

Weekly Economic Monitor

Il punto

Questa settimana, sono arrivate conferme che è stato riaperto un canale diplomatico per risolvere il conflitto iraniano, ma anche che il percorso è appena agli inizi e che le parti sono ancora distanti. Nell'area euro, i primi effetti del nuovo shock energetico si sono visti (solo in parte) nelle indagini di fiducia di marzo diffuse questa settimana (per ora l'impatto è più accentuato sul morale dei consumatori che su quello delle imprese), e si vedranno dai dati sui prezzi al consumo in calendario la settimana prossima: ci aspettiamo una salita dell'IPCA headline da 1,9% a 2,8%, ma l'indice core potrebbe viceversa rallentare di un decimo, a 2,3%; in ogni caso, a meno di una de-escalation del conflitto, l'impatto su fiducia e inflazione sarà più pronunciato nei prossimi mesi. Negli Stati Uniti, l'employment report di marzo potrebbe vedere un ritorno in territorio positivo degli occupati, dopo l'anomala flessione vista a febbraio.

Ancora una volta, i mercati sono caduti nella trappola di credere alle dichiarazioni erratiche del Presidente americano sull'evoluzione della **campagna militare in Iran**. Dopo aver lanciato un ultimatum sulla riapertura dello Stretto di Hormuz lo scorso 21 marzo, pena la distruzione delle centrali elettriche iraniane, lunedì 23 Washington ha parlato di "trattative" fruttuose, rinviando l'ultimatum inizialmente di cinque giorni e poi fino al 6 aprile. Il prezzo del Brent ha subito oscillazioni erratiche tra 99 e 112 dollari tra il 20 e il 27 marzo: una volatilità che dimostra l'efficacia molto effimera dei tentativi di manipolazione dei mercati che l'amministrazione ha ripetutamente attuato questo mese. In effetti, gli Stati Uniti avrebbero davvero trasmesso a Teheran un piano in 15 punti che includerebbe anche la consegna dell'uranio arricchito, limiti al programma missilistico, la riapertura incondizionata dello Stretto di Hormuz e la cessazione del sostegno alle milizie sciite. Il piano è stato subito giudicato inaccettabile dall'Iran, che ha replicato con la richiesta di riparazioni di guerra e di riconoscimento dei suoi diritti sullo Stretto di Hormuz. Per di più, vi sarebbero stati soltanto scambi di messaggi, non vere trattative. Le smentite iraniane sulle negoziazioni confermano che **il percorso diplomatico è ancora agli inizi**. Le operazioni militari proseguono senza tregua, semmai con un ridimensionamento delle azioni contro le forze di sicurezza iraniane e un'intensificazione di quelle contro l'apparato militare e industriale, mentre il traffico di petroliere attraverso lo Stretto resta limitato alle navi collegate all'Iran e ai suoi alleati. Da parte americana, continua l'attività preparatoria a una possibile riapertura forzata dello Stretto, i cui tempi e le cui implicazioni restano però molto incerti. **La nostra**

27 marzo 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

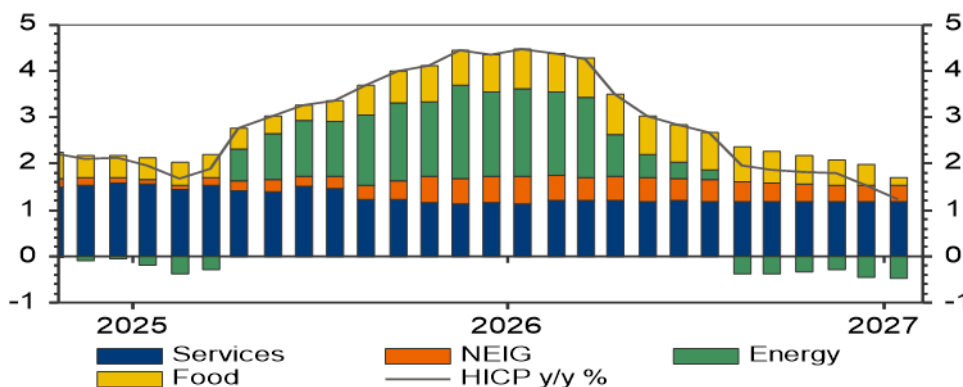
Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Nel nostro scenario di base, l'inflazione Eurozona potrebbe superare il 4% nella seconda metà del 2026, prima di tornare a calare nel 2027



