INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

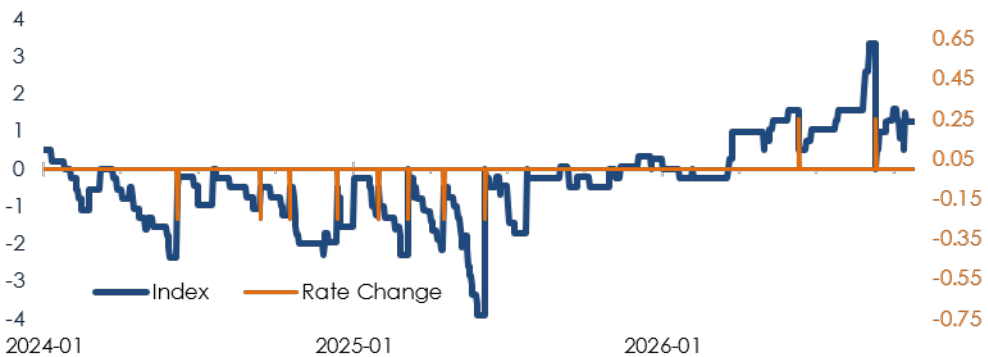
Il punto

La prossima sarà la settimana delle banche centrali: Fed, BCE e BoJ dovrebbero lasciare i tassi invariati, senza però indicare che i rispettivi cicli di rialzo siano conclusi. Per la BCE, l'attenzione sarà rivolta anche alla risposta alle recenti turbolenze finanziarie; per la BoJ, ai tempi dei prossimi rialzi. Nell'area euro, il PIL dovrebbe essere cresciuto dello 0,2% t/t nel 3° trimestre. I PMI di ottobre, pur in calo, restano coerenti con una crescita moderatamente positiva all'inizio del 4° trimestre. Nel Regno Unito è atteso il primo Budget del governo Burnham.

Area euro. BCE: tassi fermi, attesa per la posizione in merito alle turbolenze di mercato. Alla riunione del 28-29 ottobre **ci attendiamo che la BCE lasci invariati i tassi ufficiali, pur mantenendo un moderato orientamento restrittivo**. Il peggioramento dello scenario energetico rispetto alle ipotesi di settembre potrebbe giustificare una nuova stretta, ma l'assenza di effetti di seconda battuta e il restringimento autonomo delle condizioni finanziarie, attraverso il rialzo dei rendimenti e dei premi per il rischio e la flessione delle borse, rendono meno urgente intervenire. Non prevediamo alcuna *guidance* quantitativa sul percorso dei tassi: il Consiglio ribadirà l'approccio basato sui dati e su decisioni prese riunione per riunione, confermando che segue una funzione di reazione basata su prospettive di inflazione, dinamica dei prezzi sottostanti e trasmissione della politica monetaria. Lagarde dovrebbe sottolineare l'importanza delle nuove informazioni disponibili a novembre e dicembre, comprese le nuove proiezioni dello staff, lasciando aperta la possibilità di un rialzo in dicembre, salvo sviluppi particolarmente favorevoli sul fronte dei prezzi. L'orientamento restrittivo emerge anche dalla nostra analisi quantitativa di posizionamento del consiglio direttivo BCE basata sull'analisi delle dichiarazioni pubbliche, che abbiamo presentato in un Focus pubblicato il 22 ottobre: l'indice di posizionamento è oggi ancora sotto la soglia in passato associata a rialzi dei tassi ufficiali, ma già molto vicino. Per quanto concerne le **prospettive di più lungo termine**, la nostra analisi interna evidenzia che saranno fortemente condizionate dal mercato energetico: nello scenario base i tassi si fermerebbero a 2,75%, ma in quello avverso i rialzi potrebbero continuare a 3,00-3,25%.

Riguardo alle turbolenze di mercato, aggravatesi ulteriormente in questi giorni, **in assenza di tensioni sulla raccolta bancaria ci attendiamo soprattutto rassicurazioni sulla disponibilità degli strumenti e sul monitoraggio delle tensioni**: il comunicato dovrebbe ribadire che il TPI può essere attivato contro pressioni ingiustificate tali da compromettere l'ordinata trasmissione monetaria,

Il Consiglio direttivo BCE ha un tightening bias, ma il nostro indice proprietario di posizionamento non è ancora su livelli del tutto coerenti con un rialzo dei tassi ufficiali



Nota: rate change = variazione del depo facility rate; Index= nostro indice di posizionamento del Consiglio Direttivo BCE;
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department.

23 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

senza annunciarne l'impiego. A nostro giudizio, per diverse ragioni **il TPI sarebbe una risposta più appropriata della ripresa dei reinvestimenti PEPP o APP**, ipotesi che circola sul mercato. Primo, la sua base legale è più solida rispetto alla rivitalizzazione anche soltanto parziale di programmi legati a circostanze oramai superate, considerando i paletti introdotti nel 2018 dalla Corte Europea di Giustizia; secondo, consente di contenere il contagio e favorire un'ordinata rivalutazione del rischio, ma preservando la condizionalità legata a politiche fiscali responsabili e quindi con minore distorsione degli incentivi. Un'attivazione già ora resta però tutt'altro che scontata, in assenza di evidenze concrete di compromissione della trasmissione della politica monetaria anche nei paesi più colpiti: l'aumento dei premi per il rischio sovrano può avere effetti negativi su capitale e liquidità delle banche, ma la sensibilità del sistema è oggigiorno più ridotta rispetto agli anni 2010-12. Si tratterebbe in larga misura di una mossa ancora precauzionale, che però potrebbe faticare a ottenere il consenso del Consiglio direttivo, secondo noi.

L'Eurozona dovrebbe aver mantenuto un ritmo di crescita moderato nel 3° trimestre. Le indagini di fiducia hanno mostrato segnali di tenuta e sono tornate a migliorare dopo il calo seguito allo scoppio del conflitto in Medio Oriente, risultando compatibili, al netto dell'Irlanda, con un ritmo di espansione compreso tra lo 0,3% e lo 0,4% t/t. Nel trimestre precedente, tuttavia, avevano offerto un falso segnale, poiché il peggioramento del morale non si era tradotto in un rallentamento del ciclo. Tra i dati reali hanno invece prevalso le indicazioni di debolezza, suggerendo rischi al ribasso rispetto al ritmo di crescita implicito nelle indagini. Le rilevazioni disponibili sono però concentrate sull'industria e sul consumo di beni, componenti meno rilevanti nell'attuale fase ciclica. I dati sulla produzione nei servizi hanno viceversa segnalato un buon avvio di trimestre, ma sono aggiornati soltanto a luglio e, data la loro tipica volatilità, offrono indicazioni ancora limitate. È inoltre possibile che le indagini non abbiano pienamente incorporato l'impatto dell'ondata di caldo che ha colpito l'Europa durante l'estate e che, secondo le nostre stime, potrebbe aver sottratto circa un decimo alla crescita del valore aggiunto. Stimiamo pertanto un'espansione dello 0,2% t/t (1,0% a/a) per l'area euro nel suo complesso. Il rallentamento dovrebbe riguardare le principali economie: prevediamo una crescita dello 0,1% t/t in Germania, Francia e Italia, mentre la Spagna dovrebbe confermare la propria sovraperformance relativa con un ritmo di espansione allo 0,4% t/t.

