

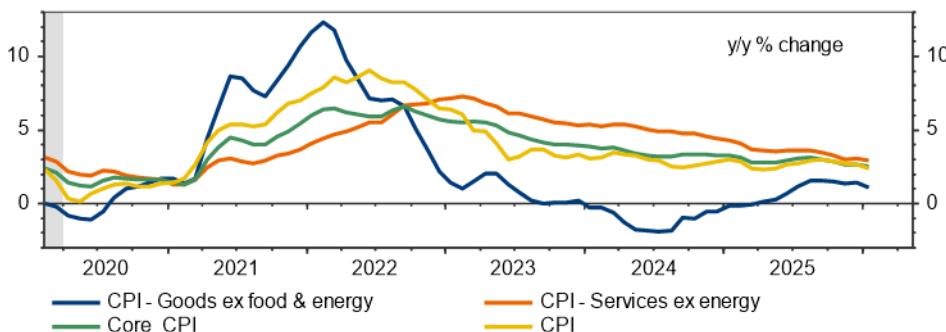
Il punto

Negli Stati Uniti, i dati sul mercato del lavoro sono risultati più forti delle attese ma la lettura d'inflazione ha offerto segnali complessivamente confortanti. Al momento, manteniamo la nostra idea di due tagli dei tassi Fed da giugno in avanti ma sarà l'evoluzione del mercato del lavoro ad essere determinante. In Giappone, l'eventuale ulteriore espansione della politica fiscale, a seguito della schiacciatrice vittoria elettorale della premier Takaichi, potrebbe indurre la BoJ ad accelerare i ritmi di rialzi dei tassi, con ripercussioni non solo su JGB e yen, ma anche sui mercati finanziari globali in caso di minore diversificazione estera dei portafogli di investimento nipponici ed eventuale chiusura di posizioni di carry-trade.

L'employment report di gennaio negli Stati Uniti è stato indubbiamente più forte del previsto. Vi è stata sì una revisione al ribasso dei dati sugli occupati nel 2024 e 2025, ma questa era ampiamente attesa, e ha riguardato più la prima parte dello scorso anno che gli ultimi mesi (per novembre e dicembre la revisione al ribasso è stata di appena 17 mila unità complessive). Viceversa, la creazione di posti di lavoro ha visto una netta accelerazione a gennaio, a 130 mila unità (un massimo da oltre un anno). Ciò è avvenuto nonostante un'ulteriore riduzione degli organici nel settore pubblico (-48 mila). Dei 172 mila nuovi occupati nel privato, ben 124 mila sono concentrati nel settore della sanità e assistenza sociale, ma si registra un incremento anche nelle costruzioni, nel manifatturiero (per la prima volta da oltre un anno) e nei servizi professionali e alle imprese (a parziale attenuazione dei timori circa l'impatto negativo dell'Intelligenza Artificiale sulle assunzioni in tale comparto). L'indagine sulle famiglie ha mostrato un calo di un decimo del tasso di disoccupazione (a 4,3%), nonostante la salita (della stessa entità) della partecipazione; inoltre, è tornato a scendere anche il tasso di sottoccupazione (da 8,4% a 8%). Infine, i salari hanno sorpreso al rialzo, riaccelerando a 0,4% m/m (sugli stessi ritmi di ottobre e novembre), dopo l'episodico rallentamento a 0,1% m/m a dicembre.

In calo l'inflazione statunitense a gennaio. La lieve accelerazione mensile del CPI core di gennaio, 0,3% m/m da 0,2% m/m, era prevista e risente soprattutto dell'atteso rincaro dei, volatili, servizi di trasporto aereo. Anche i servizi medici hanno contribuito al rialzo probabilmente anche per via della consueta ridefinizione dei prezzi a inizio anno. Al contrario, i prezzi dei beni core, al netto di alimentari ed energia, sono rimasti invariati, come a dicembre, grazie soprattutto al calo, anch'esso anticipato da dati alternativi già pubblicati, dei listini dei veicoli usati. Si confermano evidenze di graduale trasferimento, ma ancora contenuto, dei dazi ai prezzi al consumo per i compatti più esposti all'import. L'inflazione core è quindi calata di un decimo al 2,5% a/a

Negli Stati Uniti a gennaio è proseguita la tendenza discendente dell'inflazione core



Fonte: BLS, elaborazioni Intesa Sanpaolo

13 febbraio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio

Economista - USA

Riccardo Bellesia

Economista

confermando la tendenza discendente in atto. In calo anche l'inflazione headline, al 2,4% a/a da 2,7% di dicembre alleggerita dal contributo negativo dei carburanti. Nel complesso, il rapporto sui prezzi al consumo non modifica in misura significativa lo scenario: la tendenza dei servizi non offre segnali preoccupanti, ma continuiamo ad aspettarci che nei prossimi mesi possa proseguire il trasferimento dei dazi ai consumatori finali traducendosi in una risalita dell'inflazione verso un picco intorno al 3% a/a nei mesi centrali del 2026.

