

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Ieri, la Banca Centrale Europea ha lasciato invariata la politica monetaria, e le revisioni al rialzo delle proiezioni dello staff su crescita e inflazione non sono tali, a nostro avviso, da indurre la BCE a modificare il livello dei tassi nei prossimi mesi. Nell'Eurozona, le indagini di fiducia di dicembre hanno visto in media una moderata flessione, ma su livelli ancora compatibili con un ritmo di crescita del PIL di 0,3% t/t nell'orizzonte prevedibile; il dato di inflazione di dicembre (in calendario il 7 gennaio) dovrebbe mostrare un IPCA stabile poco sopra il 2%, ma ci attendiamo un calo sotto il target BCE già da gennaio. Negli Stati Uniti, i dati su mercato del lavoro e prezzi al consumo del bimestre ottobre-novembre sono distorti da shutdown e altri fattori una tantum, e, pertanto, non richiedono un'azione immediata da parte della Fed, che dovrà attendere dati congiunturali più chiari prima di agire (e, a nostro avviso, potrebbe entrare in modalità "wait and see" per qualche mese).

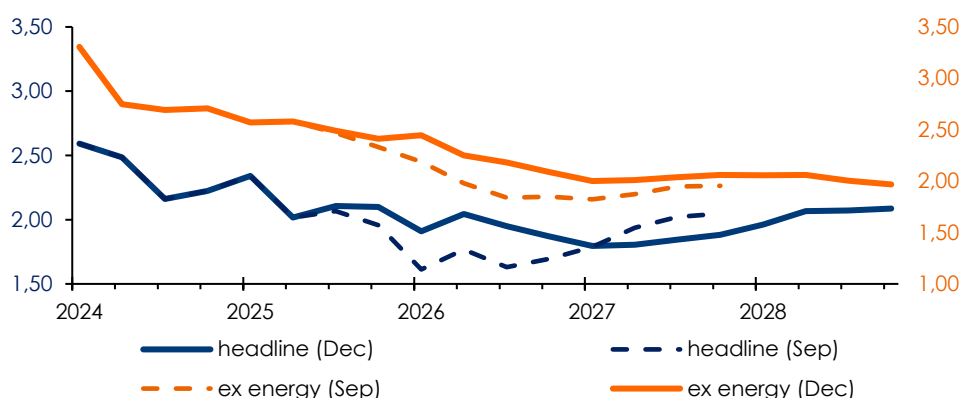
Per un'analisi strutturata dello scenario previsionale 2026, segnaliamo che abbiamo appena pubblicato l'edizione di dicembre dello [Scenario macroeconomico](#). Il documento descrive un'economia mondiale che rallenta in modo ordinato, con crescita sotto la media storica, minore eterogeneità geografica e basso dinamismo del commercio. A fronte di uno scenario base apparentemente tranquillo, i rischi restano elevati: valutazioni finanziarie tese, geopolitica instabile e incertezza sulle politiche economiche statunitensi rappresentano i principali fattori di vulnerabilità.

#### Area euro

■ Questa settimana:

- Come atteso, **la Banca Centrale Europea ha lasciato la politica monetaria invariata**: il tasso sui depositi resta al 2,0% e le prossime decisioni continueranno a essere prese riunione per riunione, come già nei mesi scorsi. Il discorso della presidente Lagarde ha sottolineato che l'economia europea ha mostrato una resilienza superiore alle previsioni di fronte agli shock esterni, fattore che si è riflesso in una **revisione al rialzo delle proiezioni di crescita economica**. In particolare, anche la BCE è stata sorpresa positivamente dalla tenuta dell'export europeo (sebbene parzialmente compensata da un maggior assorbimento di importazioni) e dalla ripresa degli investimenti fissi (quest'ultima attribuita almeno in parte a un'accelerazione nello sviluppo dell'IA). **Le proiezioni di inflazione sono state anch'esse riviste al rialzo fino a tutto il 2026**: una revisione che riflette una dinamica

#### BCE: il sentiero dell'inflazione dei prossimi mesi è stato rivisto al rialzo



Nota: HICP: scala sinistra; HICP ex energy: scala destra. Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections – December 2025

19 dicembre 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

International Research Network

Silvia Guizzo  
Economista – Asia Ex Giappone

dei prezzi superiore alle attese nei servizi e minori attese di deflazione per i beni industriali non energetici. Il consenso degli analisti e i mercati scontano uno **scenario centrale di tassi invariati per tutto il 2026**, con un'inclinazione verso tassi più elevati a partire dall'autunno 2026. Una valutazione condivisibile, purché si tenga conto dei **rischi** che, se si materializzassero, potrebbero ancora obbligare a correggere la politica monetaria: l'assenza di *forward guidance* continua a essere giustificata dall'elevata incertezza del contesto.

- **In Eurozona, la produzione industriale è cresciuta per il secondo mese consecutivo a ottobre**, accelerando a 0,8% m/m da 0,2% precedente. Il dato è trainato dalla Germania (+1,4% m/m), ma anche Francia e Spagna registrano un incremento (+0,2% e +0,9% m/m, rispettivamente), mentre in Italia l'output è tornato a calare (-1% m/m). L'industria dovrebbe tornare a contribuire positivamente alla formazione del valore aggiunto nel 4° trimestre, ma le indagini ancora non segnalano una tendenza stabilmente espansiva per il settore.
- **I PMI flash di dicembre dell'area euro hanno registrato un calo della fiducia diffuso a manifattura e servizi** con un PMI composito sceso da 52,8 a 51,9 (un minimo da tre mesi). Nell'industria, torna a flettere la produzione e accelera la contrazione degli ordini, e anche i servizi, pur restando in espansione, mostrano segnali di minore slancio. Il livello del PMI composito resta compatibile con una stabilizzazione del ritmo di crescita del PIL in Eurozona intorno allo 0,3% t/t nell'orizzonte prevedibile. Le indicazioni delle imprese sui prezzi di vendita hanno smesso di scendere, coerentemente con un'inflazione nei servizi ancora vischiosa, ma non suggeriscono la presenza di rinnovati rischi al rialzo.
- **In Germania l'indice IFO è sceso per il secondo mese a dicembre**, da 88 a 87,6, un minimo da maggio. Il calo è dovuto alle aspettative, mentre la situazione corrente è stabile su livelli molto bassi. Il deterioramento del morale è diffuso a tutti i macro-settori con la sola eccezione delle costruzioni (dove si registra una stabilità). Anche il PMI composito è calato per il secondo mese (da 51,5 a 52,4), con correzioni diffuse a manifattura e servizi. Nel complesso, le indagini non mettono a rischio la nostra previsione di un ritorno alla crescita del PIL nel 4° trimestre, ma invitano alla cautela per il primo scorcio del 2026.
- **In Italia le indagini Istat di dicembre hanno registrato un miglioramento della fiducia** sia delle famiglie (da 95 a 96,6, un massimo da marzo) che delle imprese (da 96,1 a 96,5, il livello più alto da marzo 2024), anche se fra le aziende l'incremento riguarda solo i servizi (manifattura e costruzioni sono in calo). Le indagini danno segnali misti ma rimangono compatibili con un'espansione del PIL su ritmi di 0,1%-0,2% t/t nei prossimi trimestri.
- **In Francia, l'indice composito di fiducia delle imprese dell'INSEE è salito per il terzo mese a dicembre**, a 99 da 98 precedente, un punto al di sotto della media di lungo periodo. È stato il settore manifatturiero a risultare trainante (102 da 98), sostenuto dall'ampio rimbalzo del volatile settore degli "altri mezzi di trasporto", a fronte di un morale ancora debole nei restanti comparti industriali. Il ciclo francese sta comunque mostrando segnali di tenuta nonostante l'incertezza politica interna (in calo dai picchi ma ancora elevata). Dopo un 3° trimestre migliore delle attese, la crescita del PIL dovrebbe rimanere in territorio positivo, intorno allo 0,2% t/t, anche a cavallo d'anno.

