INTESA SANPAOLO

Macro

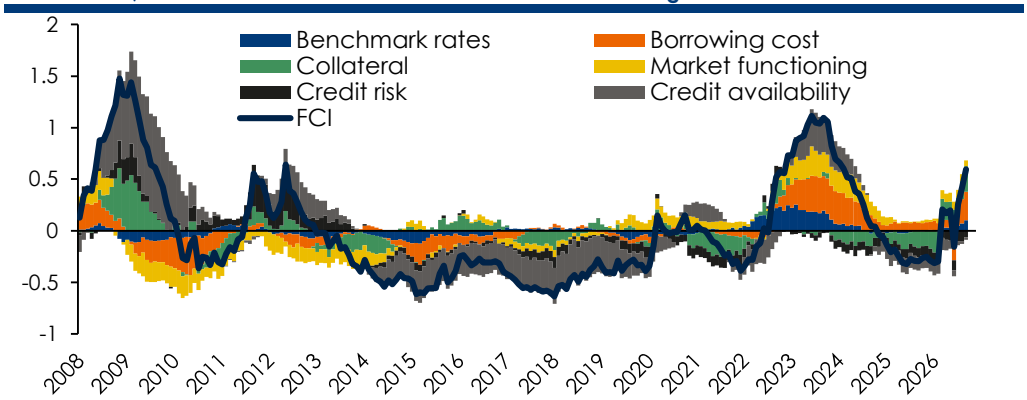
Weekly Economic Monitor

Il punto

La settimana delle banche centrali si è conclusa, come previsto, con tassi invariati da parte di Fed, BCE e BoJ, e con indicazioni lievemente meno hawkish di quanto atteso, non tali però a nostro avviso da mettere in dubbio nuovi rialzi dei tassi a dicembre (mentre l'asticella per vedere interventi successivi sembra essersi alzata). I dati sul PIL sono stati superiori alle attese sia negli Stati Uniti che nell'area euro, dove sta emergendo una divergenza ciclica, spiegata principalmente da opposti orientamenti di politica fiscale, tra Germania e Francia. La settimana prossima l'attenzione nell'Eurozona sarà sul dato di inflazione di ottobre (atteso al 4%) e negli Stati Uniti su elezioni di mid-term ed employment report.

Nell'**area euro**, la **BCE** ha lasciato invariati i tassi di interesse, senza fornire indicazioni preventive sulle future decisioni di politica monetaria. Da un lato, inflazione di fondo, salari e aspettative di lungo termine restano relativamente stabili, e il recente irrigidimento delle condizioni di finanziamento è un elemento che potrebbe limitare la necessità di ulteriori interventi sui tassi; d'altro canto, permangono rischi legati all'aumento dei prezzi energetici e alla trasmissione dello shock energetico all'economia. Non sono state annunciate misure specifiche per contrastare le tensioni sui mercati dei titoli di Stato (resta disponibile il TPI, che potrà essere attivato in caso di gravi problemi nella trasmissione della politica monetaria). A nostro giudizio, **la BCE dovrebbe annunciare un nuovo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre**, proseguendo con il graduale adattamento dei tassi di interesse nominali all'aumento dell'inflazione, che nel nostro scenario centrale raggiungerà un picco sopra il 4% tra fine anno e inizio 2027. I tassi BCE potrebbero restare fermi soltanto in caso di risoluzione della crisi del Golfo dopo le elezioni americane, o qualora si osservasse un drastico peggioramento dell'attività economica o un'estensione delle turbolenze finanziarie tale da irrigidire significativamente le condizioni finanziarie nell'Eurozona. **L'elemento più rilevante della riunione è stato l'annuncio delle dimissioni di Christine Lagarde** dalla presidenza della BCE con decorrenza 7 febbraio 2027, otto mesi prima della scadenza naturale del mandato. L'anticipo è probabilmente legato alla volontà di assicurare che il successore sia nominato prima delle elezioni presidenziali francesi del prossimo anno. La procedura per la nomina del successore prevede una raccomandazione dell'Ecofin al Consiglio europeo, che decide a maggioranza qualificata con la partecipazione dei soli Stati membri che hanno adottato l'euro; il Consiglio avvia anche una consultazione formale del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE in merito alla nomina. **Nelle**

Il nostro indice proprietario riporta un deciso inasprimento delle condizioni finanziarie in senso lato nell'Eurozona, trainato dall'aumento del costo del credito e dei tassi governativi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

30 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

precedenti occasioni, il processo ha richiesto almeno tre mesi. La stampa indica Hernández de Cos e Knot tra i possibili successori. Considerando il modo in cui vengono prese le decisioni nella BCE e il numero dei componenti dell'organo decisionale, tuttavia, la figura del presidente è meno rilevante di quanto si possa immaginare per la determinazione del posizionamento della politica monetaria.

Sul fronte congiunturale, i dati sul PIL del 3° trimestre hanno mostrato un'ampia divergenza tra la Germania, che ha sorpreso al rialzo con un'espansione di 0,2% t/t (quarto trimestre consecutivo di crescita), **e la Francia**, che ha registrato una contrazione dell'attività economica per il 2° trimestre negli ultimi tre; l'Italia ha visto una stagnazione mentre continua a sovraperformare la Spagna (0,6% t/t da 0,7% nei tre mesi precedenti). Nel complesso, **il PIL dell'area euro è cresciuto di 0,4% t/t dopo lo 0,6% t/t dei tre mesi precedenti**, ma, escludendo l'Irlanda che ha contribuito per circa due decimi, la crescita nell'Eurozona ha decelerato, in linea con le nostre attese, da 0,3% a 0,2% t/t.

Le indagini di fiducia di ottobre hanno confermato un quadro di tenuta del morale delle imprese, a fronte di un maggiore pessimismo da parte delle famiglie. In **Germania**, l'indice **IFO** è salito per il sesto mese consecutivo, su livelli compatibili con un ritmo di crescita moderato del PIL a fine anno. L'indice **GfK** sulla fiducia dei consumatori, secondo la rilevazione preliminare di novembre, è invece diminuito a sorpresa, seppure soltanto marginalmente, per il secondo mese di fila, a -30,8 da -30,6, ai minimi da maggio e ben al di sotto della media degli ultimi 20 anni (-1,4). In **Italia**, la fiducia delle famiglie è scesa ai minimi da quasi quattro anni, mentre quella delle imprese è risalita dopo il calo del mese scorso, trainata dai servizi. In sintesi, nelle principali economie dell'area euro, **a fronte di un'inattesa tenuta della manifattura, si intensificano i rischi al ribasso per i consumi a cavallo dell'anno**, appesantiti dal rinnovato aumento delle pressioni inflazionistiche. **L'indice composito ESI della Commissione Europea è sceso per il secondo mese (più del previsto**, da 97,5 a 96,9), evidenziando un peggioramento diffuso del morale delle famiglie e delle imprese con la sola eccezione del settore industriale (ai massimi da tre anni e mezzo); l'indagine mostra un aumento delle aspettative sui prezzi in tutti i principali comparti: sebbene gli indici rimangano inferiori ai picchi raggiunti dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente, si nota una maggiore diffusione delle pressioni (quasi il 70% dei 68 settori considerati segnala un aumento delle aspettative sui prezzi rispetto al mese precedente).

I dati nazionali comunicati sinora sui prezzi al consumo nell'Eurozona hanno visto sorprese al rialzo in Francia e, soprattutto, in Italia, dove l'inflazione è balzata sopra il 5% ai massimi da oltre tre anni, **mentre viceversa si è visto un rallentamento marginale in Spagna** (da 5% a 4,9% a/a) **e, in maggior misura, in Germania** (da 3,3% a 2,8% a/a). Sulla base di questi dati, **l'inflazione Eurozona dovrebbe essere salita al 4% a/a a ottobre**, dal 3,8% di settembre (il dato sarà comunicato da Eurostat mercoledì 4 novembre).

