

Weekly Economic Monitor

Il punto

Nell'area euro, i PMI di gennaio in uscita la prossima settimana chiariranno se il calo di dicembre sia stato episodico; in particolare l'industria resta debole, anche per via dell'intensificarsi della concorrenza cinese. Negli Stati Uniti, i consumi si confermano forti, mentre i dati su CPI e PPI puntano verso un deflatore PCE core a fine anno circa in linea con le proiezioni del FOMC; a nostro avviso, restano però rischi al rialzo per l'inflazione nei prossimi mesi, che ci sembrano coerenti con la nostra idea di una Fed "in pausa" sino a giugno.

Nell'**area euro**, i dati sull'industria di novembre sono stati relativamente confortanti: **la produzione è aumentata per il secondo mese** di 0,7% m/m, accelerando su base annua da 1,7% a 2,5% (ai massimi dal maggio scorso). Tuttavia, **il dato è da interpretare con cautela, per molte ragioni**. Innanzitutto, al netto dell'Irlanda, l'incremento rispetto a un anno prima si riduce da 2,5% a 1,6%. In secondo luogo, la crescita è trainata dal settore farmaceutico (non colpito dai dazi USA) e da quello della difesa (che beneficia dell'aumento delle spese militari); al netto di questi due comparti, l'attività produttiva resta debole, in particolare nell'automotive e nei comparti ad alta intensità di energia, che non hanno ancora visto una vera ripresa dallo shock energetico iniziato quasi quattro anni fa: una ulteriore riprova della possibile perdita permanente di capacità produttiva per via di processi di esternalizzazione verso aree geografiche con costi energetici più competitivi.

A rafforzare la cautela, **i segnali dalle indagini di fiducia delle imprese manifatturiere non sono stati confortanti negli ultimi mesi**, e non autorizzano a considerare terminata la fase di difficoltà: il PMI manifatturiero nell'Eurozona, dopo un breve passaggio in territorio espansivo registrato lo scorso agosto (a 50,7), è tornato a calare nei mesi successivi, sino a 48,8 a dicembre. In tal senso, le prime indagini di fiducia relative al mese di gennaio, che cominceranno a essere diffuse la settimana prossima, potrebbero essere interessanti; in particolare, **i PMI in calendario venerdì 23 chiariranno se il calo di dicembre (che si era esteso anche ai servizi, pur ancora in espansione) sia stato o no episodico**.

La persistente debolezza dell'industria europea appare legata almeno in parte alle crescenti difficoltà dell'export: i dati di novembre mostrano un minore avanzo commerciale derivante da un significativo calo delle vendite UE verso gli USA (-20,3% a/a), ma anche dall'ampliamento del deficit verso la Cina (per via di un calo di -1,2% a/a dell'export verso Pechino, a fronte di un

Le esportazioni UE verso la Cina sembrano aver subito un break strutturale dopo la pandemia



Nota: esportazioni a prezzi costanti. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

16 gennaio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

aumento del 3,8% a/a dell'import). Le aziende europee segnalano un calo della loro competitività negli ultimi anni, soprattutto in relazione all'intensificarsi della concorrenza cinese. Proprio i dati sul commercio estero cinese di dicembre forniscono conferme in tal senso: Pechino ha chiuso il 2025 con un surplus commerciale record di 1.189 miliardi di dollari; le esportazioni sono salite del 5,5%, in quanto il crollo verso gli Stati Uniti (-20%) è stato più che compensato dall'incremento verso il resto del mondo (+8,4% verso la UE). In altri termini, **la Cina sembra essere stata estremamente tempestiva nel reindirizzare le proprie merci dai mercati nordamericani verso Europa e Sud-est asiatico**, anche grazie al controllo di numerosi porti disseminati in tutto il pianeta. Vi sono anche evidenze, oltre che di un aumento delle quantità di beni esportati verso la UE, di un calo dei prezzi (amplificato dai recenti movimenti del tasso di cambio): utilizzando delle elaborazioni BCE, stimiamo che una diminuzione del deflatore dell'export cinese verso l'area euro del 10% possa avere un impatto di -0,2/0,3% sia sul PIL che sul CPI 2026 nell'Eurozona. Se non vi sono ancora prove di una strategia cinese di "trade diversion" dagli USA per "inondare" della propria sovracapacità produttiva (e di deflazione) il resto del mondo, si comincia a vedere più di un segnale in tal senso. Ciò rappresenta uno dei principali rischi al ribasso sia per la crescita che per l'inflazione nell'Eurozona, non solo nel 2026 ma verosimilmente anche negli anni a venire.

In Francia, il dibattito parlamentare sul budget è stato sospeso fino a martedì 20 dicembre. Il Governo ha riconosciuto le rinnovate difficoltà nell'approvazione della legge di bilancio e segnalato che potrebbe non entrare in vigore prima di metà febbraio. È stata inoltre ventilata la possibilità di aggirare il voto parlamentare ricorrendo all'articolo 49.3 o, più probabilmente, per decreto, attraverso l'articolo 47. Quest'ultima ipotesi sarebbe preferibile in quanto, a differenza dell'articolo 49.3, lascerebbe il bilancio in vigore anche in caso di caduta dell'esecutivo a seguito di una mozione di censura. In tal caso non è comunque ancora chiaro quale sarebbe il testo promulgato, se la bozza originaria di ottobre o un documento intermedio che tenga conto anche di alcune richieste delle opposizioni, in particolare del Partito Socialista. La minaccia di ricorrere a queste misure di emergenza potrebbe comunque anche essere interpretata come un invito ai partiti a non tentare di posticipare l'approvazione del budget dopo le elezioni locali di marzo. Al momento, infatti, la legge speciale varata alla fine del 2025 ha permesso di prorogare il bilancio dello scorso anno a quello in corso, ma questa soluzione è temporanea e poco sostenibile per l'intero 2026.

