

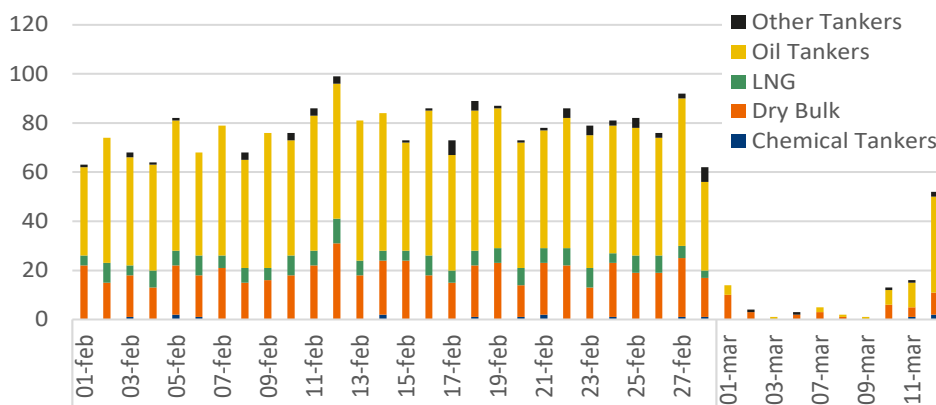
Weekly Economic Monitor

Il punto

La settimana prossima, le riunioni di Fed e BCE dovrebbero rivelarsi interlocutorie, con l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche che incorporerà solo parzialmente l'evoluzione recente dei prezzi delle materie prime. Il nostro scenario di base, con assunzioni relativamente ottimistiche sulla guerra in Medio Oriente, resta compatibile con una Fed che può riprendere a tagliare i tassi da giugno in poi, e una BCE ferma per tutto l'anno. Tuttavia, l'eventuale protrarsi del conflitto (e del blocco dello Stretto di Hormuz) per più di qualche settimana potrebbe spingere la Fed a rimandare il momento della prossima riduzione dei tassi, e la BCE ad anticipare il rialzo dei tassi precedentemente atteso per il prossimo anno.

Guerra in Medio Oriente: non ci sono segnali di de-escalation nel breve termine. Rispetto allo scenario di base delineato nello scorso [Weekly Economic Monitor](#), il conflitto nel Golfo ha visto una intensificazione e un allargamento delle ostilità, segnalando così un aumento della probabilità di evoluzioni più avverse rispetto a un conflitto limitato a poche settimane (da un lato, l'Operazione Epic Fury ha visto un'escalation degli attacchi, dall'altro l'Iran dichiara ormai apertamente di utilizzare il blocco dello Stretto di Hormuz e la rappsaglia sui Paesi vicini come "arma" per causare un aumento dei prezzi energetici economicamente dannoso e politicamente insostenibile per l'Amministrazione degli Stati Uniti). Il driver principale è il rischio operativo nello Stretto di Hormuz (circa 20% del commercio mondiale di Gas Naturale Liquefatto, con destinazioni principali in Asia, e oltre 25% del commercio mondiale di petrolio), che risulta al momento sostanzialmente bloccato: in altri termini, il rischio geopolitico si è tradotto in riduzione effettiva di offerta globale di greggio e distillati per un periodo al momento indeterminato. In questo quadro, è di aiuto il rilascio di scorte strategiche di petrolio e distillati per 400 milioni di barili deciso dai Paesi del G-7 (il maggiore nella storia), che però è sufficiente a compensare non più di quattro settimane di fermo totale delle esportazioni via Golfo Persico. Nel frattempo, è possibile che il degrado delle capacità offensive iraniane possa a un certo punto consentire la ripresa parziale del transito via Hormuz sotto protezione americana; tuttavia, fino al cessate il fuoco, la minaccia costituita dal lancio di droni o missili a corto raggio, senza considerare le mine, potrebbe continuare a essere di serio ostacolo alla ripresa delle esportazioni, in particolare di GNL. In uno scenario di conflitto, soltanto l'occupazione statunitense della costa iraniana che si affaccia sullo stretto potrebbe consentire di garantire la sicurezza dei transiti. Al momento, i

Lo Stretto di Hormuz resta pressoché bloccato. La ripresa del traffico registrata il 12 marzo riguarda 39 petroliere, delle quali però solo 7 verso destinazioni lontane (di cui 2 verso la Cina); il resto del traffico è concentrato su movimenti cortissimi (25 navi verso Oman)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IMO

13 marzo 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Riccardo Bellesia
Economista

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Andrea Volpi
Economista - Area euro

mercati stanno prezzando un'interruzione totale e protratta dell'offerta via Golfo Persico, sebbene temporanea; in tal senso, il premio geopolitico è significativo ma rapidamente reversibile in caso di cessazione delle ostilità, in assenza di distruzione delle infrastrutture. Tuttavia, è in aumento la probabilità di evoluzioni dello scenario bellico più avverse di quanto da noi assunto in precedenza, se Stati Uniti e Israele ritenessero necessario proseguire le ostilità oltre la fine del mese di marzo.

Pre-view Fed: riunione interlocutoria, limitati impatti (sinora) dalla guerra. La riunione del FOMC del 17-18 marzo dovrebbe essere interlocutoria. Le nuove Summary of Economic Projections potrebbero vedere una revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione, ma anche di quelle sulla disoccupazione, non indicando una chiara direzione per la politica monetaria nei prossimi mesi. Il dato sul CPI di febbraio (stabile al 2,4% headline e 2,5% core) è stato rassicurante, ma non dà indicazioni affidabili, in quanto antecedente l'impennata dei prezzi delle materie prime. Il nostro scenario di base, con assunzioni relativamente ottimistiche sulla guerra in Medio Oriente, resta compatibile con una Fed che può riprendere a tagliare i tassi da giugno in poi, dopo l'insediamento del nuovo governatore Warsh, assecondando il rientro dell'inflazione e contrastando la persistente debolezza del mercato del lavoro. Tuttavia, il protrarsi del conflitto non potrà non avere ripercussioni inflazionistiche anche negli Stati Uniti, sia pur meno marcate che nell'Eurozona. Pertanto, la Fed potrebbe riprendere a tagliare i tassi solo dopo che si siano "normalizzati" i flussi energetici. In altri termini, sta crescendo il rischio che il primo taglio 2026 possa avvenire solo nei mesi finali dell'anno. Un'eventuale recrudescenza delle politiche commerciali attraverso l'uso minacciato della Section 301 potrebbe aggiungere nuovi rischi sull'inflazione domestica, contribuendo a rimandare ulteriormente il momento della ripresa del ciclo di allentamento monetario.

