INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

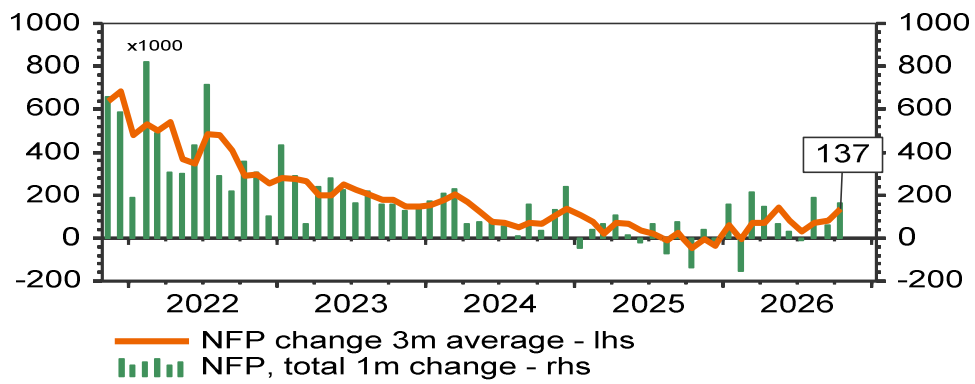
Il punto

Il risultato eclatante delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti riduce i rischi di evoluzioni estremamente avverse nello scenario mediorientale e sul mercato del petrolio, mentre i prezzi del gas europeo potrebbero rimanere sotto pressione. L'employment report di ottobre ha sorpreso nettamente al rialzo, rafforzando il nostro scenario di un ulteriore rialzo dei tassi da parte della Fed a dicembre. Nell'area euro, il dato di ottobre sui prezzi al consumo conferma che la propagazione dei rincari energetici al resto del paniere è molto contenuta, ma la probabile permanenza su livelli elevati dei prezzi del gas segnala che gli effetti indiretti su alimentari e componenti core si accentueranno nei prossimi mesi.

Negli **Stati Uniti**, la principale implicazione della vittoria schiacciante dei Democratici alle elezioni di metà mandato è un **restringimento dello spazio politico per una guerra lunga con l'Iran**: per il Presidente, diventa politicamente più difficile sostenere un conflitto lungo e costoso con l'Iran. A questo si aggiunge il rischio per Trump di un crescente isolamento all'interno dello stesso Partito Repubblicano, anche alla luce delle posizioni assunte da Vance. **Lo scenario centrale si sposta pertanto, a nostro avviso, verso il mantenimento di una pressione militare finalizzata a migliorare la posizione negoziale, piuttosto che verso un nuovo conflitto ad alta intensità come quello di marzo-aprile**. Una soluzione politica rimane tuttavia difficile. Da una parte, il presidente Trump non può semplicemente accettare qualsiasi proposta iraniana (il che apparirebbe come un'ammissione del fallimento dell'intervento militare). Dall'altra, l'Iran percepisce che il presidente americano è indebolito e cercherà di ottenere risultati concreti immediati. In sintesi, le probabilità di evoluzioni particolarmente avverse sul fronte geopolitico ed energetico sembrano essersi ridotte, anche se **permangono rischi**, tra i quali la possibilità di errori di valutazione da parte iraniana, con la scelta di posizioni massimaliste e una sottovalutazione della disponibilità americana a reagire; inoltre, anche un accordo relativamente rapido sulla riapertura di Hormuz non implicherebbe una soluzione della questione nucleare, che potrebbe richiedere anni.

Se questa sarà la strada imboccata dall'Amministrazione americana, il principale beneficio macroeconomico sarà una **riduzione del premio geopolitico sul petrolio** e, indirettamente, sull'inflazione globale. **Sul petrolio, il quadro è già diventato meno sfavorevole**: a ottobre si è registrato un calo dei flussi dal Golfo a circa 17,1 mb/g da 18,8-18,9 di settembre: una perdita

La crescita degli occupati riaccelera a ottobre, con una revisione al rialzo anche dei dati relativi ai mesi precedenti



Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

6 novembre 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

rilevante ma gestibile, anche alla luce della stagionalità legata alla manutenzione delle raffinerie. **Sul gas europeo la situazione è molto diversa: i rischi restano decisamente orientati al rialzo**, indipendentemente dal miglioramento geopolitico, per via di diversi fattori, tra i quali il basso livello delle scorte, i rischi di un inverno rigido, le condizioni sfavorevoli per l'idroelettrico, la minore generazione fotovoltaica stagionale, la volatilità dell'eolico, le fragilità strutturali dell'approvvigionamento europeo; è possibile che le scorte a fine inverno si assottiglino al 20-25%, il che lascia il mercato vulnerabile a temporanei picchi di prezzo. Va inoltre considerato, per quanto riguarda la trasmissione a valle sui prezzi al dettaglio dell'energia nell'Eurozona, che, sebbene il livello dei prezzi all'ingrosso del gas naturale sia decisamente inferiore rispetto ai picchi del 2022, gli interventi fiscali implementati dai governi per mitigare i rincari a valle sono oggi assai meno rilevanti di allora, il che, ad esempio nel caso dell'Italia, fa sì che i prezzi al consumo del gas per i clienti vulnerabili siano già oggi superiori al record toccato nell'ottobre del 2022, quando era in vigore il taglio dell'IVA al 5% e la riduzione degli oneri di sistema.

Sul fronte fiscale, il risultato delle elezioni di metà mandato prospetta un braccio di ferro tra l'Amministrazione Trump e il Congresso, che potrebbe tradursi o in accordi sul minimo essenziale per garantire il funzionamento del governo federale (lo scenario più probabile) oppure in un'intesa più ambiziosa che includa sia programmi cari all'Amministrazione sia misure sostenute dalla maggioranza democratica. Tuttavia, anche nel nuovo scenario, difficilmente emergerà un percorso credibile di consolidamento strutturale del bilancio federale: diversamente che in altre fasi storiche, nessuno dei due grandi partiti sta offrendo agli elettori una piattaforma politica centrata sulla riduzione del deficit. Pertanto, il cambio di controllo del Congresso potrebbe forse limitare le spinte verso una nuova espansione fiscale, ma difficilmente produrrà una correzione degli squilibri già esistenti.

Sul fronte congiunturale, **l'employment report di ottobre ha sorpreso al rialzo**: i nuovi occupati non agricoli sono aumentati di 165 mila unità, ben oltre i 65 mila attesi, mentre i dati dei due mesi precedenti sono stati rivisti al rialzo per complessive 84 mila unità. La crescita occupazionale è stata trainata dai servizi professionali e alle imprese (+70 mila), dalla sanità e assistenza sociale (+55 mila) e dai trasporti (+25 mila). Anche il tasso di disoccupazione è sceso a sorpresa di un decimo, al 4,1%. L'indagine sulle famiglie registra un aumento degli occupati di 463 mila unità, superiore a quello delle forze di lavoro (+421 mila), con il tasso di partecipazione in lieve rialzo al 61,9%. Il tasso di sottoccupazione U6 è tuttavia salito dal 7,6% al 7,9%. I salari orari hanno accelerato allo 0,4% m/m, dallo 0,3% rivisto di settembre, mentre la variazione annua è scesa dal 3,2% al 3,1%. Nel complesso, **il rapporto restituisce un quadro del mercato del lavoro più solido rispetto alle attese e rafforza il nostro scenario di un ulteriore rialzo dei tassi di 25 punti base da parte della Fed a dicembre**, pur in presenza di alcuni segnali di maggiore sottoutilizzo del lavoro.

