

Weekly Economic Monitor

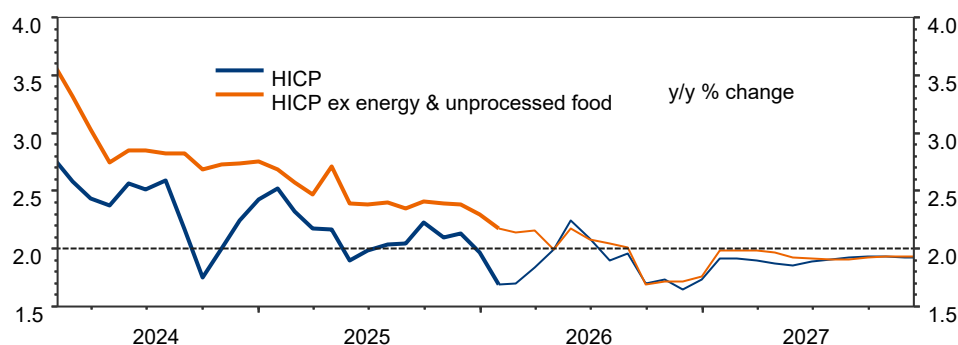
Il punto

La BCE ha lasciato i tassi invariati, e Christine Lagarde ha dedicato ampio spazio al tema del tasso di cambio, il cui andamento sinora è già incorporato nello scenario previsionale ma che dovrà essere attentamente monitorato per il futuro; anche il calo dell'inflazione a gennaio (all'1,7% a/a) era previsto e non modifica la valutazione della politica monetaria. Negli Stati Uniti, la prossima settimana l'attenzione tornerà su due dati-chiave: l'employment report e il CPI; rispetto alle attese di consenso, vediamo rischi al ribasso sui dati occupazionali e rischi al rialzo sui numeri di inflazione.

Come ampiamente atteso e con una decisione unanime, **la BCE ha lasciato i tassi invariati** (DFR: 2,0%, MRO rate: 2,15%, MLF rate: 2,40%); ancora una volta, ha confermato che la politica monetaria continuerà a non seguire un percorso predefinito. La presidente Lagarde ha dedicato ampio spazio al tema del **tasso di cambio**, giudicato "importante per lo scenario di crescita e inflazione": secondo la BCE, il deprezzamento del 2025 è già incorporato nello scenario previsionale e nelle ultime settimane non vi sono state modifiche significative né del cambio euro/dollaro, né del cambio effettivo dell'euro. Perciò non vi sono al momento implicazioni per il posizionamento della politica monetaria; però, **sarà necessario non soltanto monitorare gli sviluppi futuri del cambio, ma anche se l'impatto delle variazioni passate si trasmette all'inflazione come previsto**. Rispondendo a una domanda sul ruolo internazionale dell'euro, Lagarde ha anticipato che la BCE intende ridisegnare le *repo lines*, estendendo l'accesso anche a banche centrali non appartenenti alla zona euro. I giornalisti hanno poi interrogato la presidente in merito al calo dell'inflazione (v. sotto): la replica è stata che l'evento era stato previsto dallo staff BCE, e che per di più è legato a fattori transitori; quindi, non modifica in alcun modo la valutazione della politica monetaria. La BCE pare ottimista riguardo a un risveglio degli investimenti connessi all'IA: Lagarde ha menzionato in particolare un'accelerazione degli investimenti ICT e la possibilità di ricadute positive sulla produttività. Nulla di quanto detto ieri fa pensare alla possibilità che siano presto discusse modifiche al posizionamento della politica monetaria: **a meno di clamorosi sviluppi esogeni, riteniamo che i tassi saranno confermati ai livelli attuali anche il 19 marzo**.

L'inflazione area euro a dicembre è calata in linea con le attese all'1,7% a/a, dal 2% di dicembre. Si tratta di un minimo da aprile del 2021. Anche gli indici core (sia al netto di energetici e alimentari freschi, sia al netto di alimentari, energia, alcol e tabacco) sono scesi, da 2,3% a 2,2%

L'inflazione area euro potrebbe risalire nel 2° trimestre, ma poi tornare a calare nella seconda metà dell'anno. Sia l'IPCA che l'indice core BCE dovrebbero nel nostro scenario centrale stabilizzarsi sotto il 2% nel 2027



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

6 febbraio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

a/a (in entrambi i casi, si tratta di un minimo da ottobre del 2021). In prospettiva, **pensiamo che l'inflazione possa rimanere vicina ai livelli correnti nel 1° trimestre, risalire poco sopra il 2%** (per via di effetti-base) **nel trimestre primaverile ma poi tornare a calare successivamente**, per una media annua all'1,9%. **Per l'indice al netto di energetici e alimentari freschi, ci aspettiamo una graduale moderazione nel corso del 2026**, con valori ancora di poco superiori al 2% nella prima parte dell'anno e una discesa sotto il target BCE solo nei mesi finali del 2026, per una media annua al 2%. Questo scenario ci sembra coerente con la prospettiva già menzionata di una BCE ferma per tutto l'anno.