Pre-view BCE: in stand-by, ma aumenta l'allerta-inflazione. Anche la riunione BCE del 18-19 marzo dovrebbe concludersi senza sorprese sui tassi. Christine Lagarde in conferenza stampa dovrebbe da un lato rassicurare sul fatto che la situazione attuale è diversa da quella che si era presentata all'indomani dello scoppio della guerra in Ucraina, dall'altro affermare che la BCE è pronta ad agire, se fosse necessario, per scongiurare una fiammata inflattiva simile a quella vista nel 2022-23. La data limite per le ipotesi tecniche incluse nelle previsioni dello staff dovrebbe essere precedente allo scoppio della guerra, ma, accanto alla proiezione di base, dovrebbero essere pubblicati degli scenari alternativi basati su evoluzioni più avverse dei prezzi delle materie prime. I recenti discorsi da parte di esponenti BCE sono stati piuttosto hawkish: si sono distinti in particolare Peter Kažimír (governatore della banca centrale slovacca), secondo cui una reazione da parte della BCE ai rischi inflattivi è potenzialmente "più vicina di quel che si aspettano molte persone", e Isabel Schnabel (Comitato Esecutivo), che ha dichiarato: "dobbiamo essere vigili poiché l'attuale contesto geopolitico e macroeconomico crea rischi al rialzo per l'inflazione nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria"; su questa stessa linea anche Joachim Nagel (Bundesbank) e Madis Müller (banca centrale estone); assai più moderate le dichiarazioni dei governatori delle banche centrali francese e spagnola (Villeroy de Galhau e Escrivá), che si sono limitati a osservare di non vedere ragione di agire nel breve termine. Il nostro attuale scenario di base, che ipotizza un conflitto che si conclude entro poche settimane con una "normalizzazione" rapida del sistema dei trasporti e senza danni permanenti alle infrastrutture energetiche, resta compatibile con una BCE ferma per tutto l'anno, poiché in questo scenario si stima che l'inflazione area euro, dopo un picco al 2,5% nel secondo trimestre, torni al di sotto del target entro un anno. Tuttavia, uno scenario di conflitto più prolungato e di sostanziale chiusura dello Stretto di Hormuz per più di due mesi può provocare una salita ben maggiore dell'inflazione Eurozona, di fatto "costringendo" la BCE a intervenire per impedire che i rincari si trasmettano all'inflazione core e diventino persistenti; anzi è verosimile che la Banca Centrale Europea possa agire ben prima che l'inflazione raggiunga i livelli del 2022, proprio per evitare l'errore di politica monetaria commesso in quell'occasione. Tuttavia, le scelte dipenderanno da diverse circostanze, come la reazione dei governi alla crisi energetica, la restrizione delle condizioni di finanziamento dovuta a movimenti di mercato, l'andamento delle aspettative di inflazione e le politiche di prezzo delle imprese che si osserveranno durante la crisi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (16-20 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	16/3	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	feb	0.9	%	2.5
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	feb	-3.8	%	-2.1
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		feb	2.7	%	
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		feb	5.9	%	
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		feb	5.2	%	5.0
		13:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mar	7.1		
		14:15	USA	Produzione industriale m/m		feb	0.7	%	
		14:15	USA	Impiego capacità produttiva		feb	76.2	%	
		15:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mar	36		
		15:00	USA	Indice anticipatore m/m		gen	-0.2	%	
Mar	17/3	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.6	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		feb	prel 1.6	%	
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		feb	prel 1.6	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	feb	prel 0.8	%	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mar	-65.9		-67.1
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mar	58.3		38.0
Mer	18/3	00:50	GIA	Bilancia commerciale		feb	-1163.5	(-1152.7) Mld ¥ JP	-483.2
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	feb	prel 1.9	%	1.9
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		feb	prel 2.3	%	
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	feb		%	
		13:30	USA	PPI m/m		feb	0.5	%	
		13:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	feb	0.8	%	
		15:00	USA	Ordinativi industriali m/m		gen	-0.7	%	
		15:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	gen	-1.4	%	
		15:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	gen	1.0	%	
		21:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		gen	28.0	Mld \$	
Gio	19/3	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		gen	19.1	%	-9.6
		05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		gen	prel 2.2	%	
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		gen	5.2	%	5.3
		08:00	GB	Retribuzioni medie		gen	4.2	%	3.9
		11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T4	3.3	%	
		13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	213	x1000	
		13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.850	Mln	
		13:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mar	16.3		
15:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	gen	0.745	Mln			
Ven	20/3	02:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mar	3.5	%	
		02:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mar	3.0	%	
		08:00	GER	PPI a/a		feb	-3.0	%	
		08:00	GER	PPI m/m		feb	-0.6	%	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		gen	-2.4	Mld €	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		gen	6.0	Mld €	

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 (16-20 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mer	18/3	19:00	USA ** Riunione FOMC (previsione ISP: tasso fed funds invariato a 3,50%-3,75%)
		19:30	USA ** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	19/3	13:00	GB ** Riunione BoE (previsione ISP: bank rate invariato a 3,75%)
		14:15	EUR ** BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate invariato a 2,00%)
		14:45	EUR ** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
			GIA ** Riunione BoJ (previsione ISP: tasso a breve invariato a 0,75%)
Ven	20/3	18:30	EUR Discorso di Nagel (BCE)
			FRA * DBRS si pronuncia sul debito sovrano della Francia
			IRL S&P si pronuncia sul debito sovrano dell'Irlanda