Negli **Stati Uniti**, sono emerse indicazioni contrastanti dai dati di inflazione diffusi in settimana. **Gli indici core hanno sorpreso al ribasso per quanto riguarda i prezzi al consumo ma, viceversa, al rialzo per ciò che concerne i prezzi alla produzione.** I dati sono coerenti con un deflatore PCE core in aumento di un modesto 0,1% m/m in novembre (il dato verrà comunicato venerdì 22), ma in risalita di 0,4% m/m a dicembre; ciò porterebbe l'indice al 3% a/a, un valore in linea con le Summary of Economic Projections del FOMC del 9-10 dicembre, le quali vedono poi un calo a 2,5% a fine 2026 e al 2% entro il 2028. **A nostro avviso, permangono rischi al rialzo sull'inflazione nel breve termine**, soprattutto in quanto l'effetto dei dazi non è esaurito ma potrebbe essere solo ritardato. In novembre, Cavallo, Llamas e Vazquez hanno stimato la trasmissione dei dazi al CPI al 20%, utilizzando i dati fino a settembre 2025. Molte aziende che vendono prodotti importati negli USA hanno assorbito gli incrementi tariffari nei propri margini pur di mantenere una presenza sul mercato americano, ma, stante anche la forza della domanda interna negli Stati Uniti, potrebbero essere tentate di scaricare a valle i rincari se i livelli delle barriere tariffarie rimangono quelli attuali. Tuttavia, nel nostro scenario centrale, **dopo un picco in primavera (attorno al 3%), il CPI potrebbe frenare nei mesi successivi**, consentendo alla Fed di riprendere il ciclo di allentamento monetario a fine primavera (da giugno, nelle nostre ipotesi), a meno di un'improvvisa (e ad oggi improbabile) riaccelerazione del mercato del lavoro.

In ogni caso, alla luce delle recenti indicazioni di moderazione soprattutto sul fronte dei beni e di alcune componenti dei servizi, **abbiamo rivisto lievemente al ribasso il profilo da noi atteso per il CPI USA nel 2026**, da 2,9% a 2,8% in media d'anno sia per l'indice headline che per il core. Il

profilo incorpora effetti statistici legati allo shutdown: in ottobre 2025, in assenza di dati, il BLS ha applicato un meccanismo di imputazione per trascinamento che ha temporaneamente congelato i prezzi dei servizi abitativi; un pieno recupero di tale sottostima è atteso solo tra marzo e aprile. Permangono anche rischi al rialzo sui servizi non abitativi per via dei rincari dei premi sanitari dell'Affordable Care Act, mitigabili in caso di estensione dei sussidi.

Nel frattempo, **la domanda interna resta sostenuta**. In particolare, i dati sulle vendite al dettaglio di novembre sono stati robusti, nonostante lo shutdown. Ciò suggerisce che **i consumi potrebbero ancora una volta sorprendere al rialzo** nel 4° trimestre 2025, in area 2% t/t ann., pur rallentando rispetto al 3,5% dei tre mesi precedenti. Inoltre, i dati sul commercio estero di ottobre hanno evidenziato una crescita per l'export a fronte di un calo per l'import, che dovrebbe essere coerente con un significativo **contributo positivo del commercio estero al PIL** nello scorcio finale del 2025. Di conseguenza, abbiamo rivisto al rialzo da 0,8% a 1,6% t/t ann. la stima per il 4° trimestre dello scorso anno: il 2025 dovrebbe chiudere con un'espansione su base annua del 2,2%. Per ora, **manteniamo una previsione di decelerazione solo marginale nell'anno in corso** (al 2%), ma i rischi su tale stima al momento ci sembrano orientati moderatamente al rialzo (a meno, come segnalato la scorsa settimana, di una significativa correzione del mercato azionario).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (19 – 23 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun	19/1	00:50	GIA		nov	7.0	% -5.1
		03:00	CN		T4	5.2	%
		03:00	CN		T4	4.8	% 4.4
		03:00	CN	*	T4	1.1	% 1.0
		03:00	CN		dic	1.3	% 1.2
		03:00	CN	*	dic	-2.6	% -3.0
		03:00	CN		dic	3.0	%
		03:00	CN		dic	6.0	%
		03:00	CN		dic	4.8	% 5.0
		05:30	GIA		nov	prel -2.6	%
		11:00	EUR	*	dic	prel 2.0	% 2.0
		11:00	EUR		dic	prel 2.3	% 2.3
		11:00	EUR	*	dic	prel 0.2	%
		16:00	USA		ott	-0.3	% -0.3
Mar	20/1	02:00	CN	*	gen	3.5	%
		02:00	CN	*	gen	3.0	%
		08:00	GB		nov	5.1	% 5.0
		08:00	GB		nov	4.7	%
		08:00	GER		dic	-2.3	%
		08:00	GER		dic	0.0	%
		11:00	GER		gen	-81.0	% -77.0
		11:00	GER	*	gen	45.8	% 50.0
Mer	21/1	08:00	GB	*	dic	3.2	% 3.3
		08:00	GB		dic	-0.2	% 0.3
		16:00	USA		ott	0.2	%
Gio	22/1	00:50	GIA		dic	316.7	Mld ¥ JP 356.6
		14:30	USA	*	settim	1.884	Mln
		14:30	USA	*	settim	198	x1000
		14:30	USA		T3	prel 3.7	%
		14:30	USA		T3	prel 2.9	%
		14:30	USA		T3	prel 4.3	% 4.3
		16:00	USA	*	nov	0.4 (set)	%
		16:00	USA	*	nov	2.8 (set)	%
		16:00	USA		nov	0.4 (set)	%
		16:00	USA	*	nov	0.2 (set)	%
		16:00	USA	*	nov	2.8 (set)	%
		16:00	EUR	*	gen	-13.1	% -12.9
Ven	23/1	00:30	GIA	*	dic	3.0	% 2.4
		00:30	GIA	*	dic	2.9	%
		01:30	GIA		gen	50.0	
		08:00	GB		dic	0.6	%
		08:00	GB	*	dic	-0.1	% -0.1
		08:45	FRA	**	gen	102	
		09:00	SPA	**	T4	0.6	%
		09:15	FRA	*	gen	50.1	% 50.5
		09:15	FRA	*	gen	50.7	% 50.5
		09:30	GER	*	gen	52.7	% 52.8
		09:30	GER	*	gen	47.0	% 47.8
		10:00	EUR	**	gen	52.4	% 52.5
		10:00	EUR	**	gen	48.8	% 49.0
		10:00	EUR	**	gen	51.5	% 51.6
		10:30	GB	*	gen	51.4	% 51.7
		10:30	GB	*	gen	50.6	% 50.7
		15:45	USA	*	gen	51.8	
		15:45	USA	*	gen	52.5	
		15:45	USA		gen	52.7	
		16:00	USA		gen	prel 54.0	