Le indagini di fiducia della Commissione europea, l'IFO in Germania e le rilevazioni Istat in Italia, insieme all'indice sul morale dei consumatori francesi, offriranno maggiori indicazioni sullo stato del ciclo all'inizio del 4° trimestre. I **PMI di ottobre**, pubblicati questa settimana, sono diminuiti rispetto al mese precedente ma non modificano il quadro di crescita moderatamente positiva nei mesi finali dell'anno. Le indagini hanno inoltre offerto segnali rassicuranti sui prezzi: le pressioni derivanti dall'energia restano elevate ma, almeno per il momento, il trasferimento ai prezzi core non mostra ancora segnali di ulteriore intensificazione.

In calendario anche le letture sui **prezzi al consumo di ottobre nelle principali economie dell'area euro**. **In Italia l'inflazione è attesa in aumento al 4,5% a/a**, dal 4,2% del mese precedente, **sull'indice nazionale e al 4,6% su quello armonizzato**. Il calo dei prezzi dei carburanti rispetto a settembre, grazie anche all'introduzione di tetti ai prezzi dei carburanti da parte di alcuni distributori, non dovrebbe essere sufficiente a frenare l'inflazione energetica, attesa accelerare ancora, trainata dai rincari delle tariffe di luce e gas. Le dinamiche energetiche restano il punto chiave nello spiegare l'evoluzione dei prezzi anche negli altri paesi: in **Germania** il taglio delle tasse sui carburanti dovrebbe permettere all'inflazione nazionale di scendere al 3% a/a da un precedente 3,3%, mentre in **Francia** ci attendiamo una salita al 3,2% a/a dal 3,1% di settembre.

Stati Uniti. Fed: verso una pausa "hawkish". Dopo il rialzo di 25pb di settembre, **ci attendiamo che il FOMC mantenga i tassi invariati nell'intervallo 3,75-4,00%** nella riunione del 27-28 ottobre, da interpretare come pausa hawkish piuttosto che come conclusione del ciclo restrittivo. Non si possono escludere uno o due dissensi a favore di un rialzo. I dati successivi all'ultima riunione

hanno confermato pressioni inflazionistiche ancora elevate, ma il rallentamento del mercato del lavoro e, in parte, dei consumi, insieme all'inasprimento delle condizioni finanziarie, riduce l'urgenza di interventi ravvicinati. Anche i toni della comunicazione dei membri del Comitato si sono spostati verso una maggiore **disponibilità ad attendere, senza però segnalare una svolta accomodante: la maggior parte dei partecipanti continua a ritenere appropriato almeno un secondo intervento entro fine anno**.

In Giappone, ci attendiamo che la prossima riunione della Bank of Japan del 29-30 ottobre sia interlocutoria, e che offrirà soltanto segnali su come la banca vede i rischi al rialzo sui prezzi e sugli impatti dei tassi reali sull'economia. La BoJ dovrebbe annunciare che l'inflazione target sia ormai raggiunta e che quindi ora agirà ancora più gradualmente per stabilizzarla. **Ci attendiamo tassi fermi all'1,25% il 30 ottobre e un Outlook che riconosca per la prima volta dal 2013 un'inflazione di fondo intorno al 2%**, con il rialzo all'1,50% anticipato a dicembre e un ultimo passo all'1,75% ad aprile 2027, seguito da una pausa più lunga per misurare l'effetto cumulato di sei rialzi. Il Summary of Opinions di settembre e i recenti interventi dei membri del Board descrivono una maggioranza orientata a prevenire deviazioni verso l'alto, con un ritmo trimestrale giustificato da prezzi alla produzione ancora da trasferire ai prezzi finali e da un credito che rallenta solo leggermente, ma rimane in territorio espansivo. **Le proiezioni di inflazione oscilleranno tra il 3,1% del 1° trimestre 2027 e l'1% di fine 2027 per la fine dei sussidi energetici e il taglio dell'imposta sugli alimentari**, mentre il core al netto delle misure fiscali resterà tra il 2,6% e il 2,9%, da cui l'interesse della banca a completare la normalizzazione entro la primavera. **Collochiamo il tasso neutrale tra l'1,75% e il 2,00%.** Il 2,00% potrebbe essere conseguito nel 2° semestre 2027 in caso di forti pressioni sui prezzi e una spirale prezzi-salari finora molto debole.

Nel Regno Unito, il primo Budget del Cancelliere Healey (28 ottobre) dovrebbe essere un evento fiscale di portata contenuta, con le scelte più impegnative rinviate alla Spending Review del prossimo autunno. Rendimenti più alti (decennale al 5,4%) aggiungono circa 11 miliardi di sterline l'anno agli interessi e l'inflazione energetica gonfia le prestazioni indicizzate ad un ritmo più veloce del gettito fiscale. Il margine di manovra, cioè l'avanzo corrente che l'OBR prevede nel 2029-30 oltre il pareggio imposto dalla regola e che protegge da sorprese, scenderebbe così da 24 a circa 10-15 miliardi. Le tre principali leve fiscali (debito, entrate, e spese) sono vincolate dal mercato, che mal tollererebbe, specialmente in questa fase, debito aggiuntivo, dal manifesto del governo che esclude rialzi sulle le principali imposte, e da deputati laburisti ostili ai tagli di spesa. **Ci attendiamo quindi un uso minimo di ciascuna.** Circa 10 miliardi di maggiore spesa (0,3% del PIL) tra sostegni temporanei alle bollette e investimenti in edilizia sarebbero coperti a metà da prelievi su banche, energia e digitale e a metà da nuovo debito, senza sgravi privi di copertura. L'impatto sulla crescita sarebbe trascurabile e il consolidamento (1,8% del PIL al 2030-31) proseguirebbe. **Credibilità e disciplina fiscale, più che politiche di spesa, potrebbero essere il perno del primo budget di Burnham**. Tuttavia, con tassi di interesse superiori alla crescita nominale, stabilizzare un debito vicino al 100% del PIL richiede un avanzo primario dell'1,3%, appena sotto l'1,4% programmato nel medio termine. Gli obiettivi di spese per la difesa al 3% del PIL, bilanci ministeriali erosi dall'inflazione e agenda del Premier restano ad oggi senza maggiori coperture **e il rischio di slittamenti o di maggiori spese, frequenti negli ultimi anni, è concreto**. Un Budget morigerato non intralcerebbe il percorso della BoE.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (26 – 31 ottobre) - continua