■ Durante le prossime tre settimane:

- **I dati sui prezzi al consumo di dicembre sono attesi registrare una stabilità dell'inflazione area euro al 2,1% a/a**. Anche l'indice sottostante (al netto di alimentari freschi ed energia), che negli ultimi mesi si è rivelato più vischioso rispetto alle attese, è stimato invariato al 2,4% a/a. In prospettiva, pensiamo che da gennaio effetti base favorevoli sull'energia possano far scendere l'IPCA a 1,7% a/a nei primi due mesi del 2026; successivamente ci attendiamo una stabilizzazione, con media annua a 1,8% (da 2,1% nel 2025). Tra le principali economie (sugli indici nazionali di inflazione), stimiamo un calo di un decimo in Germania (al 2,2% a/a), un aumento della stessa entità in Francia (all'1%) e una stabilità in Italia (all'1,1%).

- **L'indice della Commissione europea chiuderà la tornata di indagini di fiducia di dicembre:** è atteso un ESI poco variato a 97,2 da 97 precedente. La seconda stima dei PMI non dovrebbe registrare revisioni, mentre la prima lettura per l'Italia dovrebbe vedere un rallentamento del PMI composito da 53,8 a 52,5 (da 50,6 a 50,1 nel manifatturiero e da 55 a 53,4 nei servizi).
- **I dati di novembre sul mercato del lavoro dovrebbero confermare un tasso di disoccupazione ancora vicino ai minimi storici** nonostante la progressiva normalizzazione delle posizioni vacanti, ormai tornate ai livelli pre-Covid. Stimiamo un tasso del senza lavoro invariato al 6,4% in area euro e in salita di un decimo al 6,1% in Italia (dopo che la lettura di ottobre aveva toccato un minimo da aprile del 2007).
- **In Germania, dopo due mesi di recupero, la produzione industriale dovrebbe tornare a calare a novembre.** I solidi progressi messi a segno tra settembre e ottobre hanno permesso all'output di recuperare il brusco calo di agosto, imputabile anche ad anomalie stagionali e fattori una tantum, ma le indagini e i dati sugli ordini suggeriscono che una ripresa più strutturale non è ancora avviata. Stimiamo una flessione di -0,5% m/m, che comunque non impedirebbe all'industria di tornare a contribuire positivamente alla crescita del PIL a fine anno. **Anche in Francia ci attendiamo una correzione su base mensile dopo due mesi di crescita.**
- **Francia - Au revoir nel 2026 per il budget?** L'Assemblea Nazionale ha approvato in via definitiva il PLFSS (il bilancio della Sécurité Sociale), ma è probabile che un accordo sul bilancio dello Stato (il PLF) non venga raggiunto prima della fine dell'anno. Lunedì 15 dicembre, il Senato, a maggioranza di centro-destra, ha approvato una versione modificata del PLF che prevede un deficit al 5,3% del PIL (rispetto all'obiettivo iniziale del Governo del 4,7%). Il testo, che privilegia il taglio delle spese rispetto all'aumento delle entrate, è stato giudicato inaccettabile da socialisti ed ecologisti, e non abbastanza ambizioso dallo stesso esecutivo. Sarà ora compito di una Commissione Mista Paritaria trovare un difficile equilibrio su un documento che possa essere approvato anche dall'Assemblea. Il Governo, come ampiamente previsto, ha già annunciato il ricorso alla legge speciale per garantire il funzionamento dello Stato anche in assenza di un bilancio approvato. Nel nostro scenario centrale, assumiamo che il budget venga effettivamente approvato entro i primi mesi dell'anno prossimo, ma riteniamo che, anche alla luce del PLFSS votato, la restrizione fiscale sarà più "morbida" di quanto inizialmente previsto dal Governo (prevediamo un indebitamento netto al 5,2% nel 2026).

## Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Employment report: più occupati del previsto a novembre ma aumenta la disoccupazione; i dati di ottobre e novembre appaiono però distorti.** Gli occupati sono aumentati di 64 mila unità a novembre, dopo la flessione di -105 mila a ottobre dovuta in larga misura al calo degli occupati federali (-162 mila) per via del ridimensionamento programmato del DOGE. Anche lo shutdown potrebbe aver avuto un impatto, anche se di difficile quantificazione. In ogni caso, la creazione di posti di lavoro a novembre è rimasta concentrata nei servizi, mentre continua a soffrire l'industria. **Il tasso di disoccupazione è salito al 4,6% (un massimo da settembre 2021)**, in un quadro in cui l'espansione della forza lavoro (+323 mila unità) ha superato di gran lunga la crescita degli occupati (+96 mila). Il tasso di sotto-occupazione U-6 è salito a 8,7% (il livello più alto da agosto 2021), con segnali di debolezza tra i giovani, gli afroamericani e i lavoratori part-time per motivi economici. In sintesi, i dati sono in media negativi, ma sono in parte distorti da uscite dal DOGE e shutdown: **occorrerà attendere il rapporto sull'occupazione di dicembre per farsi un'idea più precisa delle tendenze sottostanti.**
- **CPI di novembre: ben sotto le attese, ma pesano le distorsioni da shutdown.** Il CPI headline è rallentato al 2,7% a/a dal 3,1% di settembre (il dato di ottobre non è stato comunicato), e l'indice core al 2,6% dal 3%. La variazione dei prezzi rispetto a settembre per entrambi

gli indici è pari a +0,2%. I servizi abitativi hanno visto una moderazione al 3% a/a, mentre l'energia si mantiene elevata (4,2% a/a); resta contenuta la tendenza per i beni core (1,4% a/a). In sintesi, i dati sono migliori del previsto ma la mancata rilevazione dei numeri di ottobre potrebbe aver creato delle distorsioni. Anche in questo caso, occorrerà attendere il dato di dicembre per capire se il calo è temporaneo.

- **Vendite al dettaglio stabili a ottobre, ma in forte recupero sugli aggregati core** (+0,4% m/m al netto delle auto, +0,5% m/m al netto di auto e carburanti e +0,8% m/m sul "control group").
- **PMI di dicembre in rallentamento.** L'indice composito è calato più del previsto da 54,2 a 53, un minimo da sei mesi. La decelerazione ha riguardato sia il manifatturiero (da 52,2 a 51,8) sia i servizi (da 54,1 a 52,9). Le indicazioni delle imprese sull'occupazione restano deboli, quelle sui prezzi mostrano maggiori tensioni.
- **Politica monetaria: divergenze in aumento nel FOMC.** Con l'eccezione di Miran, che continua a sostenere che l'inflazione sottostante è ormai vicina al 2% e che un ritmo di tagli più rapido aiuterebbe a riportare i tassi verso la neutralità, **sembrano "ammorbidirsi" le posizioni dovish degli altri membri votanti:** ad esempio, Waller vede un mercato del lavoro in raffreddamento ed è a favore di ulteriori riduzioni dei tassi, ma a passo moderato e senza fretta. Paulson ha sottolineato che il mercato del lavoro rallenta ma non collassa, e ritiene che i tagli già effettuati non abbiano ancora dispiegato pienamente i loro effetti. Sul fronte hawkish, Hammack giudica l'inflazione ancora troppo elevata e preferirebbe una politica lievemente più restrittiva rispetto al livello attuale. A nostro avviso, **il flusso recente di discorsi è coerente con una pausa prolungata da parte della Fed**, anche perché i dati macroeconomici diffusi dopo lo shutdown sono distorti e non consentono una valutazione completa ai fini di un'azione immediata.
- **Lotta interna tra i Repubblicani sui sussidi ACA.** La partita sui sussidi dell'Affordable Care Act riemerge come uno dei principali fronti di tensione politica in vista del 2026. La frattura tra Repubblicani moderati e l'ala più intransigente del partito si è resa esplicita con la defezione di quattro deputati preoccupati dell'impatto elettorale di un possibile aumento dei premi assicurativi se gli incentivi dovessero scadere. Ne deriva un percorso che può portare a un voto alla Camera già a gennaio su un'estensione pluriennale, riportando il tema dell'ACA al centro del dibattito.

