

Weekly Economic Monitor

Il punto

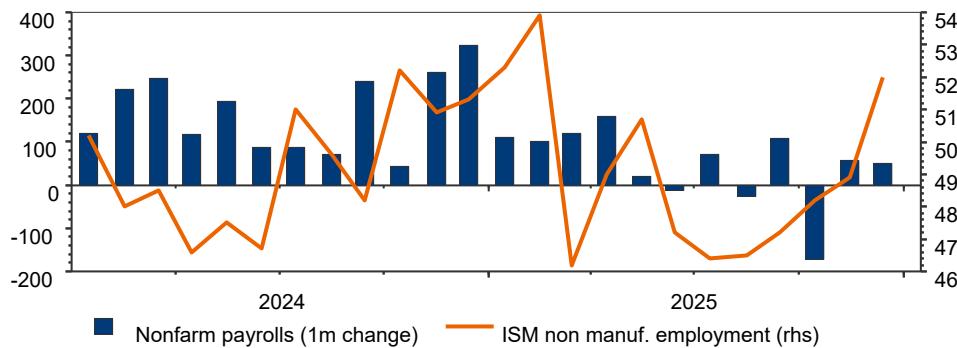
Negli Stati Uniti, l'economia resta in espansione e il mercato del lavoro rallenta ma non collappa. Sul fronte dell'inflazione, il dato sul CPI di dicembre, che sarà diffuso la settimana prossima, fornirà un'informazione più affidabile rispetto alla rilevazione di novembre (probabilmente distorta al ribasso), e potrebbe vedere una risalita. In tale contesto, aumentano le ragioni per prevedere una Fed in stand-by non solo a gennaio ma nei prossimi mesi. Intanto, la decisione dell'amministrazione Trump di destituire il presidente venezuelano Maduro non dovrebbe avere effetti macroeconomici di rilievo nel breve termine ma accentua l'unilateralità e l'imprevedibilità della nuova politica estera americana.

Negli Stati Uniti, i dati comunicati nelle settimane a cavallo d'anno hanno mostrato un'**accelerazione a sorpresa del PIL nel 3° trimestre** (a 4,3% t/t ann. da 3,8% precedente), grazie alla forza dei consumi (3,5% t/t ann. da 2,5%, grazie all'effetto-ricchezza derivante dal buon andamento dei mercati azionari) e degli investimenti al di fuori delle costruzioni. Dopo un probabile rallentamento nello scorcio finale del 2025 (su cui pesa lo shutdown), ci aspettiamo una stabilizzazione su ritmi vicini al 2% t/t ann. a partire dal trimestre in corso. **Pensiamo che il tasso di crescita dell'economia americana nel 2026 possa attestarsi attorno al 2%** in media annua, non distante da quello stimato per il 2025 (2,1%). Ciò a meno di una significativa correzione del mercato azionario, un evento che al momento non rientra nel nostro scenario di base.

Dalle indagini di fiducia di dicembre sono emersi segnali misti: il morale dei consumatori secondo l'indagine del **Conference Board** (più sensibile all'andamento del mercato del lavoro rispetto alla survey dell'Università del Michigan) è calato, con la condizione corrente ai minimi da quasi cinque anni; viceversa, l'indagine **ISM** ha mostrato, a fronte di una diminuzione a sorpresa nel manifatturiero, una riaccelerazione inattesa nei servizi, a un record da oltre un anno (e le intenzioni di assunzione delle imprese sono tornate ad espandersi, ai massimi da febbraio).

Dopo che i dati di ottobre e novembre erano stati distorti dallo shutdown, **i numeri di dicembre sul mercato del lavoro hanno mostrato un tasso di disoccupazione inferiore al previsto** (a 4,4%, e il dato di novembre è stato rivisto al ribasso da 4,6% a 4,5%) **e una crescita degli occupati che, pur inferiore alle attese, rimane positiva** (50 mila a dicembre, dopo i 56 mila – rivisti al ribasso – di novembre). In sostanza, il mercato del lavoro è in equilibrio ma con flussi modesti sia in entrata che in uscita. Inoltre, **i salari orari hanno sorpreso verso l'alto**, accelerando da 3,6% a 3,8% a/a.

Stati Uniti: gli occupati crescono a ritmi modesti ma la domanda di lavoro da parte delle imprese dei servizi non segnala un peggioramento nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, ISM

9 gennaio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio

Economista - USA

La settimana prossima sarà la volta dei numeri sui prezzi al consumo di dicembre: ci attendiamo una risalita dopo il rallentamento di novembre, che era viziato da lacune nella rilevazione dei dati.

Nel complesso, l'informazione statistica diffusa post-shutdown non è ancora completa ma **appaiono in aumento le ragioni per prevedere una Fed in "stand-by" nei prossimi mesi**. In effetti, il flusso di discorsi da parte dei membri della Fed mostra un "**ammorbidimento**" **dei toni da parte degli esponenti più "dovish"** (con l'ovvia eccezione dell'*outlier* Miran). Inoltre, dai verbali del FOMC di dicembre è emerso un ampio consenso a favore di una pausa, almeno nel breve termine; il documento rileva che "alcuni di coloro che hanno sostenuto la riduzione del tasso di riferimento...hanno indicato che la decisione era molto equilibrata o che avrebbero potuto sostenere il mantenimento invariato dell'intervallo obiettivo". Ciò sembra confermare la nostra idea di **tassi fermi almeno sino all'avvicendamento sulla poltrona di governatore tra Powell e il nuovo chairman** (che sarà indicato da Trump verosimilmente già questo mese).