Dopo la pubblicazione dei dati d'inflazione il mercato è tornato a scontare un taglio dei tassi da 25pb alla riunione di giugno da parte della Fed (il mercato continua poi a prezzare pienamente un altro intervento entro fine anno). A nostro avviso, è assai improbabile che la Fed intervenga da qui alla fine del mandato di Powell come Presidente (metà maggio). Successivamente, molto dipenderà dall'impronta che vorrà dare il nuovo governatore in pectore Warsh, che potrebbe essere favorevole da un lato a una più veloce riduzione del bilancio, dall'altro a una ripresa dei tagli dei tassi. **Al momento, manteniamo la nostra idea di due tagli dei tassi Fed da giugno in avanti, ma l'evoluzione recente dei dati sul mercato del lavoro segnala il rischio che la pausa Fed possa essere più lunga.**

In Giappone, dopo la netta vittoria del partito LDP alle elezioni di domenica scorsa, **la Premier Sanae Takaichi dispone di una maggioranza tale da poter rendere ancor più espansiva la politica fiscale**, dopo che già lo scorso novembre era stato approvato un budget supplementare da 21,3 mila miliardi di yen (quasi il 4% del PIL), che prevedeva interventi per ridurre il costo dell'energia, rafforzare gli assegni familiari, sostenere alcuni settori industriali e incrementare le spese per la difesa. In campagna elettorale, **Takaichi ha promesso di sospendere per due anni l'IVA sui generi alimentari** (la cui aliquota è oggi all'8%; tale misura vale 5 mila miliardi di yen l'anno, ovvero quasi un punto di PIL). L'esecutivo ha promesso di non ricorrere a nuovo debito, indicando risparmi di spesa e maggiori entrate extra-tributarie come copertura. Tuttavia, l'incertezza sul finanziamento potrebbe creare volatilità in vista delle discussioni sul bilancio previste in primavera.

In un contesto di inflazione che va stabilizzandosi intorno al 2% (dopo tre decenni di crescita dei prezzi stagnante o negativa), **l'ulteriore espansione della politica fiscale potrebbe indurre la Banca del Giappone ad accelerare i rialzi dei tassi ufficiali**, rispetto ad attese che oggi si posizionano su ritmi assai graduali (il consenso degli economisti vede poco più di un rialzo da 25pb quest'anno, il mercato sconta un primo rialzo entro giugno e un secondo entro fine anno).

In tale contesto, **la salita dei rendimenti dei JGB, rendendo più attrattivi i titoli domestici, sta favorendo il rientro dei capitali in patria, e potrebbe innescare vendite sull'ingente ammontare di titoli esteri detenuti dagli investitori nipponici** (circa 11 mila miliardi di dollari). Su tali ordini di grandezza, una minore diversificazione estera dei portafogli di investimento giapponesi (che è già in atto: per esempio, già nel 2024 il fondo pensione GPIF, che vanta un attivo di circa 1550 miliardi di dollari, ha aumentato le obbligazioni domestiche e ridotto le azioni estere in portafoglio) potrebbe generare flussi importanti: anche una riallocazione relativamente contenuta da parte degli investitori istituzionali (un 10-15% del portafoglio spostato dai Treasury ai JGB su un orizzonte di 12-18 mesi, per esempio) potrebbe creare pressioni al rialzo significative sui rendimenti dei titoli di Stato degli altri Paesi sviluppati (Treasuries in primis), oltre che sullo yen. **La volatilità sui mercati finanziari potrebbe essere accentuata dalla chiusura di posizioni di carry-trade** (spesso finanziate a leva).

Il periodo marzo-aprile sarà cruciale: gli esiti delle trattative salariali, le indicazioni del Governo su come finanziare la sospensione dell'IVA sui generi alimentari e la comunicazione della BoJ contribuiranno a definire quanto rapidamente i mercati incorporeranno il percorso futuro dei tassi, nonché le possibili ripercussioni non solo sul mercato nipponico ma anche sui prezzi delle asset class a livello globale.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (16 – 20 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 16/2	00:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T4	-0.6	% 0.4
	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T4	-2.3	% 1.6
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		dic	prel -0.1	%
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	dic	0.7	% -1.4
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		dic	-0.3	%
Mar 17/2	08:00	GER	IPCA a/a finale		gen	prel 2.1	% 2.1
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	gen	prel -0.1	% -0.1
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	gen	prel 0.1	% 0.1
	08:00	GER	CPI a/a finale		gen	prel 2.1	% 2.1
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		dic	5.1	%
	08:00	GB	Retribuzioni medie		dic	4.7	%
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		dic	-2.0	Mld €
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		dic	5.1	Mld €
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)	**	feb	-72.7	-65.7
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	*	feb	59.6	65.0
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	feb	7.7	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		feb	37	
Mer 18/2	00:50	GIA	Bilancia commerciale		gen	113.5	{+105.7} Mld ¥ JP -2142.1
	08:00	GB	CPI a/a	*	gen	3.4	%
	08:00	GB	CPI m/m		gen	0.4	%
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	gen	prel -0.4	%
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		gen	prel 0.4	% 0.4
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	gen	0.1	%
	14:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	dic	0.4	%
	14:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	dic	5.3	%
	14:30	USA	Licenze edilizie		dic	1.411	Mln
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	dic	1.246	Mln
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		gen	0.4	% 0.3
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		gen	76.3	%
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (I/term.)		dic	220.2	Mld \$
Gio 19/2	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		dic	-11.0	% 4.5
	08:00	USA	Richieste di sussidio	*	settim	0.1	x1000
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.862	Mln
	14:30	USA	Bilancia commerciale		dic	-56.8	Mld \$ -55.5
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	feb	12.6	
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		dic		Mld \$
Ven 20/2	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	gen	2.4	% 2.0
	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	gen	2.1	%
	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		feb	51.5	
	02:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	feb	3.5	%
	02:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	feb	3.0	%
	08:00	GER	PPI a/a		gen	-2.5	%
	08:00	GER	PPI m/m		gen	-0.2	% 0.2
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		gen	2.5	%
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	0.4	%
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	feb	48.4	49.1
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	feb	51.2	51.3
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	feb	52.4	52.8
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	feb	49.1	49.6
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	feb	51.6	52.0
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	feb	49.5	50.0
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	feb	51.3	51.9
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	feb	54.0	
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	feb	51.8	
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T4	4.4	% 3.0
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	dic	0.5	%
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	dic	2.8	%
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		dic	0.3	%
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	dic	0.2	%
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	dic	2.8	%
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	feb	52.4	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	feb	52.7	
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		feb	53.0	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	dic	0.737	Mln
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		feb	prel 57.3	