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 (19 – 23 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	19/1	EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar	20/1	17:30 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		EUR	* Riunione Ecofin
Mer	21/1	08:30 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		10:15 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		17:45 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		19:30 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Gio	22/1	13:30 EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di dicembre
Ven	23/1	- GIÀ	** Riunione BoJ (previsione ISP: tasso ufficiale invariato a 0,75%)
		10:30 GB	Discorso di Greene (BoE)
		11:00 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE) e Georgieva (FMI)
		FIN	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Finlandia

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	dic	0.2	%	0.3	0.2
CPI m/m	dic	0.3	%	0.3	0.3
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	dic	2.6	%	2.7	2.6
CPI a/a	dic	2.7	%	2.7	2.7
Vendite di nuove case (mln ann.)	ott	0.738	Mln	0.720	0.737
Saldo partite correnti	T3	-249.2	(-251.3) Mld \$	-238.4	-226.4
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	nov	0.2	(0.4) %	0.4	0.5
Vendite al dettaglio m/m	nov	-0.1	(0.0) %	0.4	0.6
Scorte delle imprese m/m	ott	0.3	(0.2) %	0.2	0.3
Vendite di case esistenti (mln ann.)	dic	4.14	(4.13) Mln	4.21	4.35
Richieste di sussidio	settim	207	(208) x1000	215	198
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.903	(1.914) Mln	1.893	1.884
Prezzi all'import m/m	nov	0.0	%	-0.1	0.4
Indice Empire Manufacturing	gen	-3.7	(-3.9)	1.0	7.7
Indice Philadelphia Fed	gen	-8.8	(-10.2)	-1.0	12.6
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	nov	30.9	(17.5) Mld \$		220.2
Produzione industriale m/m	dic	0.2	%	0.1	
Impiego capacità produttiva	dic	76	%	76	
Indice Mercato Immobiliare NAHB	gen	39		40	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	nov	0.7	(0.8) %	0.5	0.7
FRA	IPCA m/m finale	dic	0.1	%	0.1	0.1
FRA	IPCA a/a finale	dic	0.7	%	0.7	0.7
FRA	CPI m/m Ex Tob	dic	-0.2	%		0.1
GER	PIL annuale	2025	-0.2	%	0.2	0.2
GER	CPI m/m finale	dic	0.0	%		0.0
GER	CPI a/a finale	dic	1.8	%	1.8	1.8
GER	IPCA m/m finale	dic	0.2	%	0.2	0.2
GER	IPCA a/a finale	dic	2.0	%	2.0	2.0
ITA	Produzione industriale m/m	nov	-1.0	%	0.5	1.5
ITA	Bilancia commerciale (totale)	nov	4.183	(4.156) Mld €		5.078
ITA	Bilancia commerciale (UE)	nov	-1.283	(-1.31) Mld €		-1.959
ITA	IPCA a/a finale	dic	1.2	%	1.2	1.2
ITA	IPCA m/m finale	dic	0.2	%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	dic	0.2	%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	dic	1.2	%	1.2	1.2
SPA	IPCA a/a finale	dic	3.0	%	3.0	3.0

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

Italia: rimbalza assai più del previsto la produzione industriale. L'ampio recupero dell'output industriale a novembre, seppur verosimilmente influenzato dalla distribuzione delle festività, segnala qualche rischio al rialzo sul PIL del 4° trimestre 2025 (nel range 0,1-0,2% t/t). Le indagini di fiducia suggeriscono una correzione della produzione a dicembre, ma i rischi al ribasso sull'industria, e sull'attività economica in generale, appaiono in lieve diminuzione.

Germania: torna a crescere, di poco, il PIL nel 2025. Sulla base della prima stima preliminare annua nel 2025 il PIL corretto per gli effetti di calendario è cresciuto, in linea con le nostre attese, dello 0,3% (0,2% il dato grezzo). Dopo due anni di contrazione l'economia torna quindi a crescere ma a ritmi solo modesti. Il piccolo rimbalzo è dovuto ai consumi, pubblici e privati a fronte di contrazioni per export e investimenti. La stima annua è compatibile con una crescita dell'attività economica dello 0,2% t/t nel 4° trimestre dello scorso anno. Per il momento confermiamo la nostra previsione di crescita del PIL allo 0,9% nel 2026. Sebbene lo stimolo fiscale previsto dovrebbe fornire un sostegno ciclico, abbiamo più volte sottolineato come il rischio che il suo impatto sia inferiore alle aspettative non vada sottovalutato.