A breve (forse, già oggi) è attesa anche la **sentenza della Corte Suprema** che potrebbe dichiarare illegittimi i dazi "reciproci" scattati a partire dal 1° aprile, anche se, come da noi ribadito nelle scorse settimane, un'eventuale bocciatura potrebbe non mettere a rischio il livello attuale delle tariffe verso i principali partner commerciali (in particolare il 15% verso la UE), che potrebbe essere ripristinato attraverso diverse e più solide basi giuridiche.

Nel frattempo, la geopolitica è tornata al centro dell'attenzione. Il sequestro del presidente venezuelano Maduro da parte degli Stati Uniti non dovrebbe avere effetti macroeconomici e finanziari di rilievo nel breve termine ma ha ulteriormente dimostrato l'impostazione unilaterale della nuova politica estera statunitense. L'approccio fortemente transazionale dell'amministrazione Trump genera **incertezza e instabilità, che è vieppiù acuita dai nuovi potenziali fronti di tensione riguardanti non soltanto l'Iran, ma anche la Groenlandia (e, quindi, un paese NATO e UE come la Danimarca) e la Colombia**. In ogni caso, i mercati energetici si sono mossi poco visto il peso ridotto dell'attuale contributo venezuelano alla produzione mondiale (circa 1 milione di barili al giorno); in teoria, l'ampiezza delle riserve presenti nel Paese (oltre 300 miliardi di barili, anche superiori a quelle dell'Arabia Saudita) potrebbe implicare uno shock positivo di offerta, con effetti al ribasso sull'inflazione e al rialzo sulla crescita a livello globale; in pratica, però, **lo sfruttamento di tali riserve richiede ingenti investimenti** che sarebbero possibili (ma per nulla assicurati) soltanto nel medio-lungo termine; a nostro avviso, è improbabile, anche in caso di piena cooperazione col governo americano, che il Venezuela possa superare 1,5 milioni di barili di produzione al giorno entro fine anno. Anche un eventuale collasso di **Cuba** sotto la pressione della crisi energetica o un'escalation delle tensioni tra Stati Uniti e Colombia avrebbero ripercussioni limitate sui mercati, data la modesta rilevanza di tali paesi nel contesto economico e finanziario internazionale. Invece, **un aumento della tensione tra Stati Uniti ed Europa occidentale potrebbe recare danni ben maggiori al clima di fiducia**: i mercati paiono anestetizzati e poco reattivi, ma se le ambizioni trumpiane sulla Groenlandia peggiorassero i rapporti con l'UE fino al punto di minacciare misure restrittive di natura commerciale o finanziaria, anche la sensibilità degli investitori alle notizie potrebbe improvvisamente aumentare.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (13-16 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Mar 13/1	00:00	CN	M2 a/a	*		dic	8.0	% 8.0
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*		dic	2490	Mld ¥ CN 2000
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*		dic	390	Mld ¥ CN 800
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**		dic	0.2	%
	14:30	USA	CPI m/m	*		dic	0.3	%
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a			dic	2.6	%
	14:30	USA	CPI a/a			dic	2.7	%
Mer 14/1	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*		dic	0.800	Mln
	14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T3	-251.3		Mld \$
	14:30	USA	PPI m/m		nov	0.3		%
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	nov	0.1		%
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	nov	0.4		%
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	nov	0.0		%
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ott	0.2		%
Gio 15/1	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)			dic	4.13	Mln
	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*		dic	111.7	Mld \$ 113.3
	00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*		dic	5.9	% 2.9
	00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*		dic	1.9	% 0.8
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)			nov	-22.5	Mld £
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)			nov	-10.3	Mld £
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*		nov	1.1	% 0.2
	09:00	SPA	IPCA a/a finale			dic	prel 3.0	%
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**		nov	-1.0	%
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)			nov	-1.3	Mld €
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)			nov	4.2	Mld €
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**		nov	0.8	% -0.1
	14:00	USA	Prezzi all'import m/m			nov	0.0	%
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	gen	-3.9		
Ven 16/1	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	gen	-8.8	{-10.2}	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.914		Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	208	x1000	
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (I/term.)			nov	17.5	Mld \$
	08:00	GER	IPCA a/a finale			dic	prel 2.0	% 2.0
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*		dic	prel 0.2	% 0.2
	08:00	GER	CPI m/m finale	*		dic	prel 0.0	%
	08:00	GER	CPI a/a finale			dic	prel 1.8	%
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*		dic	prel 0.2	%
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale			dic	prel 1.2	%
	10:00	ITA	IPCA a/a finale			dic	prel 1.2	%
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*		dic	prel 0.2	%
	10:00	GER	PIL annuale		2025	-0.5		%
	15:15	USA	Produzione industriale m/m			dic	0.2	%
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva			dic	76.0	%
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		gen	39		

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (12-16 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 12/1	09:50	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	18:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	18:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	18:45	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Mar 13/1	00:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
	10:40	EUR	Discorso di Kocher (BCE)
	16:00	USA	Discorso di Musalem (Fed)
	22:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Mer 14/1	09:20	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	10:15	GB	Discorso di Taylor (BoE)
	15:50	USA	Discorso di Paulson (Fed)
	16:00	USA	Discorso di Miran (Fed)
	16:30	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
	18:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
	18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	20:10	USA	Discorso di Williams (Fed)
Gio 15/1	10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
	14:35	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	18:40	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Ven 16/1	21:30	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
	--	OLA	Fitch si pronuncia sul debito sovrano dei Paesi Bassi
	--	POR	DBRS si pronuncia sul debito sovrano del Portogallo