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (16 – 21 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	16/2	14:25	USA
		18:40	EUR
		EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar	17/2	18:45	USA
		20:30	USA
		EUR	* Riunione Ecofin
Mer	18/2	09:30	EUR
		18:00	EUR
		20:00	USA
Gio	19/2	10:00	EUR
		14:20	USA
		15:00	USA
		16:30	USA
			* La BCE pubblica il Bollettino Economico
Ven	20/2	15:45	USA
		19:15	USA
Sab	21/2	11:30	ITA
			Discorso di Panetta (Banca d'Italia)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Costo del lavoro	T4	0.8	%	0.8
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	dic	0.4 (-0.5)	%	0.3
Vendite al dettaglio m/m	dic	0.6	%	0.4
Scorte delle imprese m/m	nov	0.2 (-0.3)	%	0.2
Tasso di disoccupazione	gen	4.4	%	4.4
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	gen	48 (-50)	x1000	70
Salari orari m/m	gen	0.1 (-0.3)	%	0.3
Richieste di sussidio	settim	232 (+231)	x1000	222
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.841 (+1.844)	Mln	1.850
Vendite di case esistenti (mln ann.)	gen	4.27 (+4.35)	Mln	4.18
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	gen	0.2	%	0.3
CPI m/m	gen	0.3	%	0.3
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	gen	2.6	%	2.5
CPI a/a	gen	2.7	%	2.5

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

Fonte: LSEG Datastream

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PIL a/a 2a stima	T4	1.3	%	1.3
EUR	PIL t/t 2a stima	T4	0.3	%	0.3
FRA	Tasso di disoccupazione	T4	7.7	%	7.7
ITA	Produzione industriale m/m	dic	1.5	%	-0.5
SPA	IPCA a/a finale	gen	2.5	%	2.5

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

Fonte: LSEG Datastream

Italia: in linea con le attese la produzione industriale. La correzione dell'output industriale a dicembre (-0,4% m/m, dopo il +1,5% di novembre) non è preoccupante. La variazione annua (+3,2% a/a) è ai massimi da tre anni e mezzo, trainata in particolare dai beni di investimento (che potrebbero continuare a beneficiare del quadro normativo favorevole). Il settore di gran lunga più brillante al momento è il farmaceutico (non intaccato dagli incrementi dei dazi USA). È presto per vedere una stabile ripartenza dell'attività produttiva, ma sta emergendo qualche rischio al rialzo sulla nostra stima di crescita del PIL italiano di 0,8% nel 2026.

Italia e area dell'euro: nonostante le turbolenze, la nave resta a galla. Il nostro scenario centrale per il 2026 vede una crescita del PIL poco variata rispetto al 2025 sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Ci aspettiamo che la Federal Reserve possa riprendere a tagliare i tassi da giugno in poi, mentre la BCE dovrebbe rimanere ferma per tutto il 2026. I principali rischi al ribasso sullo scenario derivano dal ri-direzionalamento della sovraccapacità produttiva cinese verso l'Eurozona, da un'eventuale significativa correzione dei mercati azionari, da nuove escalation sul fronte geopolitico, dall'imprevedibilità delle politiche statunitensi e dai vincoli di sostenibilità politica del consolidamento fiscale in Europa; viceversa, sorprese positive potrebbero derivare da un'adozione più rapida del previsto dell'IA. In Italia, nonostante una crescita moderata, proseguono i miglioramenti sul fronte della finanza pubblica.

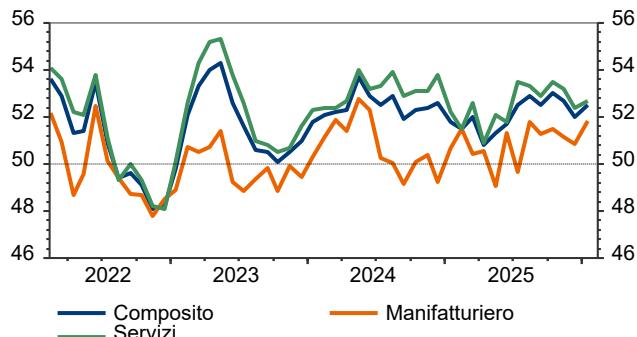
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	gen	0.2	%	0.3
CPI a/a	gen	0.8	%	0.4
PPI a/a	gen	-1.9	%	-1.5
M2 a/a	gen	8.5	%	8.4
Nuovi prestiti bancari (flusso)	gen	910	Mld ¥ CN	5000
Finanza sociale aggregata (flusso)	gen	2210	Mld ¥ CN	4710
			7050	7220

