecutive, purché attuati entro un orizzonte temporale accettabile.

Sul fronte congiunturale, questa settimana l'indice ISM servizi di settembre è rallentato circa in linea con le attese a 54,9 da 55,4, mantenendosi su livelli coerenti con un'espansione ancora solida. Il sotto-indice sull'occupazione è tornato appena sopra la soglia di espansione, a 50,1, dopo due mesi in territorio di contrazione (47,8 ad agosto), e l'indicatore dei prezzi pagati è salito più del previsto da 72,6 a 74, un nuovo massimo dal luglio del 2022. L'indagine segnala quindi una **domanda ancora sostenuta, accompagnata da crescenti pressioni sui costi non solo nel manifatturiero ma anche nel terziario**, che mantengono elevata l'attenzione della Fed sull'inflazione.

La prossima settimana l'attenzione negli Stati Uniti sarà rivolta soprattutto a CPI e PPI di settembre. I prezzi al consumo dovrebbero accelerare a 0,6% m/m da 0,4%, trainati dai rincari energetici, con l'inflazione annua in risalita al 3,6% dal 3,4%; l'indice core è atteso invece rallentare a 0,2% m/m da 0,3% di agosto, ma la variazione annua dovrebbe salire a 2,5% da 2,4%. Il calo dei prezzi delle auto usate dovrebbe compensare in parte la persistente dinamica dei servizi non abitativi, sostenuta dai rincari nei trasporti. Il PPI è visto accelerare di un decimo sia sull'indice generale (a 0,5% m/m) che sul core (a 0,3% m/m); entrambi gli indici sono attesi rallentare lievemente su base annua. Nel complesso, **difficilmente i numeri su CPI e PPI di settembre saranno tali da attenuare significativamente la vigilanza della Fed sulle pressioni inflattive.** Tra gli altri dati, le **vendite al dettaglio** di settembre dovrebbero mostrare un sensibile rallentamento rispetto ad agosto (l'aggregato "control group", il più correlato ai consumi di contabilità nazionale, è visto a 0,3% m/m dopo l'1,2% di agosto). Infine, mercoledì 14 ottobre sarà pubblicato il **Beige Book** preparato in vista della riunione del FOMC del 27-28 ottobre.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (12 – 16 ottobre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	12/10	10:00	CN	M2 a/a	*	set	7.5	%	7.4
		10:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	set	1660	Mld ¥ CN	3270
		10:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	set	60	Mld ¥ CN	975
Mar	13/10	08:00	GER	IPCA a/a finale		set	prel 3.3	%	3.3
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	set	prel 0.6	%	0.6
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	set	prel 0.6	%	0.6
		08:00	GER	CPI a/a finale		set	prel 3.3	%	3.3
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		set	3.98	Mln	3.96
Mer	14/10	03:30	CN	CPI m/m		set	0.4	%	0.3
		03:30	CN	PPI a/a	*	set	3.8	%	4.5
		03:30	CN	CPI a/a	*	set	0.8	%	1.0
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		set	prel 5.0	%	
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	set	0.3	%	0.2
		14:30	USA	CPI m/m	*	set	0.4	%	0.6
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		set	2.4	%	2.5
		14:30	USA	CPI a/a		set	3.4	%	3.6
Gio	15/10	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ago	-3.7	%	3.0
		06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel -1.7	%	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ago	-21.0	Mld £	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ago	-9.7	Mld £	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ago	0.2	%	
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.4	%	
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		set	prel 3.4	%	
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	set	0.7	%	
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	ago	-0.1	%	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	197	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.716	Mln	
		14:30	USA	PPI m/m		set	0.4	%	
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	set	0.2	%	0.3
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	7.6	%	
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	set	1.4	%	0.7
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	set	1.2	%	
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	37.8	%	
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ago	0.8	%	
Ven	16/10	11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 2.0	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel 4.2	%	
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		set	prel 4.1	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel 0.7	%	
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	set	prel 3.8	%	3.8
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 2.2	%	
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	set		%	
		12:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		ago	1.3	Mld €	
		12:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	8.2	Mld €	
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		set	0.7	%	
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	0.0	%	0.3
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	76.3	%	76.5
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ago	-27.9	Mld \$	