Un discorso a parte merita la **Francia**, appesantita dalla contemporanea presenza di incertezza politica, proteste sociali, rinnovate pressioni inflazionistiche e prospettive di restrizione fiscale. Nel 3° trimestre il PIL è calato a sorpresa di -0,1% t/t dopo la stabilità del trimestre precedente (e dopo la contrazione già vista a inizio anno, di due decimi). La fiducia dei consumatori è crollata a sorpresa da 85 a 80, toccando il livello più basso dal 2013, quando il paese si trovava nel mezzo di un difficile percorso di consolidamento fiscale, in un contesto congiunturale fragile che sfociò in tensioni sociali (la situazione attuale appare ancora più complessa); la spesa per consumi si è contratta a sorpresa di -0,5% m/m per il secondo mese consecutivo a settembre, e l'inflazione è salita ancora più del previsto a ottobre, al 3,4% a/a, dal 3,1% precedente (3,8% a/a da 3,4% su base armonizzata). **In questo contesto congiunturale difficile, si apre una settimana di importanti voti parlamentari**. La scorsa settimana l'Assemblea nazionale ha bocciato la parte relativa alle entrate del PLFSS 2027, determinando il rigetto dell'intero testo, ora esaminato dal Senato nella versione originale. Il prossimo 3 novembre è invece previsto il voto solenne sulla parte relativa alle

entrate del PLF 2027. L'esame parlamentare ha già portato alla cancellazione di alcune misure importanti contenute nel testo originario, tra cui la proroga della tassazione straordinaria sugli utili delle grandi imprese, e un esito negativo del voto del 3 novembre viene ormai considerato altamente probabile. In tal caso, il testo passerebbe al Senato nella sua versione originaria, prima di tornare all'Assemblea nazionale, passando per una commissione bicamerale, per le successive letture. Si riduce quindi ulteriormente la probabilità che il bilancio venga approvato attraverso il normale iter parlamentare: si andrebbe a configurare uno scenario in cui il Governo debba ricorrere all'articolo 49.3, ma soltanto quando riterrà di poter superare un'eventuale mozione di censura. In alternativa, qualora il Parlamento non si pronunciasse in maniera definitiva entro il termine costituzionale di 70 giorni (ovvero entro il 10 dicembre), l'esecutivo potrebbe mettere in vigore il budget tramite *ordonnances*. Si tratterebbe di una procedura mai utilizzata per il bilancio durante la V Repubblica, e quindi potenzialmente portatrice di rilevanti incognite giuridiche e politiche.

Negli **Stati Uniti**, il FOMC di ottobre si è concluso, come atteso, con tassi invariati, ma la decisione non è stata unanime: Cook e Hammack hanno votato a favore di un ulteriore aumento di 25pb. Il comunicato rafforza la valutazione sulla crescita, ma segnala al tempo stesso la volontà di attendere ulteriori evidenze prima di valutare la prossima mossa. In conferenza stampa Warsh ha riconosciuto che la stretta introdotta a settembre sta iniziando a trasmettersi alle condizioni finanziarie e che alcune misure dell'inflazione e delle aspettative si stanno muovendo nella direzione desiderata, pur ribadendo che le pressioni sui prezzi restano elevate. Interpretiamo la decisione come una pausa "hawkish" coerente con una gestione graduale del ciclo di rialzi. **Manteniamo quindi la previsione di un aumento di 25pb a dicembre**. Dopo il FOMC, le aspettative di mercato di ulteriori rialzi dei tassi si sono in parte ridimensionate rispetto ai livelli pre-meeting: ad oggi, quanto emerso dai dati e dal FOMC non pare coerente con un'ulteriore pausa a dicembre; tuttavia, la soglia per vedere nuovi rialzi nel 2027 appare leggermente più elevata.

Sempre negli Stati Uniti, il PIL è accelerato più del previsto nel 3° trimestre (al 3,4% t/t annualizzato), sostenuto da consumi ancora forti, dal ciclo di investimenti legati alle infrastrutture per l'IA e da un aumento della spesa pubblica (in parte di natura contabile). Un apporto negativo (di oltre tre punti percentuali) è invece venuto dal commercio estero, visto il balzo delle importazioni (+19,7%, sostenute da beni capitali, computer e periferiche). Le vendite finali ad acquirenti domestici privati, la misura di domanda sottostante preferita dalla Fed, sono aumentate del 4,9% t/t ann., dal 4,6% precedente. **Tuttavia, la transizione al 4° trimestre si presenta meno favorevole**: a settembre la spesa personale è aumentata dello 0,5% m/m a prezzi correnti, ma è rimasta ferma in termini reali; il reddito disponibile reale è diminuito di -0,3% e il tasso di risparmio è tornato a calare di due decimi al 3,8%. La sorpresa al rialzo sul 3° trimestre ci induce a **rivedere la crescita media 2026 al 2,3%, dal 2,1%; nel 4° trimestre prevediamo tuttavia un rallentamento su base congiunturale**, con consumi meno dinamici e un minore contributo di scorte e spesa pubblica.

I deflatori PCE di settembre sono risultati sostanzialmente in linea con le attese, ma la composizione conferma pressioni ancora elevate in alcune categorie. L'indice headline è aumentato dello 0,49% m/m, contro lo 0,51% previsto, portando la variazione annua al 3,6% dal 3,4% precedente. La componente core è cresciuta dello 0,32% m/m, poco sotto lo 0,34% atteso, e del 3,1% a/a, dal 3,0%. Le pressioni sui beni core sono rimaste moderate mentre i servizi al netto di energia e abitazione sono rincarati dello 0,4% m/m con rialzi nei trasporti, nei servizi finanziari, nella ristorazione e nei servizi ricreativi.

La settimana prossima l'appuntamento principale negli Stati Uniti sarà rappresentato dalle elezioni di metà mandato del 3 novembre, che rinnoveranno l'intera Camera e 35 seggi del Senato. Una Camera democratica determinerebbe il ritorno a un governo diviso, riducendo lo spazio per nuove iniziative legislative repubblicane e aumentando il peso dei negoziati sul

finanziamento del governo, sul tetto del debito e sull'attuazione dei tagli al welfare. La Casa Bianca manterrebbe invece ampi margini su dazi, immigrazione, deregolamentazione e politica estera. Il primo banco di prova sarà il rifinanziamento del governo entro l'11 dicembre, mentre il tetto del debito potrebbe tornare rilevante dalla metà del 2027. Per un'analisi più articolata si rimanda al nostro Focus "Elezioni di midterm: verso un governo diviso?". Le indicazioni preelettorali favoriscono i Democratici: l'ultimo sondaggio NPR/PBS News/Marist li vede avanti 52% a 44% nel voto nazionale, mentre la mappa di consenso di 270toWin assegna loro 220 seggi alla Camera, contro 196 repubblicani e 19 ancora incerti; al Senato la medesima fonte attribuisce 49 seggi all'area democratica, inclusi 2 indipendenti, contro 46 repubblicani e 5 incerti.

Sul fronte dei dati economici, l'attenzione si concentrerà sull'employment report di ottobre, in calendario venerdì 6. La creazione di nuovi occupati è attesa rimanere contenuta, attorno a 55 mila unità dopo le 29 mila di settembre; il tasso di disoccupazione è visto stabile al 4,2%; i salari dovrebbero invece accelerare di due decimi allo 0,3% m/m. In sostanza, il dato potrebbe confermare che il mercato del lavoro è ancora in regime di "low hire-low fire". **Indicazioni sul ritmo di crescita dell'attività economica e sulle pressioni sui costi arriveranno dagli indici ISM**, attesi entrambi poco variati (il manifatturiero a 54,7 da 54,5, i servizi a 54,7 da 54,9) ma con indicazioni sui prezzi pagati ancora molto elevate (attese a 77,5 da 77,9 nel manifatturiero e a 75 da 74 nei servizi, con rischi al rialzo a nostro avviso). Infine, venerdì 6 sarà pubblicata anche la **stima preliminare di novembre della fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan, attesa in calo** a 47,3 da 48 di ottobre; si potrebbe registrare un ulteriore aumento delle aspettative d'inflazione, già salite in ottobre al 4,7% a un anno e al 3,5% sull'orizzonte a 5-10 anni.