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Lun	26/10	11:00	GER	IFO (attese)		ott	90.4		90.0
		11:00	GER	IFO (sit. corrente)		ott	89.5		89.5
		11:00	GER	IFO	**	ott	89.9		89.9
Mar	27/10	09:45	FRA	Fiducia consumatori		ott	86.0		
		11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	set	3.5	%	3.6
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	set	0.3	%	
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	set	-0.1	%	0.6
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ago	2.5	%	
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ago	0.3	%	
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	set	0.684	Mln	0.660
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	ott	81.9		
Mer	28/10	09:00	GER	Fiducia consumatori		nov	-30.6		-31.0
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	1.7	%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	4.8	%	
		12:00	ITA	PPI m/m		set	2.4	%	
		12:00	ITA	PPI a/a		set	10.9	%	
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		set	-132.6	Mld $	
Gio	29/10	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		set	2.5	%	2.5
		01:30	GIA	Job to applicant ratio		set	1.2		1.2
		01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		set	2,9	(2.7) %	3.3
		01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		set	-2.4	%	1.3
		07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		ott	35.4		
		11:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	set	6.2	%	
		11:30	GB	Credito al consumo		set	2.464	Mld £	
		12:00	BEL	PIL t/t prelim		T3	0.0	%	
		12:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		set	2.0	Mld €	
		12:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	ott	97.9		97.3
		12:00	EUR	Fiducia industria		ott	-3.8		
		12:00	EUR	Fiducia consumatori finale		ott	prel -17.9		
		12:00	EUR	Fiducia servizi		ott	6.1		
		13:00	ITA	Fiducia consumatori		ott	91.2		
		13:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	ott	91.9		
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	194	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.728	Mln	
		14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T3	2.2	%	3.2
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	set	0.9	%	0.3
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	set	3.0	%	3.1
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		set	0.2	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	set	0.2	%	0.3
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	set	3.4	%	
Ven	30/10	08:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.0	%	0.1
		09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T3	0.7	%	0.6
		09:00	GER	Prezzi import a/a		set	8.3	%	
		09:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	set	-0.5	%	
		09:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	ott	3.4	%	
		09:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T3	-0.1	%	
		10:00	SPA	IPCA a/a prelim		ott	5.0	%	
		10:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T3	0.6	%	
		10:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T3	1.8	%	
		10:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	ott	12.0	x1000	
		10:55	GER	Tasso di disoccupazione		ott	6.4	%	6.4
		11:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T3	0.3	%	0.1
		11:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T3	1.0	%	
		11:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T3	1.0	%	
		11:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T3	0.2	%	0.1

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

Calendario dei dati macroeconomici (26 – 31 ottobre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Ven	30/10	12:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.6	%	0.2
		12:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T3	1.2	%	1.1
		12:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	ott	4.2	%	
		12:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	ott	0.7	%	
		12:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	ott	2.1	%	
		12:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	ott	4.2	%	
		12:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	set	6.4	%	6.4
		14:30	USA	Costo del lavoro	*	T3	0.9	%	0.8
		15:00	GER	IPCA a/a prelim	*	ott	3.3	%	3.1
		15:00	GER	IPCA m/m prelim	**	ott	0.6	%	
		15:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	ott	3.3	%	3.0
		15:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	ott	0.6	%	
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	ott	58.8		
Sab	31/10	03:30	CN	PMI composito - Caixin		ott	50.7		
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		ott	50.2		
		03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	ott	50.1		

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 (26 – 30 ottobre)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Mar	27/10	10:00	EUR		La BCE pubblica la Bank Lending Survey
Mer	28/10	19:00	USA	*	Riunione FOMC (previsione ISP: tasso fed funds a 3,75%-4,00%)
		19:30		*	Conferenza stampa di Warsh (Fed)
Gio	29/10	14:15	EUR	*	BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate a 2,50%)
		14:45	EUR	*	Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		17:00	EUR		Discorso di Kocher (BCE)
Ven	30/10	10:00	EUR	*	La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		10:00	ITA		Discorso di Panetta (BCE)
		17:00	USA		Discorso di Daly (Fed)
		17:30	USA		Discorso di Musalem (Fed)
			GIA	**	Riunione BoJ (previsione ISP: tasso a breve a 1,25%)
			SPA	*	DBRS si pronuncia sul debito sovrano della Spagna

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Mercato Immobiliare NAHB	ott	32		31	29
Licenze edilizie	set	1.403	Mln	1.388	1.400
Nuovi cantieri residenziali	set	1.288	~~(1.275)~~ Mln	1.301	1.221
Richieste di sussidio	settim	200	~~(199)~~ x1000	200	194
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.703	~~(1.71)~~ Mln	1.720	1.728
Indice anticipatore m/m	set	-0.1	%	-0.1	0.0
Markit PMI Manif. prelim.	ott	55.9		55.5	
Markit PMI Servizi prelim.	ott	58.8		58.0	
Markit PMI Composito prelim.	ott	58.4			
Fiducia famiglie (Michigan) finale	ott	46.3		46.3	

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

Fed: verso una pausa "hawkish". Dopo il rialzo di 25pb di settembre, ci attendiamo che il FOMC mantenga i tassi invariati nell'intervallo 3,75-4,00% nella riunione del 27-28 ottobre, da interpretare come pausa hawkish piuttosto che come conclusione del ciclo restrittivo. Non si possono escludere uno o due dissensi a favore di un rialzo. I dati successivi all'ultima riunione hanno confermato pressioni inflazionistiche ancora elevate, ma il rallentamento del mercato del lavoro e, in parte, dei consumi, insieme all'inasprimento delle condizioni finanziarie, riduce l'urgenza di interventi ravvicinati. Anche i toni della comunicazione dei membri del Comitato si sono spostati verso una maggiore disponibilità ad attendere, senza però segnalare una svolta accomodante: la maggior parte dei partecipanti continua a ritenere appropriato almeno un secondo intervento entro fine anno.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	ott	-12.1			
EUR	Fiducia consumatori flash	ott	-16.8	~~(-16.5)~~	-17.0	-17.9
EUR	PMI servizi prelim	ott	53.0		52.5	51.7
EUR	PMI composito prelim	ott	53.1		52.7	51.9
EUR	PMI manifatturiero prelim	ott	52.9		52.7	52.4
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	ott	101.0		101.0	105.0
FRA	PMI servizi prelim	ott	51.2		50.7	48.4
FRA	PMI manifatturiero prelim	ott	50.6		50.5	49.3
GER	PPI a/a	set	4.6	%	6.2	6.7
GER	PPI m/m	set	1.1	%	1.5	+1.9
GER	ZEW (Sit. corrente)	ott	-47.1		-45.0	-35.9
GER	ZEW (Sentiment econ.)	ott	34.7		30.0	28.1
GER	PMI servizi prelim	ott	52.9		52.5	51.7
GER	PMI manifatturiero prelim	ott	53.9		53.5	54.2
ITA	Bilancia commerciale (totale)	set	1.8	Mld €		
ITA	Bilancia commerciale (UE)	set	-0.3	Mld €		