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 (12 – 17 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	12/10	11:30 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		14:50 GB	Discorso di Mann (BoE)
		18:10 USA	Discorso di Hammack (Fed)
Mar	13/10	05:00 GB	Discorso di Greene (BoE)
		09:45 USA	Discorso di Waller (Fed)
		18:00 GB	Discorso di Dhingra (BoE)
		19:00 USA	Discorso di Barkin (Fed)
		22:00 USA	Discorso di Collins (Fed)
Mer	14/10	05:30 EUR, GB	Discorsi di Zigman (BCE) e Breeden (BoE)
		05:45 EUR	Discorso di Moulin (BCE)
		08:00 GB	Discorso di Pill (BoE)
		10:30 EUR	Discorso di Pereira (BCE)
		10:30 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		11:20 EUR	Discorsi di Escrivá e Makhoulouf (BCE)
		19:30 USA	Discorso di Barkin (Fed)
		20:00 USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	15/10	03:35 EUR	Discorso di Pereira (BCE)
		05:35 EUR	Discorsi di Kocher e Simkus (BCE)
		05:40 GB	Discorso di Pill (BoE)
		06:30 EUR	Discorso di Moulin (BCE)
		08:45 GB	Discorso di Greene (BoE)
		10:45 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		22:30 USA	Discorso di Hammack (Fed)
		GIA	Discorso di Koeda (BoJ)
		GIA	Discorso di Uchida (BoJ)
Ven	16/10	UE	* Consiglio europeo
		04:00 GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		04:30 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		05:30 USA	* Discorso di Warsh (Fed)
		ITA	* DBRS si pronuncia sul debito sovrano dell'Italia
		OLA	* S&P si pronuncia sul debito sovrano dei Paesi Bassi
		UE	* Consiglio europeo
Sab	17/10	06:45 EUR	Discorsi di Nagel e Rehn (BCE)
		08:45 GB	* Discorso di Bailey (BoE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito finale	set	58.4			58.4
Markit PMI Servizi finale	set	58.7			58.8
Indice ISM non manifatturiero composito	set	55.4		55.2	54.9
Bilancia commerciale	ago	-92.8 (-88.6)	Mld \$	-102.0	-105.6
Richieste di sussidio	settim	199 (197)	x1000	200	197
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.699 (1.701)	Mln	1.708	1.716
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	ott	48.1		47.8	

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

Stati Uniti - Elezioni di midterm: verso un "governo diviso"? Le elezioni di metà mandato del 3 novembre potrebbero modificare il quadro istituzionale degli ultimi due anni della presidenza Trump. Con una Camera democratica, si tornerebbe a un "governo diviso": si ridurrebbe lo spazio per nuove iniziative legislative di parte e aumenterebbe il peso dei negoziati su finanziamento del governo, tetto del debito e attuazione dei tagli al welfare. La Casa Bianca manterrebbe invece ampi margini su dazi, immigrazione, deregolamentazione e politica estera. Il baricentro della politica si sposterebbe quindi dalle grandi riforme agli strumenti esecutivi e alle scadenze fiscali obbligate. Il vero nodo resta quello fiscale: il tetto del debito potrebbe tornare d'attualità da metà 2027, e il rischio di shutdown resterebbe molto elevato, a partire dalla scadenza dell'11 dicembre.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
EUR	PMI servizi finale	set	53.0	53.0	53.0		
EUR	PMI composito finale	set	53.1	53.1	53.1		
EUR	PPI a/a	ago	5.8	%	8.1	8.2	
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.6	%	0.2	0.1	
FRA	PMI servizi finale	set	51.4	51.4	51.2		
FRA	Produzione industriale m/m	ago	-0.6	(-0.4)	%	0.2	-0.3
GER	PMI servizi finale	set	52.9	52.9	52.9		
GER	Ordini all'industria m/m	ago	3.2	(2.5)	%	-1.0	-10.6
GER	Produzione industriale m/m	ago	-1.2	(-1.1)	%	0.5	2.0
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	21.6	(21.3)	Mld €	19.0	19.5
ITA	PMI servizi	set	55.2	54.5	51.7		
ITA	Deficit/PIL (Istat)	T2	8.9	(7.8)	%		2.0
ITA	Produzione industriale m/m	ago	0.6	(0.7)	%		-1.3
SPA	Produzione industriale a/a	ago	2.5	(2.3)	%		1.5

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

Italia: deficit sopra il 3% nel 2027-28. Il DPFP conferma il deficit 2026 al 2,9% ma riporta il disavanzo sopra il 3% nel 2027-28, attivando la clausola di salvaguardia per difesa ed energia (14,4 miliardi l'anno). La manovra rispetterà le regole UE ma non sembra poter disporre di spazi fiscali al di fuori di quelli coperti dalla flessibilità. Il conto interessi sale di 30 miliardi in quattro anni e il debito nel 2029 è allo stesso livello del 2025. L'aumento dell'avanzo primario è rinviato alla prossima legislatura.

Italia: torna a calare la produzione industriale. L'output è tornato a calare a sorpresa ad agosto, dopo il recupero di luglio (era attesa una stabilità). Al netto dell'ampia volatilità degli ultimi mesi (dovuta con ogni probabilità a fattori stagionali e di calendario), ci sono pochi segnali coerenti con una ripresa dell'attività industriale nei prossimi mesi. Tuttavia, soprattutto grazie ai servizi, il PIL dovrebbe continuare ad espandersi nella seconda metà del 2026, sia pur su ritmi inferiori rispetto a quelli visti nel primo semestre.

Spagna: le elezioni anticipate non dovrebbero pesare sulle prospettive economiche e fiscali di breve termine.