Nel Regno Unito, il primo Budget di Healey è una manovra di portata modesta, che rinvia al 2027 le scelte più controverse. Nel 2026-27 la spesa aumenta di 6 miliardi (lo 0,2% del PIL) per aiuti temporanei contro il caro-bollette. Dal lato delle entrate, la manovra evita le grandi basi imponibili escluse dal programma elettorale, come aliquote sul reddito, contributi e IVA, e concentra gli sforzi su basi ristrette: sovrattassa bancaria temporanea, minori ammortamenti, due punti aggiuntivi in più su affitti e risparmio e una tassazione più severa di distribuzioni societarie e fondi sovrani esteri; il contributo maggiore arriva però dal recupero dell'evasione, incluso il pagamento anticipato dell'autotassazione. **Il consolidamento fiscale implicito resta affidato al congelamento di detrazioni e scaglioni**, che in contesto di inflazione elevata porta la pressione fiscale al massimo storico, e il grosso della restrizione è spostato verso la fine dell'orizzonte previsivo. **Le scelte difficili (difesa al 3% del PIL, assistenza agli anziani, bilanci ministeriali erosi dall'inflazione) slittano alla Spending Review del 2027, il che solleva dei dubbi sulla loro implementazione.** Nel nuovo quadro governativo, il deficit scende dal 4,4% del PIL nel 2025-26 al 4,2% nel 2026-27 e al 3,4% nel 2027-28 (mezzo punto sopra le stime di marzo), fino all'1,8% nel 2030-31 (1,6% a marzo) e il debito sale al 97,3% del PIL nel 2028-29, prima di moderare al 95,9% nel 2030-31 (95,1% a marzo). **Ci aspettiamo un impatto marginale sulla crescita del PIL**, che è attesa rallentare nel 2027 per la trasmissione ritardata di rincari energetici e aumenti dei tassi (l'Office for Budget Responsibility, che accompagna il budget, ha tagliato la crescita 2027 all'1% dall'1,6% di marzo).

La settimana prossima, un rialzo del tasso ufficiale al 4% da parte della Banca d'Inghilterra appare largamente scontato. Già a settembre si erano registrati 3 dissensi a favore di un rialzo (da parte di Pill, Greene e Mann), e il governatore Bailey e i due vice Lombardelli e Ramsden, sulla base delle dichiarazioni recenti, paiono poco inclini ad attendere evidenze di effetti di seconda battuta prima di decidersi a iniziare un ciclo restrittivo; voci contrarie potrebbero arrivare da Taylor e Dhingra. A settembre l'inflazione è salita al 3,5% a/a dal 3,1% di agosto sulla scia dei rincari dei carburanti (+29,8% a/a), mentre gli effetti indiretti dello shock energetico restano contenuti: i prezzi al consumo nel settore alimentare sono fermi all'1,3% a/a, e la risalita dell'inflazione nei servizi (3,7% a/a) e dell'indice core (2,8%) sembra riflettere voci volatili. Ci

attendiamo che l'inflazione possa superare il 4% nel 1° trimestre 2027 (nel periodo clou per i rinnovi salariali). Continua a non esservi evidenza di effetti di seconda battuta: i tassi di crescita previsti dalle imprese per prezzi e salari (a 3,7% e 3,4% rispettivamente) sono vicini ai livelli d'inizio anno. Il mercato continua a scontare ampi rialzi dei tassi anche nel 2027 (con un punto di arrivo tra 4,75% e 5% alla fine del prossimo anno); a nostro avviso, gli scarsi segnali di propagazione dello shock energetico suggeriscono un percorso decisamente meno restrittivo.

La Banca del Giappone ha lasciato il tasso di riferimento invariato all'1,25%, con un solo voto a favore di un rialzo. Per la prima volta dal 2013, la Banca ha inoltre giudicato l'inflazione di fondo coerente con l'obiettivo del 2%. L'Outlook di ottobre lascia sostanzialmente invariate le previsioni di crescita nonostante assunzioni di prezzi del petrolio più elevati, rivede al rialzo le stime di inflazione per l'anno fiscale 2027 e descrive un cambio di fase della politica monetaria, da un sostegno al ritorno dell'inflazione alla prevenzione di un suo surriscaldamento oltre l'obiettivo. Ueda ha evitato di dichiarare formalmente raggiunto il target, ha legato il consolidamento delle aspettative di inflazione alla tornata salariale della prossima primavera e ha sottolineato la necessità di valutare gli effetti cumulati dei rialzi finora effettuati. Dopo un rialzo pressoché scontato all'1,50% a dicembre, riteniamo che i tassi possano salire ancora all'1,75% ad aprile 2027 e al 2,00% a luglio 2027.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 – 7 novembre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Lun	2/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 53.3		
		02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	ott	52.1		51.6
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		set	-0.4	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	set	1.3	%	
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	ott	50.4		
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 49.3		
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 54.2		
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 52.4		
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	ott	52.8		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		ott	56.0		
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ott	54.5		
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		set	0.9	%	
Mar	3/11	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		set	0.1	%	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	set	prel 1.8	%	
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	set	prel 0.5	%	
Mer	4/11	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	ott	51.6		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	ott	51.7		
		09:50	FRA	PMI servizi finale		ott	prel 48.4		
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	ott	prel 51.7		
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ott	prel 51.7		
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	ott	prel 51.9		
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	ott	53.1		
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	ott	3.8	%	
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	ott	2.2	%	
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ott	90	x1000	
		14:30	USA	Bilancia commerciale		set	-105.6	Mld $	
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		ott	57.9		
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		ott	57.6		
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ott	54.9		
Gio	5/11	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	set	-10.6	%	
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	set	-0.3	%	
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		set	0.5	%	
		11:00	EUR	PPI a/a		set	8.2	%	
		13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	194	x1000	
		13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.701	Mln	
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T3	1.2	%	
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T3	1.4	%	
Ven	6/11	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	set	2.0	%	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		set	1.5	%	
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		set	0.1	%	
		14:30	USA	Salari orari m/m		ott	0.1	%	
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	ott	29	x1000	
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	ott	4.2	%	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		nov	prel 51.0		
Sab	7/11	09:00	CN	Riserve in valuta estera		ott	3.400	1000Mld $	

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 (2 – 7 novembre)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	2/11	10:45	EUR		Discorsi di Vujcic e Makhlouf (BCE)
		16:00	EUR		Discorsi di Escrivá e Moulin (BCE)
		17:00	EUR		Discorso di Radev (BCE)
		17:15	USA		Discorso di Goolsbee (Fed)
Mar	3/11	08:00	EUR		Discorso di Radev (BCE)
		09:00	EUR		Discorsi di Kocher e Dolenc (BCE)
		11:00	EUR		Discorso di Moulin (BCE)
		18:00	EUR		Discorso di Nagel (BCE)
Mer	4/11	14:20	EUR		Discorso di Lane (BCE)
Gio	5/11	00:50	GIA		BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di settembre
		09:00	EUR		Discorso di Moulin (BCE)
		09:05	EUR		Discorso di Schnabel (BCE)
		09:30	EUR		Discorso di Zigman (BCE)
		13:00	GB	**	Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +25pb a 4,00%)
		15:10	USA		Discorso di Barkin (Fed)
		18:45	EUR		Discorso di Nagel (BCE)
		19:00	EUR	*	Discorsi di Lagarde e Dolenc (BCE)
Ven	6/11	01:00	USA		Discorso di Logan (Fed)
		10:30	USA		Discorso di Williams (Fed)
		10:30	EUR, USA		Discorsi di Lane (BCE) e Williams (Fed)
		13:15	GB		Discorso di Pill (BoE)
		15:10	USA		Discorso di Musalem (Fed)
		18:15	USA		Discorso di Bowman (Fed)
			GER	*	DBRS si pronuncia sul debito sovrano della Germania
			GRE	*	Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Grecia
Sab	7/11	00:00	GIA	*	Discorso di Ueda (BoJ)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	set	0.1	~~(-0.1)~~	%	1.7	1.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	set	0.3	~~(0.2)~~	%	0.6	0.5
Indice dei prezzi delle case m/m	ago	0.2	~~(0.3)~~	%		0.3
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	ago	2.5		%	2.6	2.7
Vendite di nuove case (mln ann.)	set	0.680	~~(0.684)~~	Mln	0.650	0.676
Fiducia consumatori (CB)	ott	84.2	~~(81.9)~~		81.0	91.7
Bilancia commerciale dei beni prelim	set	-132.07		Mld $	-130.20	-134.90
Richieste di sussidio	settim	195	~~(194)~~	x1000	199	194
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.722	~~(1.728)~~	Mln	1.720	1.701
PIL t/t ann. advance	T3	2.2		%	3.2	3.4
Deflatore consumi (core) a/a	set	3.0		%	3.1	3.1
Spesa per consumi (nominale) m/m	set	0.9		%	0.6	0.5
Redditi delle famiglie m/m	set	0.3	~~(0.2)~~	%	0.3	0.2
Deflatore consumi a/a	set	3.4		%	3.6	3.6
Deflatore consumi (core) m/m	set	0.3	~~(0.2)~~	%	0.3	0.3
Costo del lavoro	T3	0.9		%	0.8	0.8
PMI (Chicago)	ott	58.8			56.1	55.3