I dati di produzione industriale di dicembre nelle due maggiori economie dell'area sono stati assai peggiori del previsto (Germania -1,9%, Francia -0,7% m/m). In Germania, il calo interrompe una serie di tre mesi consecutivi di crescita, e la flessione è ancora più marcata escludendo le costruzioni e l'energia (-3% m/m, dopo un'espansione di oltre l'1% m/m nei tre mesi precedenti). Tuttavia, il dato potrebbe essere stato influenzato da anomalie stagionali, e l'aumento degli ordini in ciascuno degli ultimi 4 mesi del 2025 suggerisce che la produzione industriale potrebbe tornare a crescere nel 2026 dopo quattro anni consecutivi di contrazione, anche se la ripresa sarà modesta, soprattutto nella prima parte dell'anno; per ora, lasciamo invariata la nostra previsione di crescita del PIL tedesco a 0,9% quest'anno, da 0,3% del 2025. Anche in Spagna l'output industriale è diminuito sensibilmente nell'ultimo mese dello scorso anno (-2,5% m/m da 1,1% precedente). **Anche per il dato di produzione industriale italiano in uscita la settimana prossima (mercoledì 11) ci aspettiamo una flessione**, pari a circa mezzo punto percentuale su base congiunturale dopo il rimbalzo di 1,5% m/m visto a novembre. I dati dovrebbero essere coerente con un **output industriale per l'intera Eurozona in diminuzione di circa un punto percentuale e mezzo**, dopo tre mesi di crescita (il dato è in calendario lunedì 16). La debole chiusura d'anno implica che **l'industria a inizio 2026 non dovrebbe dare l'insperato contributo positivo visto a fine 2025. Tuttavia, il prosieguo dell'espansione nei servizi e l'inversione di rotta in corso nelle costruzioni dovrebbero, a nostro avviso, consentire al PIL Eurozona di continuare a viaggiare alla velocità di crociera già registrata nel secondo semestre 2025** (0,3% t/t). In media d'anno, la nostra stima per il PIL area euro nel 2026 (1,2%) è in rallentamento rispetto al consuntivo 2025 (1,5%), ma in moderata accelerazione ove si consideri la crescita al netto del volatile dato irlandese (che si era attestata all'1% lo scorso anno).

Negli Stati Uniti, la prossima settimana l'attenzione del mercato tornerà su due dati-chiave (riferiti al mese di gennaio): l'employment report, che è stato rimandato a mercoledì 11, **e il dato sul CPI**, in calendario venerdì 13.

Sul fronte del lavoro, l'attesa di consenso è per un incremento degli occupati di 70 mila unità (dalle 50 mila di dicembre) e un tasso di disoccupazione stabile al 4,4%. **A nostro avviso, il rischio è di vedere numeri più deboli rispetto alle attese, visto che i dati continuano a segnalare un raffreddamento "sotto la superficie"**: i JOLTS di dicembre mostrano posizioni aperte ai minimi da settembre 2020 (6,542 mln), con il rapporto posti vacanti/disoccupati in discesa a 0,88; i licenziamenti secondo i dati Challenger sono risaliti a 108 mila a gennaio (un massimo, per il primo mese dell'anno, dal 2009), con una quota crescente di aziende che cita l'IA come motivazione per ridurre gli organici; anche le notifiche WARN (avvisi formali di licenziamento) sono aumentate sensibilmente. In questo quadro, **continuiamo a pensare che il mercato del lavoro abbia ancora margini di (moderato) indebolimento**.

Per il CPI, il consenso vede un rallentamento a gennaio al 2,5% a/a (da 2,7% headline e 2,6% core il mese precedente). Tuttavia, i segnali dalle indagini sono meno confortanti: le componenti dei prezzi pagati dell'indagine ISM sono risalite a gennaio sia nel manifatturiero sia soprattutto nei servizi. L'aggiornamento con dati a fine gennaio dell'analisi di Cavallo, Llamas & Vazquez suggerisce che l'impatto cumulato dei dazi sul CPI abbia raggiunto l'1% ovvero che il pass-through ai prezzi finali sinora sia stato pari a circa un terzo degli incrementi tariffari, il che implica

che una parte rilevante della trasmissione deve essere ancora vista. È vero che sinora il rallentamento dei prezzi dei servizi, in particolare abitativi, ha compensato i rincari dei beni, ma **a nostro avviso il CPI ha spazi di risalita (con un picco in primavera) prima di iniziare a moderare una volta assorbito completamente lo shock-dazi.**

In questo quadro, la prospettiva di breve termine è quella di un mercato del lavoro ancora debole a fronte di rischi al rialzo sui prezzi, il che è a nostro avviso coerente con una Federal Reserve in modalità "wait-and-see" almeno sino alla scadenza del mandato da governatore di Powell. La nomina di Kevin Warsh è stata letta come un segnale di credibilità antinflazionistica, ma con letture forse eccessivamente hawkish, soprattutto in merito a una possibile accelerazione nel percorso di riduzione del bilancio, vista l'avversione al QE mostrata dal candidato governatore in passato. **Il nostro scenario di base è che, in caso di conferma come Chairman, Warsh adotterà un approccio pragmatico** sulla gestione del bilancio Fed, evitando di destabilizzare i mercati, e sposterà un orientamento moderatamente accomodante sui tassi, compatibile con possibili aggiustamenti al ribasso una volta che l'inflazione abbia superato il punto di massimo impatto dei dazi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (9-13 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Mar	10/2	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T4	0.8	%	0.5
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		dic	0.4	%	
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	dic	0.5	%	
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	dic	0.6	%	
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		nov	0.3	%	
Mer	11/2	00:00	CN	M2 a/a	*	gen	8.5	%	8.4
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	gen	2210	Mld ¥ CN	7000
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	gen	910	Mld ¥ CN	4975
		02:30	CN	CPI m/m		gen	0.2	%	0.2
		02:30	CN	PPI a/a	*	gen	-1.9	%	-1.5
		02:30	CN	CPI a/a	*	gen	0.8	%	0.3
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	dic	1.5	%	-0.2
		14:30	USA	Salari orari m/m		gen	0.3	%	0.3
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	gen	50	x1000	70
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	gen	4.4	%	4.4
Gio	12/2	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		dic	-23.7	Mld £	0.2
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		dic	-11.5	Mld £	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	dic	1.1	%	
		08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T4	0.1	%	
		10:00	USA	Richieste di sussidio	*	settim	51.6	x1000	
		10:00	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	51.3	Mln	
Ven	13/2	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		gen	4.35	Mln	4.25
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		gen	prel 2.5	%	1.3
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T4	prel 1.3	%	
		11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T4	0.2	%	
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T4	prel 0.3	%	0.3
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	gen	0.2	%	0.3
		14:30	USA	CPI m/m	*	gen	0.3	%	0.3
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		gen	2.6	%	
		14:30	USA	CPI a/a		gen	2.7	%	