■ Nelle prossime settimane (sino all'8 gennaio):

- **Il PIL del 3° trimestre dovrebbe confermarsi robusto**, a 2,9% t/t ann. da 3,8% dei tre mesi precedenti, guidato ancora da consumi e investimenti non residenziali; la spesa governativa dovrebbe tornare a crescere, e anche gli scambi con l'estero dovrebbero dare un contributo positivo grazie al calo delle importazioni. Pensiamo però che si possa vedere un deciso rallentamento, anche per effetto dello shutdown, nel 4° trimestre dell'anno (seguito da un recupero a inizio 2026).
- **Indagini ISM di dicembre attese in rallentamento** sia nel manifatturiero (da 48,2 a 48) sia, in maggior misura, nei servizi (da 52,6 a 52).
- Infine, l'8 gennaio saranno diffusi i **verbali della riunione del FOMC** del 9-10 dicembre.

-----

*Purtroppo, dobbiamo annunciare che questa è l'ultima volta che Silvia scrive per noi sull'economia dell'Asia. Ieri ci aveva salutato con un arrivederci, e invece si è rivelato un addio, per sempre. Se ne è andata silenziosamente, con la discrezione che sempre l'ha caratterizzata, e sembra quasi di sentirla che si scusa per il trambusto che ha causato con la sua scomparsa improvvisa.*

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (22 dicembre 2025 – 9 gennaio 2026) ... continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	22/12	02:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	dic	3.5	%
		02:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	dic	3.0	%
		08:00	GB	PIL t/t finale		T3	prel 0.1	%
		10:00	ITA	PPI m/m		nov	-0.2	%
		10:00	ITA	PPI a/a		nov	0.1	%
Mar	23/12	08:00	GER	Prezzi import a/a		nov	-1.4	%
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.6	%
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		nov	5.3	Mld €
		14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T3	3.8	%
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	ott	0.6	%
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	ott	0.5	%
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		ott	0.1	%
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ott	75.9	%
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	dic	88.7	
Mer	24/12	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.4	%
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.897	Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	224	x1000
Ven	26/12	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		nov	2.6	%
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		nov	1.2	
		00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		nov	1.7	%
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		nov	1.5	%
Mar	30/12	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		dic	3.2	%
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ott	1.4	%
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ott	0.0	%
Mer	31/12	02:30	CN	PMI composito - Caixin		dic	49.7	
		02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		dic	49.5	
		02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	dic	49.2	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	-	Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	-	x1000
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	dic	36.3	
Gio	1/1	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	dic	49.9	
		14:45	USA	Markit PMI Manif. finale		dic	51.8	
Ven	2/1	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	dic	50.6	
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		dic	prel 50.6	
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	dic	prel 47.7	
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	nov	2.8	%
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	dic	prel 49.2	
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	dic	51.2	
Sab	3/1	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ott	0.2	%
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ott	0.5	%
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ott	0.6	%

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Calendario dei dati macroeconomici (22 dicembre 2025 – 9 gennaio 2026)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun	5/1	01:30	GIA				
		02:45	CN	*	dic	prel 49.7	
		10:00	ITA		dic	52.1	
		10:30	GB		T3	2.0	%
		14:45	USA		nov	1.119	Mld £
		14:45	USA		dic	52.9	
		16:00	USA	**	dic	53.0	
Mar	6/1	08:45	FRA	*	dic	48.2	
		09:45	ITA	*	dic	0.8	%
		09:50	FRA	*	dic	55.0	
		09:55	GER	*	dic	prel 50.2	
		10:00	EUR	*	dic	prel 52.6	
		10:00	EUR	*	dic	prel 52.6	
		10:30	GB	*	dic	prel 51.9	
		14:00	GER	*	dic	52.1	
		14:00	GER	*	dic	2.6	%
		14:00	GER	**	dic	-0.5	%
		14:00	GER	*	dic	2.3	%
		14:00	GER	**	dic	-0.2	%
		14:30	USA		ott	-52.8	Mld \$
Mer	7/1	08:00	GER		nov	0.9	%
		08:00	GER	*	nov	-0.3	%
		08:45	FRA		dic	89	
		09:00	CN		dic	3.346	1000Mld \$
		09:55	GER	*	dic	1	x1000
		09:55	GER		dic	6.3	%
		11:00	ITA	*	dic	1.1	%
		11:00	ITA	**	dic	-0.2	%
		11:00	ITA	**	dic	-0.2	%
		11:00	ITA	*	dic	1.1	%
		11:00	EUR	**	dic	2.1	%
		11:00	EUR	*	dic	2.4	%
		14:15	USA		dic	-32	x1000
		16:00	USA	*	dic	52.6	
Gio	8/1	06:00	GIA		dic	37.5	
		08:00	GER	*	nov	1.5	%
		10:00	ITA	*	nov	6.0	%
		11:00	EUR	**	dic	97.0	
		11:00	EUR		dic	-9.3	
		11:00	EUR		dic	-14.2	
		11:00	EUR		dic	5.7	
		11:00	EUR	*	nov	6.4	%
		11:00	EUR		nov	-0.5	%
		14:30	USA	*	settim		Mln
		14:30	USA	*	settim		x1000
Ven	9/1	00:00	CN	*	dic	111.7	Mld \$
		00:00	CN	*	dic	5.9	%
		00:00	CN	*	dic	1.9	%
		00:30	GIA	*	nov	-2.9	%
		08:00	GER	**	nov	1.8	%
		08:00	GER		nov	16.9	Mld €
		08:45	FRA	**	nov	0.4	%
		08:45	FRA	*	nov	0.2	%
		09:00	SPA		nov	1.2	%
		09:00	SPA		dic	3.2	%

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 (22 – 31 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	22/12	09:00	EUR
		11:00	EUR
		14:00	EUR
Mar	30/12	20:00	USA

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	dic	18.7	10.0	-3.9
Indice Mercato Immobiliare NAHB	dic	38	39	39
Tasso di disoccupazione	nov	4.4	%	4.4
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	nov	-105	x1000	50
Salari orari m/m	nov	0.4	%	0.3
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ott	0.1	{0.3} %	0.3
Vendite al dettaglio m/m	ott	0.1	{0.2} %	0.1
Markit PMI Manif. prelim.	dic	52.2	52.0	51.8
Markit PMI Servizi prelim.	dic	54.1	54.0	52.9
Markit PMI Composito prelim.	dic	54.2		53.0
Scorte delle imprese m/m	set	0.0	%	0.1
Richieste di sussidio	settim	237	{236} x1000	225
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.830	{1.838} Mln	1.930
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	nov	3.0	%	3.0
CPI a/a	nov	3.0	%	3.1
Indice Philadelphia Fed	dic	-1.7	3.0	-10.2
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ott	173.2	{179.8} Mld \$	17.5
Fiducia famiglie (Michigan) finale	dic	53.3	53.4	