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	feb	4.02	(3.91)	Mln	3.89	4.09
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	feb	0.3		%	0.2	0.2
CPI m/m	feb	0.2		%	0.3	0.3
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	feb	2.5		%	2.5	2.5
CPI a/a	feb	2.4		%	2.4	2.4
Richieste di sussidio	settim	214	(213)	x1000	215	213
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.871	(1.868)	Mln	1.850	1.850
Licenze edilizie	gen	1.455		Mln	1.410	1.376
Nuovi cantieri residenziali	gen	1.387	(1.404)	Mln	1.348	1.487
Bilancia commerciale	gen	-72.9	(-70.3)	Mld \$	-66.6	-54.5
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	gen	-1.4		%	1.2	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	gen	1.0		%	0.5	
Deflatore consumi (core) a/a	gen	3.0		%	3.1	
Spesa per consumi (nominale) m/m	gen	0.4		%	0.3	
Redditi delle famiglie m/m	gen	0.3		%	0.5	
Deflatore consumi a/a	gen	2.9		%	2.9	
Deflatore consumi (core) m/m	gen	0.4		%	0.4	
Deflatore consumi core t/t 2a stima	T4	2.7		%	2.7	
PIL t/t ann. prelim	T4	1.4		%	1.4	
PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	T4	3.7		%	3.6	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mar	56.6			55.0	

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	gen	-0.6	(-1.4)	%	0.6	-1.5
FRA	IPCA m/m finale	feb	0.8		%	0.8	0.7
FRA	IPCA a/a finale	feb	1.1		%	1.1	1.1
FRA	CPI m/m Ex Tob	feb	-0.4	(-0.4)	%		0.6
GER	Ordini all'industria m/m	gen	6.4	(7.8)	%	-4.5	-11.1
GER	Produzione industriale m/m	gen	-1.0	(-1.9)	%	1.0	-0.5
GER	Bilancia commerciale destag.	gen	17.4	(17.1)	Mld €	15.7	21.2
GER	CPI m/m finale	feb	0.2		%	0.2	0.2
GER	CPI a/a finale	feb	1.9		%	1.9	1.9
GER	IPCA m/m finale	feb	0.4		%	0.4	0.4
GER	IPCA a/a finale	feb	2.0		%	2.0	2.0
ITA	Produzione industriale m/m	gen	-0.5	(-0.4)	%	0.3	-0.6
SPA	IPCA a/a finale	feb	2.5		%	2.5	2.5

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

Fonte: LSEG Datastream

Germania: produzione in calo anche a gennaio. La produzione industriale tedesca è calata per il secondo mese a gennaio, lasciando il settore in rotta per una contrazione nel 1° trimestre. Escludendo energia e costruzioni, entrambi in crescita, la contrazione sarebbe ancora più ampia. In calo anche gli ordini di fabbrica dopo quattro mesi di robusta crescita. Il dato è condizionato dalla normalizzazione delle grandi commesse ad elevato valore aggiunto, ma anche gli ordini core restano pressoché stazionari da oltre un anno su livelli storicamente ridotti. A fronte di indagini di fiducia positive, i dati reali invitano alla cautela e suggeriscono che la crescita potrebbe tornare a rallentare a inizio anno. Dal 2° trimestre potrebbero inoltre iniziare a manifestarsi gli impatti dei rincari energetici dovuti al conflitto in Medio Oriente. Al momento, i rischi sulla nostra previsione, già inferiore al consenso, di crescita del PIL tedesco nel 2026 appaiono rivolti verso il basso.

Italia: in calo a sorpresa la produzione industriale. La flessione a sorpresa della produzione industriale a gennaio segnala uno stallo del ciclo degli investimenti (probabilmente in attesa dei decreti attuativi sull'iper-ammortamento), e conferma che il recupero dell'attività manifatturiera visto a fine 2025 era effimero. La salita dell'incertezza, e dei prezzi delle materie prime, a seguito della guerra in Medio Oriente non potrà non avere significative ripercussioni negative, a meno di una rapida conclusione delle ostilità.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	gen	-2.6	%	2.5	-1.0
PIL t/t finale	T4	0.1	%	0.3	0.3
PIL t/t, ann. finale	T4	0.2	%	1.2	1.3

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

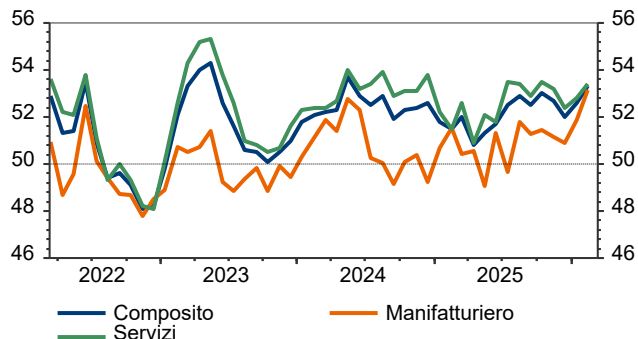
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	feb	0.2	%	0.5	1.0
CPI a/a	feb	0.2	%	0.8	1.3
PPI a/a	feb	-1.4	%	-1.2	-0.9
Esportazioni in USD a/a	feb	6.6	%	7.1	21.8
Importazioni in USD a/a	feb	5.7	%	6.3	19.8
Bilancia commerciale USD	feb	114.1	Mld \$	179.6	213.6
M2 a/a	feb	9.0	%	8.8	9.0
Nuovi prestiti bancari (flusso)	feb	4710	Mld ¥ CN	979	900
Finanza sociale aggregata (flusso)	feb	7220	Mld ¥ CN	2133	2380

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

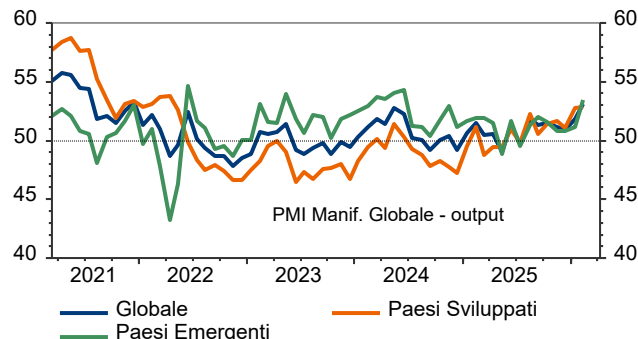
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