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 (8-13 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Dom	8/2	--	GIA * Elezioni parlamentari
Lun	9/2	13:00	EUR Discorso di Lane (BCE)
		17:00	EUR Discorso di Nagel (BCE)
		17:00	EUR * Discorso di Lagarde (BCE) al Parlamento UE
		19:30	USA Discorso di Waller (Fed)
		20:30	GB Discorso di Mann (BoE)
		21:15	USA Discorso di Bostic (Fed)
Mar	10/2	18:00	USA Discorso di Hammack (Fed)
		19:00	USA Discorso di Logan (Fed)
Mer	11/2	11:20	EUR Discorso di Cipollone (BCE)
		18:00	EUR Discorso di Schnabel (BCE)
Gio	12/2	10:00	EUR Discorso di Cipollone (BCE)
		16:50	EUR Discorso di Radev, Stournaras e Lane (BCE)
		20:30	EUR Discorso di Nagel (BCE)
Ven	13/2	01:00	USA Discorso di Logan (Fed)
		01:05	USA Discorso di Miran (Fed)
		13:00	GB Discorso di Huw Pill (BoE)
		--	GIA Discorso di Tamura (BoJ)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	gen	51.9		52.4
Indice ISM manifatturiero	gen	47.9	48.5	52.6
Nuovi occupati: stima ADP	gen	37 (41) x1000	48	22
Markit PMI Composito finale	gen	52.8		53.0
Markit PMI Servizi finale	gen	52.5		52.7
Indice ISM non manifatturiero composito	gen	53.8 (54.4)	53.5	53.8
Richieste di sussidio	settim	209.0 x1000	212	231
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.819 (1.827) Mln	1.847	1.844
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	feb	56.4	55.0	

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

Fonte: LSEG Datastream

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	gen	49.4	49.4	49.5
EUR	PMI servizi finale	gen	51.9	51.9	51.6
EUR	PMI composito finale	gen	51.5	51.5	51.3
EUR	CPI a/a stima flash	gen	2.0 (1.9)	%	1.7
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	gen	2.3	%	2.2
EUR	PPI a/a	dic	-1.4 (-1.7)	%	-2.3
EUR	Vendite al dettaglio m/m	dic	0.1 (0.2)	%	-0.2
FRA	PMI manifatturiero finale	gen	51.0	51.0	51.2
FRA	PMI servizi finale	gen	47.9	47.9	48.4
FRA	Tasso di disoccupazione	T4	7.7	%	
FRA	Produzione industriale m/m	dic	0.1 (0.1)	%	0.2
GER	Vendite al dettaglio m/m	dic	-0.5 (-0.6)	%	0.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	dic	-1.6 (-1.1)	%	1.1
GER	PMI manifatturiero finale	gen	48.7	48.7	49.1
GER	PMI servizi finale	gen	53.3	53.3	52.4
GER	Ordini all'industria m/m	dic	5.7 (5.6)	%	-2.2
GER	Produzione industriale m/m	dic	0.2 (0.8)	%	-0.3
GER	Bilancia commerciale destag.	dic	13.6 (13.1) Mld €	14.1	17.1
ITA	PMI manifatturiero	gen	47.9	47.9	48.1
ITA	PMI servizi	gen	51.5	51.4	52.9
ITA	IPCA m/m prelim	gen	0.2	%	-1.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	gen	1.2	%	1.0
ITA	IPCA a/a prelim	gen	1.2	%	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	gen	0.2	%	0.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	dic	1.3	%	0.9
SPA	Produzione industriale a/a	dic	4.6 (4.5)	%	-0.3

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

Fonte: LSEG Datastream

Eurozona: inflazione divergente, BCE in pausa nel 2026. I dati relativi all'HICP dell'area euro sembrano rassicuranti, ma nascondono dinamiche divergenti. Il dato preliminare dell'HICP all'1,7% su base annua conferma che la disinflazione è disomogenea tra i vari paesi e le diverse componenti. L'Italia ha registrato un dato più debole, con l'inflazione HICP scesa all'1,0% su base annua a gennaio 2026, dall'1,2% di dicembre 2025, al di sotto della media dell'area euro ma comunque superiore a quella della Francia. Il calo dell'inflazione complessiva riflette gli effetti di base dell'energia, ma anche l'inflazione core è scesa di un decimo al 2,2% su base annua. Nel corso del 2026 prevediamo che l'inflazione si attesterà in media intorno al 2%, rafforzando la decisione della BCE di mantenere invariati i tassi questa settimana e per il resto dell'anno.

Germania: l'industria tornerà a crescere nel 2026? Dopo tre mesi di recupero, la produzione industriale è tornata a calare a dicembre, di -1,9% m/m, ma è comunque cresciuta in media nel 4° trimestre del 2025. Ieri gli ordini industriali sono aumentati per il quarto mese consecutivo. Le

grandi commesse ad elevato valore aggiunto sono rimaste trainanti, ma anche gli ordinativi core restano su di una, sebbene modesta, tendenza rialzista. Dopo quattro anni consecutivi di contrazione, riteniamo che la produzione industriale potrebbe tornare a crescere nel 2026, ma la ripresa sarà probabilmente contenuta, almeno a inizio anno.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	gen	51.5		51.5
Consumi delle famiglie a/a	dic	2.9	%	-2.6