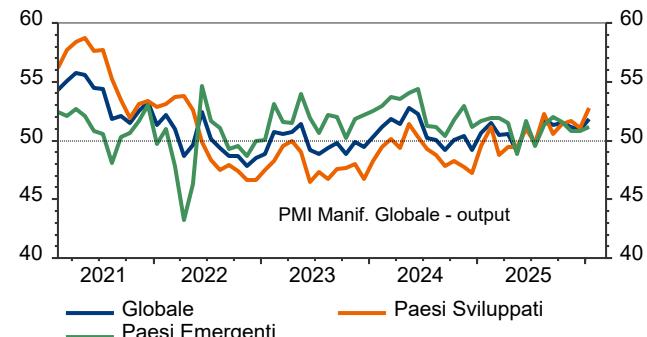
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: LSEG Datastream

Ciclo Reale

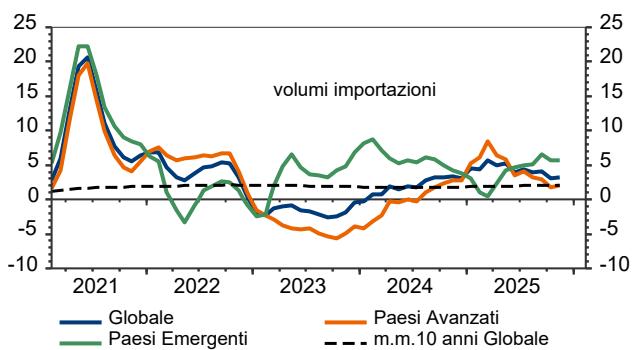
PMI globale: manifatturiero e servizi



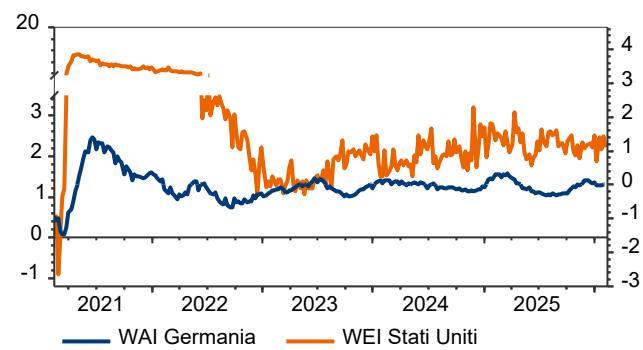
PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



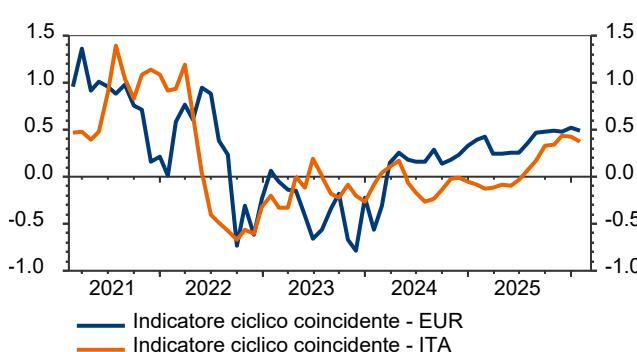
Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



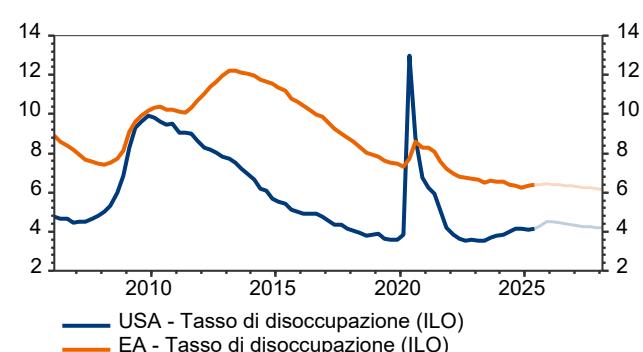
Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia

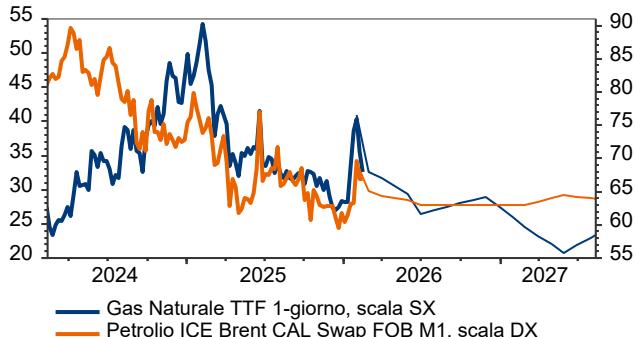


Tasso di disoccupazione (ILO)



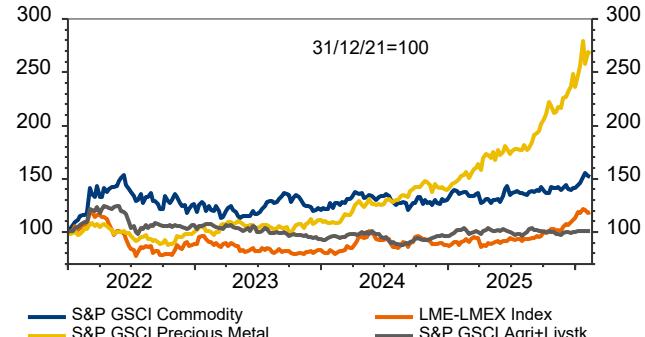
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