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	dic	-8.2		-11.9
EUR	Produzione industriale m/m	ott	0.2	%	0.8
EUR	PMI servizi prelim	dic	53.6	53.3	52.6
EUR	PMI composito prelim	dic	52.8	52.7	51.9
EUR	PMI manifatturiero prelim	dic	49.6	49.9	49.2
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T3	3.9	{3.6} %	3.3
EUR	CPI a/a finale	nov	2.2	%	2.1
EUR	CPI m/m finale	nov	0.2	%	-0.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	nov	2.4	%	2.4
EUR	Fiducia consumatori flash	dic	-14.2	-14.0	
FRA	PMI servizi prelim	dic	51.4	51.1	50.2
FRA	PMI manifatturiero prelim	dic	47.8	48.1	50.6
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	dic	98	98	102
GER	PMI servizi prelim	dic	53.1	53	52.6
GER	PMI manifatturiero prelim	dic	48.2	48.5	47.7
GER	ZEW (Sit. corrente)	dic	-78.7	-80.0	-81.0
GER	ZEW (Sentiment econ.)	dic	38.5	38.7	45.8
GER	IFO	dic	88.0	{88.1}	88.2
GER	IFO (sit. corrente)	dic	85.6	85.8	85.6
GER	IFO (attese)	dic	90.5	{90.6}	90.5
GER	PPI a/a	nov	-1.8	%	-2.2
GER	PPI m/m	nov	0.1	%	0.1
GER	Fiducia consumatori	gen	-23.4	{-23.2}	-26.9
ITA	IPCA a/a finale	nov	1.1	%	1.1
ITA	IPCA m/m finale	nov	-0.2	%	-0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	nov	-0.2	%	-0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	nov	1.2	%	1.1
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ott	2.968	{2.852} Mld €	4.156
ITA	Bilancia commerciale (UE)	ott	-0.074	{-0.042} Mld €	-1.310
ITA	Fiducia delle imprese manif.	dic	89.5	{89.6}	89.3
ITA	Fiducia consumatori	dic	95.0	96.0	96.6
ITA	Fatturato industriale a/a	ott	3.4	%	1.7
ITA	Fatturato industriale m/m	ott	1.9	{2.1} %	-0.5

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

**Eurozona: PMI inferiori alle attese a dicembre.** A dicembre gli indici PMI flash sono risultati complessivamente peggiori delle attese con flessioni diffuse a manifattura (49,2 da 49,6) e servizi (52,6 da 53,6). Il PMI composito scende a 51,9 da 52,8, livelli comunque compatibili con una crescita ancora moderata tra fine 2025 e inizio 2026. Gli indici sui prezzi di vendita hanno smesso di scendere ma non suggeriscono la presenza di nuovi rischi al rialzo sull'inflazione.



**Germania: IFO ancora in calo a dicembre.** A dicembre l'indice IFO diminuisce per il secondo mese. Calano ancora le aspettative a fronte di una situazione corrente invariata a bassi livelli. Le recenti letture di IFO e PMI non mettono a rischio la nostra previsione di ritorno alla crescita del PIL nel 4° trimestre ma invitano alla cautela contribuendo a raffreddare le attese di una più decisa riaccelerazione del ciclo nel breve termine. Dopo un 2025 che stimiamo si chiuderà con una crescita in media annua allo 0,3% manteniamo una previsione inferiore al consenso, allo 0,9%, sul 2026.

**Italia: migliora la fiducia delle famiglie e delle imprese dei servizi.** Le indagini di dicembre danno segnali misti: sembrano prevalere le indicazioni moderatamente positive, ma il quadro è variegato. Dal lato delle imprese, i servizi sono tornati a espandersi dopo una stagnazione durata circa un anno, mentre si accentua il rallentamento nelle costruzioni e l'industria in senso stretto resta in recessione. Dal lato dei consumatori vi è qualche segnale di moderato ottimismo. Nel complesso, il quadro che emerge ci sembra coerente con un'espansione del PIL su ritmi di 0,1/0,2% t/t nei prossimi trimestri. Appaiono in diminuzione i rischi al ribasso sulla nostra stima di una moderata accelerazione dell'attività economica l'anno prossimo.

#### Japan

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T4	14	15	15
Tankan, grandi imprese non manifat.	T4	34	35	34
PMI manifatturiero prelim	dic	48.7		49.7
Ordinativi di macchinari m/m	ott	4.2	%	-2.3
Bilancia commerciale	nov	-226.1	(-231.8) Mld ¥ JP	71.2
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	nov	3.0	%	3.0
CPI (naz.) a/a	nov	3.0	%	2.9

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

#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	nov	6.1	%	6.0
Vendite al dettaglio cumulate a/a	nov	3.31	%	3.01
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	nov	-1.7	%	-2.3
Produzione industriale a/a	nov	4.9	%	5.0
Vendite al dettaglio a/a	nov	2.9	%	2.8

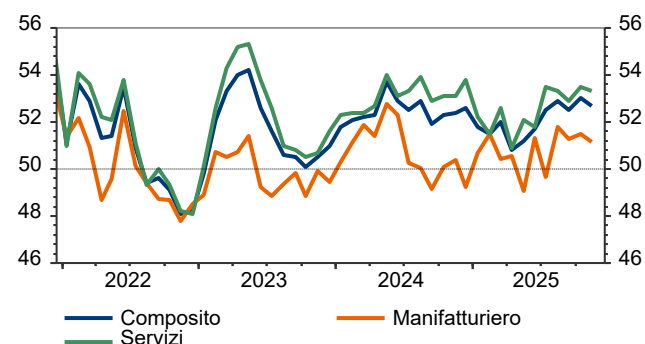
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: LSEG Datastream

**Cina: dati di attività novembre 2025.** I dati relativi al mese di novembre evidenziano che l'attività economica ha continuato a rallentare nel corso del 4° trimestre, più marcatamente dal lato della domanda, con gli investimenti fissi nominali in netta contrazione tendenziale su tutti i principali aggregati e un ulteriore indebolimento delle vendite al dettaglio. Dal lato dell'offerta, il rallentamento si estende alla produzione di servizi mentre il manifatturiero high-tech limita la decelerazione dell'industria.



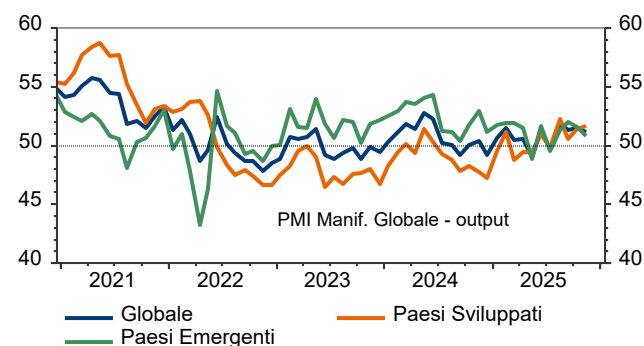
## Ciclo reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



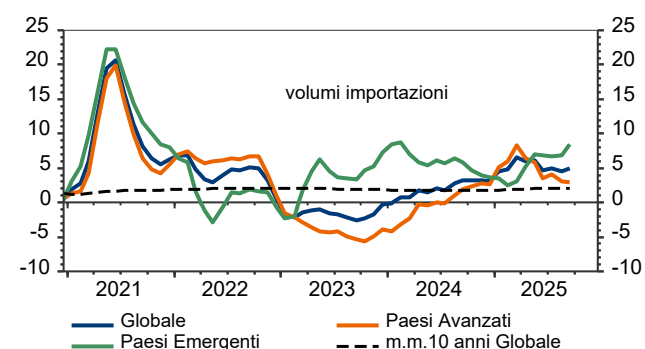
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