Il premier Sánchez ha convocato elezioni anticipate per il 29 novembre dopo la bocciatura di due decreti sulla casa, sfruttando un'occasione per ricompattare il paese attorno alle politiche del PSOE. I sondaggi puntano verso un cambio di governo, con una coalizione PP-Vox come scenario relativamente più probabile. Il prossimo esecutivo non dovrebbe insediarsi prima di inizio 2027. La maggiore incertezza politica non modifica in misura sostanziale il nostro scenario di crescita nel 2026-27 ma un cambio di governo potrebbe portare a politiche migratorie e del lavoro più restrittive, con effetti sulle prospettive di crescita nel più lungo periodo. Le implicazioni fiscali non sembrano preoccupanti al momento: la continua proroga del bilancio, che non viene approvato dal 2023, determina un consolidamento "automatico" dei conti pubblici, atteso rallentare, ma non deragliare, dall'anno prossimo.

Germania: le costruzioni trainano l'industria ad agosto. La produzione industriale tedesca è rimbalzata più del previsto ad agosto, trainata soprattutto dal forte aumento dell'attività nelle costruzioni. Anche la produzione al netto di energia e costruzioni è tornata a crescere, ma il persistere di alcuni fattori straordinari che avevano già condizionato l'attività a luglio ne ha limitato il recupero, posticipando probabilmente a settembre un rimbalzo più ampio. Le indagini di fiducia offrono segnali incoraggianti e suggeriscono che la fase più acuta della debolezza industriale possa essere stata superata, ma i dati reali sugli ordinativi invitano ancora alla cautela.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	ago	-3.6	%	-3.6	-3.1

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

Fonte: LSEG Datastream

Cina

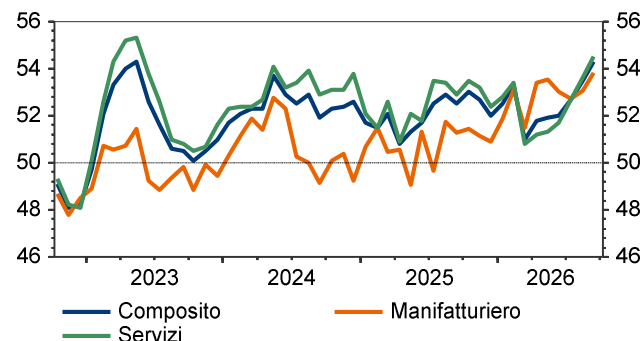
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	set	3.438	1000Mld \$	3.420	3.400

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

Fonte: LSEG Datastream

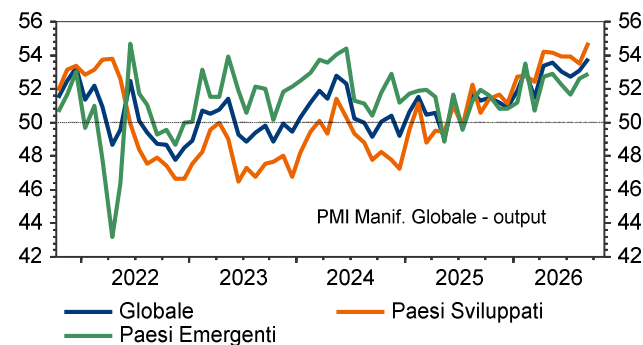
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



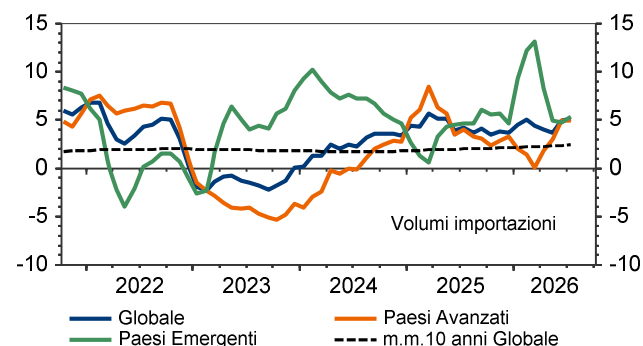
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



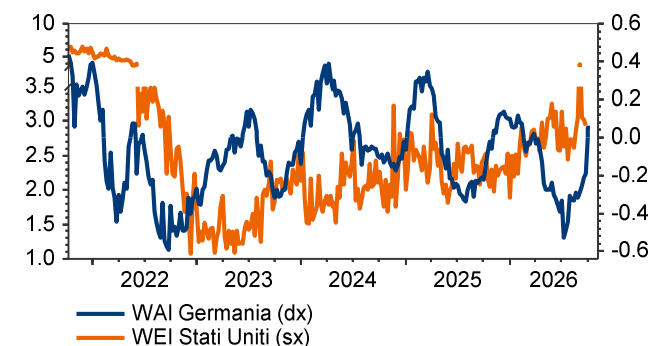
Fonte: S&P Global

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



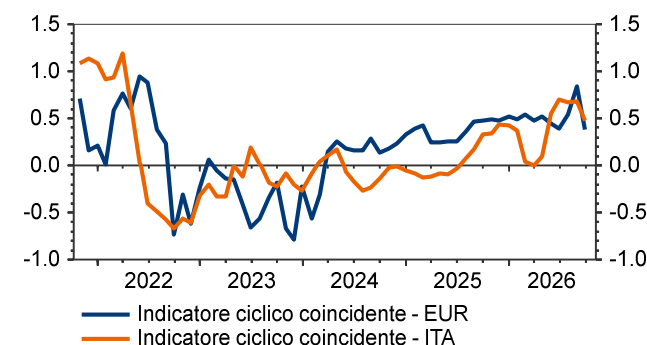
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