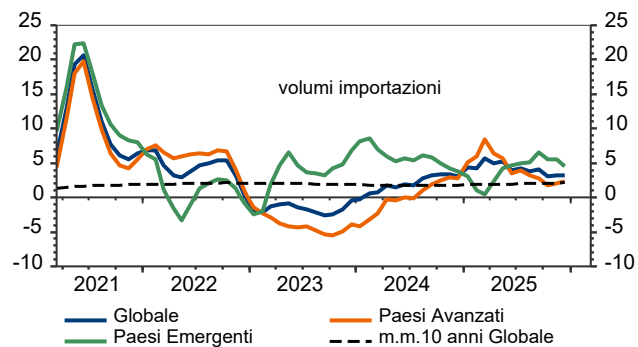
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



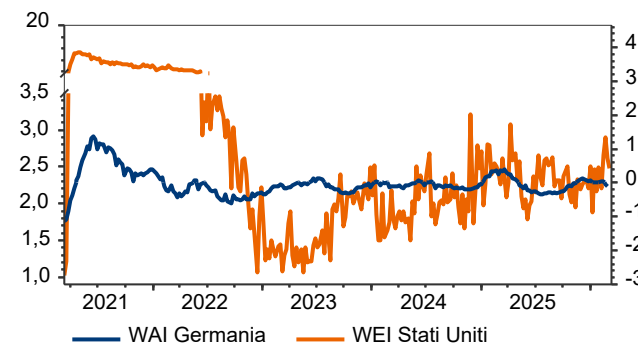
Fonte: S&P Global

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



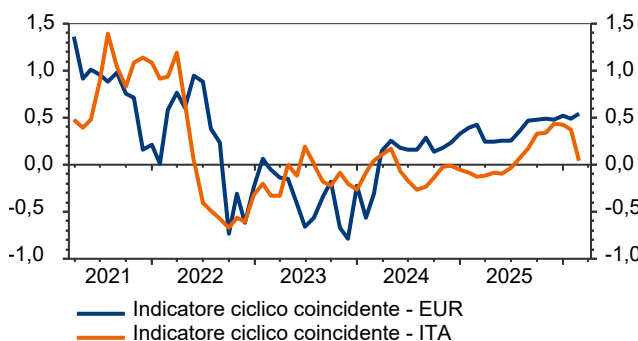
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



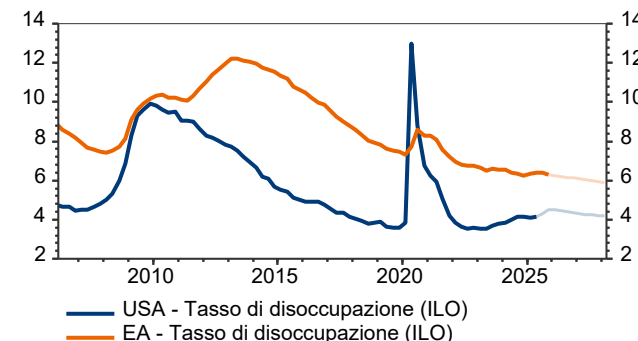
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

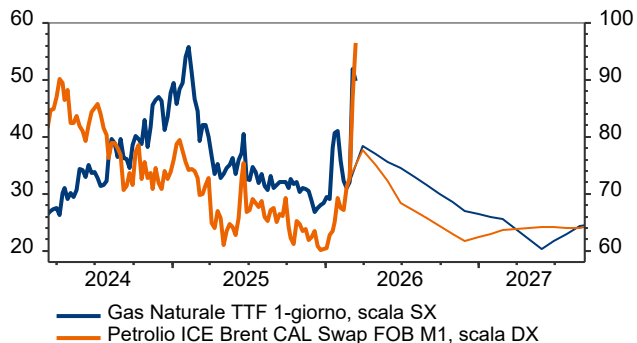
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

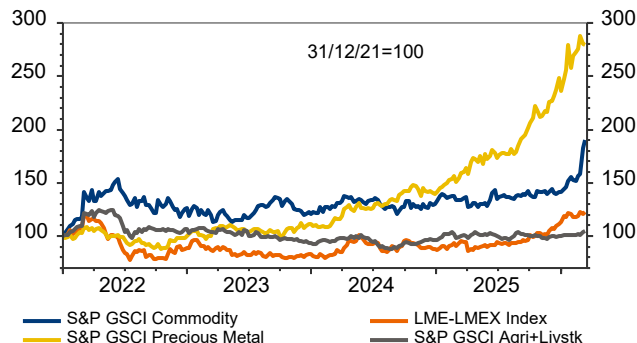
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



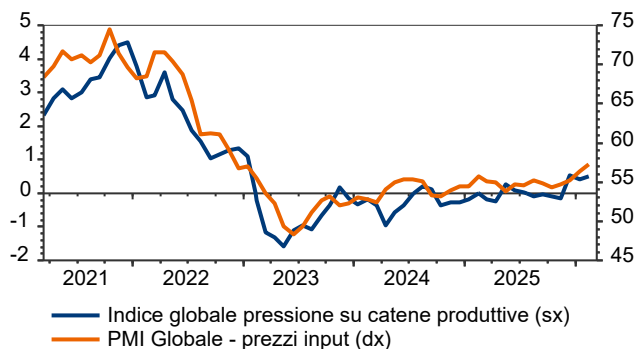
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



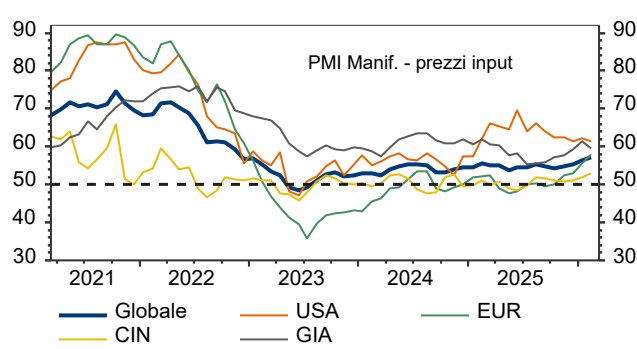
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