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

Fonte: LSEG Datastream

Cina

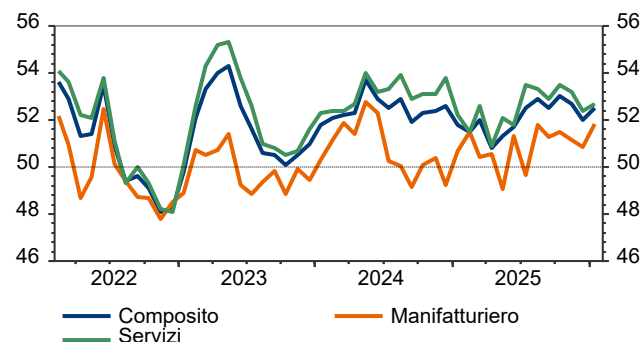
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	gen	50.1	50.3	50.3
PMI servizi - Caixin	gen	52.0		52.3
Riserve in valuta estera	gen	3.358	1000Mid \$ 3.372	

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

Fonte: LSEG Datastream

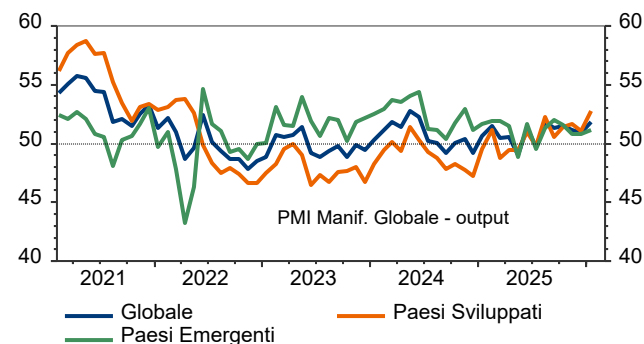
Ciclo reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



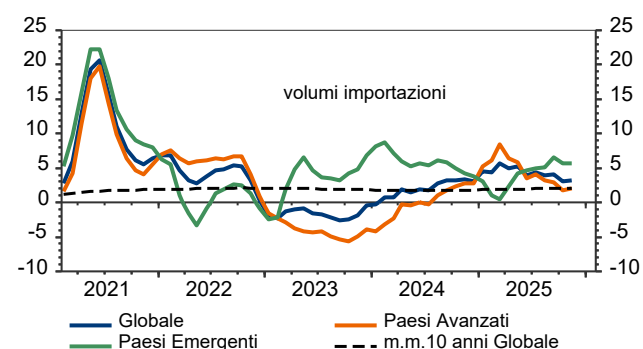
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



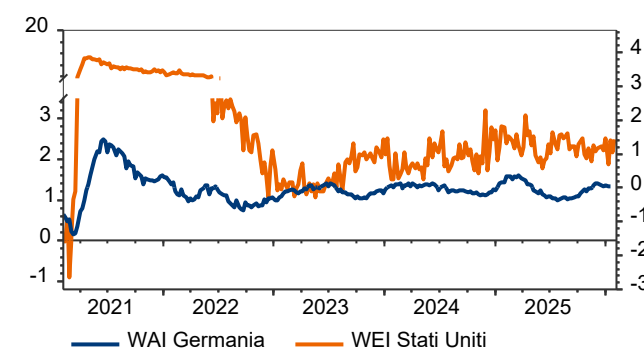
Fonte: S&P Global

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



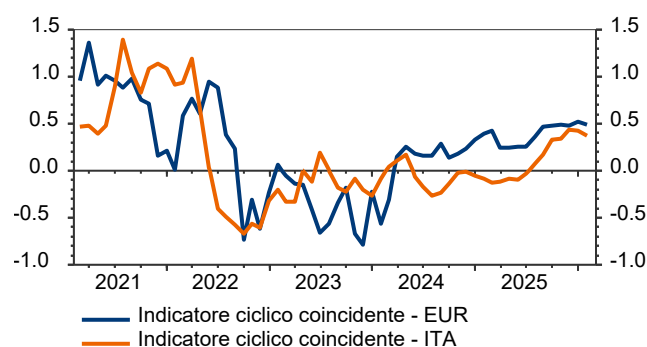
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



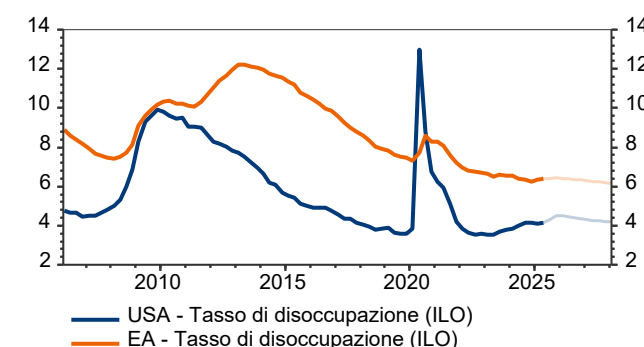
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

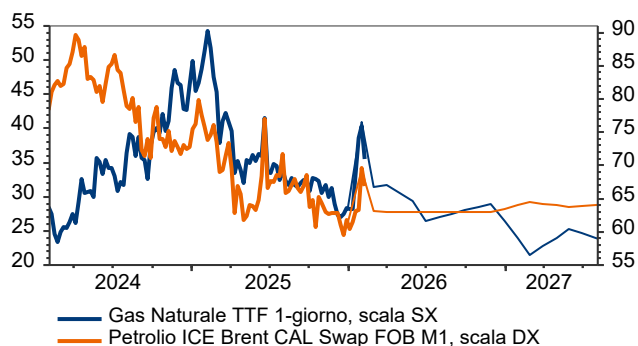
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