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice ISM manifatturiero	dic	48.2	48.4	47.9
Bilancia commerciale dei beni prelim	set	-77.69	Mld \$	-90.00
Markit PMI Composito finale	dic	53.0		52.7
Markit PMI Servizi finale	dic	52.9		52.5
Nuovi occupati: stima ADP	dic	-29	{-32} x1000	47 41
Indice ISM non manifatturiero composito	dic	52.6		52.3 54.4
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T3	-2.9	{+1.0} %	1.0 -1.9
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T3	4.1	{-3.3} %	3.0 4.9
Richieste di sussidio	settим	200	{+199} x1000	210 208
Sussidi di disoccupazione esistenti	settим	1.858	{+1.866} Mln	1.900 1.914
Bilancia commerciale	ott	-48.1	{+52.8} Mld \$	-58.9 -29.4
Licenze edilizie	ott	1.33	Mln	1.35
Nuovi cantieri residenziali	ott	1.307	Mln	1.325
Tasso di disoccupazione	dic	4.6	%	4.5
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	dic	64	x1000	60
Salari orari m/m	dic	0.1	%	0.3
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	gen	52.9		53.5

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

Fonte: LSEG Datastream

Area euro

Paese Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR PMI servizi finale	dic	52.6	52.6	52.4
EUR PMI composito finale	dic	51.9	51.9	51.5
EUR CPI a/a stima flash	dic	2.1	%	2.0 2.0
EUR CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	dic	2.4	%	2.3 2.3
EUR PPI a/a	nov	-0.5	%	-1.9 -1.7
EUR Vendite al dettaglio m/m	nov	0.3	{-0.0} %	0.1 0.2
FRA IPCA a/a prelim	dic	0.8	%	0.8 0.7
FRA PMI servizi finale	dic	50.2	50.2	50.1
FRA Spese per consumi m/m	nov	0.5	{-0.4} %	0.2 -0.3
FRA Produzione industriale m/m	nov	0.2	%	-0.1
GER PMI servizi finale	dic	52.6	52.6	52.7
GER IPCA m/m prelim	dic	-0.5	%	0.4 0.2
GER CPI (Lander) a/a prelim	dic	2.3	%	2.1 1.8
GER IPCA a/a prelim	dic	2.6	%	2.2 2.0
GER CPI (Lander) m/m prelim	dic	-0.2	%	0.3 0.0
GER Vendite al dettaglio m/m	nov	0.3	{+0.3} %	0.2 -0.6
GER Vendite al dettaglio a/a	nov	2.1	{-0.9} %	0.9 1.1
GER Ordini all'industria m/m	nov	1.6	{+1.5} %	-1.0 5.6
GER Produzione industriale m/m	nov	2.0	{+1.8} %	-0.4 0.8
GER Bilancia commerciale destag.	nov	17.2	{+16.9} Mld €	16.5 13.1
ITA PMI servizi	dic	55.0	54.0	51.5
ITA Deficit/PIL (ISTAT)	T3	2.1	{-2.0} %	3.4
ITA IPCA m/m prelim	dic	-0.2	%	0.2 0.2
ITA Prezzi al consumo a/a prelim	dic	1.1	%	1.1 1.2
ITA IPCA a/a prelim	dic	1.1	%	1.2 1.2
ITA Prezzi al consumo m/m prelim	dic	-0.2	%	0.2
ITA Vendite al dettaglio a/a	nov	1.3	%	1.3
SPA Produzione industriale a/a	nov	1.2	%	4.5

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

Fonte: LSEG Datastream

Inflazione in calo al 2% nell'Eurozona, in lieve salita in Italia. A dicembre, l'inflazione nell'area euro è calata di un decimo, tornando al 2% a/a. I rincari degli alimentari freschi sono stati più che compensati dal calo dell'energia, e i servizi sono tornati a moderare dopo l'accelerazione vista nei mesi precedenti. L'indice core è sceso anch'esso di un decimo al 2,3% a/a. Nel

complesso, il dato è lievemente inferiore alle nostre attese, e conferma che l'inflazione Eurozona è destinata a calare sotto il 2% già da gennaio: inizialmente agiranno effetti base favorevoli sull'energia, ma più avanti nel corso dell'anno la moderazione in corso del costo del lavoro dovrebbe indurre un più evidente rallentamento dei prezzi dei servizi. In Italia, l'inflazione è salita in linea con le attese da 1,1% a 1,2% a/a sia sull'indice nazionale che sulla misura armonizzata UE; nelle nostre stime l'inflazione rimarrà vicina all'1% nei primi tre mesi dell'anno, prima di una graduale risalita nel corso del 2026.

Germania: cresce ancora la produzione a novembre. La produzione industriale e gli ordini di fabbrica tedeschi sono cresciuti, a sorpresa, per il terzo mese a novembre. Il progresso dell'output permette di recuperare interamente il brusco calo di agosto e lascia l'industria in rotta per un'espansione a fine 2025, dopo due trimestri di contrazione. Questo risultato supporta la nostra previsione di ritorno alla crescita del PIL nel 4° trimestre dello scorso anno ma su ritmi ancora modesti. Tuttavia, sia ordini che produzione restano a bassi livelli e le indagini di fiducia continuano ad invitare alla cautela. Riteniamo che l'attività industriale sia destinata a rimanere fiacca nella prima parte del 2026.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	dic	49.7		50.0
Consumi delle famiglie a/a	nov	-2.9	%	-0.9 2.9