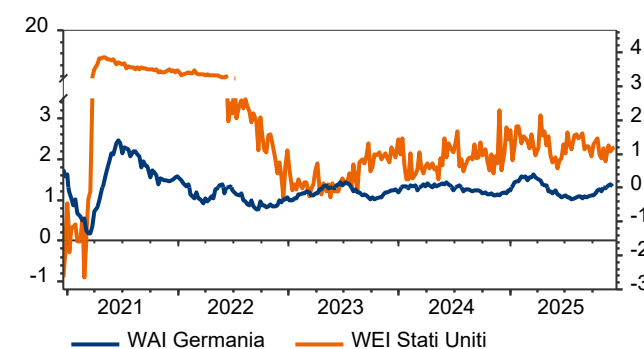
Fonte: S&P Global

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



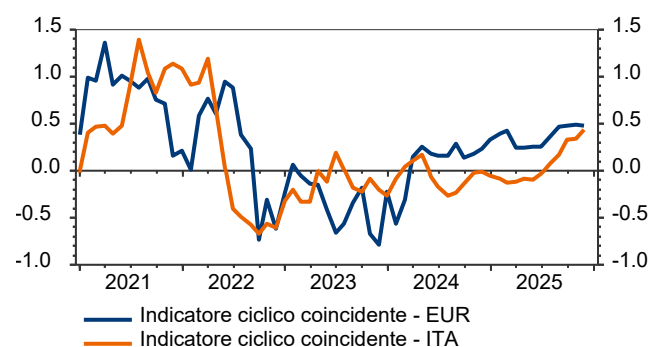
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



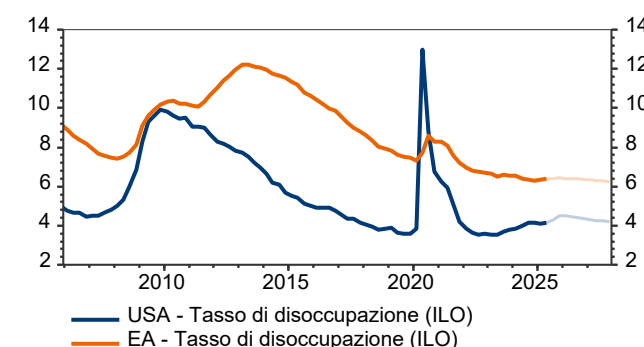
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

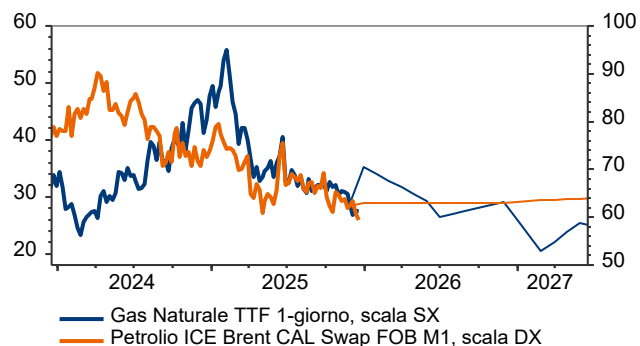
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

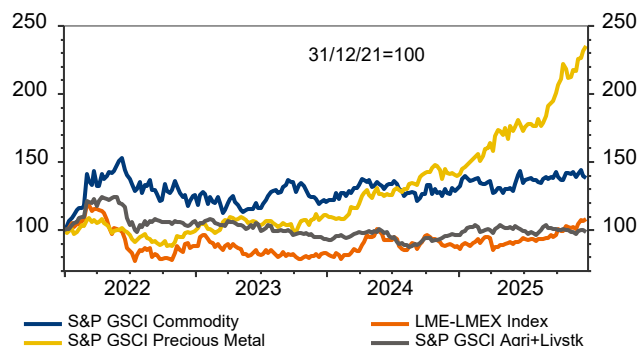
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



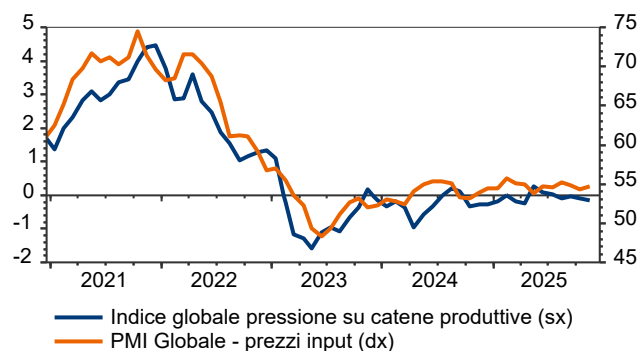
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



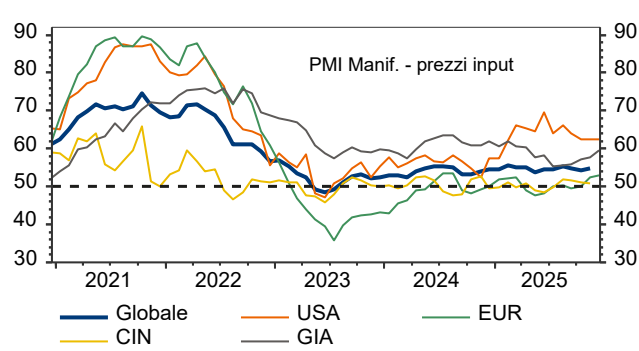
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



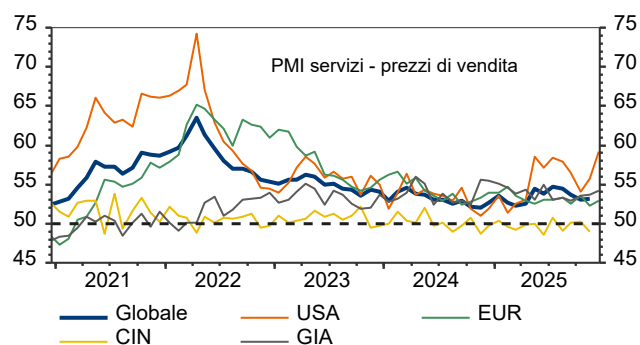
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



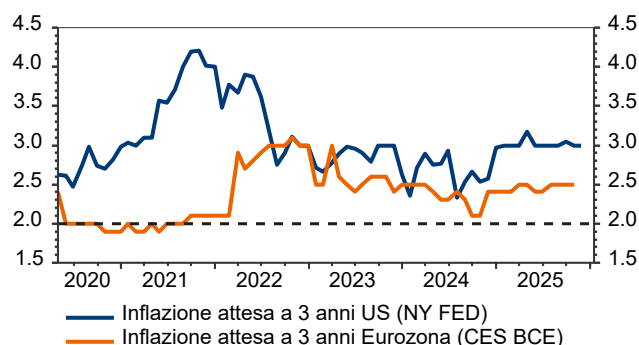
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

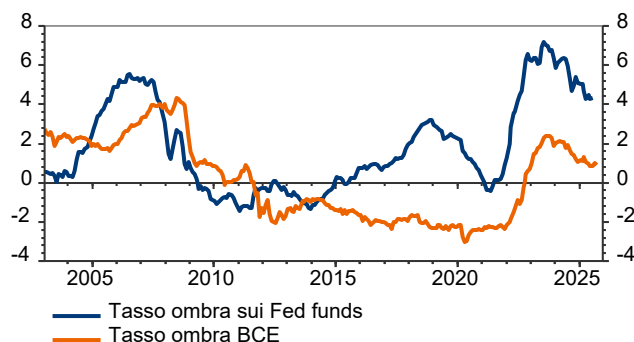
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