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

Area euro: La Belle e la Dette - Una storia franco-italiana. Italia e Francia presentano vulnerabilità macroeconomiche e fiscali di natura diversa. Dopo la pandemia, l'economia italiana ha registrato una dinamica relativamente favorevole, sostenuta soprattutto dall'occupazione, pur continuando a risentire della debole produttività e dell'invecchiamento demografico. La Francia conserva un vantaggio in termini di produttività e reddito pro-capite. Sul piano fiscale, all'elevato stock di debito italiano si contrappongono i persistenti disavanzi primari francesi. In entrambi i paesi, l'aumento della spesa per interessi restringerà i margini di bilancio, rendendo centrale la capacità di definire e attuare strategie fiscali pluriennali credibili.

BCE: tassi invariati, attesa per i possibili segnali sulle turbolenze di mercato. Non si prevedono variazioni dei tassi ufficiali alla prossima riunione di politica monetaria della BCE, ma Lagarde potrebbe segnalare che un rialzo è possibile a dicembre, a meno di sviluppi particolarmente favorevoli sul fronte dei prezzi. Riguardo alle turbolenze di mercato, riteniamo che la BCE si limiterà a ribadire la disponibilità del TPI, ma che dovrebbe valutare se iniziare ad attivarlo.

BCE: dalle parole al segnale. Si possono utilizzare agenti IA per estrarre dalle dichiarazioni pubbliche dei membri del Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea informazioni utili per prevedere l'esito delle riunioni di politica monetaria e sintetizzabili in un indice quantitativo. Tutto ciò con basso impegno di risorse e a costi molto contenuti.

Eurozona: i PMI perdono slancio. Il PMI composito dell'Eurozona è sceso a 51,9 a ottobre, segnalando un rallentamento dell'espansione all'inizio del 4° trimestre, ma resta coerente con una crescita moderatamente positiva. La manifattura decelera ma continua a mostrare indicazioni favorevoli, mentre i servizi perdono slancio. I rincari energetici hanno accelerato la crescita dei costi nell'industria, ma il trasferimento sui prezzi di vendita rimane parziale; nei servizi, invece, rallentano sia i prezzi pagati sia quelli ricevuti. Le pressioni sui listini derivanti dall'energia restano elevate ma, almeno per il momento, il trasferimento ai prezzi core non mostra ancora segnali di ulteriore intensificazione.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	set	-1111.9	Mld ¥ JP	-181	-536.6
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	set	1.7	%	2.1	2.1
CPI (naz.) a/a	set	1.9	%		2.1
PMI manifatturiero prelim	ott	54.1			53.3

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

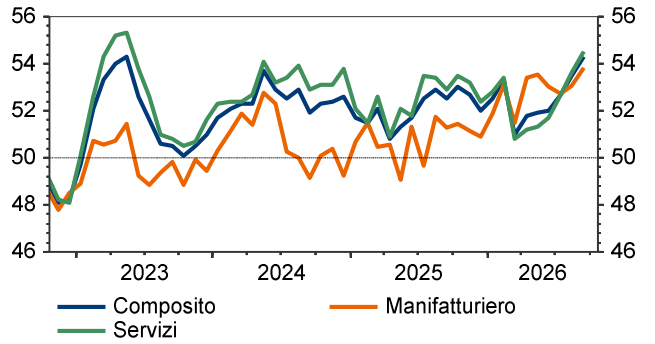
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T3	0.9	%	1.1	+1.2
PIL cumulato a/a	T3	4.7	%		4.6
PIL a/a	T3	4.3	%	4.4	+4.5
Produzione industriale cumulata a/a	set	5.3	%		5.3
Vendite al dettaglio cumulate a/a	set	1.1	%		1.13
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	set	-7.2	%	-7.3	-7.2
Produzione industriale a/a	set	5.2	%	5.5	5.5
Vendite al dettaglio a/a	set	0.4	%	0.6	1.1
Tasso prime rate a 1 anno	ott	3.0	%		3.0
Tasso prime rate a 5 anni	ott	3.5	%		3.5

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

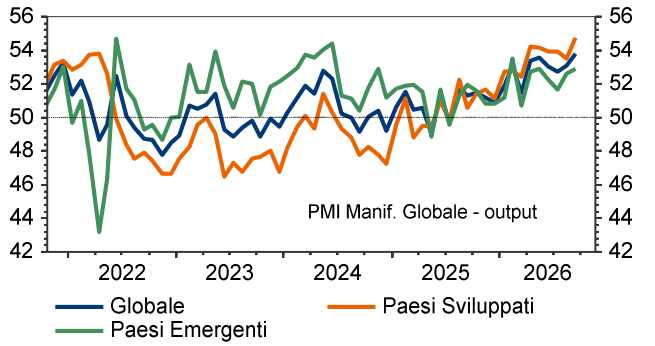
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



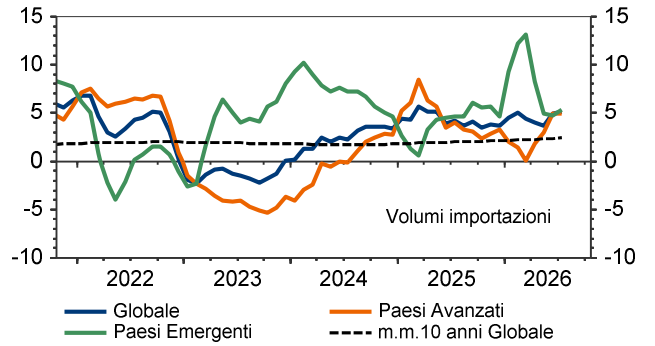
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