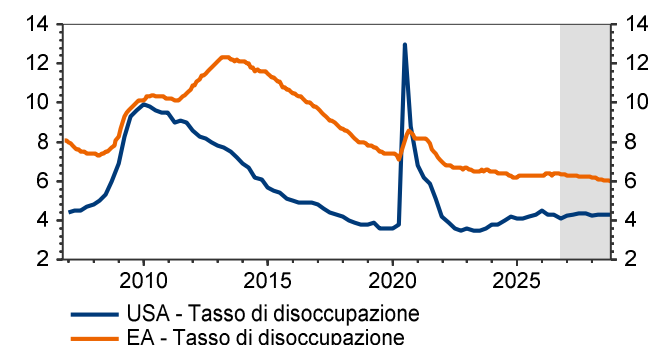
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

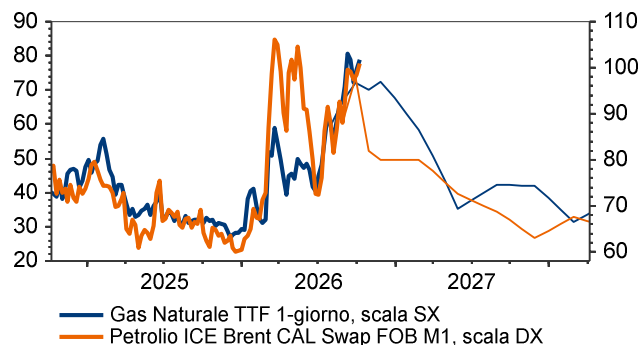
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

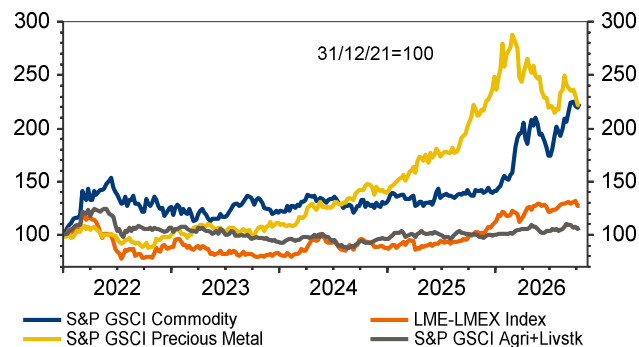
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



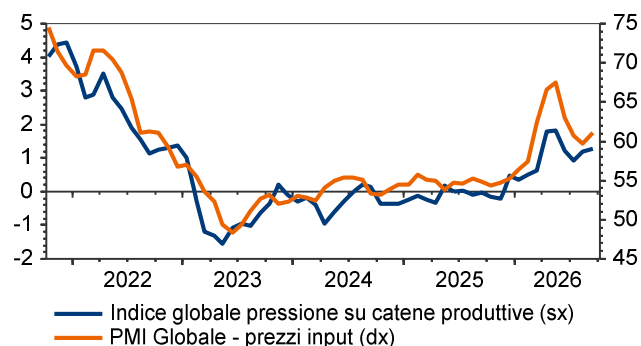
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



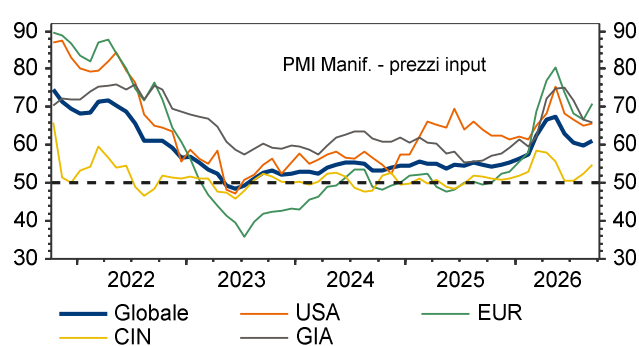
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



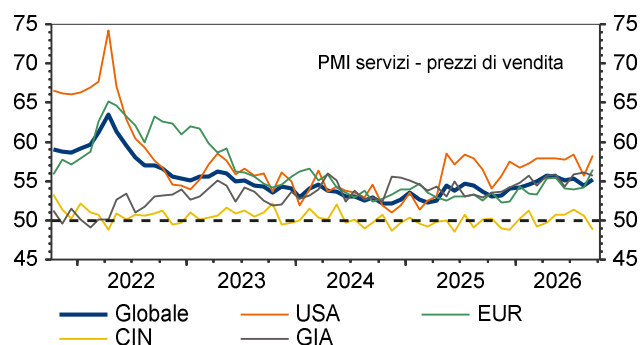
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