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

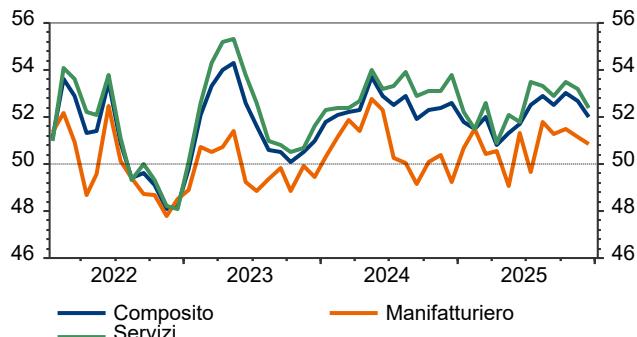
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	dic	52.1		52.0
Riserve in valuta estera	dic	3.346	1000Mld \$	3.36 3.358
CPI m/m	dic	-0.1	%	0.1 0.2
CPI a/a	dic	0.7	%	0.8 0.8
PPI a/a	dic	-2.2	%	-2.0 -1.9

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

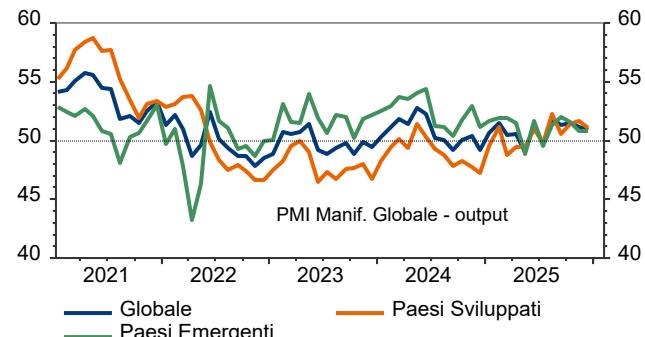
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



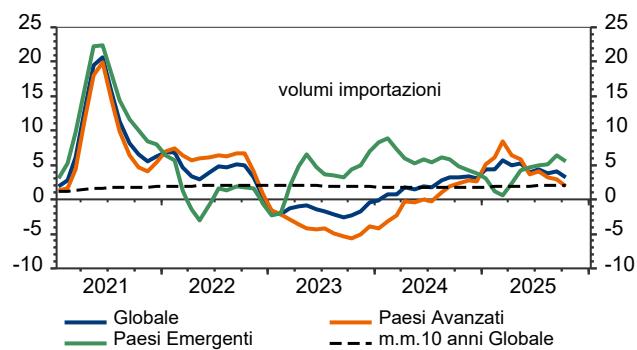
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



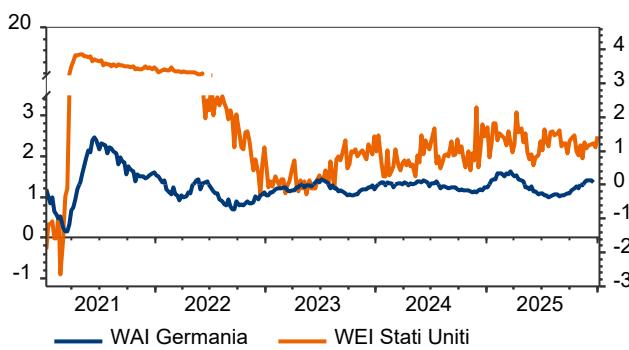
Fonte: S&P Global

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



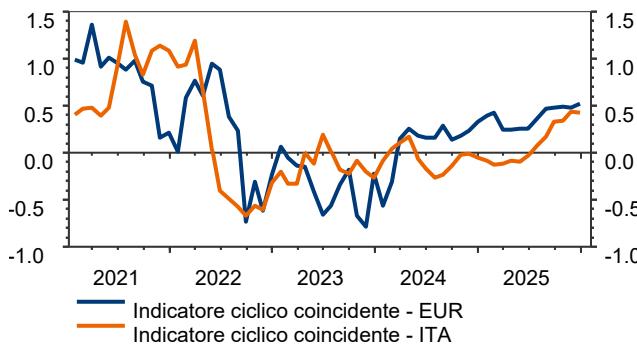
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



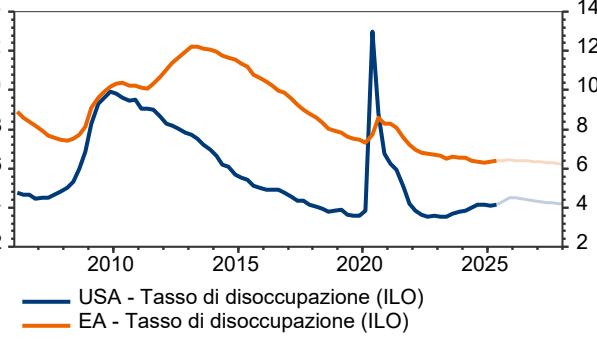
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

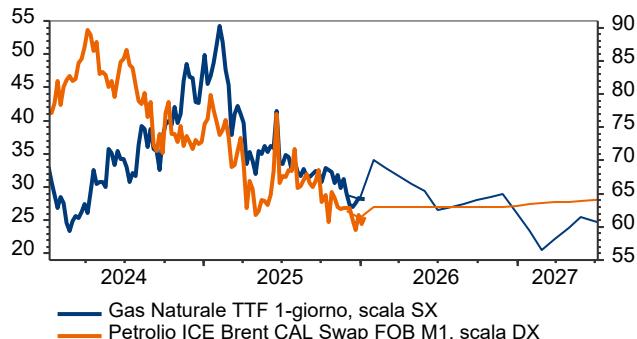
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

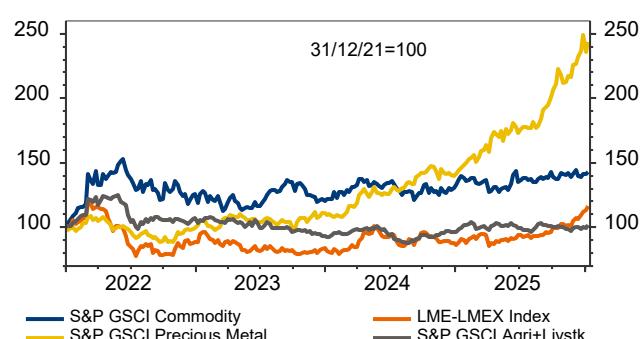
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