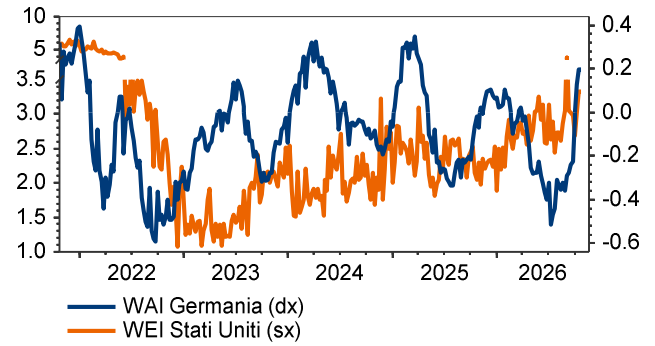
Fonte: S&P Global

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



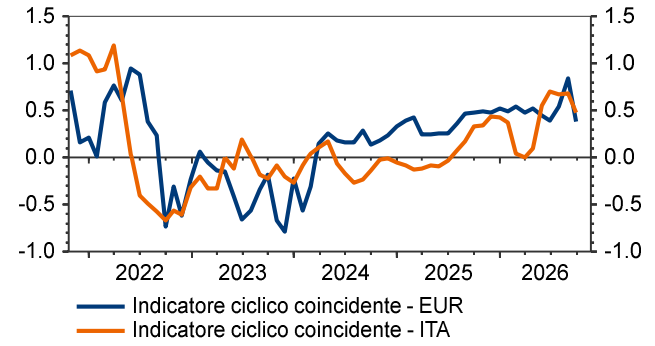
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



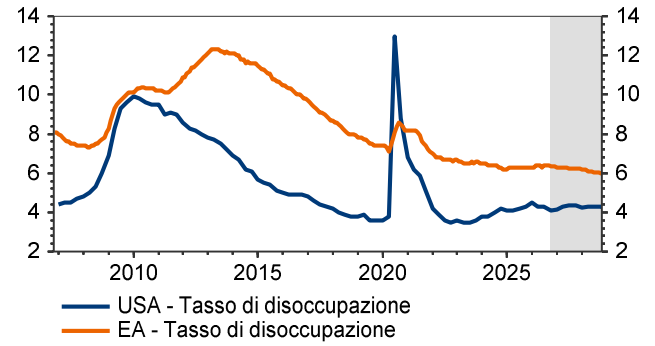
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

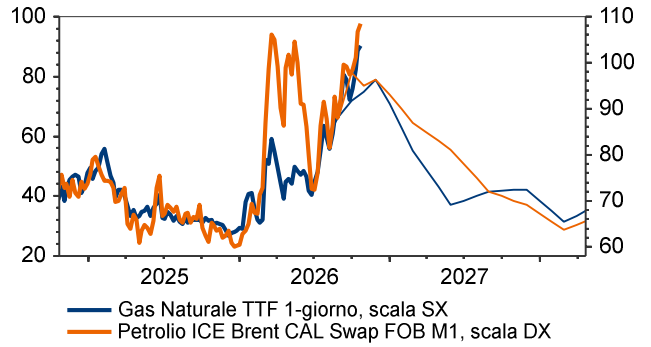
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

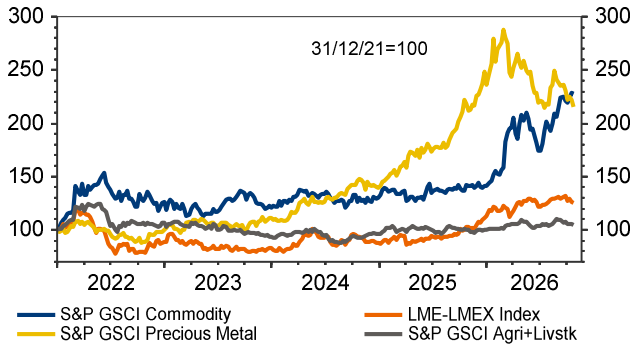
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



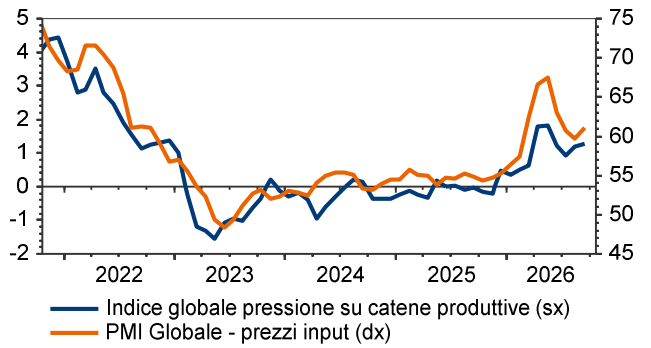
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



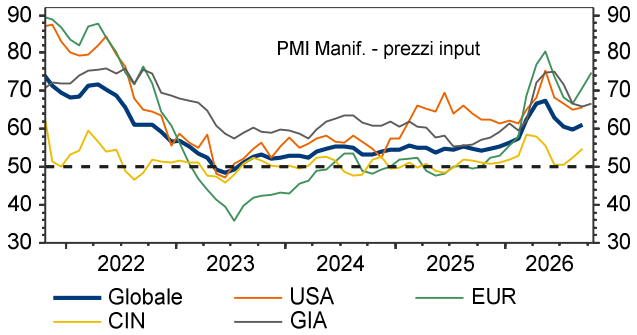
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



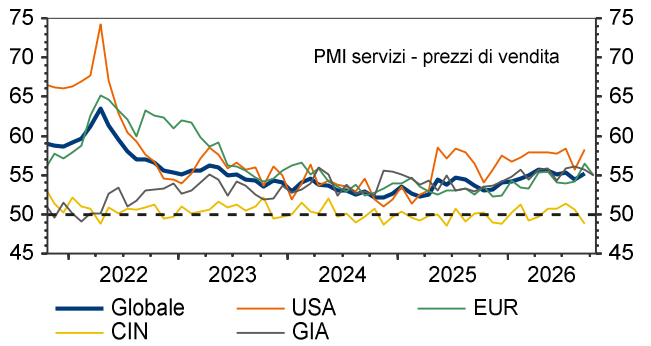
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



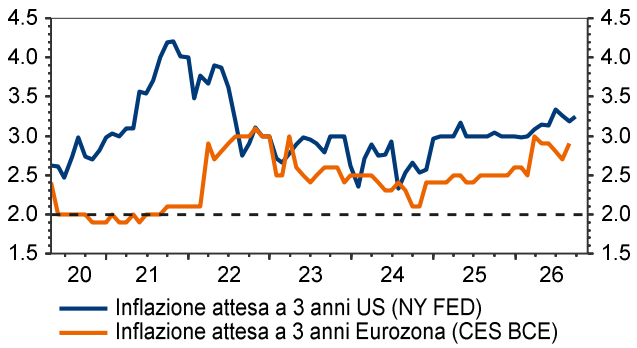
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

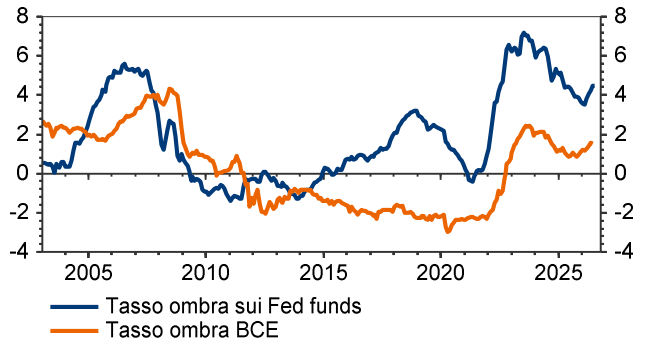
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