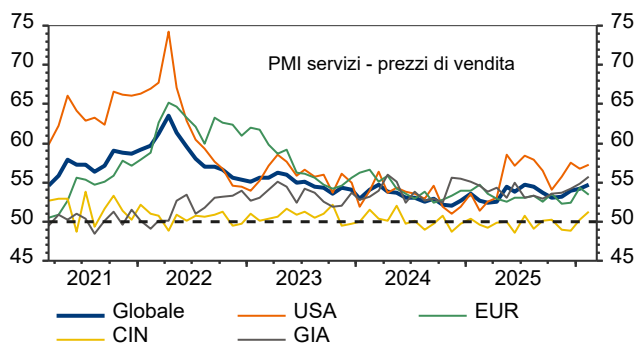
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



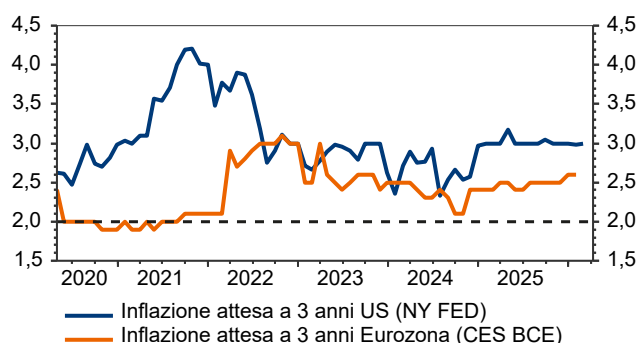
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

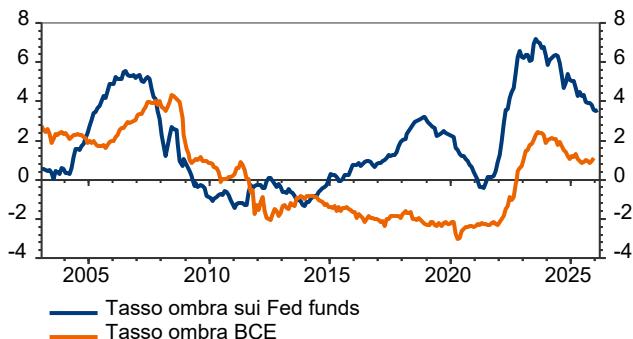
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

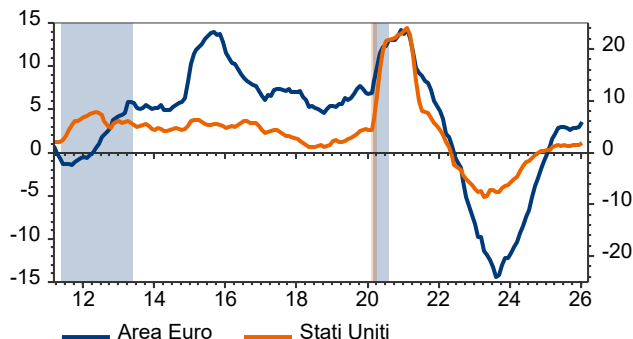
Condizioni Finanziarie

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



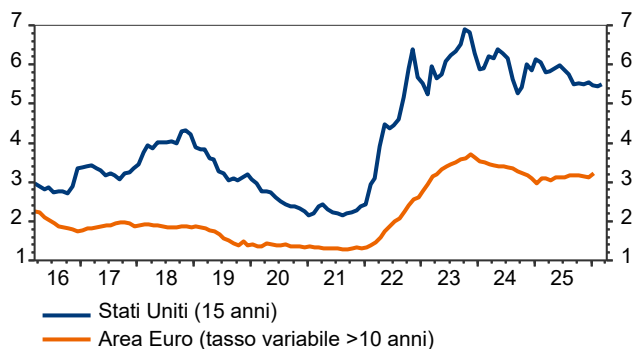
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



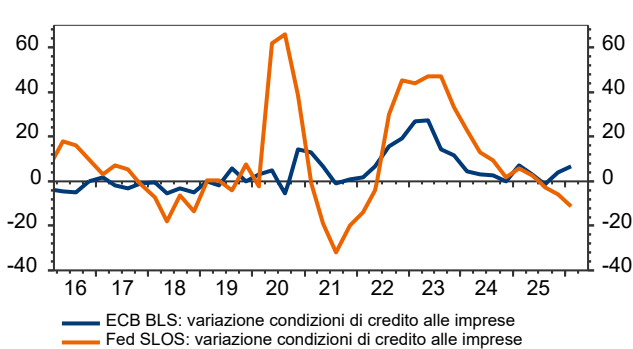
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



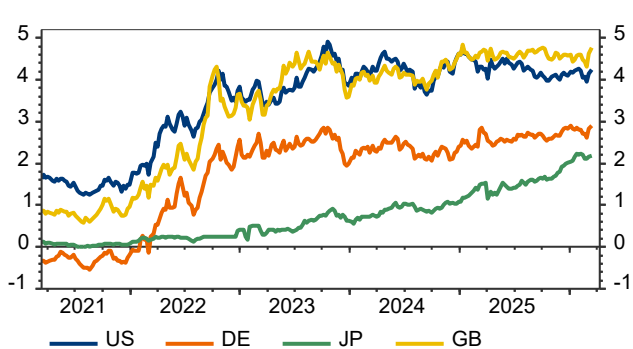
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



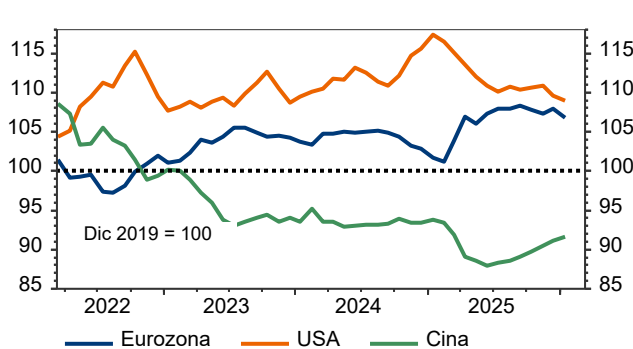
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