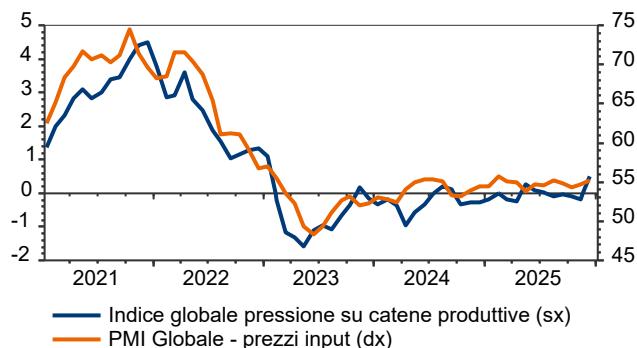
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



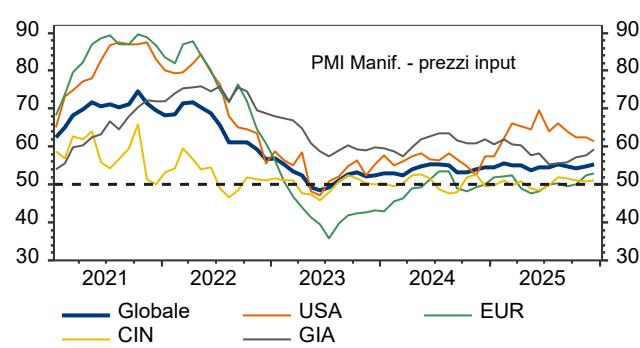
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



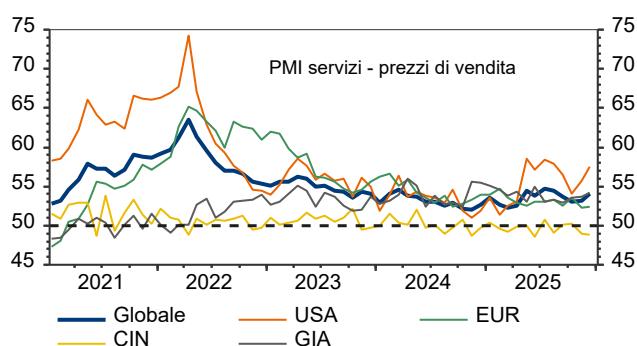
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



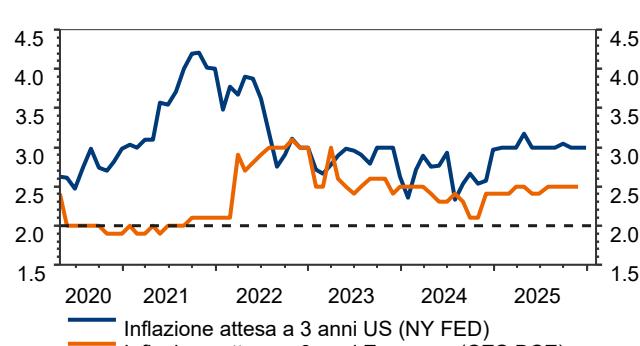
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

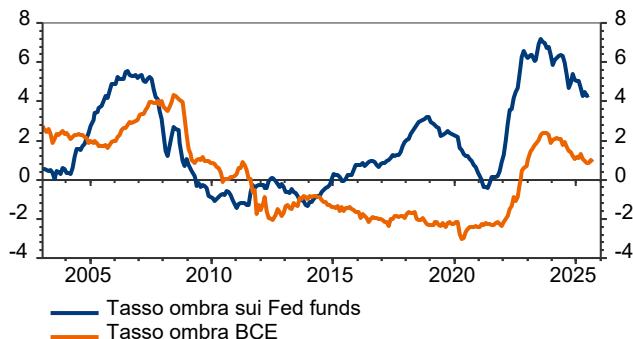
Aspettative di inflazione dei consumatori



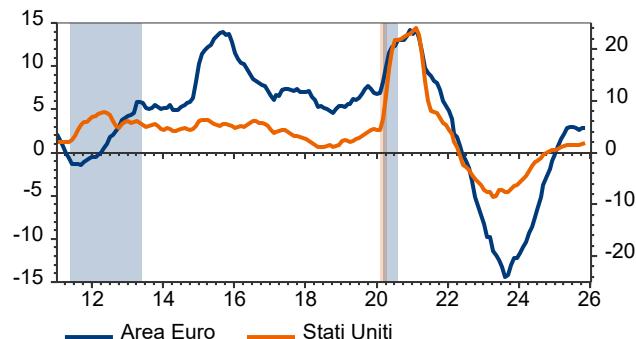
Fonte: NY Fed, BCE

Condizioni Finanziarie

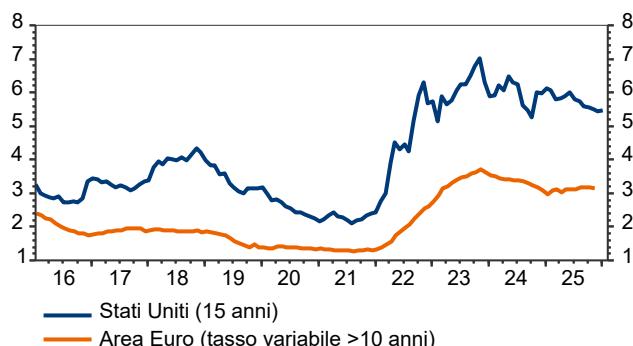
Tassi "ombra" di politica monetaria (Fed funds e €STR)