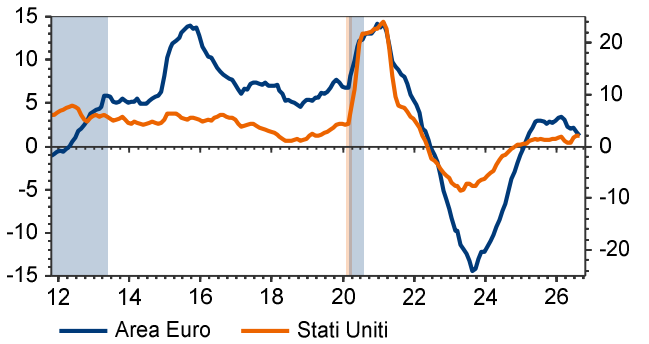
Condizioni Finanziarie

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



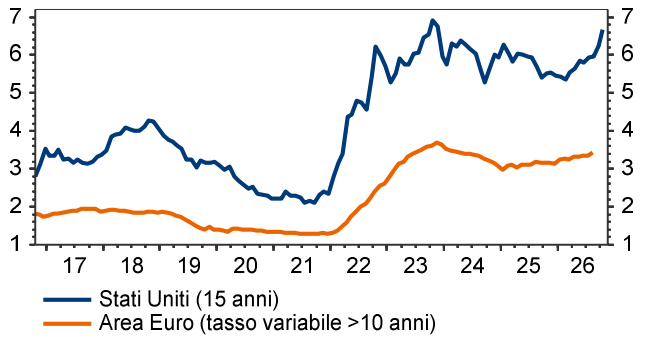
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



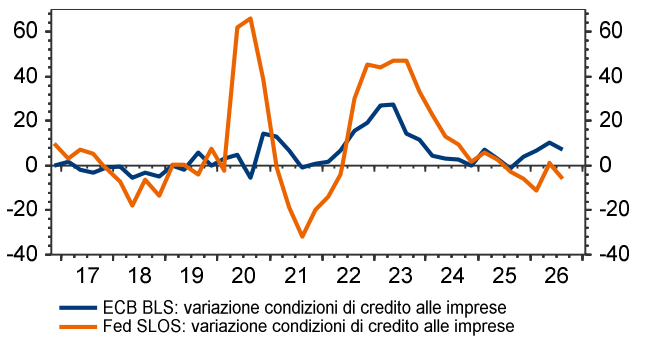
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



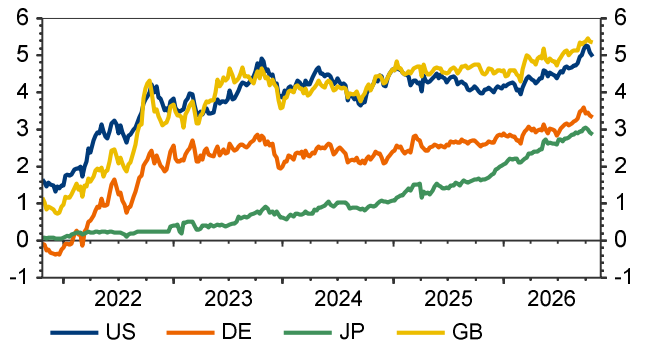
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



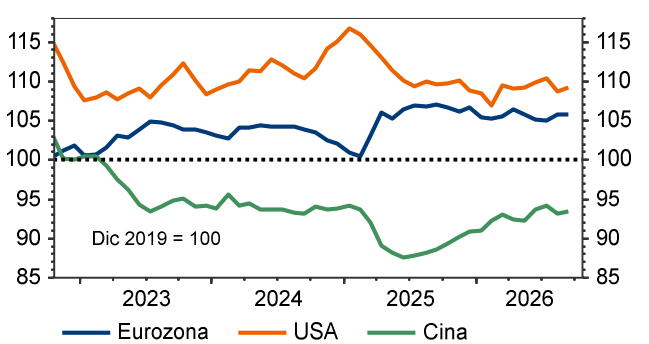
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

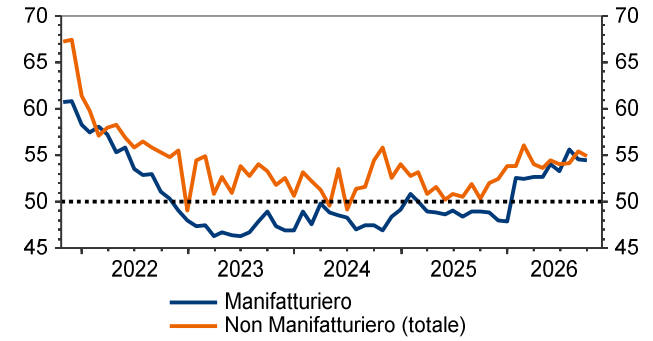
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

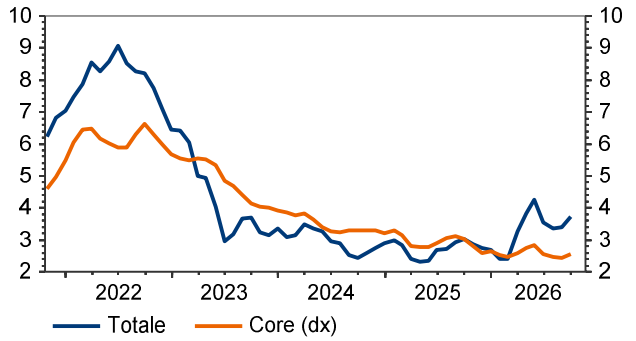
Stati Uniti

Indagini ISM



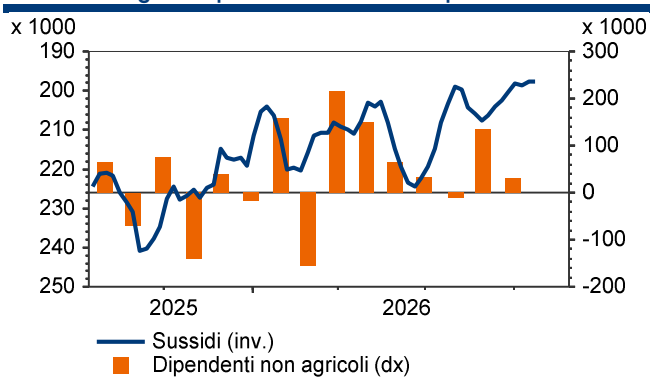
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