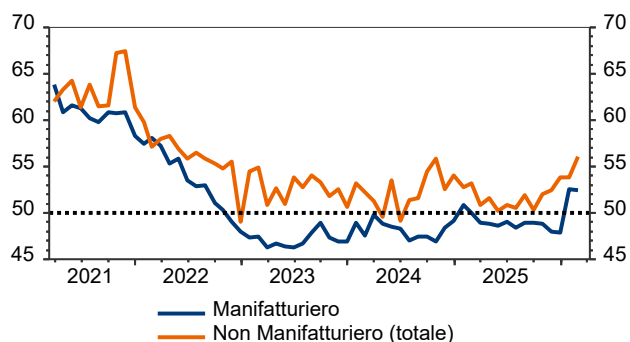
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

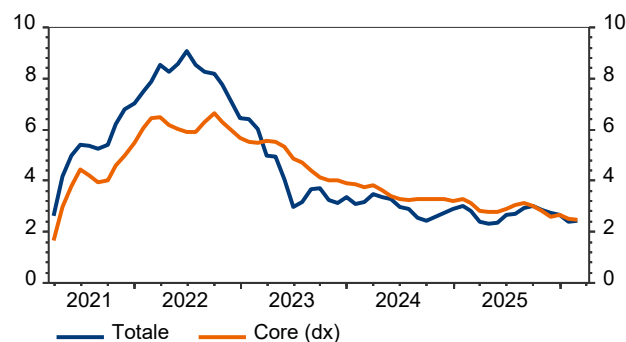
Stati Uniti

Indagini ISM



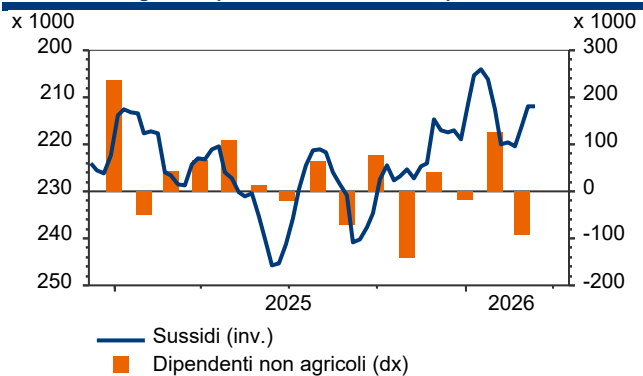
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



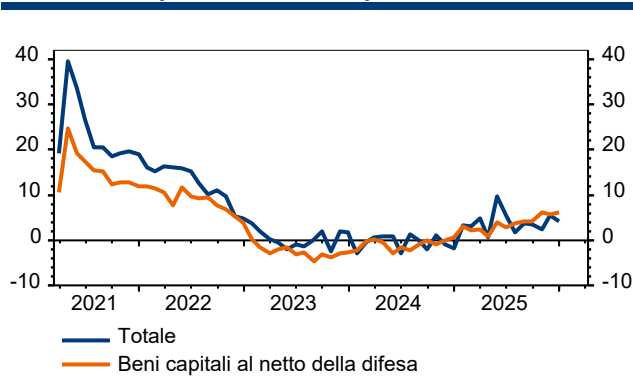
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

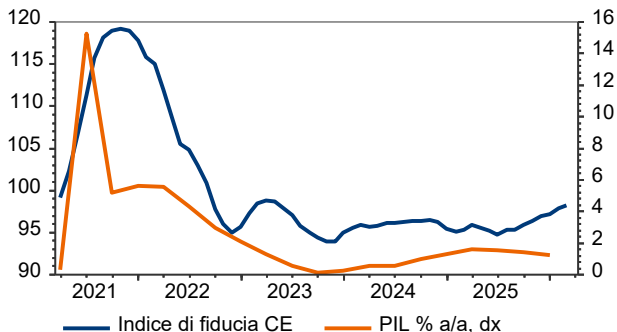
Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	2.2	2.3	2.0	2.1	2.3	2.2	3.0	2.5	1.9	2.0
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.8	4.4	1.4	2.3	2.0	1.8	1.8
Consumi privati	2.9	2.7	2.4	0.6	2.5	3.5	2.4	2.5	2.1	1.8	1.6
IFL - privati non residenziali	2.9	4.2	3.6	9.5	7.3	3.2	3.7	3.7	2.6	3.2	3.6
IFL - privati residenziali	3.2	-2.2	0.4	-1.0	-5.1	-7.1	-1.6	3.3	3.0	3.2	3.0
Consumi e inv. pubblici	3.8	1.2	0.4	-1.0	-0.1	2.2	-5.1	3.0	1.1	0.9	1.0
Esportazioni	3.6	1.7	1.7	0.2	-1.8	9.6	-0.9	1.3	1.4	1.4	1.8
Importazioni	5.8	2.7	-1.9	38.0	-29.3	-4.4	-1.3	1.6	1.9	2.0	1.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.0	-0.1	-0.2	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	2.6	3.1	2.7	2.6
Produzione industriale	-0.7	1.2	1.6	1.0	0.5	0.5	-0.3	0.9	0.3	0.4	0.3
Disoccupazione (%)	4.0	4.3	4.5	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4	4.5	4.6	4.6

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

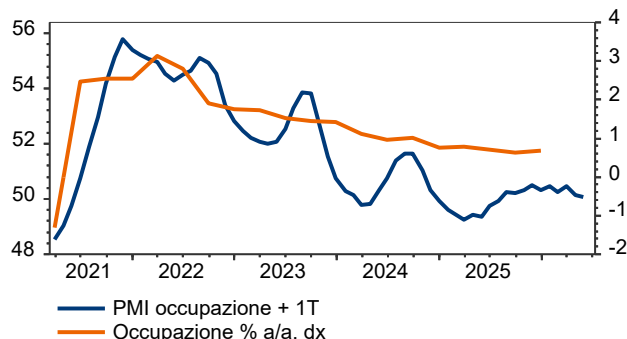
Area euro

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	100.1	100.0	99.8	100.0	1.7	2.1	2.2	1.6
feb-26	100.7	100.6	100.6	100.6	1.9	2.3	2.4	1.8
mar-26	101.8	101.4	101.5	101.7	2.4	2.3	2.4	2.3
apr-26	102.5	102.2	102.5	102.4	2.5	2.2	2.3	2.4
mag-26	102.6	102.2	102.5	102.5	2.6	2.1	2.4	2.5
giu-26	102.8	102.5	102.8	102.7	2.5	2.0	2.3	2.4
lug-26	102.6	102.5	102.4	102.5	2.3	2.1	2.1	2.2
ago-26	102.9	102.8	102.8	102.8	2.4	2.2	2.2	2.3
set-26	102.8	102.8	102.9	102.8	2.3	2.1	2.0	2.2
ott-26	103.0	103.2	103.3	103.0	2.3	2.2	2.2	2.2
nov-26	102.6	102.8	102.8	102.5	2.2	2.2	2.2	2.1
dic-26	103.0	103.1	103.1	102.9	2.3	2.3	2.2	2.3
Media	102.3	102.2	102.2	102.2	2.3	2.2	2.2	2.2