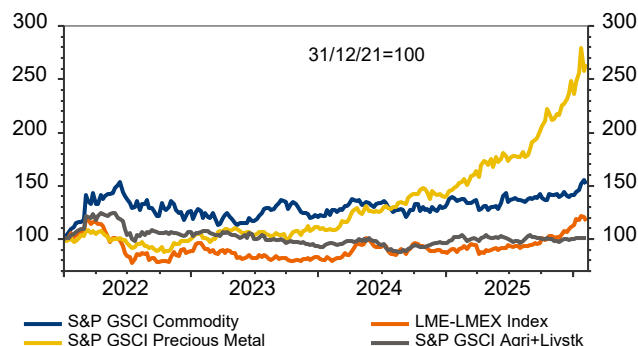
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



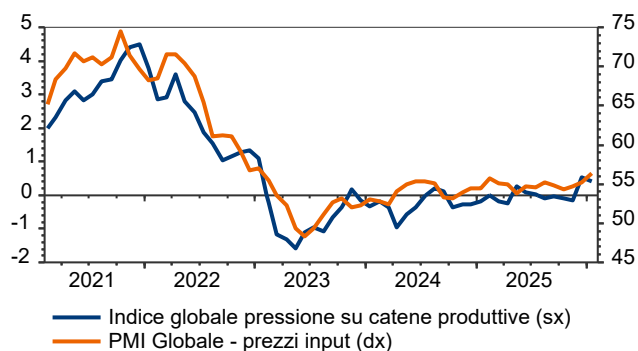
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



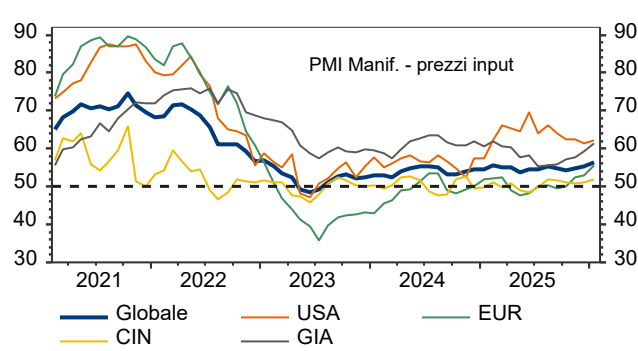
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



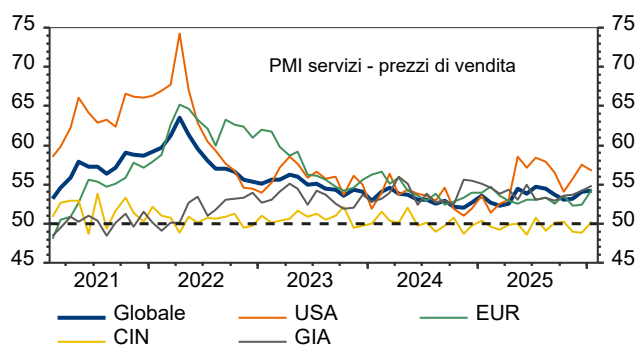
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



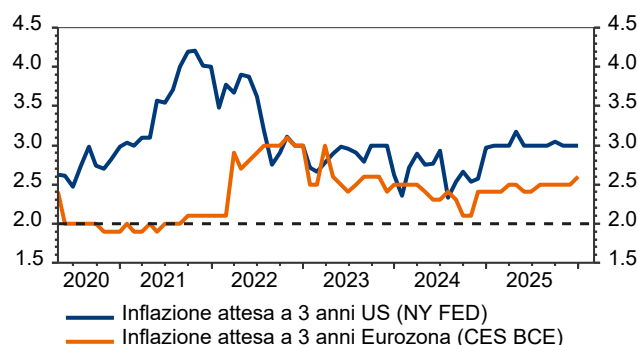
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

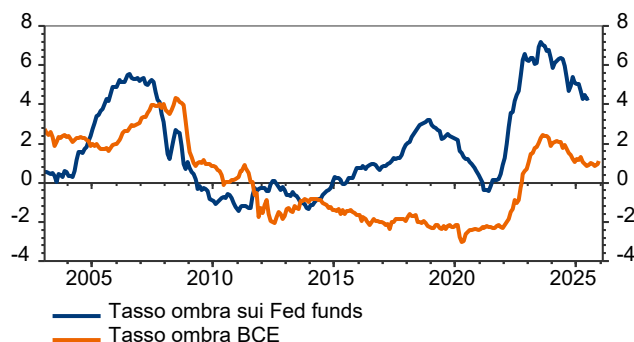
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

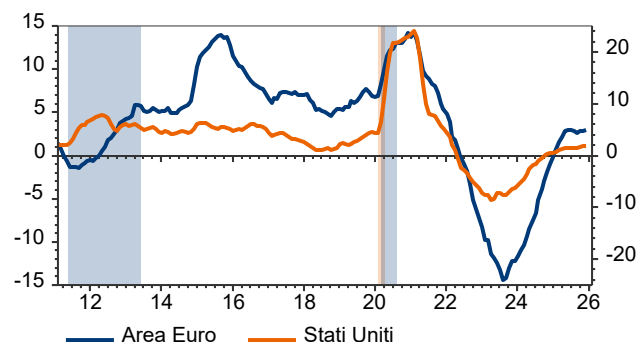
Condizioni finanziarie

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



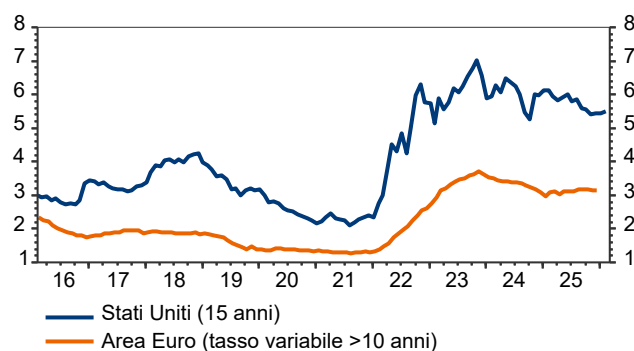
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