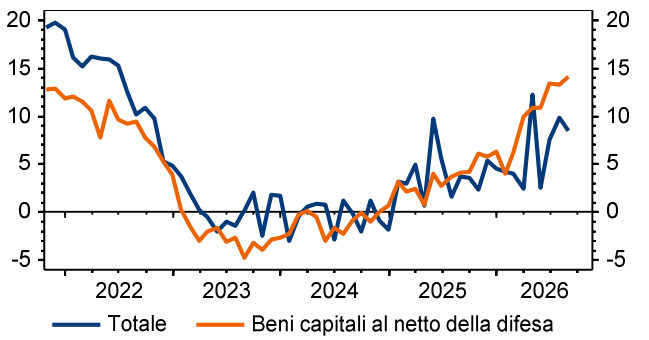
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

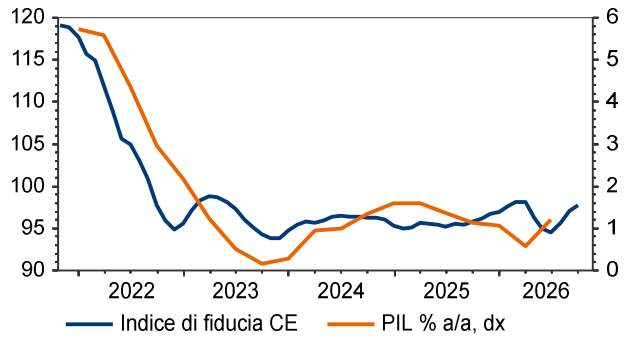
Previsioni

	2025	2026	2027	2025 T4	2026 T1	2026 T2	2026 T3	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 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	-3.8								
Deficit pubblico (% PIL)	**-7.4**	-7.3	-6.5								
Debito pubblico (% PIL)	**136.9**	135.6	135.9								
CPI (a/a)	**2.7**	3.4	2.4	**2.7**	**2.7**	**3.9**	**3.5**	3.5	3.2	2.2	2.2
Produzione industriale	**1.1**	1.6	2.0	**-0.5**	**0.3**	**1.2**	**0.7**	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	4.3

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

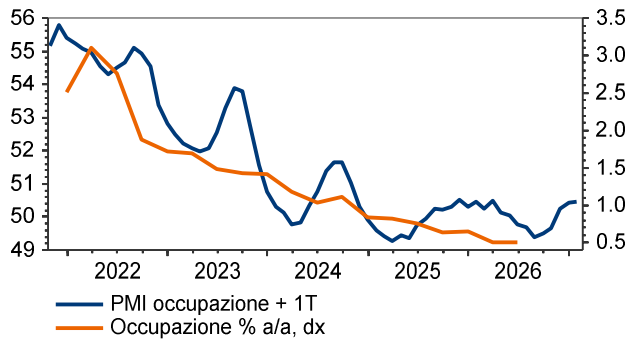
Area euro

PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, S&P Global

Previsioni di inflazione, anno corrente

	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	INDICI IPCA ex tob	Var. % a/a IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
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**	**104.3**	**3.8**	**2.2**	**2.5**	**3.8**
ott-26	105.0	103.2	103.5	104.9	4.2	2.2	2.5	4.1
nov-26	104.7	102.9	103.1	104.6	4.3	2.3	2.6	4.2
dic-26	105.1	103.2	103.5	105.0	4.4	2.4	2.6	4.3
Media	**103.2**	**102.2**	**102.4**	**103.1**	**3.2**	**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

	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	INDICI IPCA ex tob	Var. % a/a IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-27	104.4	102.5	102.5	104.3	4.4	2.5	2.7	4.3
feb-27	104.9	103.1	103.2	104.8	4.2	2.5	2.7	4.1
mar-27	105.5	104.0	104.2	105.4	3.5	2.6	2.8	3.4
apr-27	106.1	104.7	105.0	106.0	3.0	2.5	2.6	2.9
mag-27	106.2	105.0	105.3	106.1	3.0	2.5	2.5	2.9
giu-27	106.2	105.2	105.5	106.1	3.1	2.5	2.5	3.0
lug-27	106.1	105.2	105.4	106.0	2.8	2.6	2.5	2.7
ago-27	106.2	105.4	105.7	106.1	2.4	2.6	2.5	2.3
set-27	106.3	105.6	105.8	106.2	1.9	2.6	2.4	1.8
ott-27	106.8	105.9	106.1	106.6	1.7	2.6	2.4	1.6
nov-27	106.3	105.5	105.6	106.1	1.5	2.5	2.4	1.4
dic-27	106.6	105.6	105.8	106.3	1.4	2.4	2.3	1.3
Media	**106.0**	**104.8**	**105.0**	**105.8**	**2.7**	**2.5**	**2.5**	**2.6**

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.

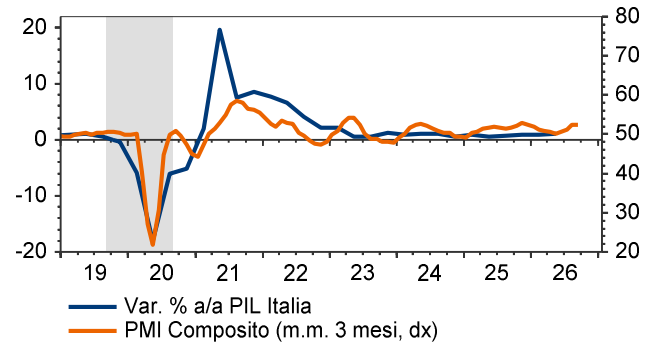
Previsioni

	2025	2026	2027	2025 T4	2026 T1	T2	T3	T4	2027 T1	T2	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
- t/t				**0.2**	**-0.0**	**0.6**	0.2	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
Investimenti fissi	**2.9**	0.8	1.5	**0.7**	**-0.2**	**-0.1**	0.4	0.3	0.3	0.5	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
Esportazioni	**1.9**	2.2	2.4	**0.4**	**-0.6**	**3.4**	-0.7	0.6	0.5	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
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
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	2.7	**2.1**	**2.0**	**3.0**	**3.3**	4.2	4.0	3.1	2.3
Produzione industriale (a/a)	**1.7**	-0.8	0.7	**1.9**	**-1.9**	**-0.0**	-0.5	-0.7	0.5	0.1	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
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