Tra gli altri dati diffusi in settimana le **indagini ISM** di ottobre hanno confermato la resilienza dell'attività economica, in presenza però di pressioni sui costi ancora elevate. L'ISM manifatturiero è salito, più delle attese, a 55,5 da 54,5, grazie soprattutto all'accelerazione della produzione (59,0 da 56,7), mentre i nuovi ordini sono rimasti pressoché stabili e la crescita dell'occupazione ha rallentato lievemente. L'ISM dei servizi è invece sceso, marginalmente al di sotto del previsto, a 54,5 da 54,9, con una decelerazione dell'attività (53,8 da 56,5) e dei nuovi ordini (55,9 da 59,8), a fronte di un miglioramento dell'occupazione. Gli indici dei prezzi pagati sono diminuiti in entrambi i comparti, rispettivamente a 75,2 da 77,9 nella manifattura e a 73,0 da 74,0 nei servizi, mantenendosi tuttavia su livelli molto elevati e coerenti con pressioni inflazionistiche ancora persistenti. I dati **JOLTS** di settembre segnalano un mercato del lavoro marginalmente più teso, ma ancora caratterizzato da una bassa rotazione occupazionale. Le posizioni aperte sono risalite a 7,5 milioni da 7,2 milioni precedenti, portando il rapporto tra posti vacanti e disoccupati a 1,05 da 1,02. Le assunzioni sono rimaste contenute, mentre i licenziamenti si sono confermati su livelli bassi. Anche le dimissioni volontarie sono aumentate, a 3,4 milioni, ma il quadro complessivo continua a indicare flussi occupazionali modesti. Segnali simili giungono

dal **rapporto Challenger**: i tagli occupazionali annunciati a ottobre sono aumentati del 2% m/m, a circa 44 mila, ma risultano inferiori del 71% rispetto a un anno prima e si collocano sul livello più basso per il mese di ottobre dal 2023. Nel complesso, i dati confermano un mercato del lavoro ancora in regime di low-hire, low-fire, senza segnali di deterioramento significativo. La **produttività del lavoro** nel settore privato non agricolo è aumentata del 3,6% t/t annualizzato nel terzo trimestre, il ritmo più elevato da un anno, per via di ore lavorate pressoché stagnanti a fronte di un'ampia crescita dell'output. Su base annua, la produttività è aumentata del 2,1% e il costo del lavoro per unità di prodotto del 2,4%.

La prossima settimana l'attenzione si concentrerà sui dati di inflazione di ottobre, con CPI e PPI attesi in rallentamento dopo le forti accelerazioni di settembre. Il **CPI**, in calendario martedì 10 novembre, **dovrebbe aumentare dello 0,3% m/m, dopo il +0,6% di settembre, grazie soprattutto all'attenuazione dei rincari energetici. L'indice core è atteso rallentare allo 0,2% m/m, dallo 0,3%**, ma sarà importante verificare la dinamica dei servizi al netto delle abitazioni e dei beni core, anche alla luce delle pressioni sui costi ancora elevate. **Il Bureau of Labor Statistics non pubblicherà le variazioni annue** dell'indice generale e del core, poiché lo shutdown federale dell'ottobre 2025 aveva impedito la rilevazione dei prezzi necessari per calcolare il confronto sui dodici mesi.

Il quadro sarà completato venerdì 13 novembre dal **PPI**, **che dovrebbe rallentare allo 0,4% m/m, dall'1,3% di settembre, mentre l'indice al netto di alimentari ed energia è atteso allo 0,3%, dallo 0,7%**. La moderazione dovrebbe riflettere soprattutto l'attenuazione delle pressioni energetiche e una normalizzazione dei margini commerciali dopo i forti aumenti di settembre. Nel complesso, il rallentamento atteso rappresenterebbe un segnale favorevole, ma difficilmente sarebbe sufficiente a modificare in misura significativa la cautela della Fed, considerata la persistenza delle pressioni inflazionistiche sottostanti.

Nell'**area euro**, i dati preliminari sui prezzi al consumo di ottobre (saliti al 4% a/a, in linea con le nostre attese) hanno confermato che **per il momento non emerge una propagazione significativa dello shock energetico al resto del paniere**: oltre all'energia, si nota una forte accelerazione negli ultimi mesi solo per gli alimentari freschi, da circa 2,4% in giugno a 4,6% in ottobre, che però pare dovuta più alla coda degli effetti dell'ondata di calore estiva, in un contesto in cui l'inflazione sugli alimentari lavorati resta molto contenuta; i beni industriali non energetici hanno mostrato qualche rincaro negli ultimi mesi, che pare legato soprattutto al boom dei beni tecnologici, ma mantengono un'inflazione annua di poco superiore all'1%, e i servizi mostrano poca variabilità sopra il 3%. Tuttavia, i recenti picchi delle quotazioni delle materie prime energetiche e in particolare del gas naturale, pur parzialmente rientrati nelle ultime sedute di mercato, segnalano che **gli effetti indiretti su alimentari e componenti core non potranno non aumentare nei prossimi mesi**. Continuiamo invece a ritenere che gli impatti di seconda battuta su aspettative inflazionistiche di lungo termine e rinnovi salariali saranno molto contenuti. **Nelle nostre stime, l'inflazione toccherà un massimo al 4,4% tra dicembre e gennaio**, prima di tornare al 3% ad aprile e sotto il 2% da settembre del prossimo anno. **L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi dovrebbe salire nel range 2,5-2,6% per quasi tutto il 2027** e tornare sotto il 2% solo a 2028 inoltrato. I rischi rispetto a questo profilo previsivo, a nostro avviso, sono orientati al rialzo.

I livelli raggiunti dall'inflazione, e in particolare dalla componente energetica, a ottobre sono superiori a quelli inclusi nelle proiezioni dello staff BCE di settembre per la media del 4° trimestre (3,6% a 14,9% a/a, rispettivamente), ma l'andamento degli indici core è in linea con le proiezioni BCE, così come le nostre previsioni per il 1° trimestre del 2027. In altri termini, **il quadro resta, a nostro avviso, coerente con un ulteriore rialzo dei tassi ufficiali BCE a dicembre.** Tale ipotesi, peraltro, trova conferma nei toni dei discorsi ascoltati nella settimana successiva alla riunione di politica monetaria. Peraltro, il rialzo dei tassi che stiamo osservando non si configura ancora

come restrizione vera e propria, ma piuttosto come graduale adattamento dei tassi di interesse nominali all'aumento dell'inflazione. I tassi BCE potrebbero restare invariati soltanto in caso di rapida risoluzione della crisi del Golfo, 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.

Sul fronte del ciclo, in **Germania** la produzione industriale è cresciuta per il secondo mese a settembre (+0,7% m/m da 1%), riassorbendo l'ampio calo di luglio, su cui avevano pesato anche fattori temporanei. La crescita non è stata sufficiente ad impedire al settore di contrarsi nel trimestre estivo. In **Francia**, l'output manifatturiero è aumentato per il secondo mese consecutivo (+0,5% m/m da +0,3%), mentre l'ampia flessione della produzione di energia (-3,8% m/m da -2,8%) continua a riflettere il venir meno degli effetti della canicola estiva. **Il dato sull'output industriale in Italia potrebbe mostrare un rimbalzo a settembre**, dell'ordine di un punto percentuale, dopo il crollo dell'1,3% m/m visto ad agosto (condizionato a nostro avviso da fattori stagionali); il dato non cambierebbe tuttavia la situazione di debolezza dell'attività produttiva, nonostante i segnali relativamente favorevoli giunti dalle indagini di fiducia delle imprese del settore.