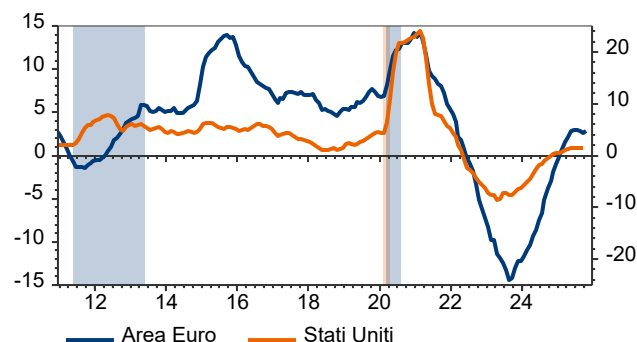
## Condizioni finanziarie

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



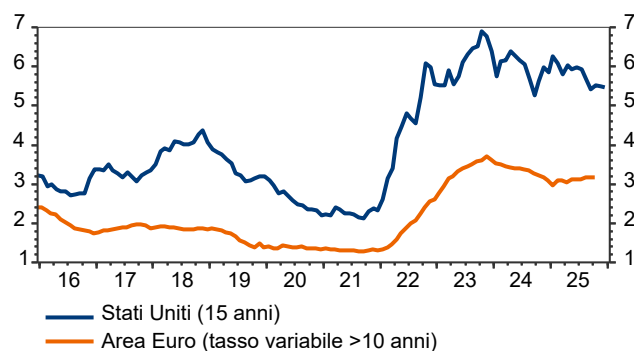
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



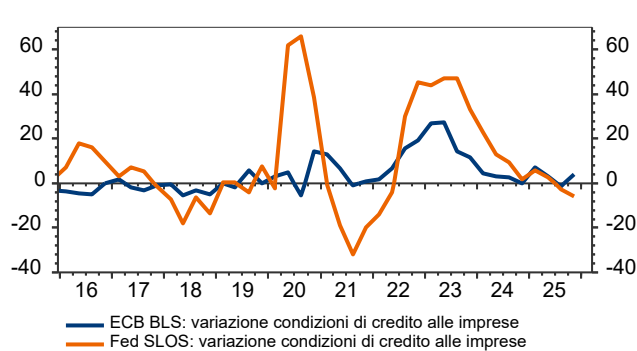
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



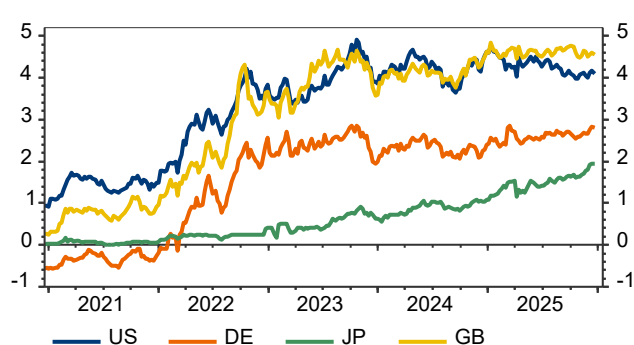
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



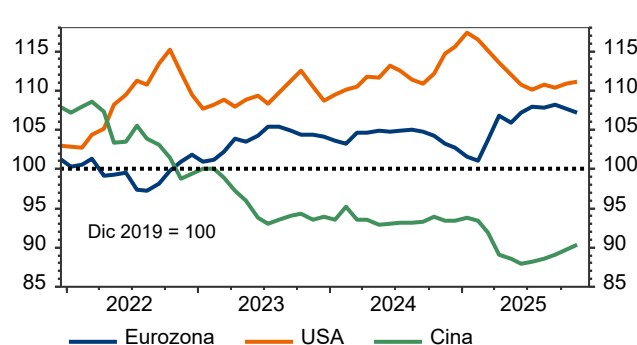
Fonte: Fed, BCE

### Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

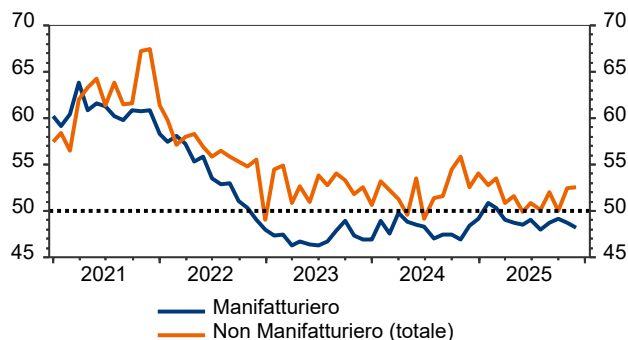
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

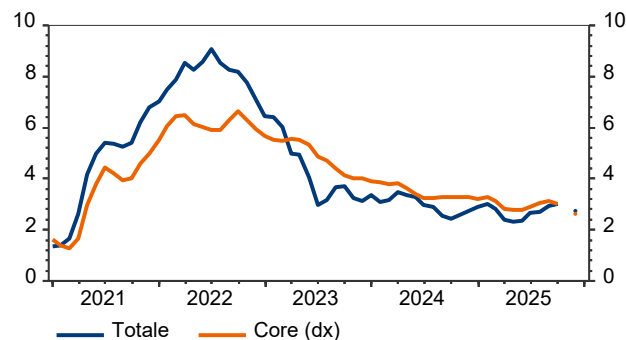
## Stati Uniti

### Indagini ISM



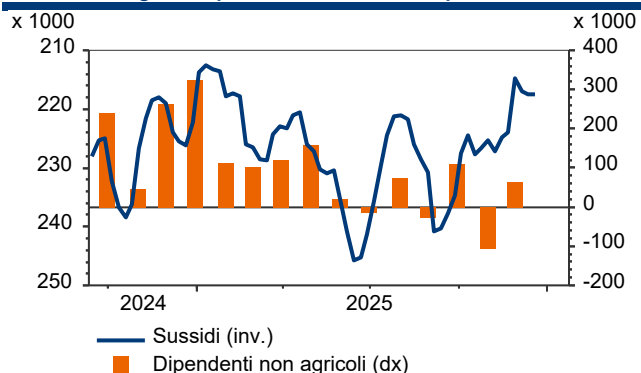
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



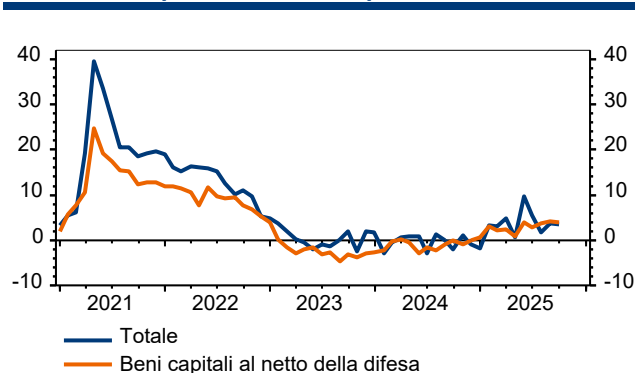
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