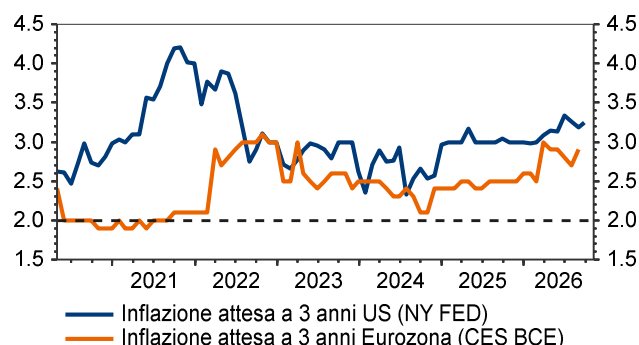
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

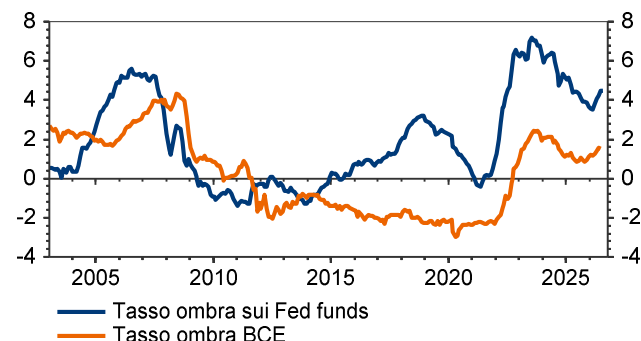
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

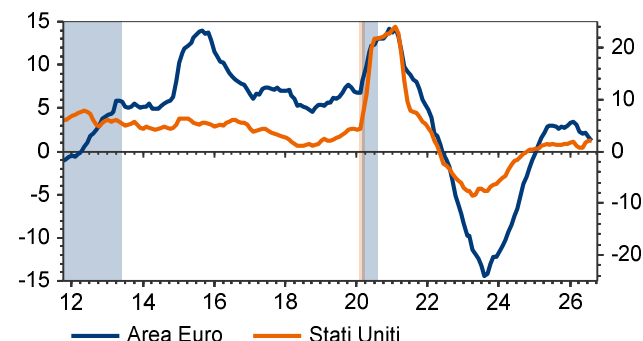
Condizioni Finanziarie

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



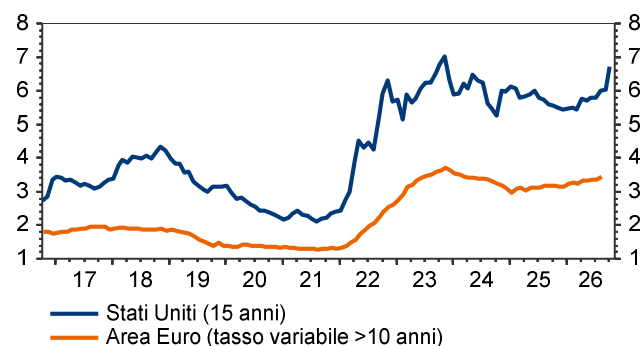
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



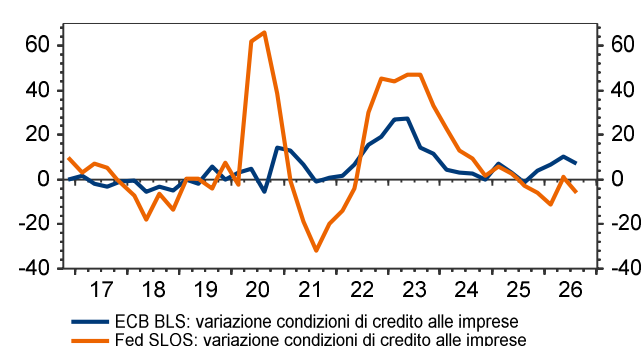
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



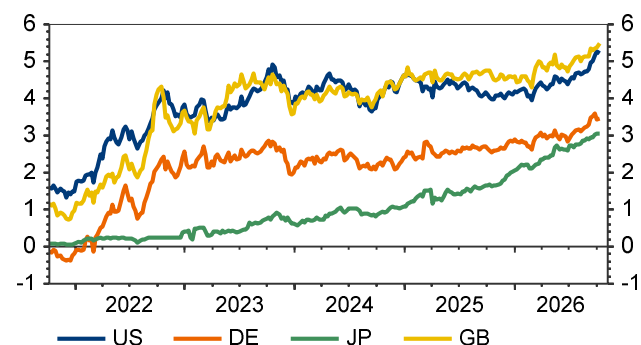
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



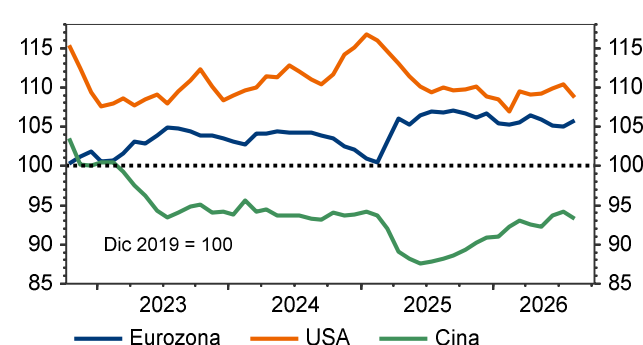
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