La prossima settimana, la seconda lettura del PIL dell'area euro non dovrebbe apportare revisioni alla stima preliminare dello 0,4% t/t (0,2% al netto dell'Irlanda). L'occupazione è invece attesa stagnante (+0,3% a/a), dopo l'aumento dello 0,1% t/t registrato nel 2° trimestre. I dati nazionali disponibili sono compatibili con una contrazione dell'occupazione in tutte le principali economie dell'area euro, ad eccezione della Spagna. Giovedì 12 sarà inoltre pubblicato il Bollettino Economico BCE.

La Bank of England ha alzato il Bank Rate di 25pb al 4,00%, giudicando "sufficienti" le pressioni inflazionistiche generate dalla durata e dall'intensità dei rincari energetici. Il voto di 8 a 1, con Mann favorevole a un rialzo di 50pb, e Taylor e Dhingra favorevoli come "rialzo preventivo", è risultato più restrittivo del 7 a 2 atteso. **Il nuovo Monetary Policy Report alza il picco dell'inflazione al 4,9% nel 2° trimestre 2027**, il livello più elevato dal settembre 2023, dal 3,2% previsto a luglio, una revisione insolitamente ampia per un solo trimestre. Lo scostamento dall'obiettivo è in gran parte meccanico. Bollette e carburanti spiegavano circa il 60% dell'inflazione a settembre e, con il *price cap* atteso a circa 2.150 sterline a gennaio (+25%), l'energia aggiungerebbe direttamente 1,4 punti di inflazione nel 1° trimestre. **La banca centrale riconosce "evidenze limitate" di effetti su altri prezzi e salari.** Gli effetti di seconda battuta, che a luglio il Comitato considerava un rischio contenuto grazie alla debolezza della domanda di lavoro, ora sono ritenuti "probabili" e incorporati nella previsione centrale, con un contributo medio all'inflazione di poco più di mezzo punto percentuale nella seconda metà dell'orizzonte (0,3 punti in più rispetto alla previsione di luglio). **Il report descrive inoltre una crescita più robusta** (1,6% nel 2026 e 1,3% nel 2027, dall'1,1%), e l'arresto della disinflazione di servizi e salari. **In conferenza stampa Bailey, più esplicito del comunicato, ha escluso "una lunga e inevitabile sequenza" di rialzi**, avvertendo però che senza una soluzione del conflitto in Medio-Oriente "non sembra probabile che questo sia l'ultimo". A nostro avviso il MPC è passato da una politica guidata dalle evidenze a una gestione preventiva del rischio. A settembre la maggioranza riteneva sufficiente la restrizione già in atto, ora invece il Comitato giudica "meno chiaro" che l'effetto dei tassi sia sufficiente a riportare l'inflazione all'obiettivo "in tempi adeguati". **Il rialzo "one-for-now" e un successivo intervento a febbraio 2027 rappresenta ora la nostra ipotesi centrale**, più moderata rispetto al sentiero di mercato, che sconta quasi tre ulteriori aumenti entro la fine del 2027. Se il Brent restasse sotto i 100 dollari, circa il 12% al di sotto le ipotesi del Rapporto, e la de-escalation proseguisse, il picco del 4,9% dei prezzi potrebbe essere rivisto al ribasso già a febbraio. **Tuttavia, una nuova escalation, con il gas in forte rialzo, renderebbe invece concreta l'ipotesi di un nuovo rialzo a dicembre**.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (9 – 13 novembre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Lun	9/11	02:30	CN	CPI m/m		ott	0.2	%	0.0
		02:30	CN	PPI a/a	*	ott	5.0	%	5.3
		02:30	CN	CPI a/a	*	ott	0.9	%	0.8
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		set	19.5	Mld €	19.4
Mar	10/11	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	set	-3.1	%	-3.1
		07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T3	8.3	%	
		09:00	CN	M2 a/a	*	ott	7.2	%	7.2
		09:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	ott	3550.0	Mld ¥ CN	1585.0
		09:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	ott	1080.0	Mld ¥ CN	20.0
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ott	0.3	%	0.2
		14:30	USA	CPI m/m	*	ott	0.6	%	0.3
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ott	2.6	%	
		14:30	USA	CPI a/a		ott	3.7	%	
Mer	11/11	08:00	GER	IPCA a/a finale		ott	prel 2.8	%	2.8
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ott	prel -0.1	%	-0.1
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	ott	prel -0.2	%	-0.2
		08:00	GER	CPI a/a finale		ott	prel 2.8	%	2.8
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	set	-1.3	%	0.7
Gio	12/11	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T3	0.5	%	0.7
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		set	-18.0	Mld £	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		set	-5.3	Mld £	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	set	0.8	%	-0.3
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	189	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.718	Mln	
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ott	3.99	Mln	3.98
Ven	13/11	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.4	%	0.4
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		ott	prel 3.8	%	3.8
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ott	-0.3	%	
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		ott	prel 4.9	%	4.9
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		set	-0.3	Mld €	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		set	1.8	Mld €	
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T3	prel 1.3	%	1.3
		11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T3	0.1	%	
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T3	prel 0.4	%	0.4
		14:30	USA	PPI m/m		ott	1.3	%	0.4
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ott	0.7	%	0.3

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

Calendario degli eventi (9 – 14 novembre)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	9/11	14:40	USA		Discorso di Bowman (Fed)
		16:00	USA		Discorso di Goolsbee (Fed)
		17:00	EUR		Discorso di Cipollone (BCE)
		18:15	USA		Discorso di Barkin (Fed)
		18:25	GB	*	Discorso di Bailey (BoE)
			EUR	*	Riunione Eurogruppo
			UE	*	Consiglio "Economia e finanza"
Mar	10/11	00:50	GIA		BoJ: Summary of Opinions della riunione di ottobre
		10:00	USA		Discorso di Waller (Fed)
		13:30	GB		Discorso di Lombardelli (BoE)
		15:00	EUR		Discorso di Cipollone (BCE)
		17:45	EUR		Discorso di Lane (BCE)
		18:30	EUR		Discorso di Escriva (BCE)
		19:30	GB		Discorso di Pill (BoE)
		19:30	USA		Discorso di Schmid (Fed)
		21:30	USA		Discorso di Bowman (Fed)
			UE	*	Consiglio "Economia e finanza" (Bilancio)
Mer	11/11	00:30	USA		Discorso di Paulson (Fed)
		00:30	USA		Discorso di Bowman (Fed)
		09:10	EUR		Discorso di Kazaks (BCE)
		09:20	EUR		Discorso di Nagel (BCE)
Gio	12/11	00:00	GIA		Discorso di Asada (BoJ)
		10:00	EUR		La BCE pubblica il Bollettino Economico
		15:00	USA		Discorso di Hammack (Fed)
		16:00	USA		Discorso di Barr (Fed)
		17:30	USA		Discorso di Goolsbee (Fed)
		18:30	EUR		Discorso di Nagel (BCE)
		19:10	USA		Discorso di Daly (Fed)
			UE	*	Riunione della comunità politica europea
Ven	13/11	00:30	USA		Discorso di Williams (Fed)
		08:00	EUR		Discorso di Simkus (BCE)
		09:30	EUR		Discorso di Zigman (BCE)
		16:50	USA		Discorso di Bowman (Fed)
		18:00	USA		Discorso di Daly (Fed)
			UE	*	Riunione informale dei capi di Stato o di governo
			GER	*	Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Germania
			ITA	*	S&P si pronuncia sul debito sovrano dell'Italia
			POR	*	DBRS si pronuncia sul debito sovrano del Portogallo
Sab	14/11	01:00	USA		Discorso di Jefferson (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	ott	56.0				54.9
Indice ISM manifatturiero	ott	54.5			54.5	55.5
Spesa in costruzioni	set	2.0	~~(0.9)~~	%	0.3	-1.9
Ordinativi industriali m/m	set	0.3	~~(0.1)~~	%	1.2	1.8
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	set	1.8		%		1.9
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	set	0.5		%		0.5
Nuovi occupati: stima ADP	ott	86	~~(90)~~	x1000	69	86
Bilancia commerciale	set	-105.7	~~(-105.6)~~	Mld $	-108.0	-105.0
Markit PMI Composito finale	ott	57.6				55.9
Markit PMI Servizi finale	ott	57.9				56.1
Indice ISM non manifatturiero composito	ott	54.9			54.8	54.5
Richieste di sussidio	settim	195	~~(194)~~	x1000	196	189
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.695	~~(1.701)~~	Mln	1.710	1.718
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T3	1.9	~~(1.2)~~	%	0.6	-0.7
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T3	2.1	~~(1.4)~~	%	2.8	3.6
Salari orari m/m	ott	0.3	~~(0.1)~~	%	0.3	0.4
Tasso di disoccupazione	ott	4.2		%	4.2	4.1
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ott	60	~~(29)~~	x1000	65	165
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	nov	48.0			48.0	