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA
	BCE	ex AEAT	ex tob		BCE	ex AEAT	ex tob	
gen-27	102.3	102.3	102.1	102.2	2.3	2.3	2.3	2.2
feb-27	102.9	102.9	102.8	102.7	2.1	2.3	2.3	2.1
mar-27	103.7	103.8	103.8	103.6	1.9	2.3	2.3	1.8
apr-27	104.5	104.6	104.8	104.3	1.9	2.4	2.2	1.9
mag-27	104.5	104.6	104.8	104.4	1.9	2.3	2.2	1.8
giu-27	104.7	104.8	105.0	104.6	1.9	2.3	2.2	1.9
lug-27	104.6	104.7	104.7	104.4	1.9	2.2	2.2	1.9
ago-27	104.9	105.1	105.1	104.7	1.9	2.2	2.2	1.9
set-27	104.9	105.1	105.1	104.7	2.0	2.2	2.2	1.9
ott-27	105.1	105.4	105.5	105.0	2.0	2.1	2.2	2.0
nov-27	104.8	105.0	105.0	104.6	2.1	2.1	2.2	2.0
dic-27	105.2	105.3	105.4	105.0	2.1	2.1	2.2	2.0
Media	104.3	104.5	104.5	104.2	2.0	2.2	2.2	1.9

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.

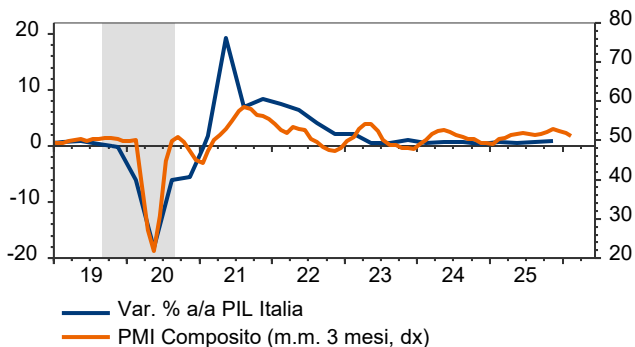
Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.9	1.5	1.2	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0	1.1	1.1	1.3
- t/t				0.6	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	1.3	1.5	1.2	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4
Investimenti fissi	-2.6	3.1	2.7	2.7	-1.5	1.3	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
Consumi pubblici	2.3	1.6	1.6	-0.2	0.4	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	0.5	2.2	0.7	2.4	-0.5	0.8	-0.4	0.2	0.3	0.5	0.4
Importazioni	-0.2	3.7	1.5	2.3	-0.0	1.8	-0.2	0.3	0.1	0.4	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.3	-0.1	-0.2	0.4	0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-3.2	-3.3								
Debito pubblico (% PIL)	87.1	88.8	89.8								
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.1	2.3	2.3	2.0	2.1	2.1	2.0	2.5	2.4	2.3
Produzione industriale (a/a)	-2.9	1.6	-0.2	1.4	1.3	1.6	2.1	-1.2	-0.2	0.3	0.4
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.3	6.3	6.4	6.4	6.3	6.2	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

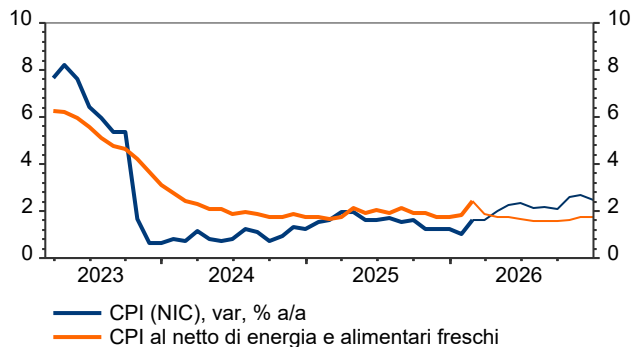
Italia

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	99.5	100.4	100.4	100.4	1.0	1.0	0.6	0.8
feb-26	100.1	101.2	101.0	101.2	1.6	1.6	1.2	1.5
mar-26	101.7	101.5	102.3	101.4	1.6	1.6	1.5	1.4
apr-26	102.5	102.0	102.6	101.8	2.0	2.0	1.9	1.9
mag-26	102.7	102.1	102.7	102.0	2.3	2.2	2.2	2.2
giu-26	103.1	102.4	102.9	102.1	2.5	2.3	2.3	2.2
lug-26	101.9	102.6	103.1	102.3	2.2	2.1	2.0	2.0
ago-26	102.0	102.8	103.2	102.4	2.5	2.2	2.1	2.1
set-26	103.1	102.5	103.0	102.2	2.4	2.1	2.0	2.0
ott-26	103.3	102.7	103.3	102.5	2.7	2.6	2.5	2.5
nov-26	103.0	102.5	103.2	102.5	2.7	2.7	2.6	2.6
dic-26	103.2	102.5	103.2	102.4	2.6	2.5	2.4	2.4
Media	102.2	102.1	102.6	101.9	2.2	2.1	1.9	1.9