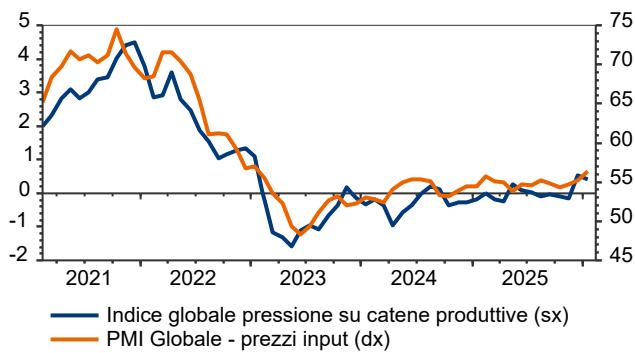
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



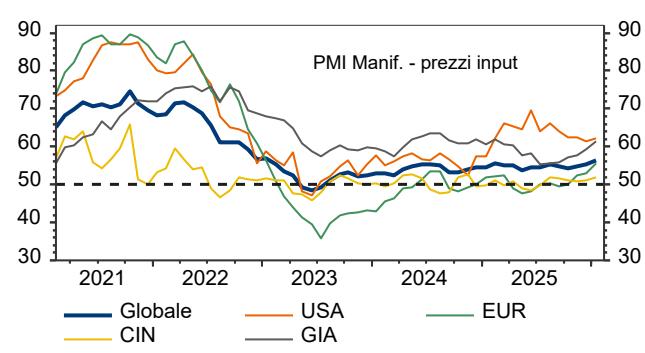
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



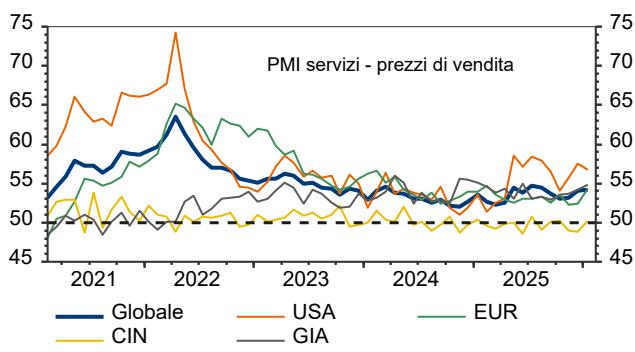
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



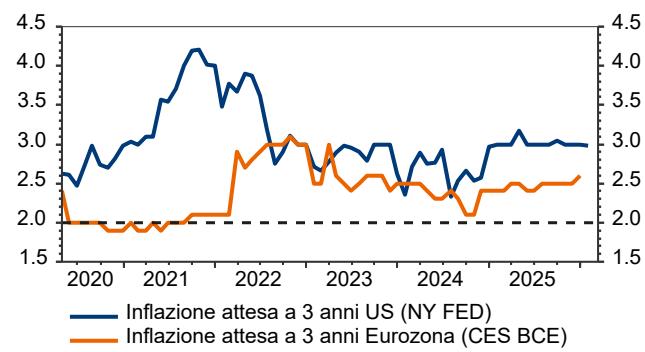
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

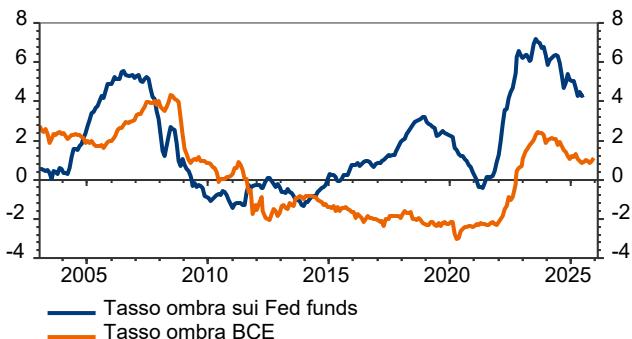
Aspettative di inflazione dei consumatori