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

FOMC: prevale un approccio "graduale" (sia pur non unanime). Il FOMC di ottobre si è concluso, come atteso, con tassi invariati, ma la decisione non è stata unanime: Cook e Hammack hanno votato a favore di un ulteriore aumento di 25pb. Il comunicato rafforza la valutazione sulla crescita ma segnala al tempo stesso la volontà di attendere ulteriori evidenze prima di valutare la prossima mossa. In conferenza stampa Warsh ha riconosciuto che la stretta introdotta a settembre sta iniziando a trasmettersi alle condizioni finanziarie e che alcune misure dell'inflazione e delle aspettative si stanno muovendo nella direzione desiderata, pur ribadendo che le pressioni sui prezzi restano elevate. Interpretiamo quindi la decisione come una pausa "hawkish" coerente con una gestione graduale del ciclo di rialzi. Manteniamo la previsione di un aumento di 25pb a dicembre. Dopo il FOMC, le aspettative di mercato di ulteriori rialzi dei tassi si sono in parte ridimensionate rispetto ai livelli pre-meeting: ad oggi, la soglia per vedere nuovi rialzi dopo dicembre appare leggermente più elevata.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T3	0.0	%	0.2	0.3
EUR	M3 dest. a/a	set	3.5	%	3.4	3.5
EUR	Fiducia consumatori finale	ott	-17.9		-17.9	-17.9
EUR	Fiducia servizi	ott	5.9	~~(6.1)~~	5.9	5.3
EUR	Fiducia industria	ott	-3.9	~~(-3.8)~~	-3.8	-3.4
EUR	Indice di fiducia economica	ott	97.5	~~(97.9)~~	97.5	96.9
EUR	PIL t/t 1a stima	T3	0.6	%	0.2	0.4
EUR	PIL a/a 1a stima	T3	1.2	%	1.1	1.3
EUR	Tasso di disoccupazione	set	6.5	~~(6.4)~~ %	6.4	6.5
FRA	Fiducia consumatori	ott	85	~~(86)~~	85	80
FRA	PIL t/t 1a stima	T3	0.0	%	0.1	-0.1
FRA	Spese per consumi m/m	set	-0.5	%	0.2	-0.5
FRA	IPCA a/a prelim	ott	3.4	%	3.6	3.8
FRA	Occupati non agricoli prelim	T3	-0.1	%		-0.1
GER	IFO	ott	89.9		90.0	90.2
GER	IFO (sit. corrente)	ott	89.5		89.9	88.8
GER	IFO (attese)	ott	90.4		90.0	91.6
GER	Fiducia consumatori	nov	-30.6		-30.9	-30.8
GER	Prezzi import a/a	set	8.3	%	10.3	10.4
GER	Variazione n° disoccupati	ott	12	x1000	5	4
GER	Tasso di disoccupazione	ott	6.4	%	6.4	6.4
GER	PIL s.a. t/t prelim	T3	0.3	%	0.1	0.2
GER	PIL s.a. a/a prelim	T3	1.0	%	1.1	1.2
GER	IPCA m/m prelim	ott	0.6	%	0.1	-0.1
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ott	3.3	%	3.0	2.8
GER	IPCA a/a prelim	ott	3.3	%	3.1	2.8
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ott	0.6	%	0.1	-0.2
ITA	Fatturato industriale a/a	ago	4.9	~~(4.8)~~ %		4.2
ITA	Fatturato industriale m/m	ago	1.7	%		-0.9
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	set	6.2	%	6.2	6.3
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	set	2.0	Mld €		2.8
ITA	Fiducia delle imprese manif.	ott	91.9	~~(91.9)~~	92.0	91.9
ITA	Fiducia consumatori	ott	91.2		90.9	90.3
ITA	PIL a/a prelim	T3	1.0	%	0.9	0.8
ITA	PIL t/t prelim	T3	0.2	%	0.1	0.0
ITA	IPCA m/m prelim	ott	2.1	%	0.5	1.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ott	4.2	%	4.6	5.4
ITA	IPCA a/a prelim	ott	4.2	%	4.6	5.6
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ott	0.7	%	0.3	0.9
SPA	PIL t/t prelim	T3	0.7	%	0.6	0.6
SPA	IPCA a/a prelim	ott	5.0	%	4.9	4.9

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

BCE: Lagarde finirà il mandato in anticipo. Il principale motivo di interesse della riunione odierna è stato l'annuncio delle dimissioni di Lagarde con decorrenza dal 7 febbraio 2027. Per il resto, tutto è rinviato a dicembre, quando è molto probabile un rialzo dei tassi di 25 punti base. Nessun annuncio neppure riguardo alla possibile attivazione dei meccanismi di stabilizzazione dei mercati.

PIL Eurozona: in linea con le attese se si esclude l'Eire. Nel 3° trimestre l'economia dell'area euro è cresciuta di +0,4% t/t dopo lo 0,6% t/t dei tre mesi precedenti. Escludendo l'Irlanda, che ha contributo per circa due decimi, la crescita nell'Eurozona ha decelerato, in linea con le nostre attese, di un decimo allo 0,2% t/t. Finora l'economia europea ha mostrato segnali di resilienza e al momento le indagini continuano ad essere compatibili con ritmi di crescita moderati anche a fine anno. Ci sono comunque ragioni per essere cauti, come le tensioni sull'energia e l'inasprimento delle condizioni finanziarie.

Germania: IFO in crescita per il sesto mese. L'indice di fiducia IFO è cresciuto per il sesto mese ad ottobre: l'ampio miglioramento delle aspettative ha più che compensato il calo della situazione corrente. Lo spaccato settoriale conferma il progressivo recupero del settore manifatturiero a fronte di una correzione per servizi. Dopo un 3° trimestre probabilmente frenato da fattori temporanei, le indagini restano compatibili con una moderata crescita sottostante dell'economia tedesca.

Francia: economia in difficoltà tra rischi fiscali e politici. L'economia francese non cresce ormai da tre trimestri. Il calo del PIL di -0,1% t/t risente soprattutto dell'export, ma, anche al netto della volatile dinamica di scorte ed esportazioni, la domanda interna resta tiepida, penalizzata dalla persistente debolezza degli investimenti. Anche la tenuta dei consumi potrebbe rivelarsi temporanea in assenza di maggiori segnali di miglioramento sul lato occupazionale e reddituale. Nel frattempo, la fiducia dei consumatori è sui minimi dal 2013, l'inflazione è salita più delle attese anche ad ottobre e dovrebbe restare sopra al 3% a cavallo d'anno. La debolezza ciclica non favorisce le dinamiche fiscali, in un contesto in cui l'evoluzione del dibattito parlamentare suggerisce che l'approvazione del bilancio è ancora lontana. Nel 2026 il PIL francese potrebbe registrare una crescita poco più che stagnante e rimanere ben al di sotto del potenziale anche nel 2027.

Italia: fermo il PIL nel 3° trimestre. Il PIL italiano è rimasto stazionario nei mesi estivi, anziché crescere di un decimo come atteso. Come nel trimestre precedente, servizi e domanda domestica restano in espansione, ma un freno continua a venire da industria e commercio con l'estero. Il dato segnala che la crescita 2026 potrebbe attestarsi a 0,8% sui dati corretti per i giorni lavorativi (un decimo in meno rispetto alla nostra precedente stima) e 0,9-1% sui dati grezzi (circa in linea con l'obiettivo governativo). Per il prossimo anno, manteniamo la nostra previsione di crescita a 0,8%, anche se gli sviluppi più recenti segnalano rischi al ribasso, specie sui consumi, sulla prima parte del 2027.

Italia: risale la fiducia delle imprese, cala quella delle famiglie. Le indagini di fiducia Istat di ottobre mostrano andamenti divergenti: il morale delle imprese torna a salire, trainato dai servizi, mentre quello delle famiglie cala per il secondo mese, sul livello più basso da quasi quattro anni. Il peggioramento dei consumatori si concentra sulla situazione economica generale e si accompagna a un nuovo balzo dell'inflazione percepita e a un ritorno dei timori di disoccupazione. Tra le imprese, spicca il calo del commercio al dettaglio, che sembra riflettere una domanda delle famiglie in indebolimento, mentre il manifatturiero si mantiene sui livelli più alti da tre anni e mezzo. Nel complesso, le indagini restano coerenti con la nostra attesa di un rallentamento del PIL nella seconda metà dell'anno (in area 0,1% t/t), con rischi al ribasso concentrati soprattutto sui consumi.