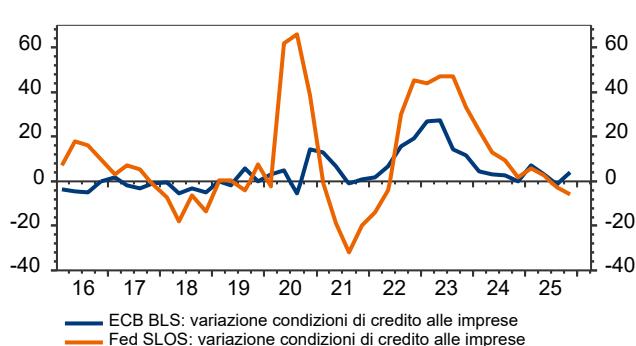
M1 reale, variazione % a/a



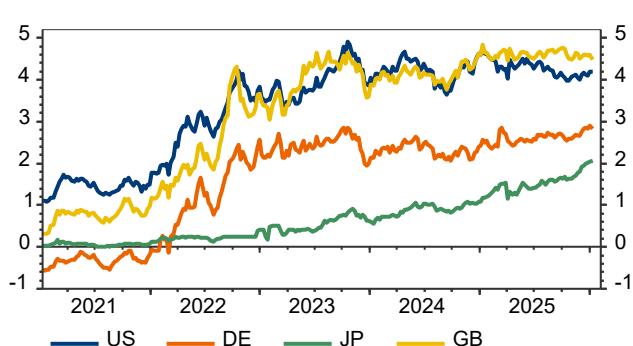
Tassi sui mutui residenziali



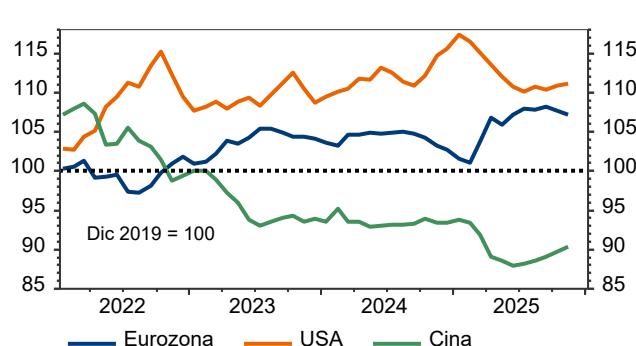
Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)

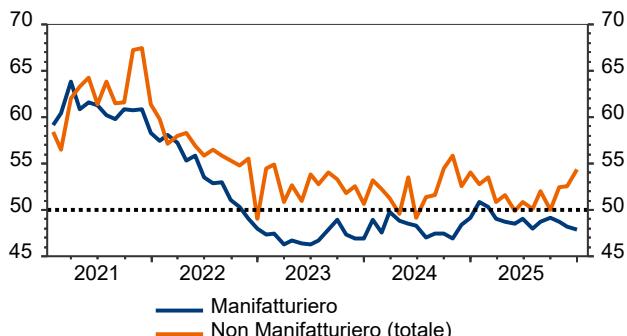


Cambi reali effettivi

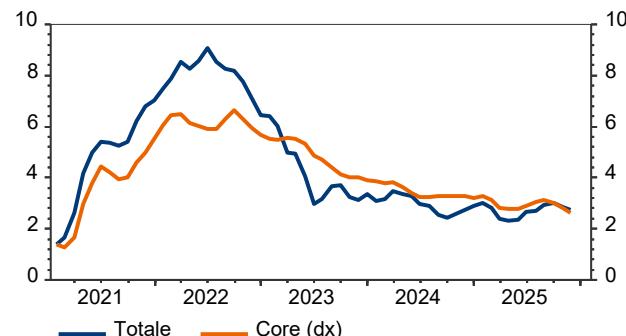


Stati Uniti

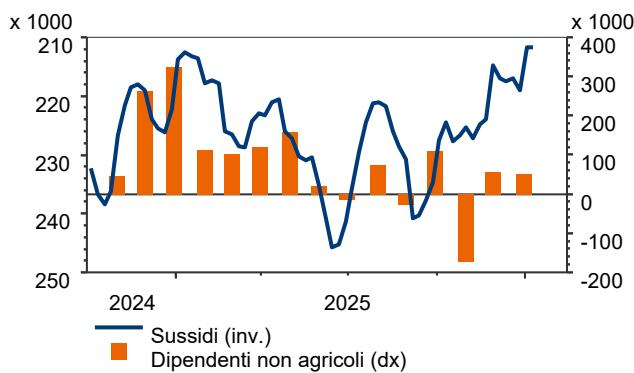
Indagini ISM



CPI - Var. % a/a



Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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