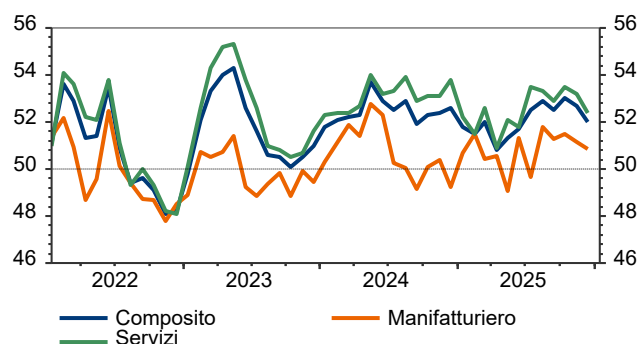
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	dic	5.9	%	3.0	6.6
Importazioni in USD a/a	dic	1.9	%	0.9	5.7
Bilancia commerciale USD	dic	111.7	Mld \$	113.6	114.1
M2 a/a	dic	8.0	%	8.0	8.5
Nuovi prestiti bancari (flusso)	dic	390	Mld ¥ CN	800	910
Finanza sociale aggregata (flusso)	dic	2490	Mld ¥ CN	2000	2210

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

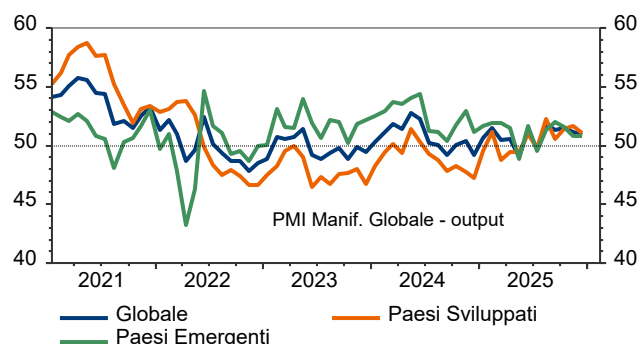
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



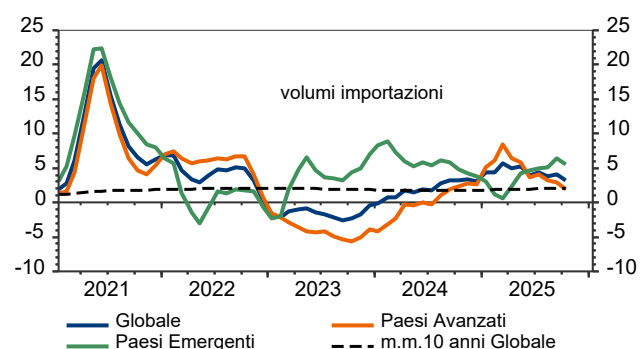
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



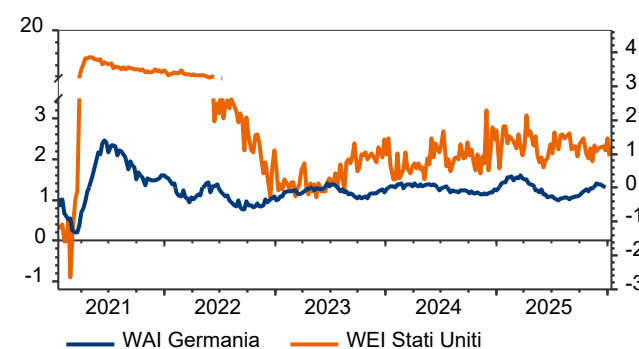
Fonte: S&P Global

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



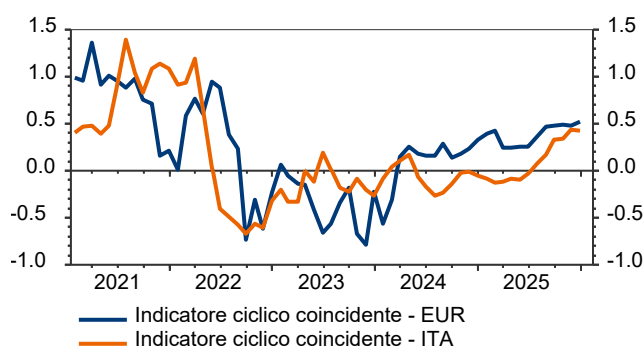
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



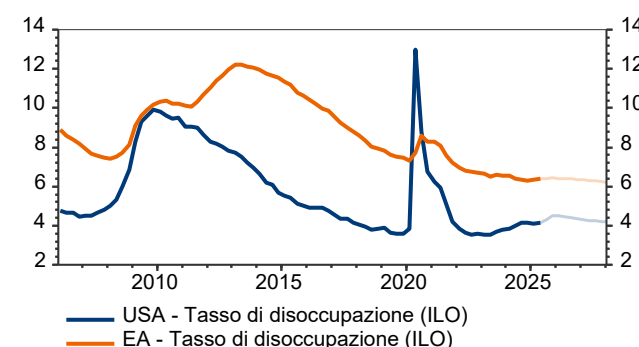
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

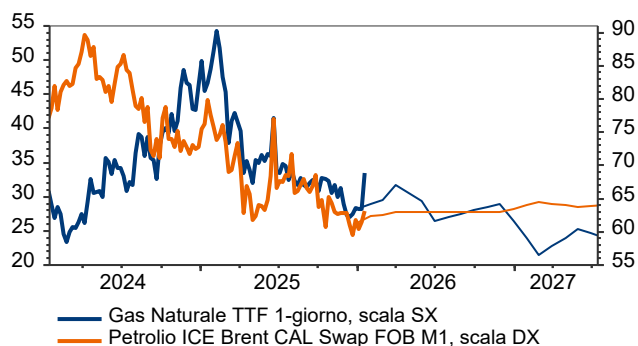
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