Italia: tasso di disoccupazione poco variato. A settembre il mercato del lavoro è rimasto sostanzialmente fermo, con tassi di occupazione, attività e disoccupazione poco variati. Il trend degli ultimi mesi vede però un'occupazione sostanzialmente ferma in presenza di una partecipazione che sta tornando a crescere. A cavallo d'anno gli occupati potrebbero risultare poco variati, mentre il calo degli inattivi, se confermato, potrebbe esercitare qualche pressione al rialzo sul tasso di disoccupazione, atteso comunque rimanere contenuto rispetto all'esperienza storica.

Italia: accelera ancora, assai più del previsto, l'inflazione. Nuovo, ampio aumento dell'inflazione italiana a ottobre, al 5,4% sul NIC e al 5,6% sull'IPCA. Oltre all'energia, spinta soprattutto dalle tariffe di luce e gas, accelerano gli alimentari freschi, i servizi di trasporto e i beni industriali, e l'inflazione di fondo torna al 2%: gli effetti dei rincari energetici iniziano ad allargarsi al resto del paniere. Rallentano invece i prezzi della benzina, coerentemente con il tetto ai listini alla pompa annunciato da alcuni distributori. Pensiamo che l'inflazione sia sostanzialmente sui picchi, ma

che rimarrà elevata più a lungo di quanto stimato in precedenza. Dopo i dati nazionali comunicati sinora, l'inflazione Eurozona dovrebbe essere salita al 4% a/a a ottobre (il dato sarà comunicato da Eurostat mercoledì 4 novembre).

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Fiducia delle famiglie	ott	35.4				35.0
Job to applicant ratio	set	1.18			1.18	1.19
Tasso di disoccupazione	set	2.5		%	2.5	2.4
Vendite al dettaglio a/a	set	2.9	~~(2.7)~~	%	3.3	2.3
Produzione industriale m/m prelim	set	-2.4		%	1.3	2.2

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

Giappone: con l'inflazione di fondo al 2%, alla BoJ serve ora una ragione per fermarsi più che una per alzare i tassi. La Bank of Japan (BoJ) ha lasciato il tasso di riferimento invariato all'1,25%, con un solo voto a favore di un rialzo. Per la prima volta dal 2013, la Banca ha inoltre giudicato l'inflazione di fondo coerente con l'obiettivo del 2%. L'Outlook di ottobre lascia sostanzialmente invariate le previsioni di crescita nonostante assunzioni di prezzi del petrolio più elevati, rivede al rialzo le stime di inflazione per l'anno fiscale 2027 e descrive un cambio di fase della politica monetaria, da un sostegno al ritorno dell'inflazione alla prevenzione di un suo surriscaldamento oltre l'obiettivo. Ueda ha evitato di dichiarare formalmente raggiunto il target, ha legato il consolidamento delle aspettative di inflazione alla tornata salariale della prossima primavera e ha sottolineato la necessità di valutare gli effetti cumulati dei rialzi finora effettuati. Dopo un rialzo pressoché scontato all'1,50% a dicembre, riteniamo che i tassi possano salire ancora all'1,75% ad aprile 2027 e al 2,00% a luglio 2027.

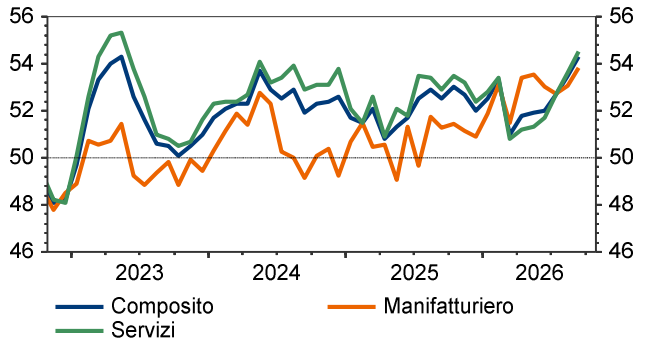
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ott	50.7		
PMI manifatturiero - NBS	ott	50.1	50.0	
PMI non manifatturiero - NBS	ott	50.2		

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

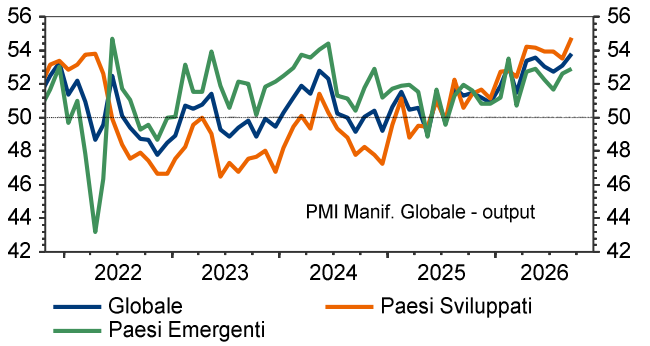
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



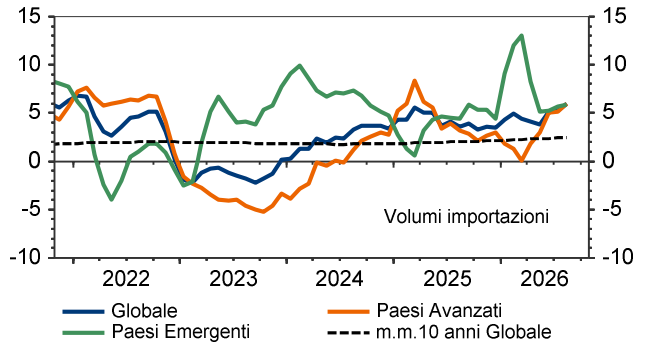
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



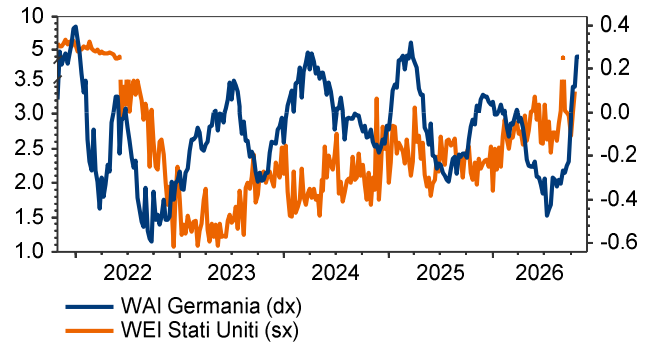
Fonte: S&P Global

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



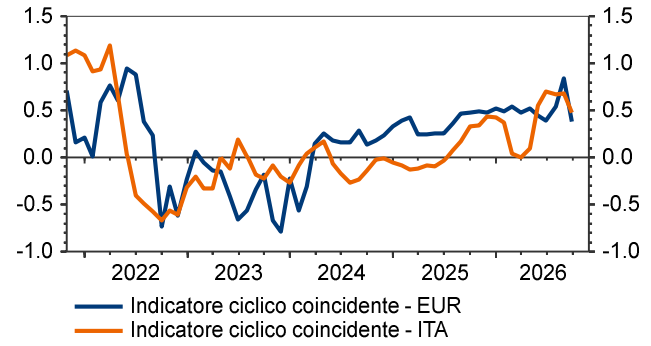
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



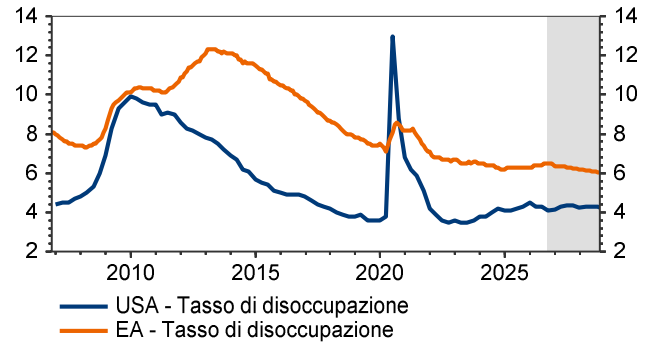
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

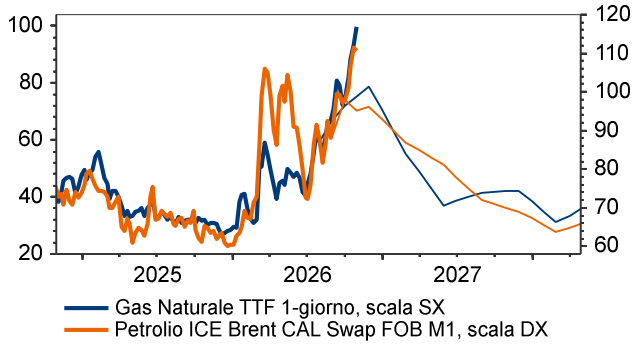
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