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	102.0	102.9	102.9	102.8	2.5	2.5	2.5	2.4
feb-27	102.2	103.6	103.3	103.5	2.1	2.4	2.3	2.2
mar-27	103.7	103.5	104.2	103.3	1.9	2.0	1.9	1.9
apr-27	104.3	103.8	104.4	103.5	1.8	1.8	1.7	1.7
mag-27	104.6	104.0	104.5	103.7	1.8	1.8	1.7	1.6
giu-27	104.9	104.2	104.6	103.7	1.8	1.7	1.6	1.5
lug-27	103.8	104.6	104.9	104.1	1.9	1.9	1.8	1.7
ago-27	103.9	104.6	104.9	104.0	1.9	1.7	1.7	1.6
set-27	105.2	104.4	104.8	104.0	2.0	1.9	1.8	1.7
ott-27	105.4	104.4	105.0	104.0	2.1	1.7	1.6	1.5
nov-27	105.2	104.3	105.0	104.1	2.2	1.8	1.7	1.6
dic-27	105.4	104.3	105.0	104.1	2.2	1.8	1.8	1.7
Media	104.2	104.1	104.5	103.7	2.0	1.9	1.8	1.8

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2024	2025	2026	2025				2026			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.5	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
- t/t				0.3	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
Consumi privati	1.2	1.1	0.9	0.1	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2
Investimenti fissi	-3.5	3.8	2.2	1.4	1.7	1.0	0.9	0.1	0.3	0.3	0.4
Consumi pubblici	1.5	0.6	0.6	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-1.1	1.4	-0.4	2.7	-1.7	2.1	-1.2	-0.5	0.2	0.3	0.4
Importazioni	-1.8	3.9	1.9	1.6	0.5	2.0	1.0	-0.8	0.6	0.5	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	0.3	-0.3	0.1	-0.3	0.6	-0.1	0.0	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-3.1	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	134.7	137.1	138.8								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	1.6	2.2	1.8	1.8	1.7	1.2	1.4	2.3	2.3	2.7
Produzione industriale (a/a)	-4.0	-0.3	0.1	-2.1	-0.6	0.3	1.2	0.1	-0.4	0.2	0.3
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.0	5.3	6.3	6.3	5.9	5.6	5.2	5.3	5.3	5.3
Tasso a 10 anni (%)	3.70	3.57	3.52	3.67	3.60	3.55	3.46	3.41	3.42	3.48	3.77

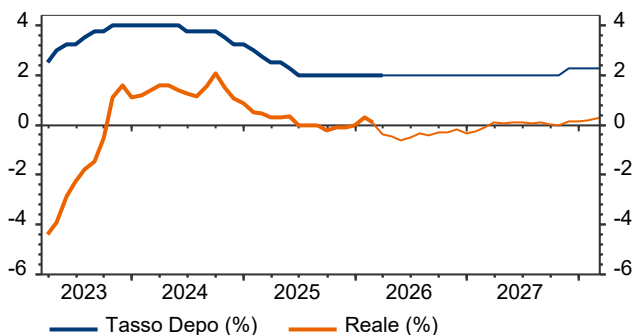
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	12/3	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	1.94	1.95	1.95	1.95	1.95
Euribor 3m	1.94	2.03	2.03	2.15	2.01	2.01	2.01	2.02

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

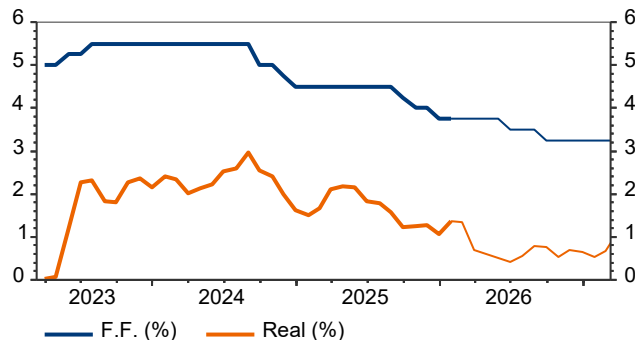


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	12/3	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	3.65	3.62	3.45	3.22	3.16

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

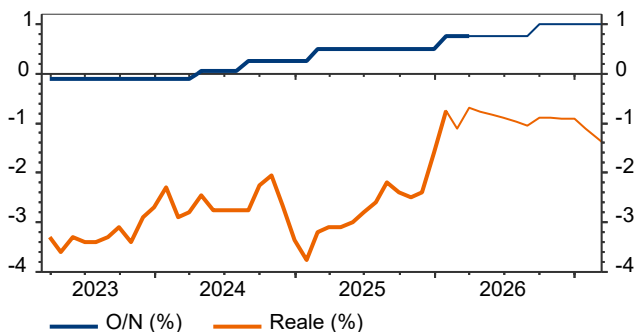


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	giu	set	dic	12/3	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	0.81	0.77	0.77	1.02	1.02

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

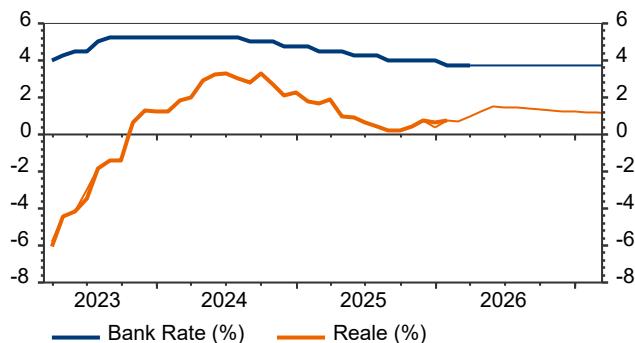


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	12/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	4.25	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
OIS 3m	4.10	3.98	3.72	3.73	3.65	3.65	3.65	3.65

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	13/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.08	1.17	1.17	1.19	1.1441	1.15	1.16	1.17	1.18	1.22
USD/JPY	148	148	148	156	153	159.44	158	154	152	150	145
GBP/USD	1.28	1.29	1.36	1.34	1.36	1.3262	1.34	1.35	1.35	1.36	1.32
EUR/CHF	0.96	0.96	0.93	0.93	0.91	0.9029	0.90	0.91	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	162	161	173	183	182	182.44	182	179	178	177	177
EUR/GBP	0.85	0.84	0.87	0.88	0.87	0.8625	0.86	0.86	0.87	0.87	0.92

Fonte: previsioni 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.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 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.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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com