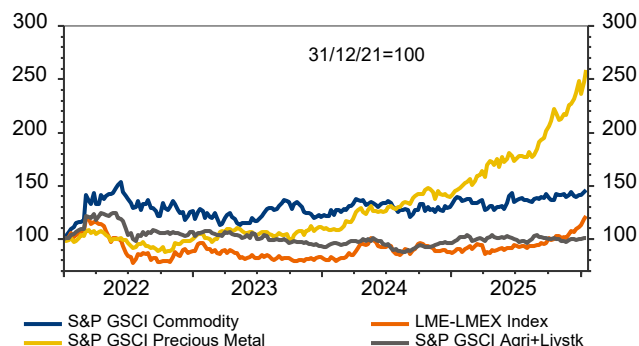
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



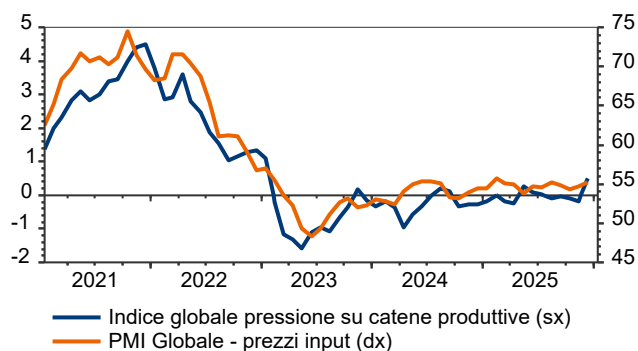
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



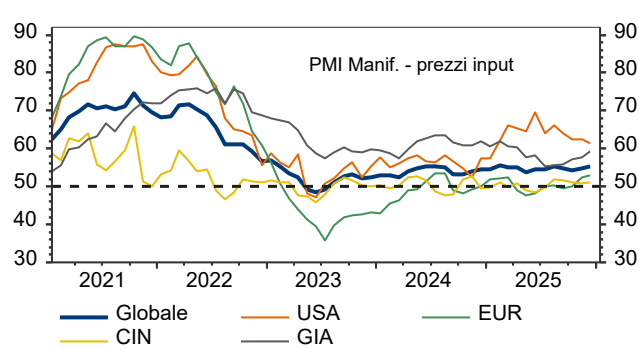
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



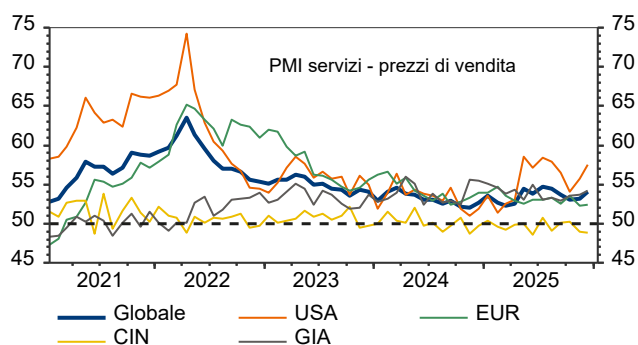
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



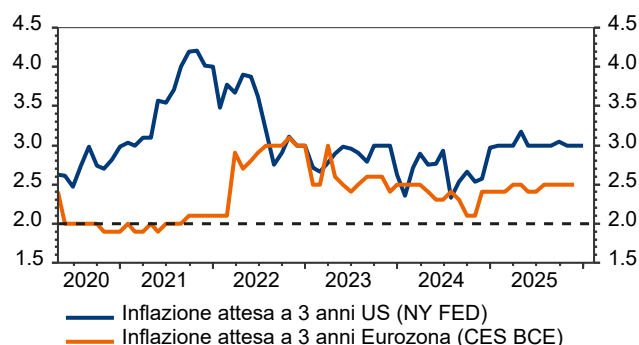
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

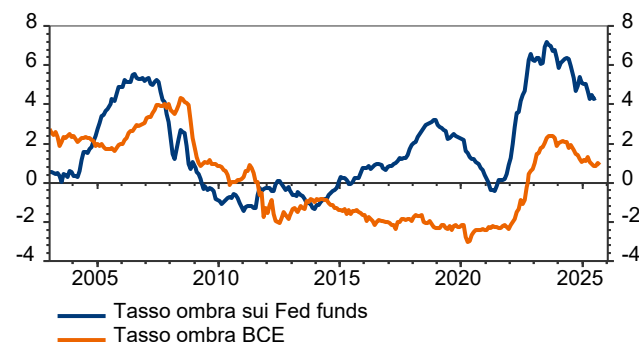
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

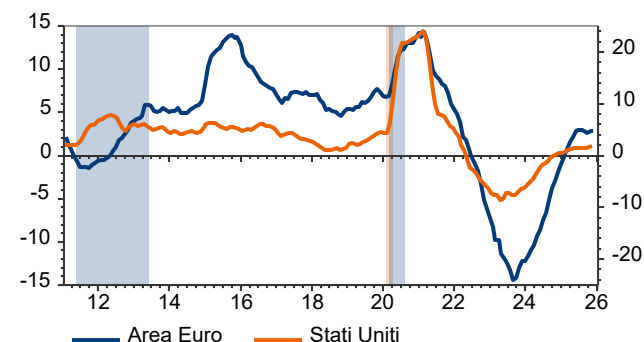
Condizioni Finanziarie

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



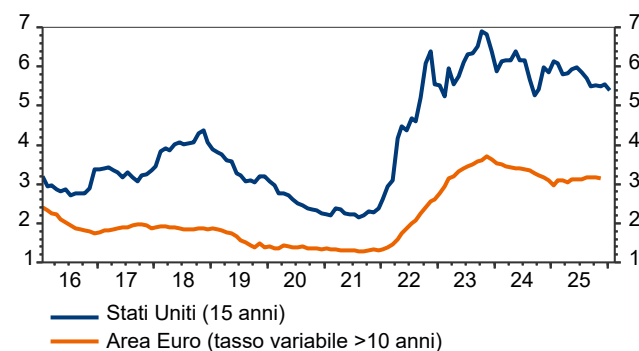
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