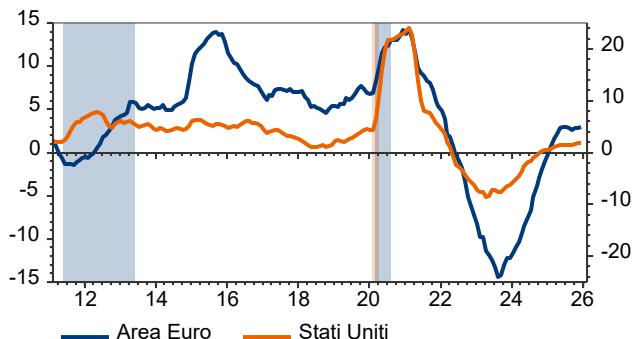
Fonte: NY Fed, BCE

Condizioni Finanziarie

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



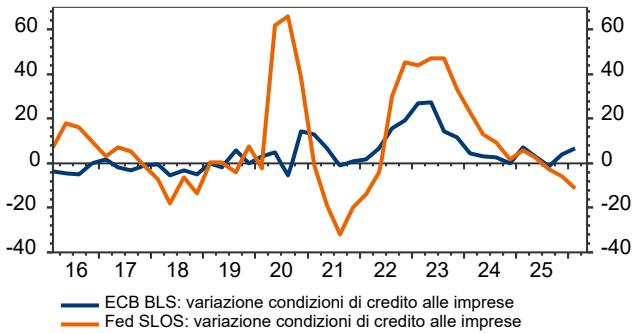
M1 reale, variazione % a/a



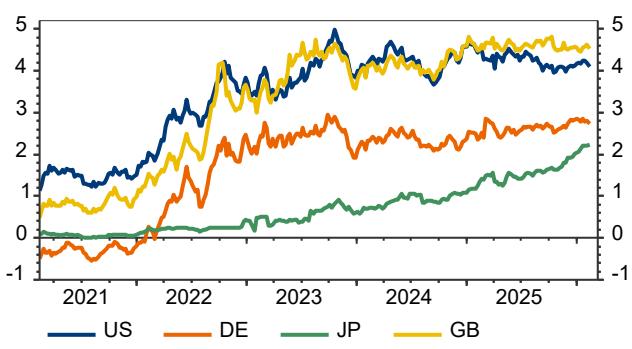
Tassi sui mutui residenziali



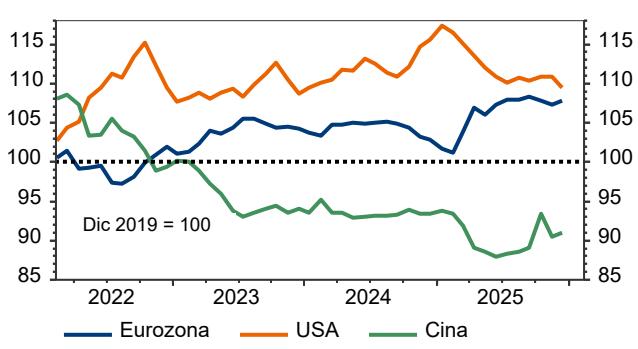
Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)

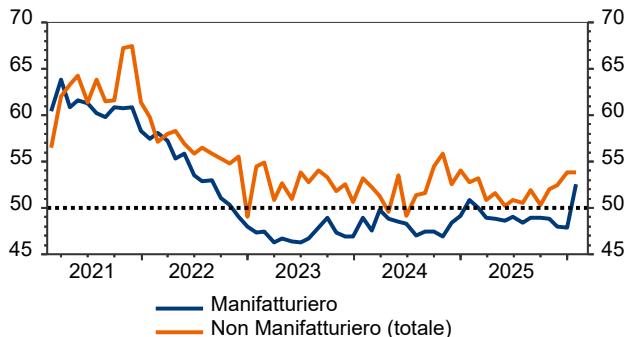


Cambi reali effettivi

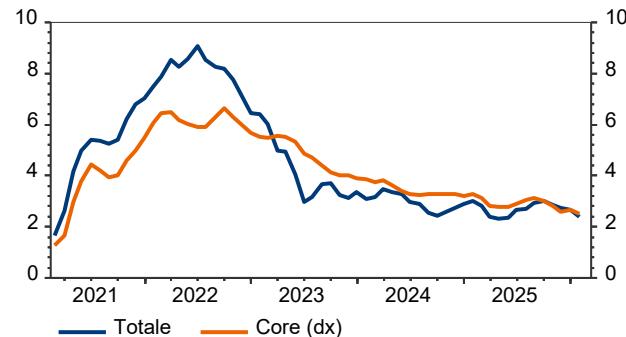


Stati Uniti

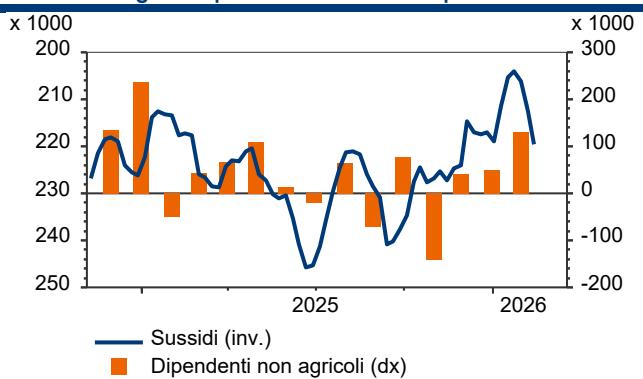
Indagini ISM



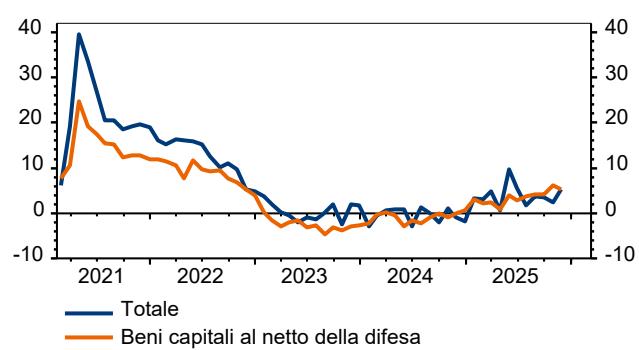
CPI - Var. % a/a



Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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