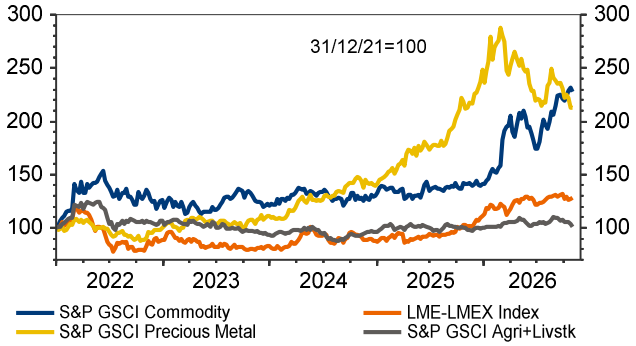
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



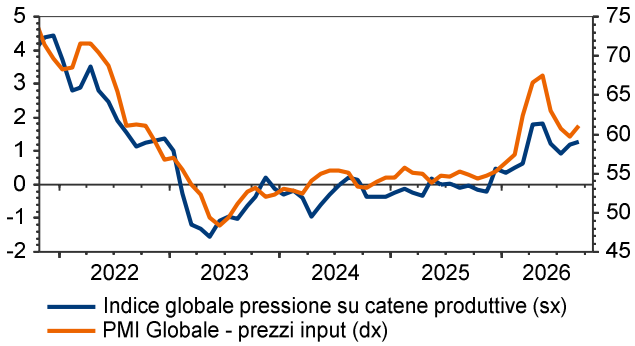
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



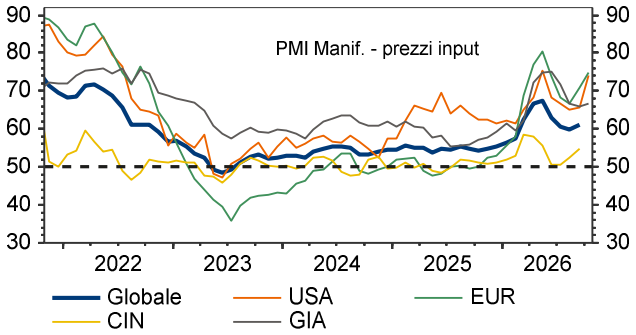
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



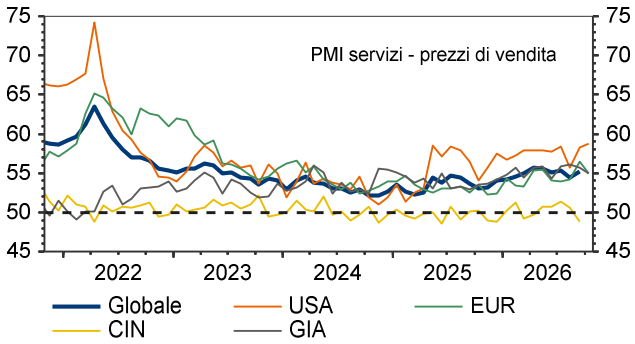
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



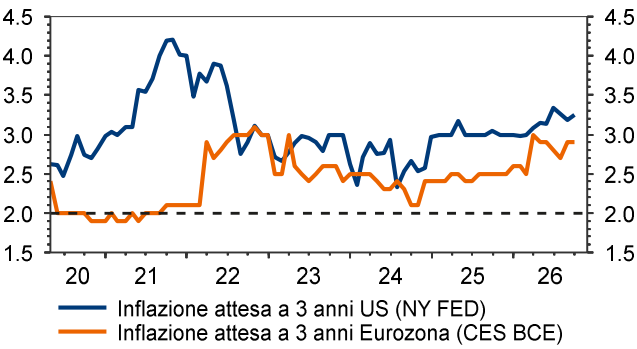
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

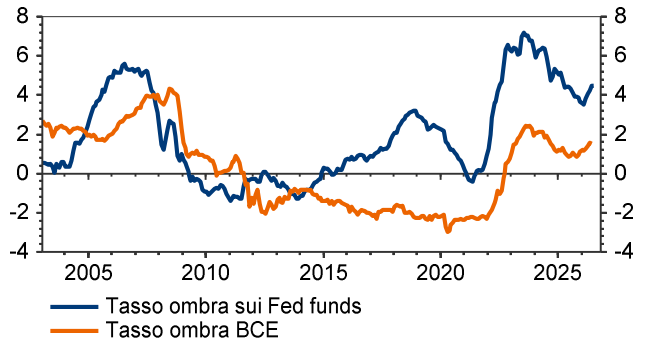
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

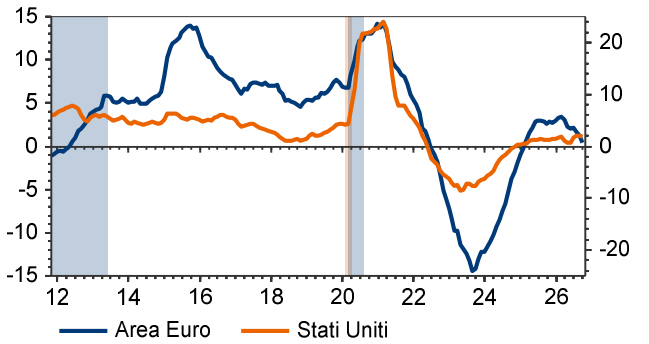
Condizioni Finanziarie

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



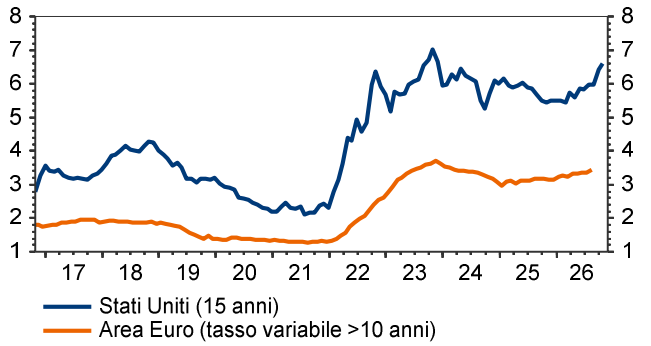
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



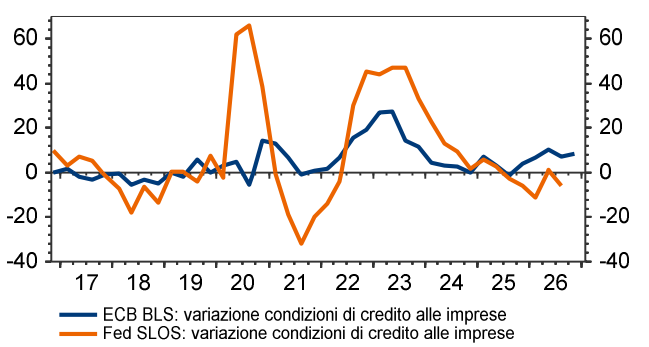
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



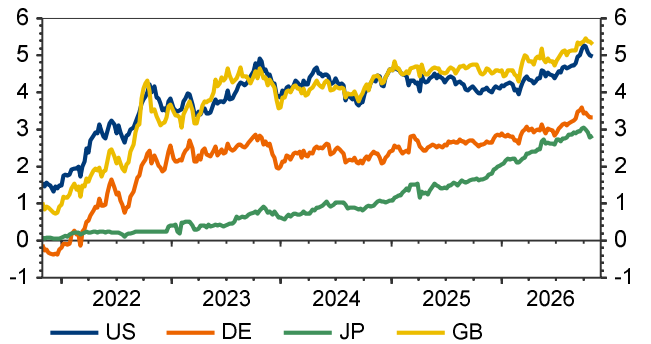
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



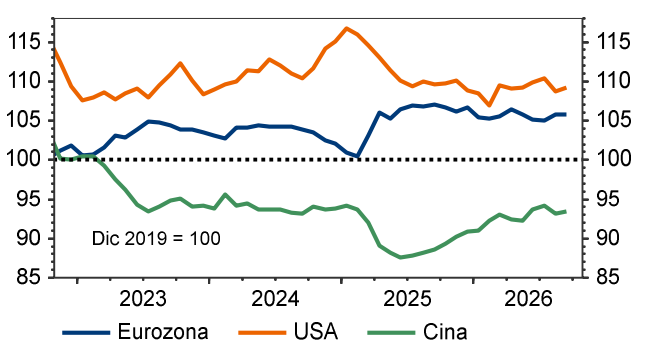
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