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

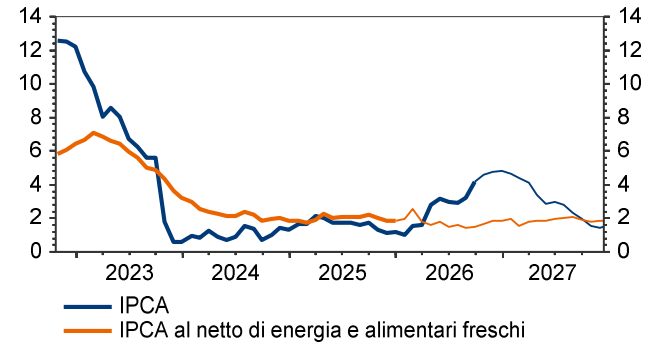
Italia

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	**104.9**	**104.6**	**104.3**	**104.3**	**4.2**	**4.2**	**4.1**	**4.1**
ott-26	105.2	104.6	104.6	104.4	4.6	4.5	4.5	4.4
nov-26	105.1	104.5	104.7	104.6	4.7	4.7	4.8	4.7
dic-26	105.3	104.8	104.9	104.8	4.8	4.8	4.8	4.7
Media	**103.1**	**103.2**	**103.0**	**103.0**	**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	104.1	105.1	105.1	105.0	4.7	4.7	4.7	4.6
feb-27	104.4	105.5	105.4	105.3	4.4	4.4	4.4	4.4
mar-27	105.9	105.7	105.7	105.6	4.1	4.1	4.1	4.0
apr-27	106.8	106.1	106.0	105.9	3.4	3.3	3.3	3.3
mag-27	106.6	106.0	105.7	105.7	2.9	2.8	2.8	2.8
giu-27	106.7	106.0	105.7	105.6	3.0	2.8	2.8	2.7
lug-27	105.5	106.2	105.9	105.9	2.8	2.7	2.7	2.7
ago-27	105.1	106.3	106.1	106.0	2.3	2.3	2.3	2.2
set-27	107.0	106.4	106.1	106.0	2.0	1.8	1.7	1.6
ott-27	106.9	106.2	106.1	105.8	1.5	1.5	1.4	1.4
nov-27	106.5	106.2	106.2	106.1	1.4	1.5	1.5	1.4
dic-27	107.0	106.4	106.4	106.3	1.6	1.5	1.4	1.4
Media	**106.0**	**106.0**	**105.9**	**105.8**	**2.8**	**2.8**	**2.8**	**2.7**

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	2.8	**1.2**	**1.4**	**3.0**	**3.4**	4.7	4.4	3.1	2.4
Produzione industriale (a/a)	**-0.3**	0.0	0.4	**1.2**	**0.4**	**0.5**	-0.2	-0.5	0.1	0.0	0.8
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

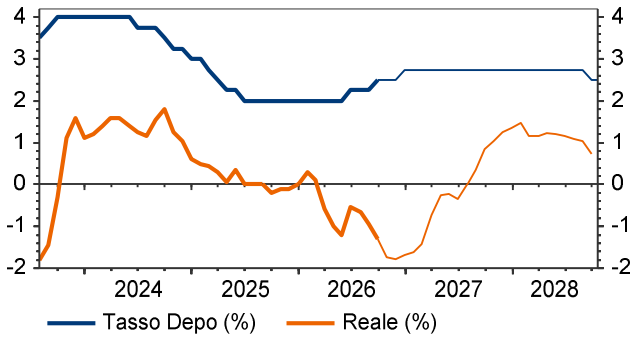
	mar	giu	set	22/10	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.00	2.25	2.50	**2.50**	2.75	2.75	2.75	2.75
Euribor 1m	1.89	2.20	2.50	**2.45**	2.60	2.73	2.70	2.69
Euribor 3m	2.08	2.32	2.62	**2.67**	2.80	2.84	2.79	2.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

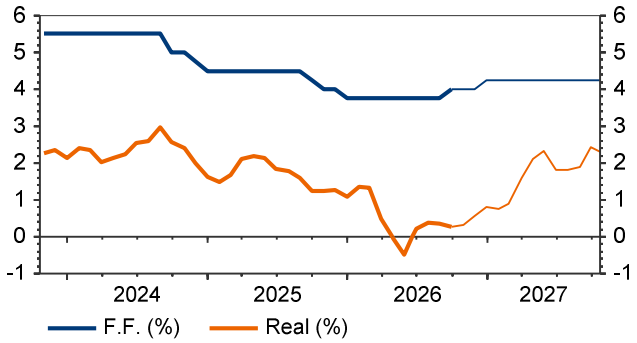
Stati Uniti

	mar	giu	set	22/10	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



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

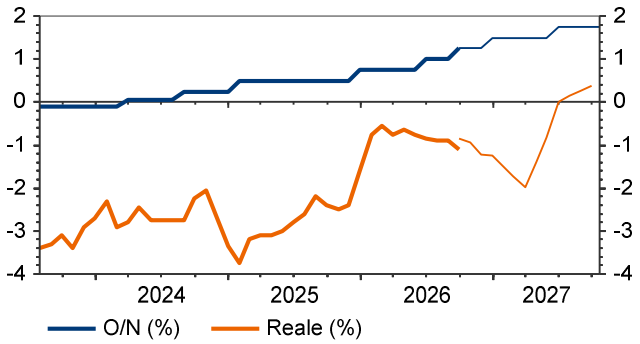
	mar	giu	set	22/10	dic	mar	giu	set
O/N target	0.75	1.00	1.25	**1.25**	1.50	1.50	1.75	1.75
OIS 3m	0.86	0.99	1.30	**1.31**	1.52	1.52	1.77	1.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

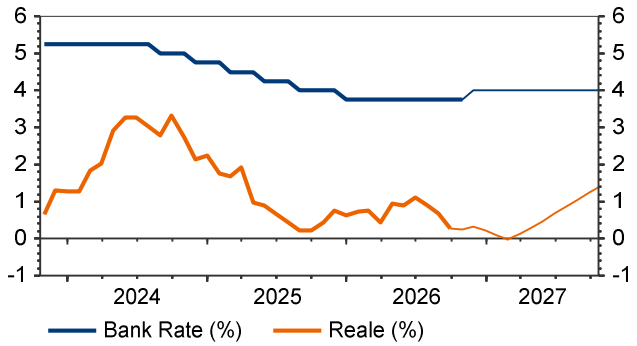
Regno Unito

	mar	giu	set	22/10	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	**4.00**	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



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	23/10	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4	2028 T1	2028 T2	2028 T3
EUR/USD	1.1198	1.13	1.12	1.13	1.13	1.14	1.15	1.15	1.16
USD/JPY	156.57	159	160	160	160	159	157	155	153
GBP/USD	1.3381	1.32	1.32	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31
USD/CAD	1.4001	1.42	1.42	1.42	1.42	1.41	1.41	1.39	1.38
AUD/USD	0.7012	0.70	0.71	0.71	0.71	0.72	0.72	0.72	0.72
NZD/USD	0.5685	0.60	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.65	0.65
USD/CHF	0.8216	0.81	0.83	0.82	0.82	0.82	0.81	0.81	0.80
EUR/SEK	11.1245	11.19	11.04	10.88	10.71	10.56	10.43	10.36	10.30
EUR/NOK	10.4540	11.27	10.61	10.56	10.52	10.48	10.43	10.38	10.31

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Riccardo Bellesia	riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Alessia Gavazzi	alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com