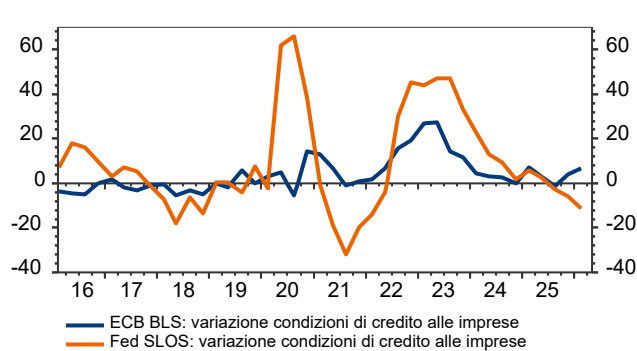
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



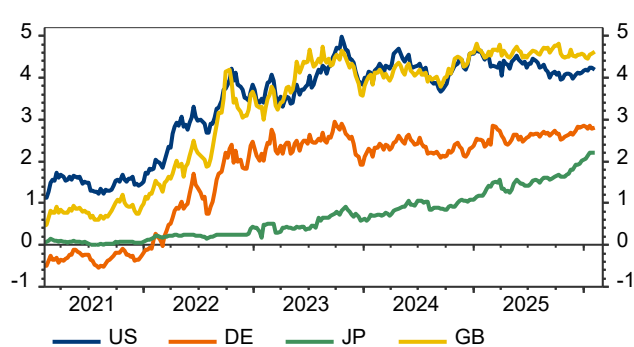
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



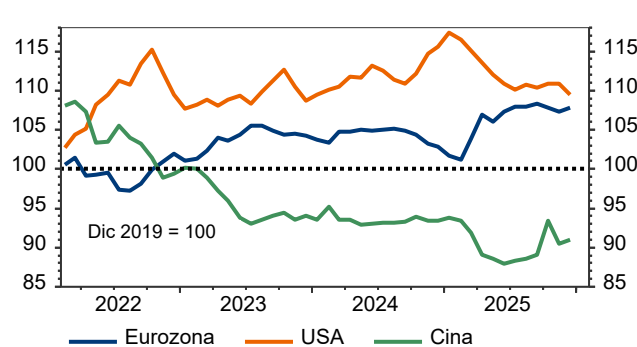
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

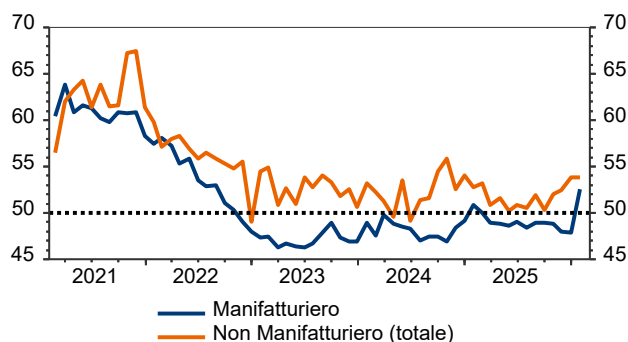
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

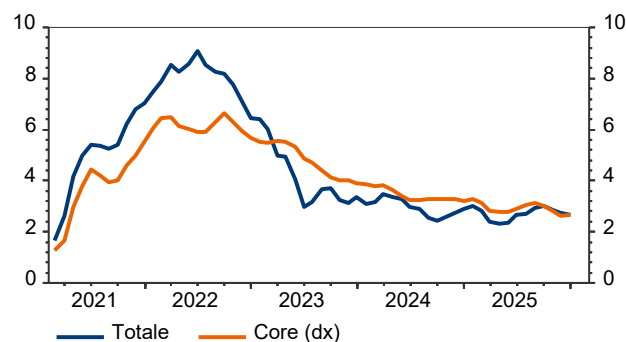
Stati Uniti

Indagini ISM



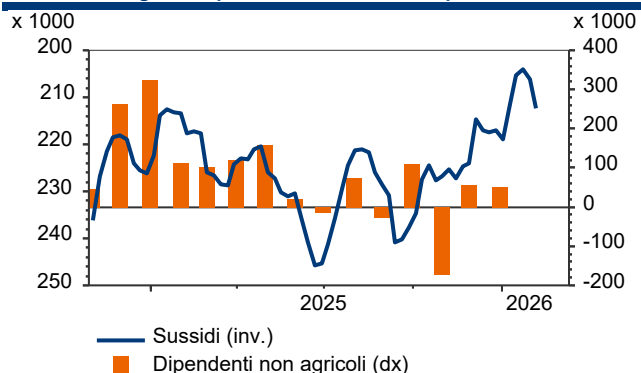
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



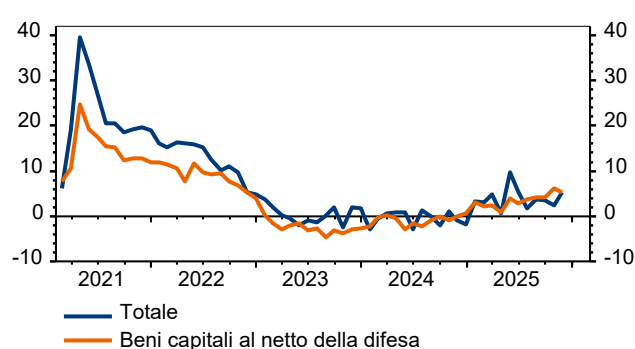
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