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

Elezioni Midterm: ondata democratica al Congresso, ma Iran, dazi e IA restano in mano alla Casa Bianca. Le elezioni di metà mandato del 3 novembre hanno consegnato ai Democratici il controllo di entrambe le Camere, con vittorie anche in Stati conquistati nettamente da Trump nel 2024 (Texas, Kansas, Iowa, Ohio, Carolina del Sud). Dal 3 gennaio si torna a uno scenario di "governo diviso": senza i 60 voti necessari per superare l'ostruzionismo al Senato e i due terzi dei seggi per contrastare il veto presidenziale, i Democratici non avranno i numeri per un'agenda propria, ma controlleranno calendario parlamentare, commissioni d'indagine e conferme delle nomine. Il voto cambia soprattutto il negoziato fiscale: il primo banco di prova sarà il rifinanziamento del governo, in scadenza l'11 dicembre e con ogni probabilità rinviato all'inizio del 2027; poi tornerà d'attualità il tetto del debito. La Casa Bianca conserva ampi margini di discrezionalità su dazi, immigrazione e politica estera, che saranno cruciali per le prospettive di crescita e inflazione. In tema di Intelligenza Artificiale, il ciclo di investimenti non è in discussione a livello federale, ma il voto rafforza i vincoli locali e il confronto su chi paga l'energia per i data center.

Cosa guida l'inflazione: la domanda o l'offerta? La composizione dell'inflazione, ossia il contributo relativo delle componenti riconducibili alla domanda e all'offerta, fornisce indicazioni importanti sulla persistenza delle pressioni sui prezzi e sulle possibili implicazioni per la politica monetaria, risultando spesso più informativa del solo dato aggregato. Le nostre elaborazioni sul deflatore PCE mostrano che l'impulso dello shock energetico della primavera si era progressivamente attenuato nei mesi estivi, con effetti di contagio limitati sulle componenti sottostanti. Ad agosto era emerso un quadro coerente con un maggiore ruolo della domanda nella dinamica inflazionistica, ma il dato di settembre ha ridimensionato quel segnale: l'accelerazione del deflatore è riconducibile soprattutto a fattori di offerta, in particolare al nuovo rialzo dei carburanti, mentre il contributo della domanda si è nuovamente attenuato. L'elemento di maggiore interesse è però la diffusione delle pressioni inflazionistiche: la quota di componenti con rincari elevati continua ad ampliarsi, mentre le misure sottostanti a breve termine sono tornate ad accelerare. Sul fronte della politica monetaria, la minore incidenza dei fattori di domanda riduce l'urgenza di rialzi dei tassi ravvicinati, ma la maggiore diffusione delle pressioni inflazionistiche è un importante argomento a favore del proseguimento del ciclo restrittivo da parte della Fed.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	ott	52.4			52.4	52.7
EUR	PMI servizi finale	ott	51.7			51.7	51.4
EUR	PMI composito finale	ott	51.9			51.9	51.7
EUR	CPI a/a stima flash	ott	3.8		%	4	4.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ott	2.2		%	2.2	2.2
EUR	PPI a/a	set	8.3	~~(8.2)~~	%	10.9	11.1
EUR	Vendite al dettaglio m/m	set	0.4	~~(0.1)~~	%	-0.1	-0.7
FRA	PMI manifatturiero finale	ott	49.3			49.3	49.5
FRA	PMI servizi finale	ott	48.4			48.4	46.2
FRA	Produzione industriale m/m	set	-0.4	~~(-0.3)~~	%	0.3	-0.5
GER	Vendite al dettaglio m/m	set	1.2	~~(1.3)~~	%	0.4	-2.0
GER	Vendite al dettaglio a/a	set	-0.3	~~(-0.4)~~	%		-2.3
GER	PMI manifatturiero finale	ott	54.2			54.2	54.2
GER	PMI servizi finale	ott	51.7			51.7	52.5
GER	Ordini all'industria m/m	set	-10.1	~~(-10.6)~~	%	4.8	4.4
GER	Produzione industriale m/m	set	1.0	~~(2.0)~~	%		0.7
ITA	PMI manifatturiero	ott	50.4			50.2	49.4
ITA	PMI servizi	ott	51.7			51.5	52.0
ITA	Vendite al dettaglio a/a	set	0.5		%		1.6
SPA	Produzione industriale a/a	set	1.3	~~(1.5)~~	%		2.0

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

IPCA ai massimi da oltre 3 anni, ma i rincari restano confinati quasi solo all'energia. A ottobre, l'inflazione nell'Eurozona ha toccato un nuovo massimo da oltre tre anni al 4%, spinta ancora dall'energia, mentre gli indici core sono stabili. Gli effetti indiretti dei rincari energetici sul resto del paniere sono quasi inesistenti, ma a nostro avviso non potranno non aumentare nei prossimi mesi. Nelle nostre stime, l'inflazione toccherà un massimo al 4,4% tra dicembre e gennaio, e l'indice al netto di energetici e alimentari freschi dovrebbe salire nel range 2,5-2,6% per quasi tutto il 2027. Questo quadro resta a nostro avviso coerente con un ulteriore rialzo dei tassi ufficiali BCE a dicembre.

Spesa per la difesa in accelerazione, l'impatto sul PIL resta limitato. La spesa per la difesa nella NATO e nella UE è destinata ad aumentare ancora nei prossimi anni, ma le traiettorie differiscono sensibilmente tra paesi e l'impatto macroeconomico dipenderà dalla composizione degli interventi, dalla capacità produttiva europea, dal ricorso alle importazioni e dalle modalità di finanziamento. Nell'area dell'euro, sulla base dei programmi nazionali censiti dalla BCE, la spesa potrebbe salire verso il 2,5% nel 2035; tuttavia, nella nostra simulazione l'impatto medio sulla crescita del PIL nel triennio 2027-29 difficilmente risulterà superiore a un decimo all'anno. Per l'Italia, l'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale consente un aumento della spesa dall'1,3% all'1,6% del PIL nel 2027-28. Il ridotto spazio di bilancio potrebbe rendere però difficili ulteriori incrementi alla scadenza della flessibilità europea, mentre il contributo alla crescita dovrebbe risultare modesto. L'industria italiana della difesa si presenta a questo appuntamento in una fase di espansione, sostenuta tuttavia più dalla domanda estera extra-europea che dalla spesa pubblica nazionale.