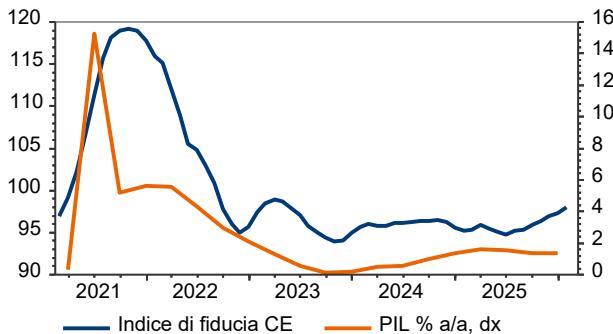
Previsioni

	2024	2025	2026	2025	T1	T2	T3	T4	2026	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	2.2	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	1.6		
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	2.7	2.7	2.4	2.9	2.7	2.5	2.8	2.9	2.4		
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	4.6	4.1	4.2	4.3	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7		

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

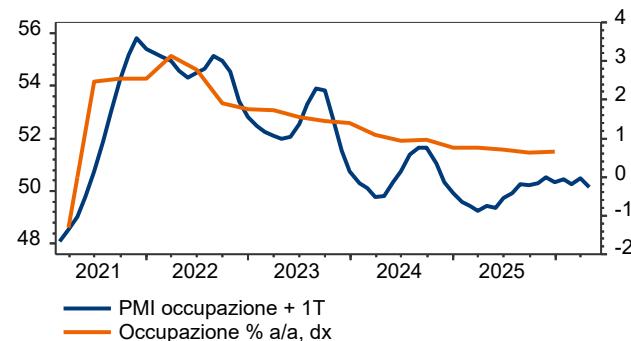
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a				
	IPCA	Core	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA	
	BCE	ex AEAT	ex tob		BCE	ex AEAT	ex tob		
gen-26	128.9	125.3	121.8	128.0	1.7	2.2	2.2	1.5	
feb-26	129.4	125.9	122.5	128.7	1.7	2.1	2.3	1.6	
mar-26	130.3	127.0	123.8	129.5	1.8	2.1	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	130.3	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, dolci e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a				
	IPCA	Core	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA	
	BCE	ex AEAT	ex tob		BCE	ex AEAT	ex tob		
gen-27	131.3	127.8	124.4	130.4	1.9	2.0	2.1	1.9	
feb-27	131.9	128.4	125.1	131.0	1.9	2.0	2.1	1.9	
mar-27	132.8	129.5	126.4	131.9	1.9	2.0	2.1	1.8	
apr-27	133.8	130.4	127.5	132.9	1.9	2.0	2.0	1.8	
mag-27	134.0	130.7	127.6	133.2	1.9	1.9	2.0	1.8	
giu-27	134.3	131.0	127.9	133.4	1.9	1.9	2.0	1.8	
lug-27	134.1	130.8	127.8	133.2	1.9	1.9	2.0	1.8	
ago-27	134.4	131.1	128.2	133.5	1.9	1.9	2.0	1.9	
set-27	134.2	130.9	127.8	133.3	1.9	1.9	2.0	1.9	
ott-27	134.5	131.2	128.2	133.7	1.9	1.9	2.0	1.9	
nov-27	134.0	130.6	127.5	133.1	1.9	1.9	2.0	1.9	
dic-27	134.3	131.0	127.9	133.5	1.9	1.9	2.0	1.9	
Media	133.6	130.3	127.2	132.8	1.9	1.9	2.0	1.8	

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.

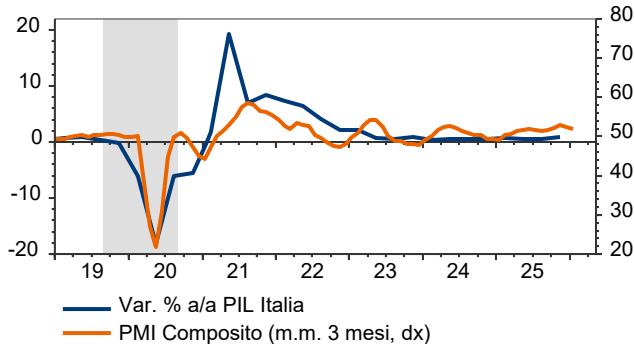
Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	1.5	1.2	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
- t/t				0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	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	0.3	-0.2	0.5	0.1	0.0	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	2.1	1.8	1.7
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.5	1.0	1.5	1.3	1.5	1.9	0.0	0.9	1.5	1.5
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	2.18	2.02	2.56	2.11	2.01	2.04	2.02	2.01	2.01	2.02