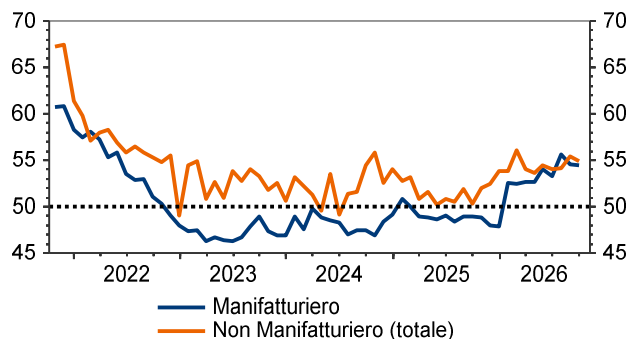
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

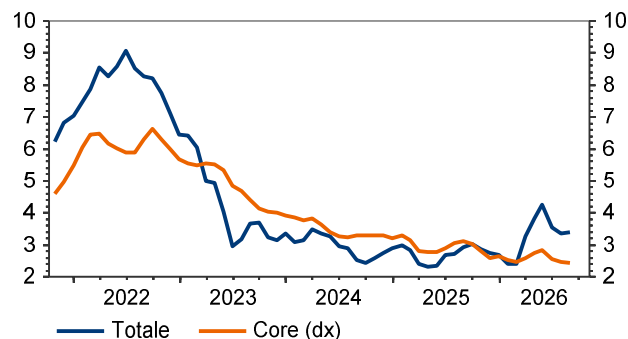
Stati Uniti

Indagini ISM



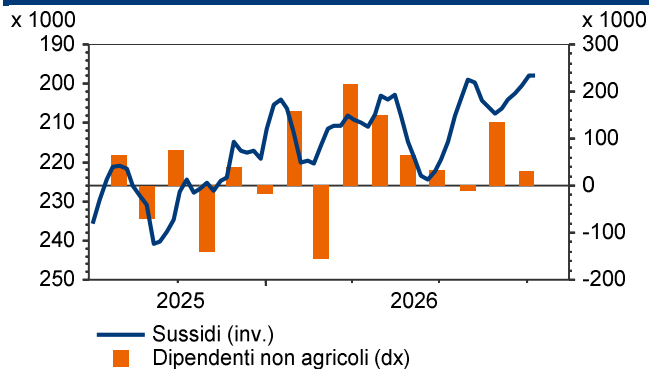
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



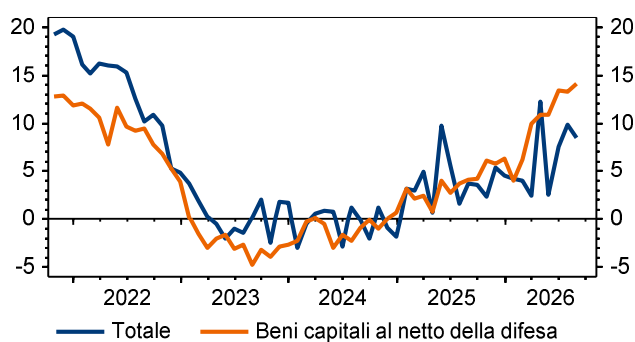
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

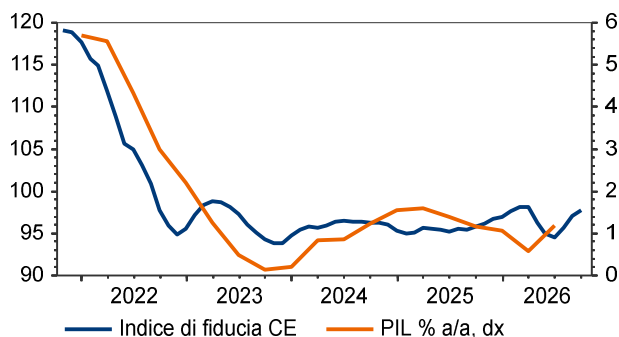
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.3	2.1	2.1	2.0	2.6	2.2	1.7	2.1	2.1	2.0	2.1
- trim./trim. annualizzato				0.2	2.5	2.2	1.8	1.9	2.4	1.9	2.1
Consumi privati	2.6	2.2	2.0	1.9	0.7	3.8	2.0	1.8	2.2	1.8	1.7
IFL - privati non residenziali	5.4	6.2	3.6	2.1	9.9	9.0	4.0	3.7	2.6	2.9	3.7
IFL - privati residenziali	-2.7	-2.3	2.5	-1.8	-7.6	2.8	2.7	3.0	2.0	2.0	3.0
Consumi e inv. pubblici	1.6	0.8	1.5	-5.7	4.7	-0.1	2.8	1.7	1.5	1.2	1.2
Esportazioni	2.1	5.0	4.1	-4.2	13.9	5.0	3.0	2.0	4.5	5.0	5.5
Importazioni	3.6	3.6	4.4	-1.5	11.5	12.6	5.8	3.7	2.8	4.0	4.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.2	-0.5	0.3	0.0	0.1	0.0	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	2.7	2.7	3.9	3.4	3.3	3.0	2.1	2.2
Produzione industriale	1.1	1.4	1.9	-0.5	0.3	1.1	0.4	0.3	0.5	0.3	0.5
Disoccupazione (%)	4.3	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4