Germania: l'industria cresce a settembre ma si contrae nel T3. La produzione industriale tedesca è cresciuta per il secondo mese consecutivo a settembre, ma è soprattutto un rimbalzo tecnico dopo la debolezza di luglio, quando alcuni fattori straordinari avevano pesato sull'attività. In media la produzione si è infatti contratta nel 3° trimestre. Il recente recupero degli ordini e le indagini di fiducia suggeriscono però che il settore possa tornare a espandersi a fine anno.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	ott	53.3		53.3

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

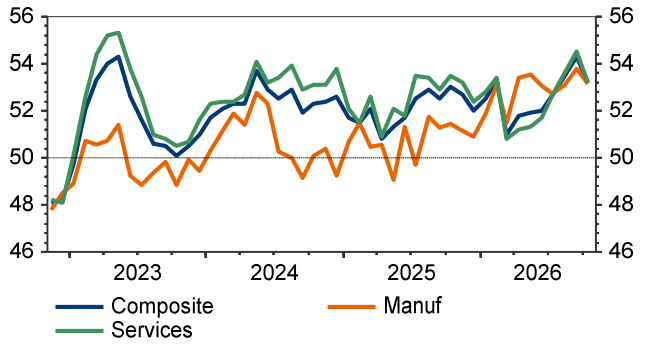
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	ott	52.1	51.6	52.0
PMI servizi - Caixin	ott	51.6		50.8

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

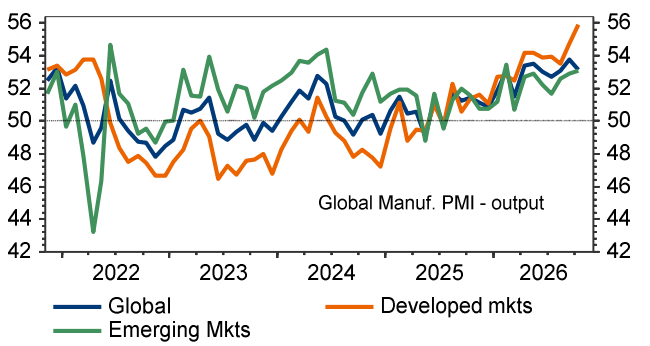
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



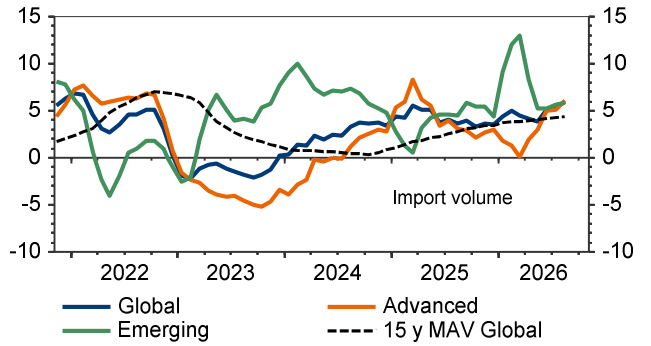
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



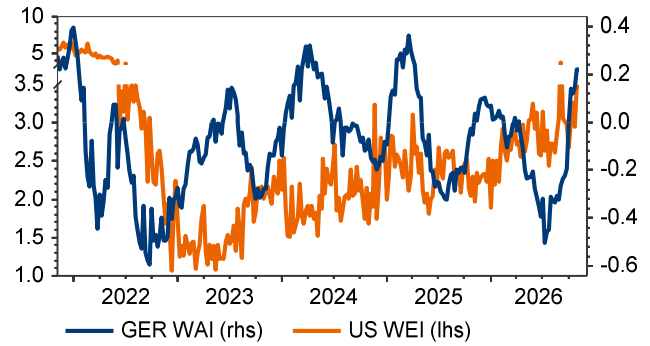
Fonte: S&P Global

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



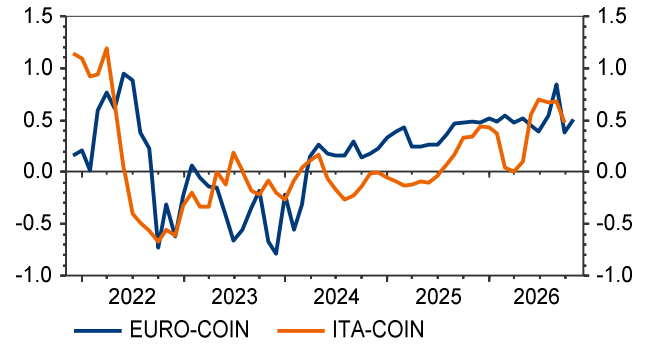
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



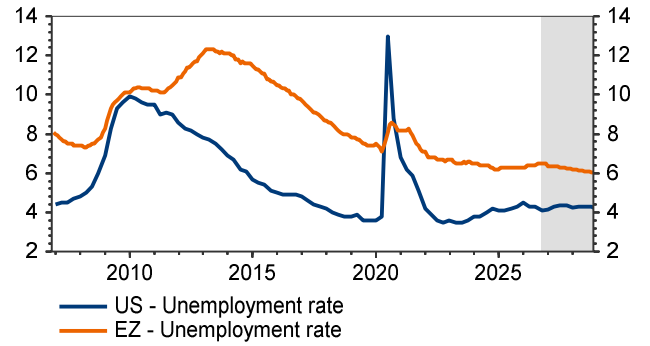
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

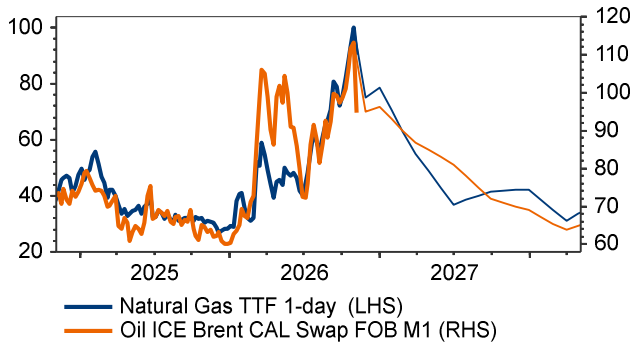
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

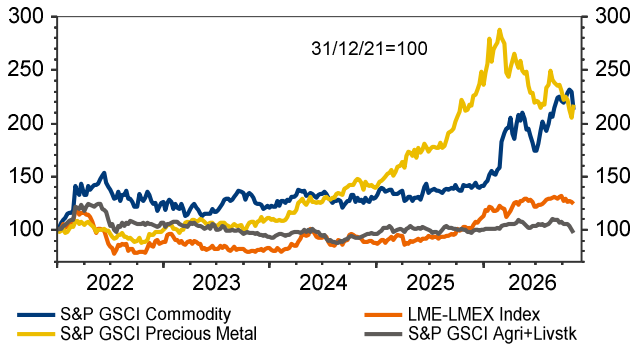
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