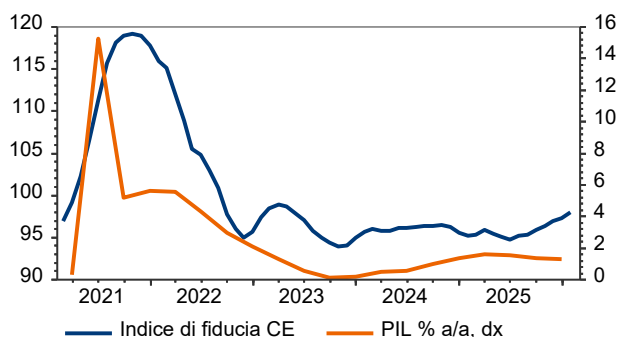
Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	2.2	2.2	2.0	2.1	2.3	2.3	3.0	2.4	1.8	1.8
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.8	4.4	1.6	2.1	1.7	1.6	1.8
Consumi privati	2.9	2.6	2.0	0.6	2.5	3.5	1.4	2.2	1.7	1.7	1.6
IFL - privati non residenziali	2.9	4.2	3.4	9.5	7.3	3.2	3.7	2.9	2.7	3.2	3.6
IFL - privati residenziali	3.2	-2.0	0.9	-1.0	-5.1	-7.1	1.6	3.0	3.1	3.2	3.0
Consumi e inv. pubblici	3.8	1.4	1.0	-1.0	-0.1	2.2	-1.5	2.4	1.1	0.9	1.0
Esportazioni	3.6	1.9	2.2	0.2	-1.8	9.6	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8
Importazioni	5.8	2.7	-1.7	38.0	-29.3	-4.4	-1.0	2.0	2.0	2.2	1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.0	-0.1	-0.3	2.6	-3.2	-0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-4.0	-3.7	-2.9								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.3	-8.1								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	135.6	137.5								
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	1.3	2.2	1.0	0.5	0.6	0.2	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

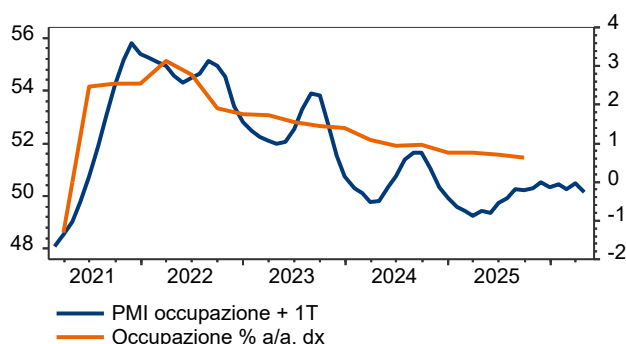
Area euro

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	129.5	126.3	123.1	128.9	1.9	2.3	2.3	1.9
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	128.9	125.3	121.8	128.1	1.7	2.2	2.2	1.6
feb-26	129.4	125.9	122.5	128.7	1.7	2.1	2.3	1.6
mar-26	130.4	127.0	123.8	129.6	1.8	2.2	2.3	1.7
apr-26	131.3	127.9	124.9	130.6	2.0	2.0	2.2	1.9
mag-26	131.6	128.2	125.0	130.8	2.2	2.2	2.3	2.1
giu-26	131.8	128.5	125.4	131.0	2.1	2.1	2.3	2.0
lug-26	131.6	128.4	125.2	130.8	1.9	2.0	2.3	1.8
ago-26	131.8	128.7	125.6	131.1	2.0	2.0	2.3	1.8
set-26	131.6	128.4	125.3	130.9	1.7	1.7	1.8	1.6
ott-26	131.9	128.7	125.6	131.2	1.7	1.7	1.9	1.6
nov-26	131.5	128.2	125.0	130.7	1.6	1.7	1.9	1.6
dic-26	131.8	128.5	125.4	131.0	1.7	1.8	1.9	1.7
Media	131.1	127.8	124.6	130.4	1.9	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.

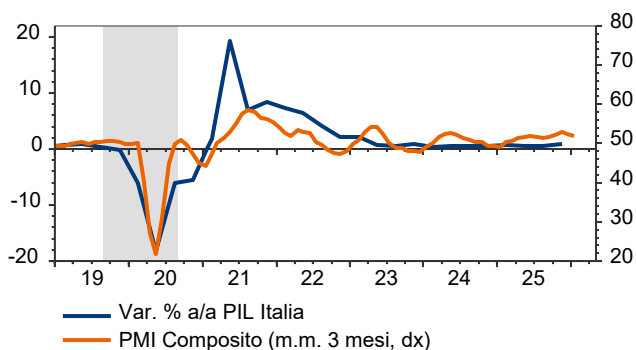
Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.5	1.2	1.6	1.5	1.4	1.3	1.0	1.2	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	1.4	0.2	0.3	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	-2.1	2.7	2.9	2.6	-1.7	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
Consumi pubblici	2.2	1.7	1.5	0.0	0.4	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	0.5	2.0	0.5	2.3	-0.4	0.8	-0.6	0.2	0.2	0.4	0.4
Importazioni	-0.1	3.5	2.1	2.3	-0.0	1.4	-0.3	0.6	0.7	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.4	0.2	-0.2	0.5	0.1	0.0	0.0	0.1	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	1.9	2.3	2.0	2.1	2.1	1.7	2.1	1.8	1.7
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.5	0.9	1.5	1.3	1.5	1.9	0.0	0.8	1.4	1.4
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	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