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

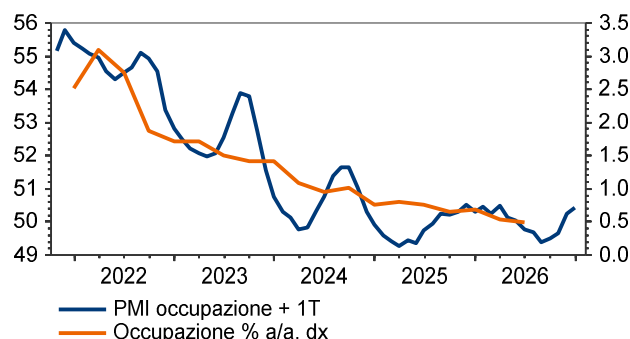
Area euro

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	104.8	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	2.7	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	105.7	105.9	2.2	2.6	2.5	2.2
set-27	106.1	105.5	105.8	106.0	1.8	2.5	2.4	1.7
ott-27	106.6	105.9	106.1	106.5	1.6	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	105.9	106.3	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.

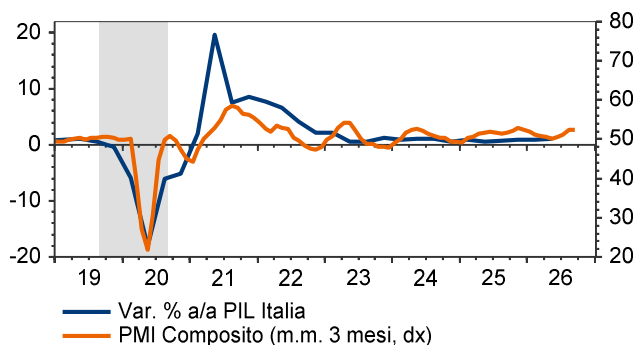
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	1.0	1.2	1.1	0.6	1.2	1.0	1.0	1.3	1.1	1.2	1.2
- t/t				0.2	0.0	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.5	1.0	0.9	0.5	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.9	0.8	1.5	0.7	-0.2	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
Consumi pubblici	1.5	1.8	1.3	0.5	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	1.9	2.2	2.4	0.4	-0.6	3.4	-0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
Importazioni	3.6	3.0	2.6	0.4	0.6	1.5	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.1	0.2	-0.4	0.4	-0.5	0.5	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1
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	2.0	3.0	3.3	4.1	3.7	2.8	2.2	2.2
Produzione industriale (a/a)	1.7	-0.5	0.9	1.9	-1.9	-0.1	0.0	-0.2	1.0	0.5	0.9	0.9
Disoccupazione (%)	6.3	6.4	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2
Euribor 3 mesi	2.18	2.39	2.80	2.04	2.05	2.24	2.53	2.75	2.87	2.80	2.77	2.77

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

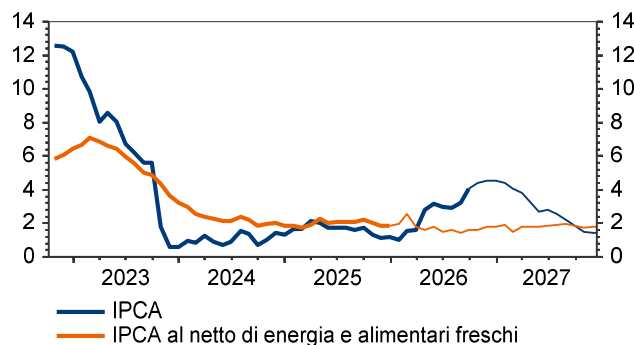
Italia

PIL



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

Inflazione



Nota: var. % a/a 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-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	104.6	104.5	104.3	4.4	4.4	4.4	4.3
nov-26	104.9	104.3	104.4	104.3	4.5	4.5	4.5	4.4
dic-26	105.1	104.5	104.5	104.5	4.6	4.5	4.4	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	104.8	104.7	104.6	4.4	4.4	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	105.5	105.5	105.4	3.8	3.8	3.9	3.8
apr-27	106.6	105.9	105.8	105.7	3.2	3.1	3.2	3.1
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	2.6	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	105.6	1.5	1.4	1.3	1.2
nov-27	106.3	105.6	105.7	105.5	1.4	1.3	1.2	1.1
dic-27	106.6	106.0	105.9	105.8	1.4	1.4	1.3	1.3
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					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.9	0.8	0.9	0.8	1.0	0.9	0.7	0.5	0.7	0.9
- t/t				0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	1.1	0.6	0.1	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
Investimenti fissi	4.2	2.9	1.9	0.9	1.0	0.2	0.1	0.3	0.2	1.0	1.0
Consumi pubblici	0.3	0.4	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	1.9	3.5	2.2	-1.0	2.3	1.0	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6
Importazioni	4.4	3.6	2.7	1.4	-0.1	1.5	0.7	0.6	0.5	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.6	0.1	0.8	-0.9	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.1	0.5	0.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.9	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	136.7	138.4	138.4								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	3.1	2.6	1.2	1.4	3.0	3.4	4.5	4.1	2.9	2.2
Produzione industriale (a/a)	-0.3	0.5	1.1	1.2	0.5	0.5	0.6	0.5	1.2	1.1	1.3
Disoccupazione (ILO, %)	6.0	5.5	5.4	5.7	5.5	5.6	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4
Tasso a 10 anni (%)	3.57	3.89	4.08	3.46	3.54	3.78	4.03	4.20	4.13	4.09	4.06