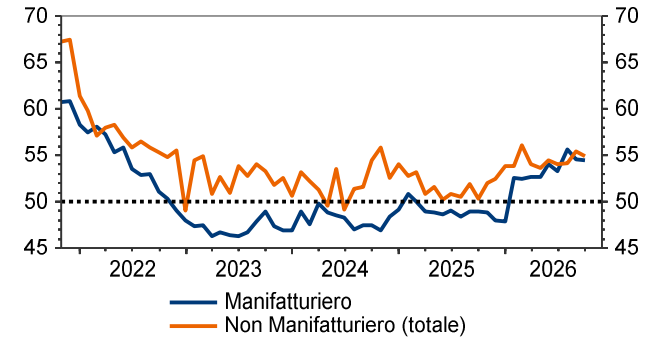
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

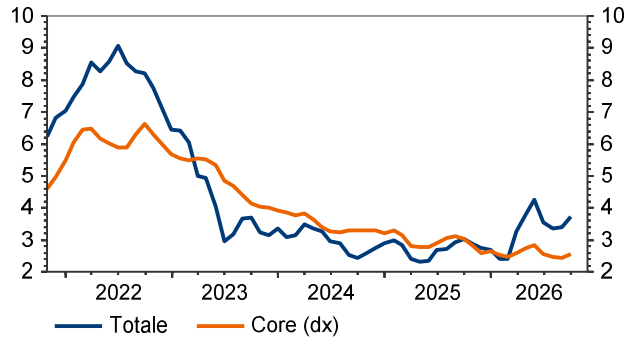
Stati Uniti

Indagini ISM



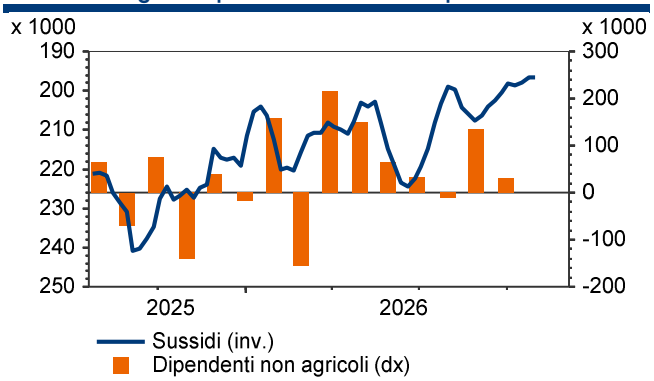
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



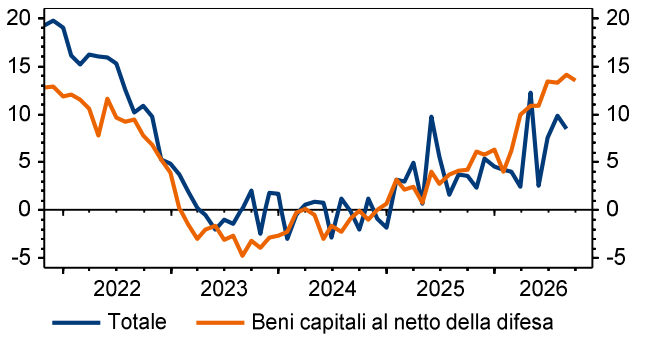
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

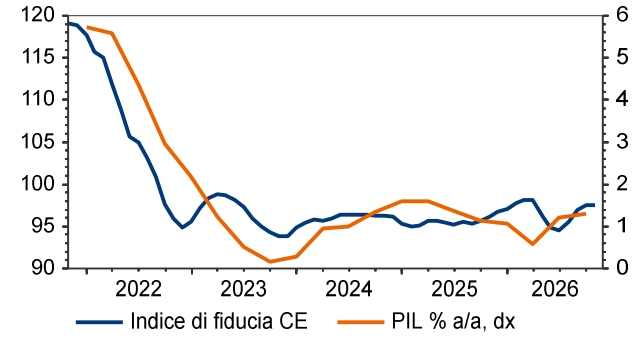
Previsioni

	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**	2.3	2.1	**2.0**	**2.6**	**2.2**	**2.1**	2.5	2.3	2.3	1.9
- trim./trim. annualizzato				**0.2**	**2.5**	**2.2**	**3.4**	1.8	2.0	1.9	2.1
Consumi privati	**2.6**	2.4	2.2	**1.9**	**0.7**	**3.8**	**3.8**	1.9	1.8	1.8	1.7
IFL - privati non residenziali	**5.4**	7.4	5.0	**2.1**	**9.9**	**9.0**	**12.7**	5.5	2.6	2.9	3.7
IFL - privati residenziali	**-2.7**	-3.1	1.6	**-1.8**	**-7.6**	**2.8**	**-3.3**	2.0	2.0	2.0	3.0
Consumi e inv. pubblici	**1.6**	1.2	1.8	**-5.7**	**4.7**	**-0.1**	**5.3**	1.9	1.5	1.2	1.2
Esportazioni	**2.1**	3.8	3.0	**-4.2**	**13.9**	**5.0**	**-5.7**	2.0	4.5	5.0	5.5
Importazioni	**3.6**	5.2	6.0	**-1.5**	**11.5**	**12.6**	**19.7**	3.7	2.8	4.0	4.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.1**	-0.1	0.1	**0.0**	**0.2**	**-0.5**	**1.4**	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

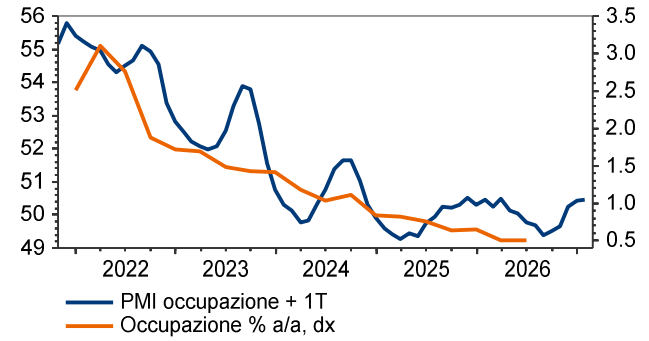
Area euro

PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, S&P Global

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	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	104.8	103.2	103.6	104.7	4.0	2.2	2.5	3.9
nov-26	104.7	102.9	103.1	104.6	4.2	2.3	2.6	4.1
dic-26	105.0	103.2	103.5	104.9	4.4	2.4	2.6	4.3
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	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-27	104.4	102.5	102.5	104.3	4.3	2.5	2.7	4.2
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	106.5	105.9	106.1	106.4	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	106.5	105.6	105.8	106.3	1.4	2.4	2.3	1.3
Media	**105.9**	**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.

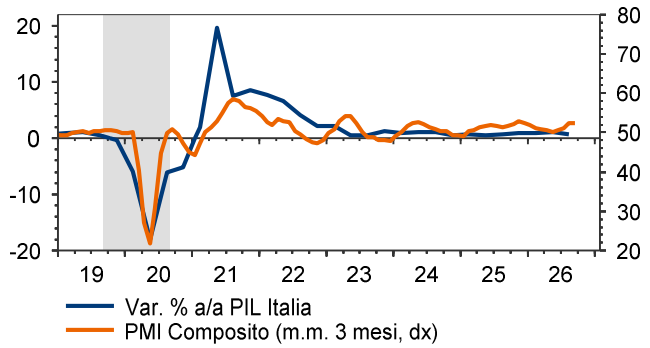
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026				2027			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	**1.3**	1.1	1.3	**1.1**	**0.6**	**1.2**	**1.3**	1.3	1.6	1.2	1.1
- t/t				**0.2**	**0.0**	**0.6**	**0.4**	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	**1.4**	1.1	0.9	**0.6**	**0.0**	**0.4**	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3
Investimenti fissi	**3.0**	0.5	1.2	**0.6**	**-0.1**	**0.0**	-0.1	0.2	0.3	0.5	0.6
Consumi pubblici	**1.5**	1.9	1.3	**0.6**	**0.5**	**0.3**	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	**1.8**	2.3	2.3	**0.4**	**-0.5**	**3.5**	-0.9	0.6	0.5	0.6	0.6
Importazioni	**3.5**	3.1	2.6	**0.4**	**0.5**	**1.7**	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.2**	0.3	0.3	**-0.3**	**0.4**	**-0.5**	0.9	0.1	0.1	-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	2.7	**2.1**	**2.0**	**3.0**	**3.3**	4.2	4.0	3.0	2.4
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**	**6.5**	6.5	6.3	6.3	6.3
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