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

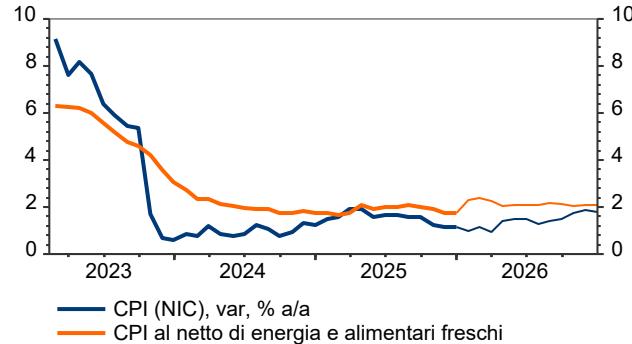
Italia

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, anno corrente

	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	1.1	1.0
mar-26	125.7	123.6	122.5	122.4	1.1	0.9	0.8	0.8
apr-26	126.7	124.3	123.0	122.9	1.4	1.4	1.3	1.3
mag-26	126.9	124.3	122.9	122.9	1.7	1.5	1.4	1.4
giu-26	127.2	124.5	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 di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-27	126.4	125.0	123.8	123.7	2.2	1.5	1.5	1.4
feb-27	126.5	125.5	124.5	124.2	2.2	1.6	1.6	1.5
mar-27	128.0	125.7	124.5	124.3	1.8	1.7	1.6	1.6
apr-27	129.0	126.1	124.8	124.5	1.8	1.4	1.4	1.3
mag-27	129.2	126.3	124.9	124.7	1.8	1.6	1.6	1.5
giu-27	129.6	126.6	125.2	124.9	1.9	1.6	1.6	1.6
lug-27	128.4	127.0	125.4	125.2	2.0	1.7	1.7	1.6
ago-27	128.1	127.2	125.6	125.4	2.0	1.7	1.7	1.6
set-27	129.5	127.3	125.8	125.6	2.0	1.9	1.8	1.8
ott-27	129.9	127.2	125.9	125.6	2.0	1.8	1.8	1.8
nov-27	129.9	127.1	125.9	125.7	2.0	1.9	1.9	1.8
dic-27	130.1	127.2	126.0	125.8	2.0	1.9	1.9	1.8
Media	128.7	126.5	125.2	125.0	2.0	1.7	1.7	1.6

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
- t/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	-0.3	0.9	-1.8	-0.6	-0.2	1.4	1.1	0.9	1.2	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

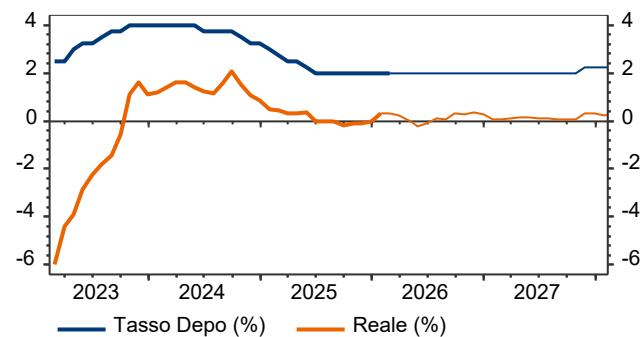
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	12/2	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	1.96	1.95	1.95	1.95
Euribor 3m	1.94	2.03	2.03	2.03	2.01	2.01	2.01	2.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

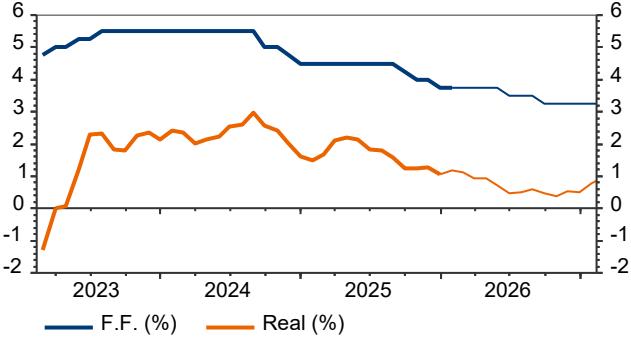


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	12/2	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	3.63	3.72	3.59	3.36	3.31

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

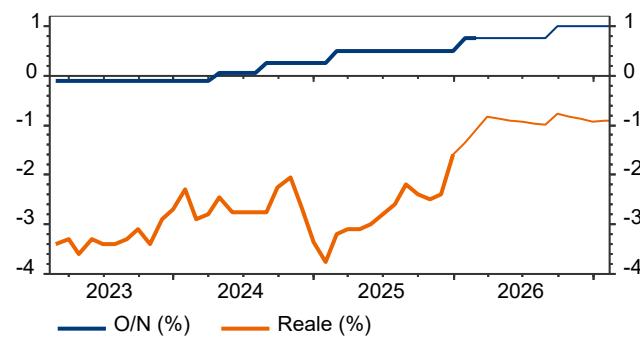


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	giu	set	dic	12/2	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	0.79	0.77	0.77	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

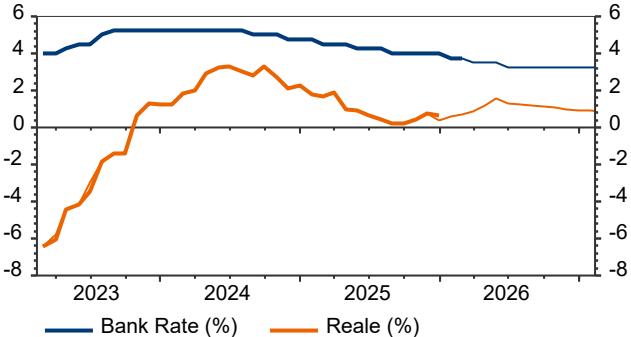


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	12/2	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	3.62	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	13/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.04	1.17	1.16	1.17	1.1614	1.16	1.17	1.18	1.19	1.18
USD/JPY	151	153	147	154	159	157.27	155	153	150	147	145
GBP/USD	1.26	1.25	1.36	1.32	1.34	1.3367	1.30	1.29	1.28	1.29	1.30
EUR/CHF	0.95	0.94	0.94	0.92	0.93	0.9317	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	161	160	172	180	185	184.20	180	179	177	175	171
EUR/GBP	0.85	0.83	0.86	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.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 Mamelì (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpi

paolo.mamelì@intesasanpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
allegra.fiore@intesasanpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
andrea.volpi@intesasanpaolo.com