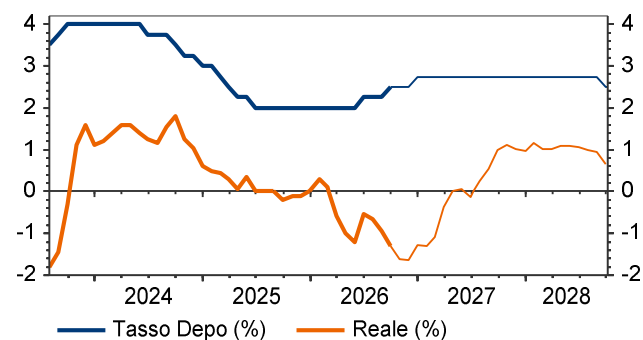
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	8/10	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	2.43	2.60	2.73	2.70	2.69
Euribor 3m	2.08	2.32	2.62	2.63	2.80	2.84	2.79	2.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

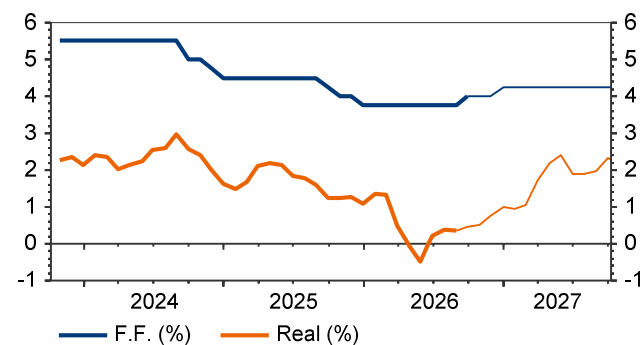


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	8/10	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	4.01	4.15	4.18	4.19	4.20

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

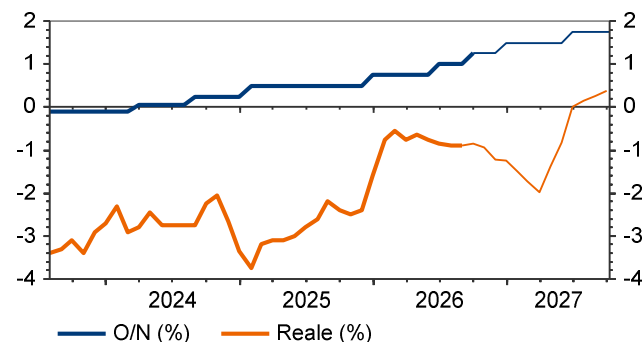


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	mar	giu	set	8/10	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

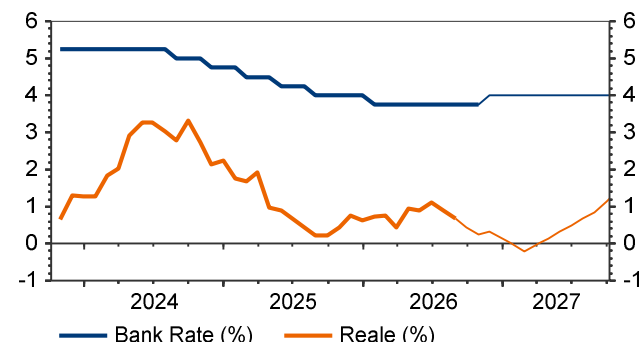


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	8/10	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	3.94	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

	9/10	2026 T1	2026 T2	2026 T3	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4
EUR/USD	1.1214	1.17	1.16	1.14	1.13	1.13	1.15	1.16	1.16
USD/JPY	158.29	157	160	157	160	160	156	149	145
GBP/USD	1.3235	1.35	1.34	1.34	1.30	1.27	1.29	1.30	1.30
USD/CAD	1.4230	1.37	1.38	1.41	1.43	1.44	1.41	1.39	1.39
AUD/USD	0.6979	1.44	1.41	1.41	1.42	1.42	1.40	1.39	1.40
NZD/USD	0.5611	1.69	1.71	1.68	1.71	1.67	1.61	1.58	1.58
USD/CHF	0.8306	0.78	0.79	0.81	0.82	0.82	0.80	0.79	0.80
USD/SEK	9.9604	9.14	9.36	9.45	9.67	9.52	9.15	8.92	8.84
USD/NOK	9.5644	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