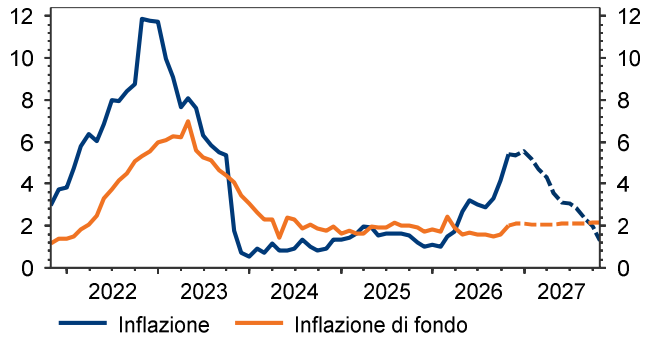
Italia

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	**106.2**	**105.5**	105.3	105.2	**5.6**	**5.4**	5.2	5.2
nov-26	105.7	105.1	105.2	105.1	5.4	5.3	5.3	5.2
dic-26	106.0	105.5	105.6	105.5	5.5	5.5	5.5	5.4
Media	**103.3**	**103.3**	**103.2**	**103.2**	**3.3**	**3.3**	**3.2**	**3.2**

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	104.6	105.6	105.5	105.5	5.1	5.2	5.1	5.0
feb-27	104.6	105.8	105.7	105.6	4.6	4.7	4.7	4.7
mar-27	106.3	106.0	105.9	105.8	4.5	4.3	4.3	4.3
apr-27	107.0	106.3	106.2	106.1	3.5	3.5	3.5	3.5
mag-27	106.6	106.3	106.0	106.0	2.9	3.1	3.1	3.1
giu-27	106.7	106.3	105.9	105.9	3.0	3.1	3.0	3.0
lug-27	105.5	106.3	106.1	106.1	2.9	2.8	2.9	2.9
ago-27	105.2	106.3	106.1	106.1	2.5	2.3	2.3	2.3
set-27	107.1	106.6	106.3	106.3	2.1	2.0	1.9	1.9
ott-27	107.7	106.9	106.6	106.5	1.4	1.3	1.2	1.2
nov-27	107.2	106.6	106.6	106.5	1.4	1.4	1.3	1.3
dic-27	107.5	107.0	107.0	106.9	1.4	1.4	1.4	1.3
Media	**106.3**	**106.3**	**106.2**	**106.1**	**2.9**	**2.9**	**2.9**	**2.8**

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**	0,8	0,8	**0,9**	**0,9**	**1,0**	**0,8**	0,6	0,6	0,7	0,9
- t/t				**0,3**	**0,3**	**0,2**	**0,0**	0,1	0,2	0,3	0,3
Consumi privati	**1,2**	0,9	0,4	**0,1**	**0,5**	**0,3**	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Investimenti fissi	**4,2**	2,3	1,1	**0,9**	**1,0**	**0,2**	-1,2	0,5	0,5	0,5	0,7
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**	3,0	2,3	**-1,0**	**2,3**	**1,0**	-0,2	0,1	1,0	0,9	0,6
Importazioni	**4,4**	3,3	2,1	**1,4**	**-0,1**	**1,5**	0,4	0,2	0,5	0,6	0,7
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0,3**	-0,3	0,2	**0,7**	**-0,9**	**0,1**	0,6	0,0	-0,1	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**	3,3	2,9	**1,2**	**1,4**	**3,0**	**3,4**	5,5	4,8	3,2	2,5
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**	5,9	6,1	**5,7**	**5,6**	**5,8**	**6,2**	6,1	6,1	6,1	6,1
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

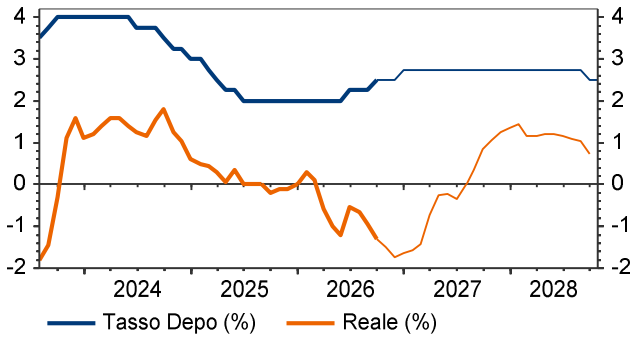
	mar	giu	set	29/10	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.00	2.25	2.50	**2.50**	2.75	2.75	2.75	2.75
Euribor 1m	1.89	2.20	2.50	**2.43**	2.60	2.73	2.70	2.69
Euribor 3m	2.08	2.32	2.62	**2.68**	2.80	2.84	2.79	2.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

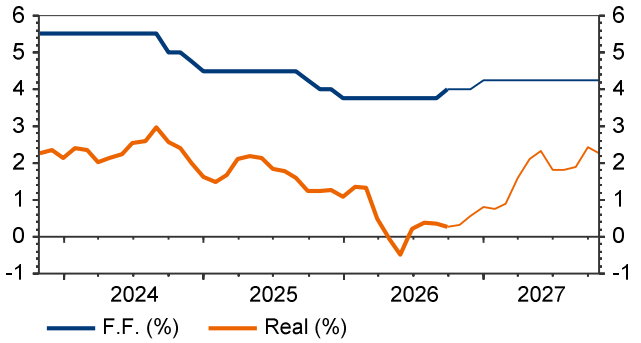
Stati Uniti

	mar	giu	set	29/10	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	**4.02**	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

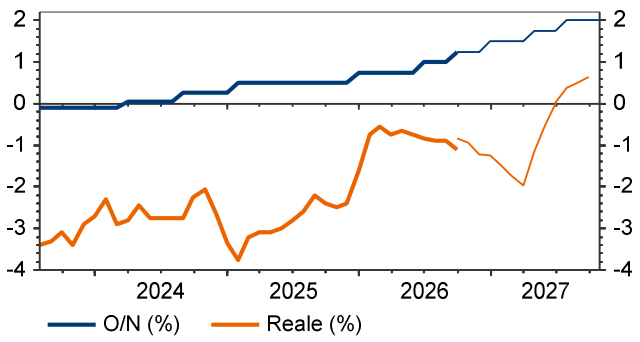
	mar	giu	set	29/10	dic	mar	giu	set
O/N target	0.75	1.00	1.25	**1.25**	1.50	1.50	1.75	2.00
OIS 3m	0.86	0.99	1.30	**1.33**	1.52	1.52	1.77	2.02

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

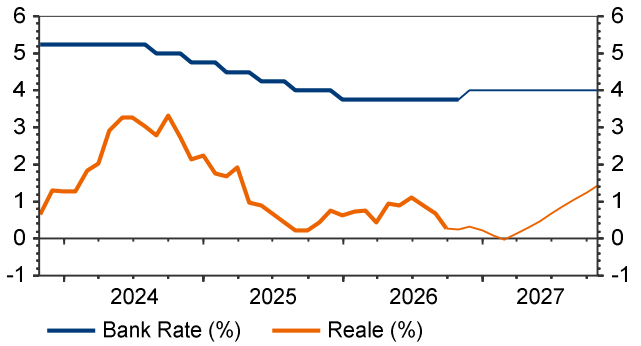
Regno Unito

	mar	giu	set	29/10	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	**4.02**	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

	30/10	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4	2028 T1	2028 T2	2028 T3
EUR/USD	1.1191	1.13	1.12	1.13	1.13	1.14	1.15	1.15	1.16
USD/JPY	157.05	159	160	160	160	159	157	155	153
GBP/USD	1.3425	1.32	1.32	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31
USD/CAD	1.3951	1.42	1.42	1.42	1.42	1.41	1.41	1.39	1.38
AUD/USD	0.7028	0.70	0.71	0.71	0.71	0.72	0.72	0.72	0.72
NZD/USD	0.5642	0.60	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.65	0.65
USD/CHF	0.8211	0.81	0.83	0.82	0.82	0.82	0.81	0.81	0.80
EUR/SEK	10.9800	11.19	11.04	10.88	10.71	10.56	10.43	10.36	10.30
EUR/NOK	10.3150	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