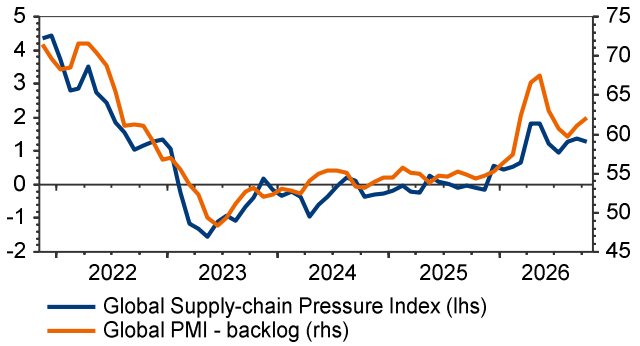
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



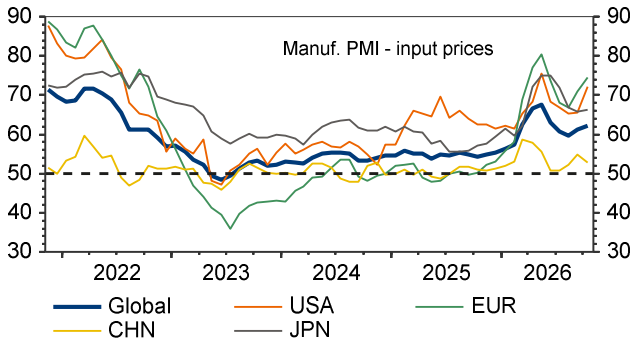
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



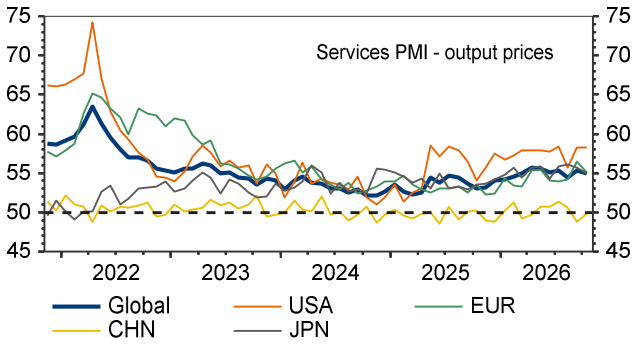
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



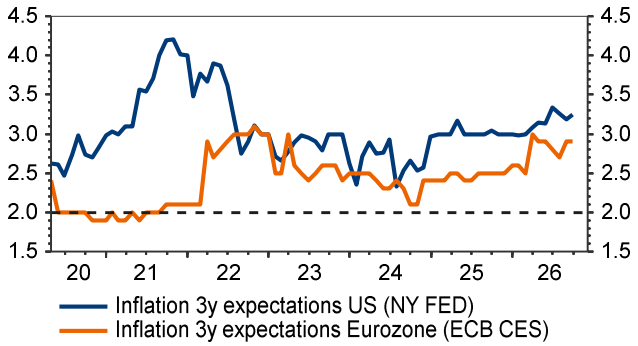
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

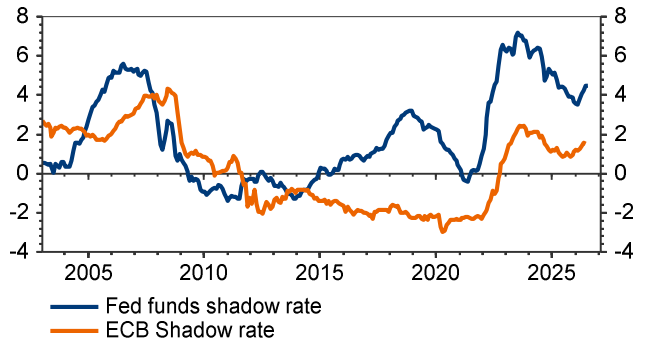
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

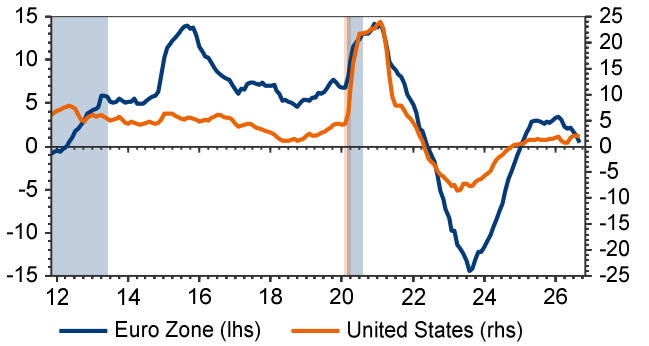
Condizioni Finanziarie

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



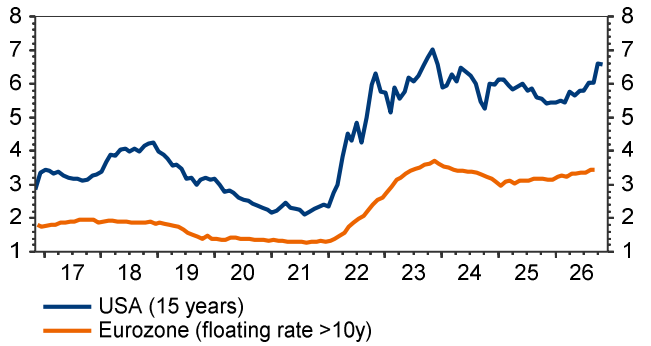
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



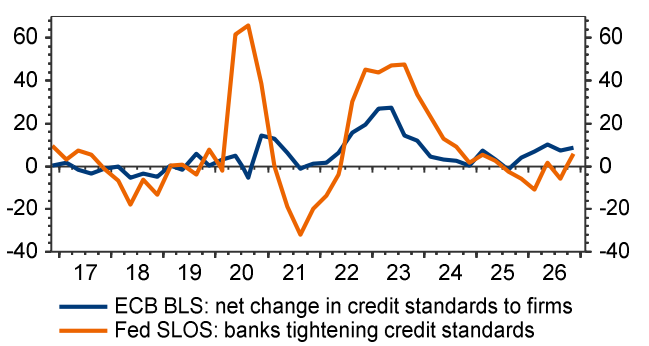
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



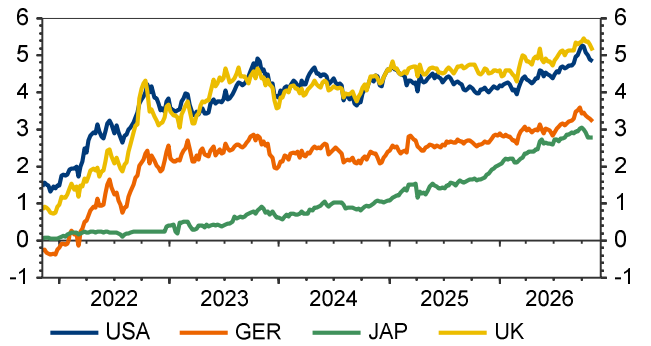
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



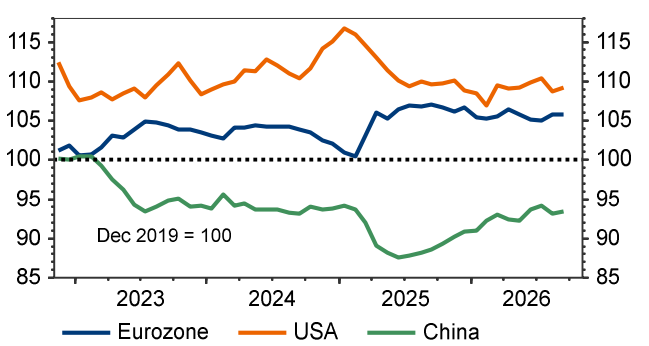
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