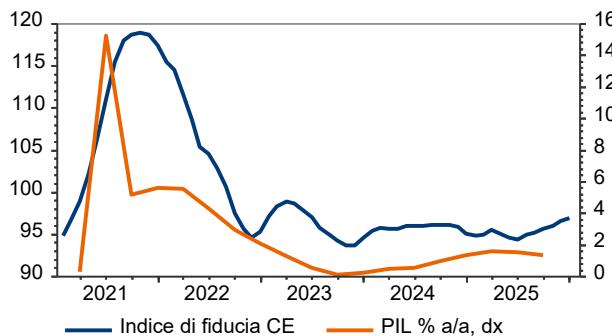
Previsioni

	2024	2025	2026	2025	T1	T2	T3	T4	2026	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	2.1	2.0	2.0	2.1	2.3	2.1	2.1	2.7	2.2	1.5	1.8	1.8
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.8	4.3	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
Consumi privati	2.9	2.6	1.9	0.6	2.5	3.5	1.2	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
IFL - privati non residenziali	2.9	4.1	3.4	9.5	7.3	2.8	3.7	3.0	2.7	3.3	3.6		
IFL - privati residenziali	3.2	-1.7	1.5	-1.0	-5.1	-5.2	1.7	3.0	4.0	4.0	4.0	3.0	
Consumi e inv. pubblici	3.8	1.4	0.9	-1.0	-0.1	2.2	-1.5	2.2	0.7	1.0	1.0	1.3	
Esportazioni	3.6	1.7	2.1	0.2	-1.8	8.8	0.5	1.2	1.9	2.0	2.0	2.0	
Importazioni	5.8	2.9	-1.1	38.0	-29.3	-4.7	2.0	2.0	2.3	2.5	2.5	2.5	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	-0.3	2.6	-3.2	-0.2	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
Partite correnti (% PIL)	-4.0	-3.9	-3.3										
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.4	-8.2										
Debito pubblico (% PIL)	137.3	136.0	138.5										
CPI (a/a)	2.9	2.7	2.9	2.7	2.4	2.9	2.8	2.8	3.0	2.9	2.9	2.9	
Produzione industriale	-0.7	1.2	2.0	1.0	0.5	0.5	0.0	0.7	0.8	0.4	0.4	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	4.7	

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

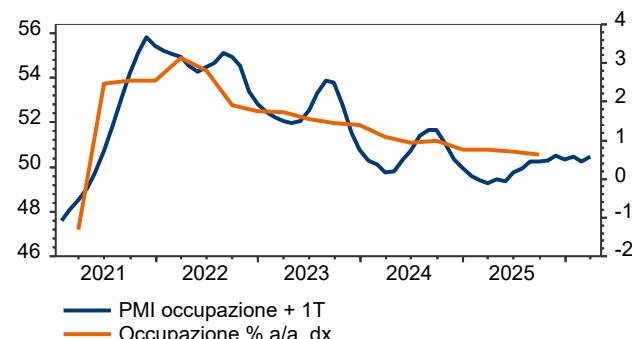
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, 2025

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
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	129.6	126.3	123.1	128.8	2.0	2.3	2.3	1.8
Media	128.8	125.3	122.0	128.1	2.1	2.4	2.4	2.0

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

Previsioni di inflazione, 2026

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	125.3	121.9	128.0	1.6	2.2	2.3	1.5
feb-26	129.2	125.9	122.6	128.5	1.5	2.1	2.3	1.4
mar-26	130.1	127.0	123.9	129.4	1.6	2.1	2.4	1.5
apr-26	130.9	127.9	125.0	130.2	1.7	2.0	2.2	1.6
mag-26	131.0	128.0	125.1	130.3	1.8	2.0	2.4	1.7
giu-26	131.7	128.7	125.4	130.9	2.0	2.2	2.3	1.9
lug-26	131.5	128.5	125.3	130.7	1.8	2.2	2.3	1.7
ago-26	131.7	128.5	125.3	130.9	1.9	1.9	2.0	1.8
set-26	131.9	128.7	125.5	131.1	1.9	1.9	2.0	1.8
ott-26	132.1	129.0	125.7	131.4	1.9	1.9	2.0	1.8
nov-26	131.5	128.2	124.9	130.7	1.7	1.8	1.8	1.6
dic-26	131.8	128.6	125.3	131.0	1.8	1.8	1.8	1.7
Media	131.0	127.9	124.7	130.2	1.8	2.0	2.1	1.7

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

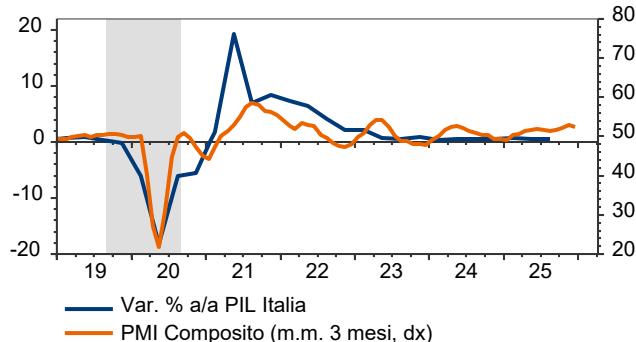
Previsioni

	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	1.6	1.8	1.9	1.8
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.7	1.7	1.5	1.3	1.5	2.5	0.9	1.8	2.4	2.0
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.2
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: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

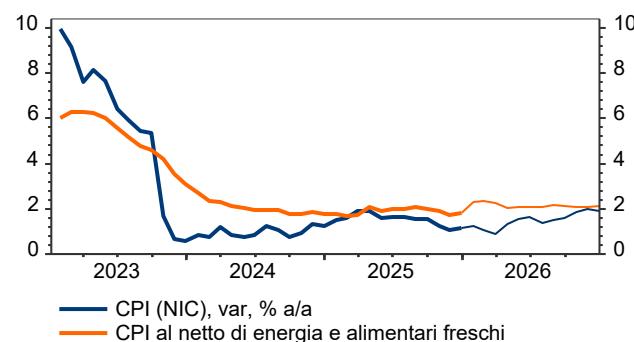
Italia

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, 2025

	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	122.6	121.5	121.5	1.2	1.2	1.1	1.1
Media	124.3	122.6	121.4	121.4	1.7	1.5	1.5	1.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, 2026