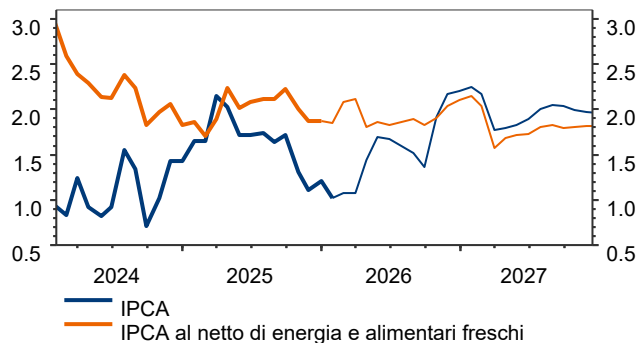
Italia

PIL



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

Inflazione



Nota: var. % a/a indici IPCA. 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	123.6	123.1	122.0	122.0	1.0	1.0	0.9	0.9
feb-26	123.8	123.5	122.5	122.3	1.1	1.1	1.0	1.0
mar-26	125.7	123.7	122.6	122.4	1.1	1.0	0.9	0.8
apr-26	126.7	124.3	123.0	122.9	1.4	1.4	1.4	1.3
mag-26	126.9	124.3	123.0	122.9	1.7	1.5	1.5	1.4
giu-26	127.2	124.6	123.2	123.0	1.7	1.5	1.5	1.4
lug-26	125.9	124.8	123.3	123.2	1.6	1.3	1.2	1.2
ago-26	125.5	125.0	123.5	123.3	1.5	1.4	1.3	1.3
set-26	126.9	124.9	123.5	123.4	1.4	1.5	1.5	1.4
ott-26	127.4	124.9	123.6	123.4	1.9	1.8	1.7	1.7
nov-26	127.4	124.7	123.5	123.4	2.2	1.9	1.8	1.7
dic-26	127.7	124.8	123.6	123.5	2.2	1.8	1.7	1.7
Media	126.2	124.4	123.1	123.0	1.6	1.4	1.4	1.3

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	0.7	0.8	0.7	0.5	0.6	0.8	0.5	0.8	1.0	0.9
- i/t				0.3	-0.0	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	0.6	0.8	0.9	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Investimenti fissi	-0.0	3.3	1.6	1.0	1.5	0.6	0.7	0.0	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	0.1	0.8	-0.3	0.2	-0.5	1.1	0.0	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	6.0	5.6	6.3	6.3	6.0	5.6	5.7	5.6	5.5	5.6
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

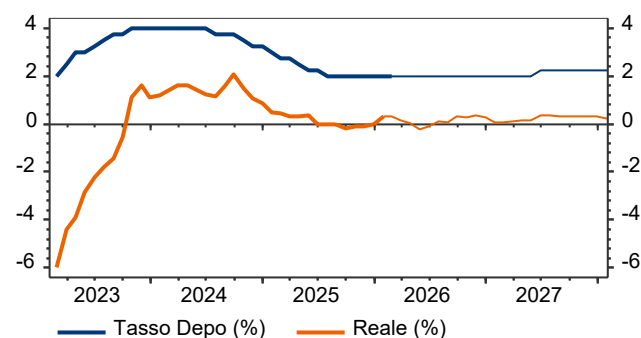
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	5/2	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	1.99	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

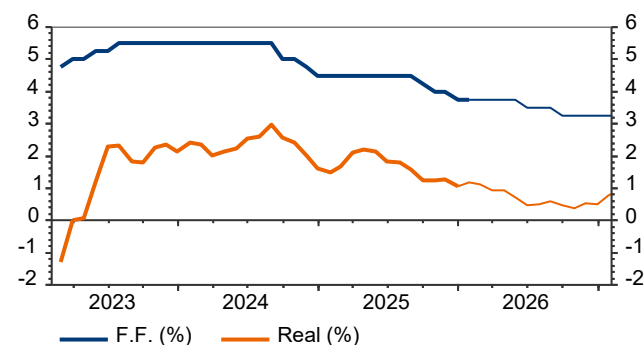


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	5/2	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	3.60	3.72	3.59	3.36	3.31

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

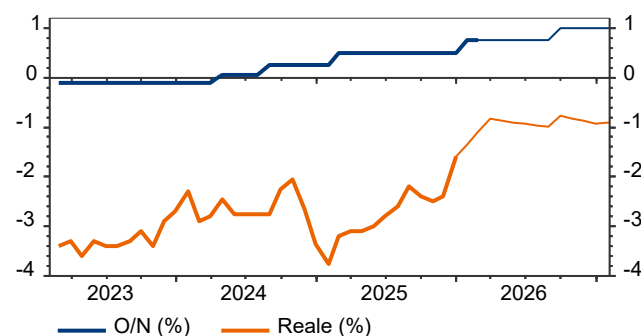


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	giu	set	dic	5/2	mar	giu	set	dic
O/N target	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00
OIS 3m	0.48	0.60	0.73	0.78	0.77	0.77	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

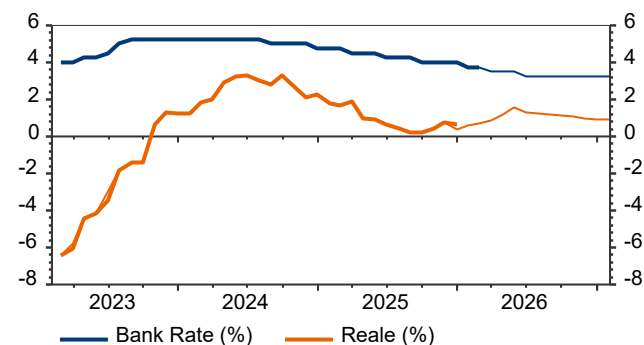


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	5/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	4.25	4.00	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
OIS 3m	4.10	3.98	3.72	3.71	3.40	3.15	3.15	3.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	6/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.04	1.16	1.15	1.17	1.1614	1.16	1.17	1.18	1.19	1.18
USD/JPY	148	152	147	153	157	157.27	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.26	1.24	1.33	1.31	1.35	1.3367	1.30	1.29	1.28	1.29	1.30
EUR/CHF	0.94	0.94	0.94	0.93	0.93	0.9317	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	160	158	171	177	183	184.20	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.85	0.84	0.87	0.88	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.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)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com