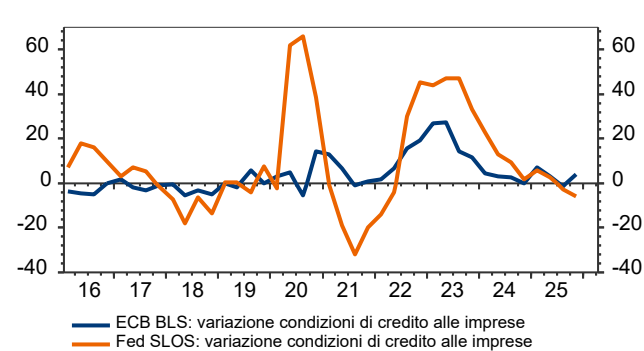
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



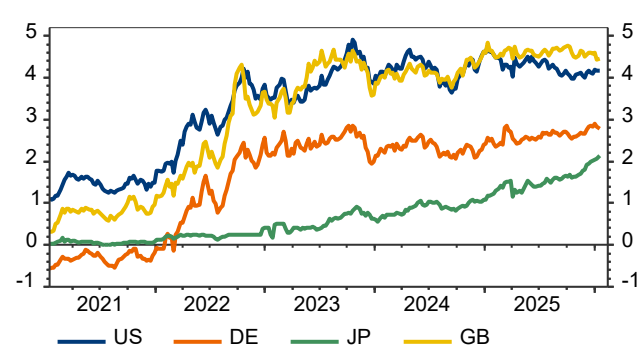
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



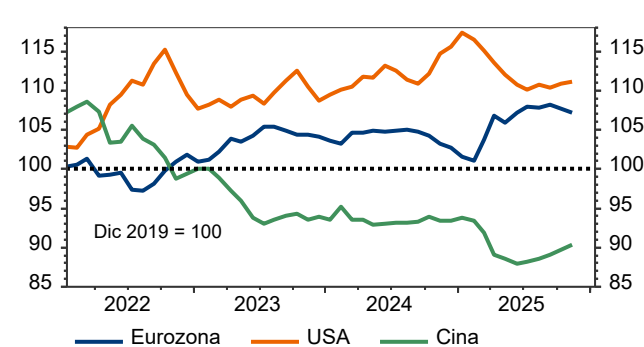
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

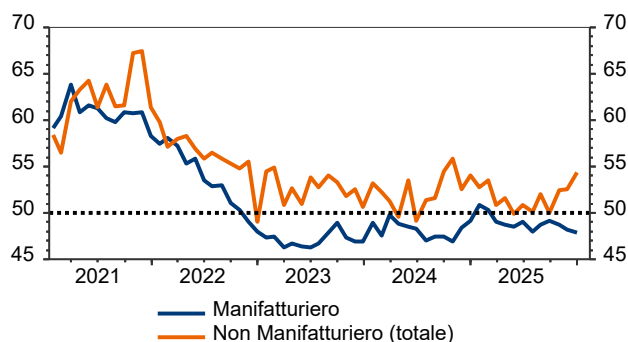
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

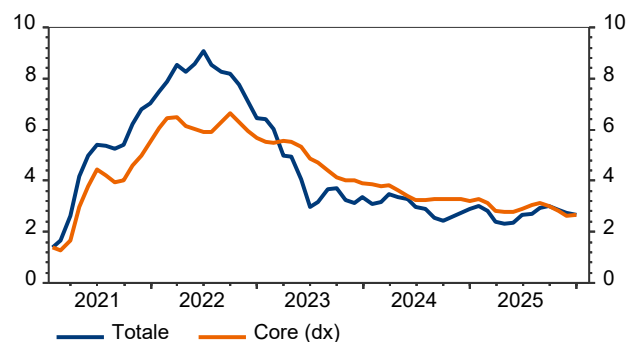
Stati Uniti

Indagini ISM



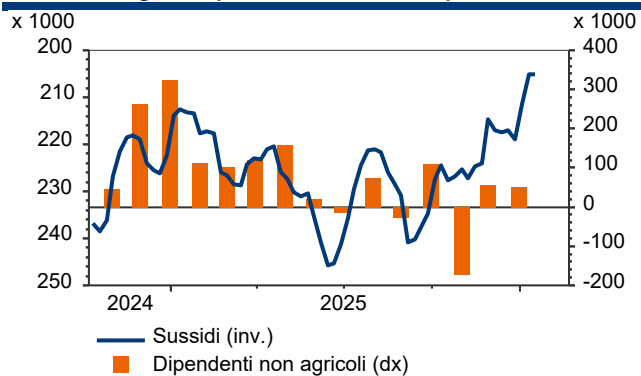
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