	INDICI			Var. % a/a				
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	123.8	123.4	122.3	122.2	1.2	1.3	1.2	1.1
feb-26	123.7	123.4	122.4	122.2	1.0	1.1	1.0	0.9
mar-26	125.7	123.6	122.5	122.3	1.0	0.9	0.8	0.7
apr-26	126.6	124.2	122.9	122.7	1.3	1.3	1.2	1.2
mag-26	126.9	124.4	123.0	123.0	1.7	1.6	1.5	1.4
giu-26	127.2	124.7	123.3	123.1	1.7	1.6	1.6	1.5
lug-26	125.8	124.9	123.4	123.3	1.6	1.4	1.3	1.2
ago-26	125.5	125.1	123.6	123.5	1.5	1.5	1.4	1.4
set-26	126.9	125.0	123.5	123.4	1.4	1.6	1.5	1.4
ott-26	127.4	125.0	123.7	123.5	1.9	1.9	1.8	1.7
nov-26	127.4	124.8	123.6	123.5	2.2	2.0	1.9	1.8
dic-26	127.7	124.9	123.8	123.7	2.2	1.9	1.8	1.8
Media	126.2	124.5	123.2	123.0	1.6	1.5	1.4	1.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2024	2025	2026	2025	T1	T2	T3	T4	2026	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	0.3		0.1	0.1	0.2	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	1.1	1.6	1.5	2.1			
Produzione industriale (a/a)	-3.9		-0.6	0.2	-1.8		-0.6	-0.3	0.3	-0.1	-0.2	0.6	0.7			
Disoccupazione (ILO, %)	6.6		6.1	6.0	6.3		6.3	6.0	5.8	6.0	6.0	6.0	6.1			
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			

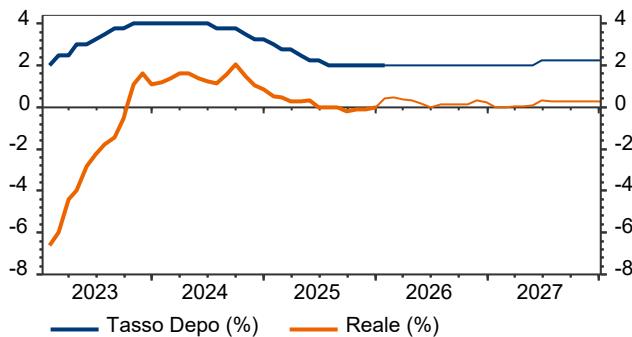
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	8/1	mar	giu	set	dic
Deposit rate	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	1.93	1.93	1.94	1.97	1.92	1.92	1.93	1.93
Euribor 3m	1.94	2.03	2.03	2.02	2.00	2.00	2.01	2.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

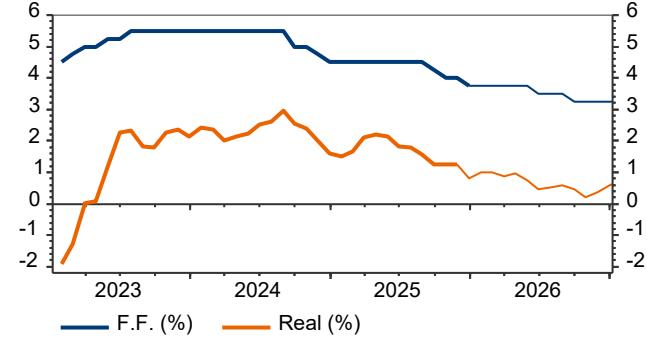


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	8/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25
OIS 3m	4.28	3.90	3.60	3.61	3.72	3.59	3.36	3.31

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

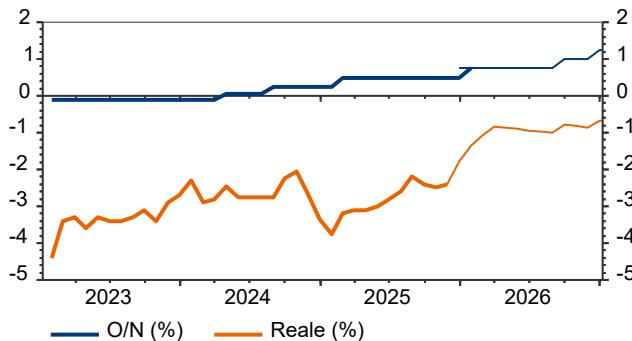


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	giu	set	dic	8/1	mar	giu	set	dic
O/N target	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.25
OIS 3m	0.48	0.60	0.73	0.73	0.77	0.77	1.02	1.27

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

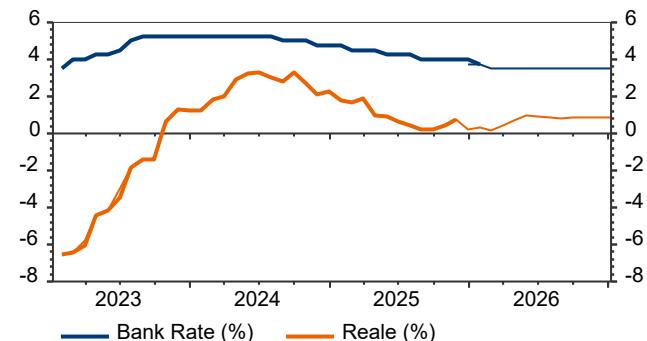


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	8/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	4.25	4.00	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
OIS 3m	4.10	3.98	3.72	3.71	3.40	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	9/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.03	1.17	1.16	1.16	1.1645	1.16	1.17	1.18	1.19	1.18
USD/JPY	144	158	146	153	157	157.27	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.27	1.23	1.36	1.33	1.33	1.3367	1.30	1.29	1.28	1.29	1.30
EUR/CHF	0.93	0.94	0.93	0.93	0.94	0.9317	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	158	163	172	177	182	184.20	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.86	0.84	0.86	0.87	0.87	0.8760	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.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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
allegra.fiore@intesasanpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
andrea.volpi@intesasanpaolo.com