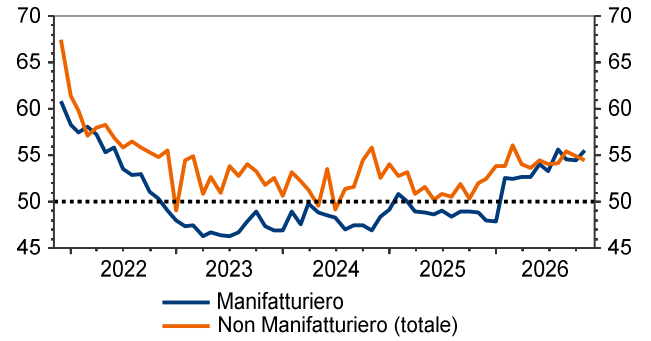
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

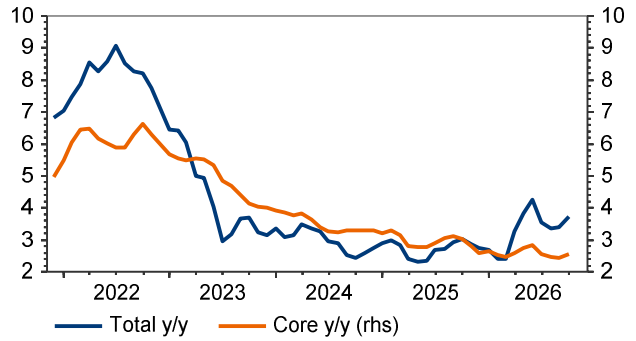
Stati Uniti

Indagini ISM



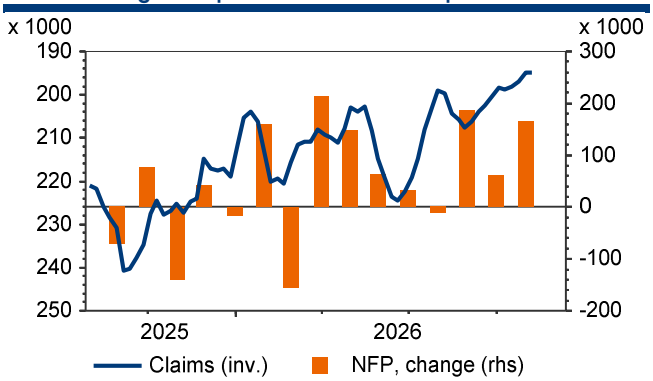
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



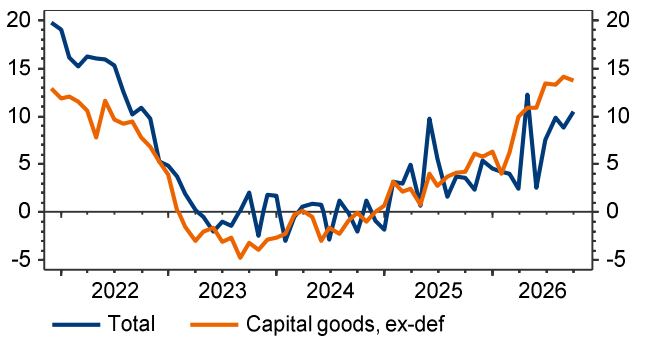
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

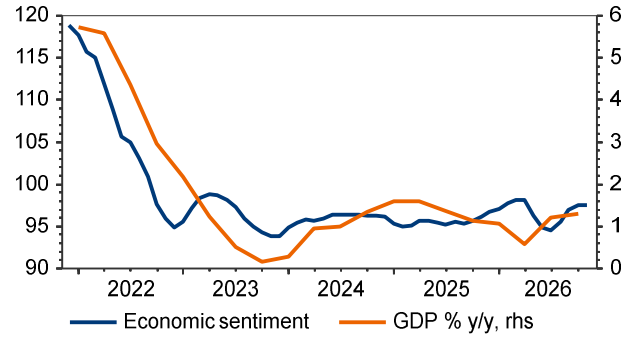
Previsioni

	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

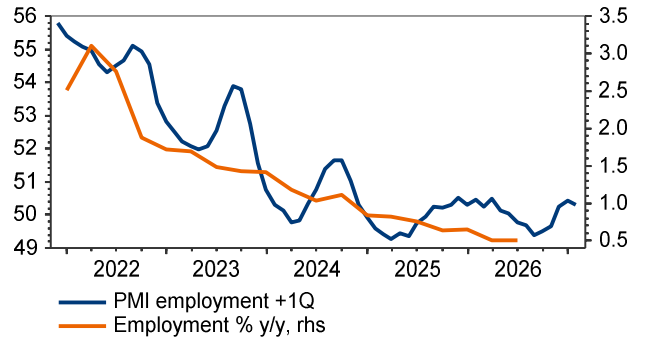
Area euro

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**	4.0
nov-26	104.7	102.9	103.2	104.6	4.2	2.4	2.6	4.1
dic-26	105.1	103.3	103.6	104.9	4.4	2.5	2.7	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	104.5	102.6	102.6	104.4	4.4	2.6	2.8	4.3
feb-27	105.0	103.2	103.3	104.9	4.3	2.6	2.8	4.2
mar-27	105.5	104.0	104.1	105.4	3.4	2.6	2.7	3.4
apr-27	106.1	104.7	105.0	106.0	3.0	2.6	2.6	2.9
mag-27	106.1	105.0	105.2	106.0	2.9	2.5	2.5	2.9
giu-27	106.2	105.2	105.5	106.1	3.1	2.6	2.5	3.0
lug-27	106.0	105.2	105.4	105.9	2.7	2.5	2.5	2.6
ago-27	106.2	105.4	105.7	106.1	2.4	2.6	2.6	2.3
set-27	106.2	105.6	105.9	106.1	1.8	2.6	2.5	1.8
ott-27	106.5	105.9	106.2	106.4	1.6	2.6	2.4	1.6
nov-27	106.2	105.5	105.6	106.0	1.4	2.5	2.4	1.4
dic-27	106.5	105.8	106.0	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.

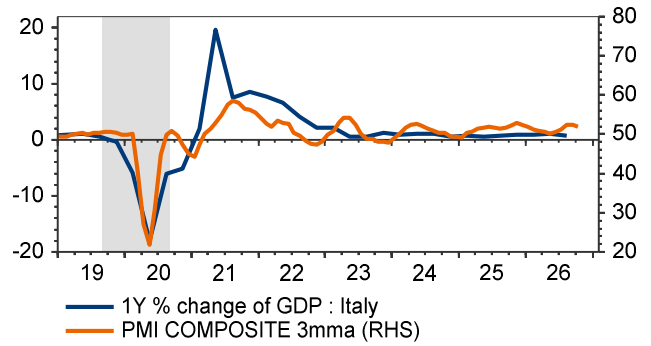
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026				2027			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	**1.3**	1.1	1.2	**1.1**	**0.6**	**1.2**	**1.3**	1.3	1.5	1.2	1.0
- t/t				**0.2**	**0.0**	**0.6**	**0.4**	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	**1.4**	1.0	0.8	**0.6**	**0.0**	**0.4**	0.2	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	0.4	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**	2.8	2.8	**0.4**	**-0.5**	**3.5**	0.1	0.5	0.6	0.7	0.6
Importazioni	**3.5**	3.1	2.6	**0.4**	**0.5**	**1.7**	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.2**	0.0	0.0	**-0.3**	**0.4**	**-0.5**	0.4	0.1	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	**2.2**	1.7	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	**-3.0**	-3.6	-3.2								
Debito pubblico (% PIL)	**87.3**	89.2	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	2.3
Produzione industriale (a/a)	**1.7**	-0.7	0.9	**1.9**	**-1.9**	**0.0**	-0.4	-0.4	0.8	0.4	1.1
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**	**2.52**	2.72	2.85	2.81	2.77