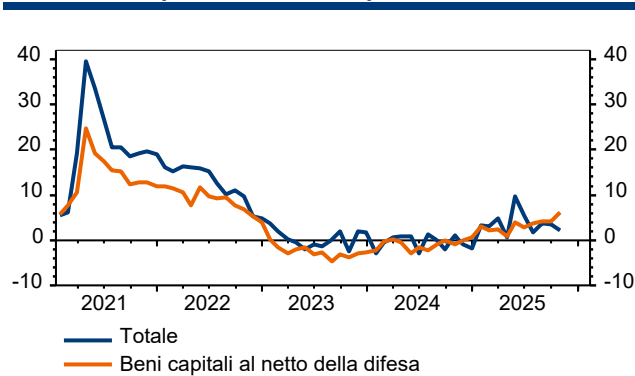
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

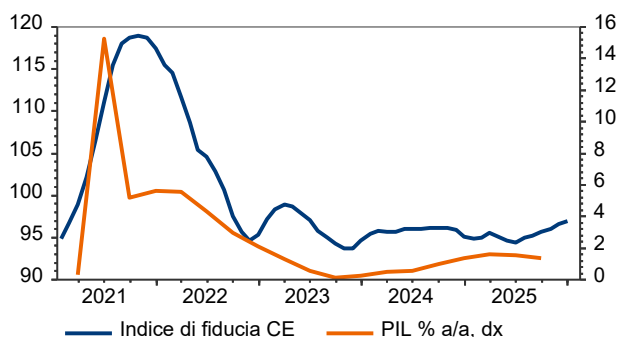
Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	2.2	2.0	2.0	2.1	2.3	2.3	2.8	2.3	1.5	1.6
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.8	4.3	1.6	1.7	1.5	1.5	1.7
Consumi privati	2.9	2.6	1.9	0.6	2.5	3.5	1.4	1.7	1.5	1.5	1.5
IFL - privati non residenziali	2.9	4.1	3.4	9.5	7.3	2.8	3.7	2.9	2.7	3.2	3.6
IFL - privati residenziali	3.2	-1.7	1.2	-1.0	-5.1	-5.2	1.6	3.0	3.1	3.2	3.0
Consumi e inv. pubblici	3.8	1.4	0.7	-1.0	-0.1	2.2	-1.5	1.9	0.5	0.8	1.0
Esportazioni	3.6	1.8	2.0	0.2	-1.8	8.8	1.2	1.3	1.2	1.6	1.8
Importazioni	5.8	2.7	-1.7	38.0	-29.3	-4.7	-1.0	2.0	2.2	2.4	1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.0	-0.1	-0.3	2.6	-3.2	-0.2	0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1
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	2.8	2.7	2.4	2.9	2.7	2.7	3.0	2.9	2.8
Produzione industriale	-0.7	1.2	2.0	1.0	0.5	0.5	0.0	0.7	0.8	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

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

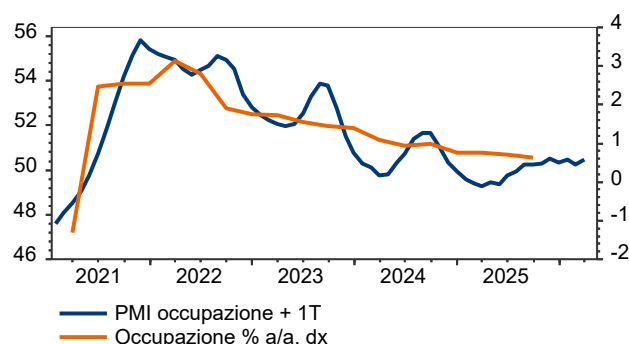
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Inflazione, 2025

	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	129.6	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, alcol e tabacchi.
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Inflazione, 2026

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-26	128.8	125.4	121.9	128.0	1.6	2.2	2.3	1.5
feb-26	129.3	126.0	122.6	128.6	1.6	2.2	2.3	1.5
mar-26	130.2	127.1	123.9	129.5	1.7	2.2	2.4	1.6
apr-26	131.1	128.0	125.0	130.3	1.8	2.1	2.2	1.7
mag-26	131.3	128.2	125.1	130.5	2.0	2.2	2.4	1.9
giu-26	131.6	128.6	125.4	130.8	1.9	2.2	2.3	1.8
lug-26	131.5	128.5	125.3	130.7	1.8	2.1	2.3	1.7
ago-26	131.6	128.5	125.3	130.8	1.8	1.8	2.0	1.7
set-26	131.8	128.7	125.5	131.1	1.9	1.9	2.0	1.8
ott-26	132.0	128.8	125.6	131.2	1.8	1.8	1.8	1.7
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	124.6	130.3	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, alcol e tabacchi.
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

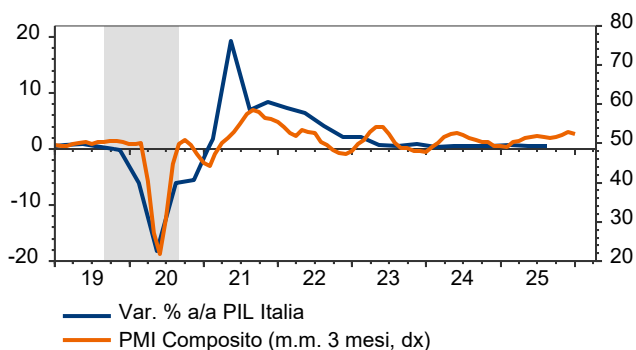
Previsioni

	2024	2025	2026	2025	T1	T2	T3	T4	2026	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	1.2	1.3	1.3
- t/t				0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	1.2	1.3	1.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	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	1.0	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	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	0.5	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	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	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	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.7	1.6	1.5	1.3	1.5	2.4	0.8	1.6	2.3	1.7	1.7	1.7
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.2	6.2	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	2.00	2.00