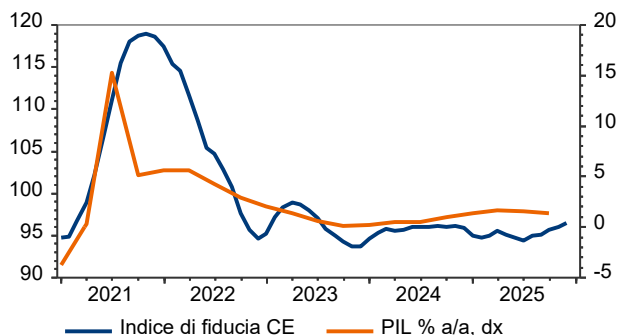
### Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.9	1.8	2.0	2.1	2.0	1.7	2.4	1.9	1.5	1.7
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.8	2.9	0.9	1.8	1.9	1.4	1.7
Consumi privati	2.9	2.3	1.7	0.6	2.5	1.5	1.1	1.7	1.9	1.7	1.8
IFL - privati non residenziali	2.9	4.2	3.6	9.5	7.3	3.4	3.7	3.0	3.8	3.3	3.6
IFL - privati residenziali	3.2	-0.7	2.7	-1.0	-5.1	2.8	1.7	3.0	5.0	4.0	3.0
Consumi e inv. pubblici	3.8	1.3	0.8	-1.0	-0.1	0.6	0.5	1.1	1.0	0.8	1.3
Esportazioni	3.6	1.0	1.8	0.2	-1.8	3.0	0.5	3.0	2.4	1.0	2.6
Importazioni	5.8	2.9	-0.8	38.0	-29.3	-4.0	1.3	3.0	2.5	2.6	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	-0.3	2.6	-3.2	0.3	-0.4	0.0	-0.3	-0.3	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-4.0	-3.9	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.4	-8.1								
Debito pubblico (% PIL)	138.1	139.5	141.7								
CPI (a/a)	2.9	2.7	2.7	2.7	2.4	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6
Produzione industriale	-0.7	1.1	1.1	1.0	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.5	0.3	0.5
Disoccupazione (%)	4.0	4.3	4.7	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7

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

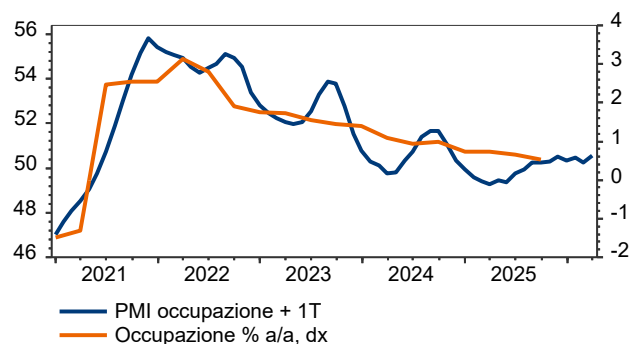
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	129.1	125.8	122.5	128.5	2.0	2.4	2.3	2.0
ago-25	129.3	126.1	122.8	128.7	2.0	2.3	2.3	2.0
set-25	129.4	126.3	123.0	128.8	2.2	2.4	2.4	2.2
ott-25	129.7	126.6	123.3	129.1	2.1	2.4	2.4	2.1
nov-25	129.3	126.0	122.7	128.7	2.1	2.4	2.4	2.1
dic-25	129.7	126.5	123.2	129.0	2.1	2.4	2.4	2.0
<b>Media</b>	<b>128.8</b>	<b>125.4</b>	<b>122.0</b>	<b>128.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia;  
l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi.  
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-26	128.9	125.5	122.0	128.1	1.7	2.3	2.4	1.6
feb-26	129.4	126.1	122.7	128.7	1.7	2.3	2.4	1.6
mar-26	130.3	127.1	124.0	129.6	1.8	2.3	2.5	1.7
apr-26	131.2	128.1	125.1	130.4	1.8	2.1	2.3	1.7
mag-26	131.2	128.2	125.2	130.5	2.0	2.2	2.4	1.9
giu-26	131.0	128.0	125.0	130.3	1.5	1.7	1.9	1.4
lug-26	131.3	128.4	124.9	130.6	1.7	2.0	2.0	1.6
ago-26	131.9	128.6	125.3	131.1	2.0	2.0	2.0	1.9
set-26	132.0	128.8	125.4	131.2	2.0	2.0	2.0	1.9
ott-26	132.2	129.0	125.7	131.5	1.9	1.9	1.9	1.8
nov-26	131.7	128.4	125.1	130.9	1.8	1.9	2.0	1.8
dic-26	132.1	128.9	125.6	131.3	1.9	1.9	2.0	1.8
<b>Media</b>	<b>131.1</b>	<b>127.9</b>	<b>124.7</b>	<b>130.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>

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.

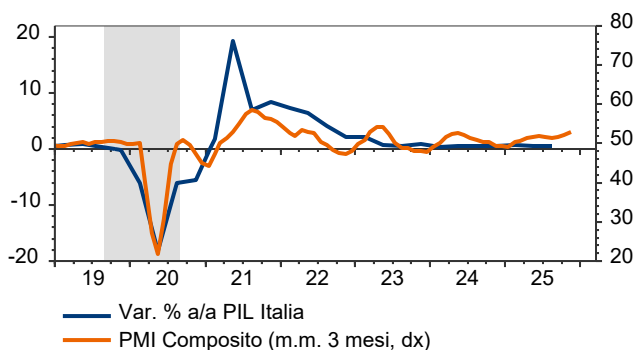
### Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.4	1.1	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
- t/t				0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	1.2	1.3	1.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	-2.1	2.6	2.5	2.6	-1.7	0.9	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0
Consumi pubblici	2.2	1.7	1.4	0.0	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	0.5	1.9	-0.2	2.3	-0.4	0.7	-0.6	-0.1	-0.2	0.4	0.5
Importazioni	-0.1	3.6	2.7	2.2	-0.1	1.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.5	1.0	-0.2	0.5	0.1	0.5	0.2	0.3	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6								
Debito pubblico (% PIL)	87.2	88.6	89.0								
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.1	1.8	2.3	2.0	2.1	2.1	1.7	1.8	1.9	1.9
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.5	0.9	1.5	1.3	1.5	1.7	-0.2	0.7	1.4	1.7
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.4	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3
Euribor 3 mesi	3.57	2.17	2.00	2.56	2.11	2.01	2.02	2.00	2.00	2.00	2.00

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

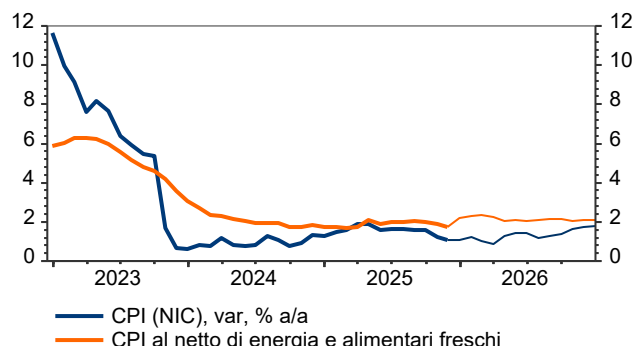
## Italia

## PIL



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

## 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-25	122.4	121.9	120.9	120.9	1.7	1.5	1.4	1.3
feb-25	122.5	122.1	121.2	121.1	1.7	1.6	1.6	1.5
mar-25	124.4	122.5	121.5	121.4	2.1	1.9	1.8	1.7
apr-25	124.9	122.6	121.4	121.3	2.0	1.9	1.8	1.7
mag-25	124.8	122.5	121.2	121.2	1.7	1.6	1.4	1.4
giu-25	125.1	122.7	121.4	121.3	1.8	1.7	1.6	1.5
lug-25	123.9	123.2	121.8	121.8	1.7	1.7	1.5	1.5
ago-25	123.6	123.3	121.9	121.8	1.6	1.6	1.5	1.4
set-25	125.2	123.1	121.7	121.7	1.8	1.6	1.4	1.4
ott-25	125.0	122.7	121.5	121.4	1.3	1.2	1.3	1.1
nov-25	124.7	122.4	121.3	121.3	1.1	1.1	1.1	1.0
dic-25	124.9	122.5	121.4	121.3	1.2	1.1	1.0	0.9
<b>Media</b>	<b>124.3</b>	<b>122.6</b>	<b>121.4</b>	<b>121.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>