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

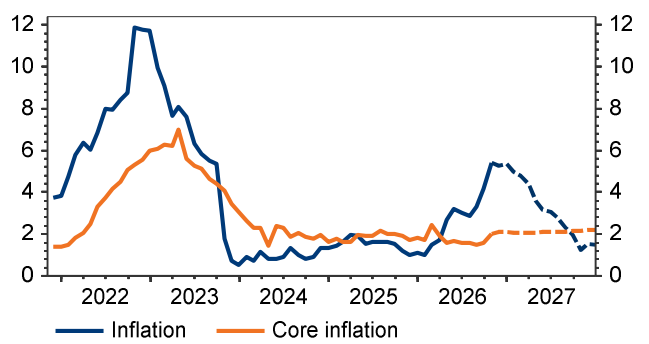
Italia

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	105.6	105.1	105.2	105.1	5.3	5.3	5.3	5.2
dic-26	106.0	105.3	105.4	105.3	5.5	5.3	5.3	5.2
Media	**103.3**	**103.3**	**103.2**	**103.1**	**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	104.5	105.4	105.4	105.4	5.0	5.0	5.0	4.9
feb-27	104.8	105.9	105.8	105.7	4.8	4.8	4.8	4.8
mar-27	106.1	106.1	105.9	105.8	4.4	4.4	4.3	4.3
apr-27	107.1	106.4	106.2	106.1	3.7	3.6	3.5	3.5
mag-27	106.9	106.4	106.1	106.1	3.2	3.2	3.2	3.2
giu-27	106.8	106.3	106.0	106.0	3.1	3.1	3.1	3.1
lug-27	105.5	106.3	106.0	106.0	2.8	2.8	2.8	2.8
ago-27	105.1	106.3	106.1	106.1	2.3	2.3	2.3	2.3
set-27	107.0	106.7	106.3	106.3	2.0	2.0	1.9	1.9
ott-27	107.6	106.8	106.6	106.5	1.4	1.3	1.2	1.2
nov-27	107.2	106.7	106.8	106.7	1.5	1.6	1.5	1.5
dic-27	107.5	106.9	106.9	106.7	1.5	1.5	1.4	1.4
Media	**106.3**	**106.3**	**106.2**	**106.1**	**2.9**	**2.9**	**2.9**	**2.9**

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	4.7	3.3	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**	5.9	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

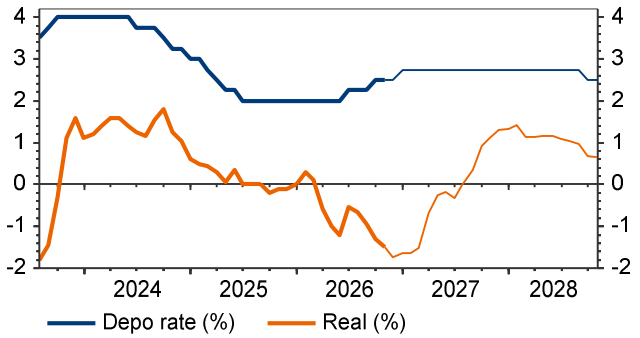
	mar	giu	set	5/11	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.00	2.25	2.50	**2.50**	2.75	2.75	2.75	2.75
Euribor 1m	1.89	2.20	2.50	**2.45**	2.52	2.68	2.68	2.69
Euribor 3m	2.08	2.32	2.62	**2.76**	2.79	2.84	2.79	2.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

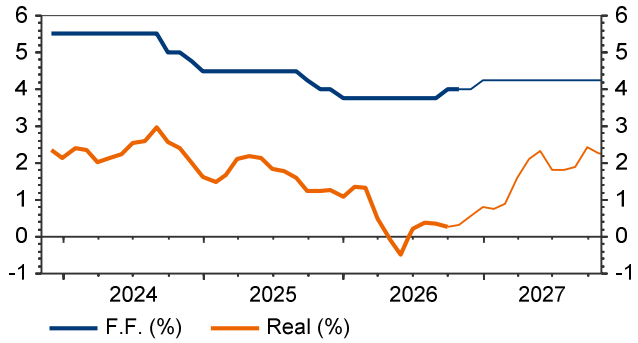
Stati Uniti

	mar	giu	set	5/11	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

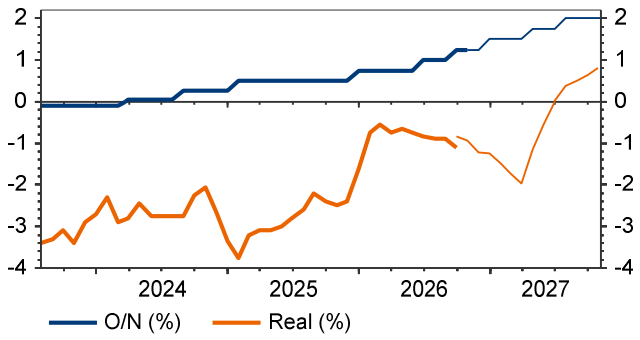
	mar	giu	set	5/11	dic	mar	giu	set
O/N target	0.75	1.00	1.25	**1.25**	1.50	1.50	1.75	2.00
OIS 3m	0.86	0.99	1.30	**1.35**	1.52	1.52	1.77	2.02

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

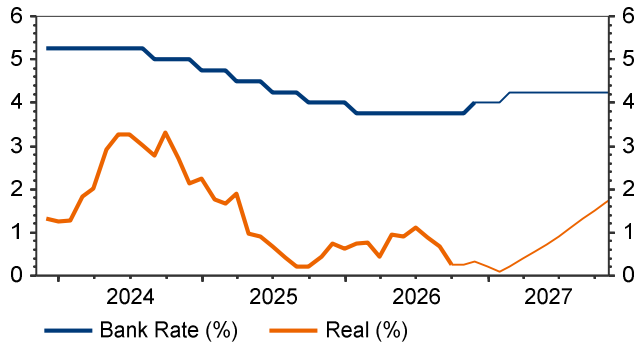
Regno Unito

	mar	giu	set	5/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	3.75	3.75	3.75	**4.00**	4.00	4.25	4.25	4.25
OIS 3m	3.84	3.77	3.91	**4.08**	4.15	4.40	4.40	4.40

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

	6/11	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4	2028 T1	2028 T2	2028 T3
EUR/USD	1.1174	1.13	1.12	1.13	1.13	1.14	1.15	1.15	1.16
USD/JPY	158.30	159	160	160	160	159	157	155	153
GBP/USD	1.3385	1.32	1.32	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31
USD/CAD	1.4070	1.42	1.42	1.42	1.42	1.41	1.41	1.39	1.38
AUD/USD	0.6869	0.70	0.71	0.71	0.71	0.72	0.72	0.72	0.72
NZD/USD	0.5542	0.60	0.62	0.63	0.63	0.64	0.64	0.65	0.65
USD/CHF	0.8181	0.81	0.83	0.82	0.82	0.82	0.81	0.81	0.80
EUR/SEK	11.0359	11.19	11.04	10.88	10.71	10.56	10.43	10.36	10.30
EUR/NOK	10.5182	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