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

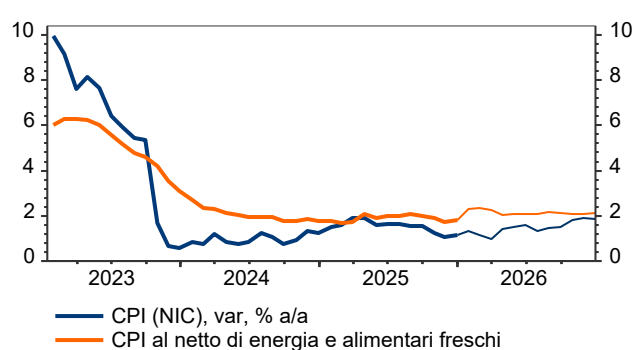
Italia

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

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

Inflazione, 2026

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	123.9	123.5	122.4	122.3	1.2	1.3	1.2	1.2
feb-26	123.8	123.5	122.5	122.3	1.0	1.2	1.1	1.0
mar-26	125.7	123.7	122.6	122.4	1.0	1.0	0.9	0.8
apr-26	126.6	124.3	123.0	122.8	1.4	1.4	1.3	1.3
mag-26	126.9	124.4	123.0	122.9	1.7	1.5	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	124.8	123.3	123.3	1.6	1.3	1.3	1.2
ago-26	125.5	125.1	123.6	123.4	1.5	1.5	1.4	1.3
set-26	126.9	125.0	123.5	123.4	1.4	1.5	1.5	1.4
ott-26	127.4	124.9	123.7	123.5	1.9	1.8	1.8	1.7
nov-26	127.4	124.8	123.6	123.5	2.2	1.9	1.9	1.8
dic-26	127.6	124.9	123.7	123.6	2.2	1.8	1.8	1.7
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				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	1.1	1.6	1.5	2.1
Produzione industriale (a/a)	-3.9	-0.4	0.8	-1.8	-0.6	-0.2	1.2	0.9	0.7	1.1	0.4
Disoccupazione (ILO, %)	6.6	6.1	5.7	6.3	6.3	6.0	5.8	5.8	5.7	5.6	5.7
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

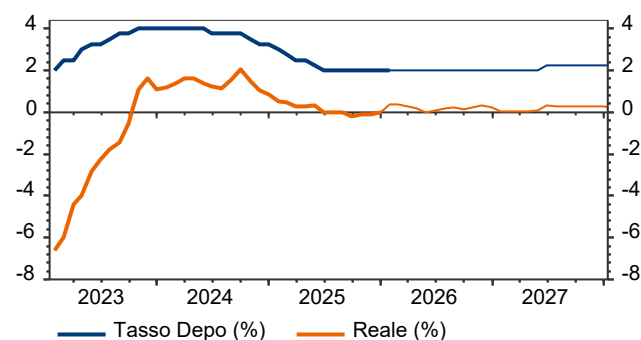
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	15/1	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	2.03	2.00	2.00	2.01	2.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

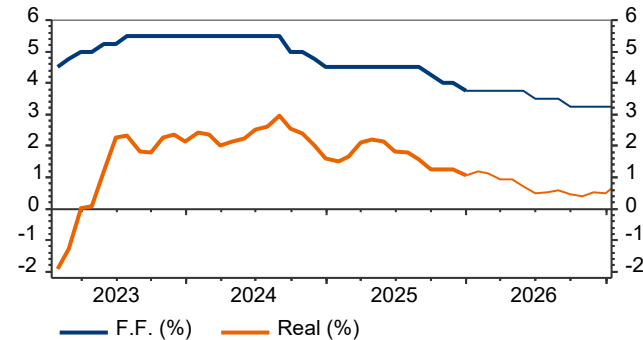


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	15/1	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	3.63	3.72	3.59	3.36	3.31

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

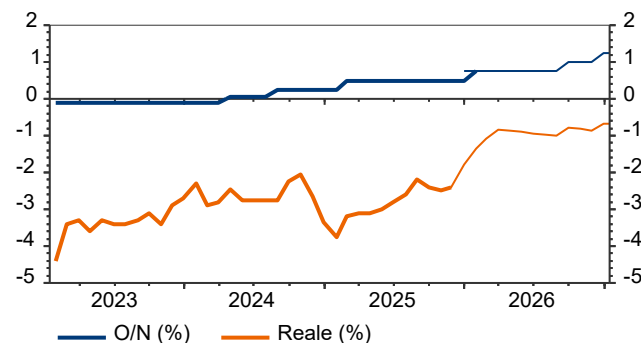


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	giu	set	dic	15/1	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	0.75	0.77	0.77	1.02	1.27

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

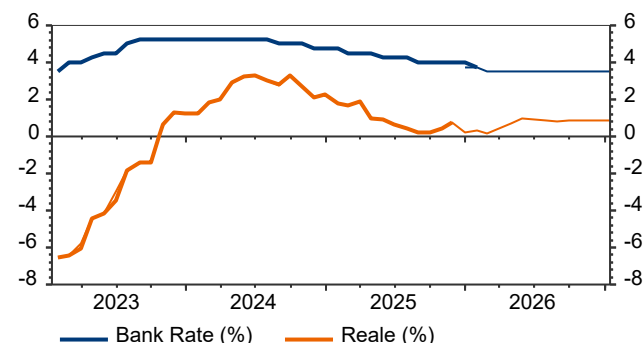


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	15/1	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	16/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.03	1.16	1.16	1.18	1.1609	1.16	1.17	1.18	1.19	1.18
USD/JPY	147	155	148	151	155	157.27	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.27	1.22	1.34	1.34	1.34	1.3367	1.30	1.29	1.28	1.29	1.30
EUR/CHF	0.94	0.94	0.93	0.93	0.94	0.9317	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	160	160	173	176	182	184.20	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.86	0.84	0.87	0.87	0.88	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.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