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-26	123.8	123.4	122.2	122.1	1.2	1.2	1.1	1.0
feb-26	123.7	123.4	122.3	122.1	1.0	1.0	0.9	0.9
mar-26	125.6	123.5	122.4	122.2	1.0	0.8	0.7	0.7
apr-26	126.6	124.2	122.9	122.7	1.4	1.3	1.2	1.1
mag-26	126.9	124.2	122.8	122.8	1.7	1.4	1.4	1.3
giu-26	127.2	124.5	123.1	122.9	1.7	1.4	1.4	1.3
lug-26	125.9	124.7	123.1	123.0	1.6	1.2	1.1	1.0
ago-26	125.5	124.9	123.4	123.2	1.6	1.3	1.2	1.1
set-26	127.0	124.8	123.3	123.2	1.4	1.4	1.3	1.2
ott-26	127.4	124.7	123.4	123.2	1.9	1.7	1.6	1.5
nov-26	127.4	124.5	123.3	123.2	2.1	1.8	1.7	1.6
dic-26	127.6	124.7	123.5	123.2	2.2	1.8	1.7	1.6
<b>Media</b>	<b>126.2</b>	<b>124.3</b>	<b>123.0</b>	<b>122.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	0.8	0.8	0.5	0.6	0.4	0.3	0.7	0.9	1.1
- t/t				0.3	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	0.6	0.8	0.8	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
Investimenti fissi	-0.0	3.2	1.4	1.0	1.5	0.6	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
Consumi pubblici	1.0	0.3	0.5	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.6	1.0	0.2	2.2	-1.7	2.6	-1.5	0.1	0.2	0.3	0.4
Importazioni	-1.1	3.6	3.4	1.1	0.4	1.2	2.0	0.5	0.5	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	0.8	-0.3	0.1	-0.6	0.9	0.2	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-3.0	-2.8								
Debito pubblico (% PIL)	134.9	136.2	137.8								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7	1.2	1.0	1.6	1.5	2.1
Produzione industriale (a/a)	-3.9	-0.6	0.2	-1.8	-0.6	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.5	0.6
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.1	6.1	6.2	6.3	6.1	5.9	6.1	6.0	6.1	6.2
Tasso a 10 anni (%)	3.70	3.57	3.55	3.67	3.60	3.55	3.44	3.41	3.47	3.63	3.70

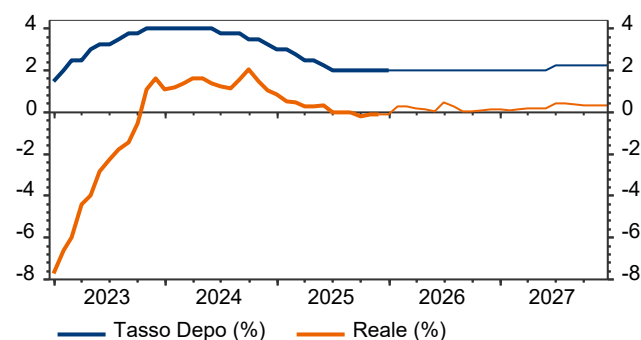
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Istat, LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	mar	giu	set	18/12	dic	mar	giu	set
Deposit rate	2.50	2.00	2.00	<b>2.00</b>	2.00	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	2.36	1.93	1.93	<b>1.92</b>	1.91	1.92	1.92	1.93
Euribor 3m	2.34	1.94	2.03	<b>2.04</b>	2.03	2.00	2.00	2.01

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

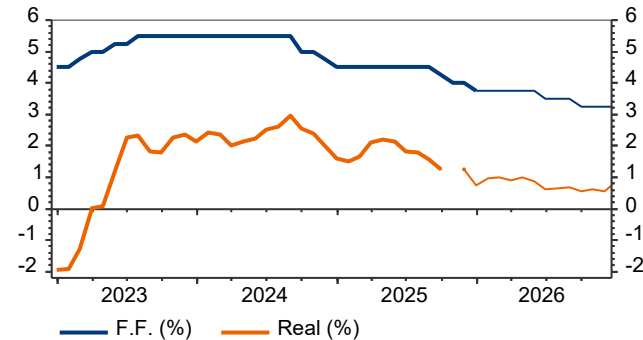


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	18/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	4.50	4.50	4.25	<b>3.75</b>	3.75	3.75	3.50	3.25
OIS 3m	4.30	4.28	3.90	<b>3.62</b>	3.70	3.72	3.59	3.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

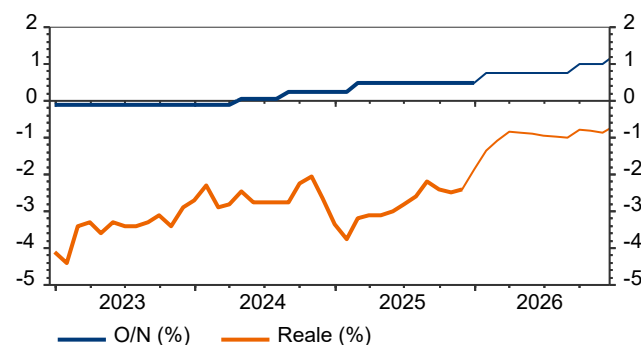


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

	mar	giu	set	18/12	dic	mar	giu	set
O/N target	0.50	0.50	0.50	<b>0.75</b>	0.75	0.75	0.75	1.00
OIS 3m	0.53	0.48	0.60	<b>0.72</b>	0.77	0.77	0.77	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

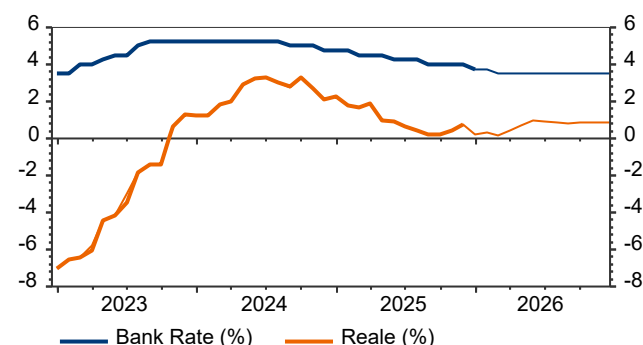


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	18/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.50	4.25	4.00	<b>3.75</b>	3.75	3.50	3.50	3.50
OIS 3m	4.36	4.10	3.98	<b>3.73</b>	3.67	3.40	3.40	3.40

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	19/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.04	1.15	1.17	1.16	<b>1.1712</b>	1.16	1.17	1.18	1.19	1.18
USD/JPY	144	158	146	148	157	<b>157.35</b>	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.27	1.25	1.34	1.35	1.31	<b>1.3378</b>	1.30	1.29	1.28	1.29	1.30
EUR/CHF	0.95	0.93	0.94	0.93	0.93	<b>0.9310</b>	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	158	163	167	174	181	<b>184.32</b>	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.86	0.82	0.85	0.87	0.88	<b>0.8752</b>	0.89	0.91	0.92	0.92	0.91

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesaspanpaolo.com](http://www.imi.intesaspanpaolo.com)) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

### Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com