Nota: le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

ipotesi operativa, nello scenario centrale, è che la piena riapertura del transito via Hormuz avvenga soltanto da metà maggio, dopo altre lunghe settimane di conflitto ad alta intensità. Nello scenario più favorevole, la riapertura potrebbe avvenire da metà aprile grazie a un'accelerazione delle trattative diplomatiche, che però dovrebbe verificarsi già nei prossimi giorni per poter ottenere risultati così presto.

Nell'**area euro**, le indagini di fiducia di marzo diffuse questa settimana (PMI flash, IFO tedesco, INSEE francese, survey Istat in Italia, stima preliminare del sentiment dei consumatori calcolato dalla Commissione Europea) hanno mostrato i primi effetti della guerra in Medio Oriente sul morale di imprese e famiglie. **L'impatto è minore del previsto sulla fiducia delle imprese, in particolare nel settore manifatturiero**; tuttavia, la risalita del PMI manifatturiero nell'area euro non deve trarre in inganno perché potrebbe essere spiegata dal tentativo di anticipare gli ordini e la produzione per ricostituire le scorte ed evitare che le tensioni in Medio Oriente generino interruzioni negli approvvigionamenti e nuove strozzature all'offerta. A sorpresa, **almeno sulla base dei PMI, l'effetto è stato maggiore sul morale delle imprese del settore dei servizi**, che in teoria è meno esposto, ma di fatto risente della prospettiva di indebolimento della domanda per effetto del minor potere d'acquisto delle famiglie. Proprio **la fiducia dei consumatori è stata pesantemente colpita, soprattutto perché un nuovo shock energetico a distanza di pochi anni dal precedente rischia di avere ripercussioni importanti su inflazione percepita e attesa** (in Italia, nemmeno dopo lo scoppio della guerra in Ucraina si è registrato un balzo mensile dell'inflazione attesa dalle famiglie come invece è successo a marzo). In ogni caso, **tutte le indagini, anche nel manifatturiero, segnalano un aumento dell'incertezza, un peggioramento delle aspettative per il futuro e una salita dei prezzi**. A nostro avviso, le indagini di marzo incorporano solo parzialmente gli effetti del conflitto e dello shock energetico (la raccolta dei dati, nella maggior parte dei casi, si è svolta nelle prime due settimane del mese, invece il picco delle ostilità, e dei prezzi dell'energia, si è avuto successivamente): ciò implica che, **a meno di un significativo allentamento delle tensioni, nelle indagini di aprile si dovrebbe vedere un impatto maggiore, specie sulla fiducia delle imprese manifatturiere**.

La prossima settimana, saranno diffusi i dati preliminari sui prezzi al consumo di marzo nell'Eurozona e nei tre principali paesi dell'area. La salita delle quotazioni internazionali delle materie prime energetiche non potrà non riflettersi in un **aumento dell'IPCA headline, stimiamo da 1,9% a 2,8% a/a. Viceversa, riteniamo che l'indice core possa rallentare da 2,4% a 2,3% a/a** per via del venir meno dell'effetto (soprattutto sui servizi ricettivi e di ristorazione) dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina in Italia. Infatti, l'attuale shock energetico, rispetto a quello del 2022-23, è più concentrato sul petrolio che sul gas naturale, il che rende la trasmissione ai prezzi finali dell'energia più rapida (attraverso i carburanti, mentre l'impatto sulle bollette di luce e gas è più ritardato); tuttavia, il pass-through all'inflazione core dovrebbe essere più contenuto, in quanto i rincari dei carburanti hanno effetti concentrati sui trasporti mentre un rialzo del TTF si trasmette ai prezzi dell'energia elettrica per le imprese, e da lì a cascata su tutta la struttura dei costi in una gamma molto estesa di settori - non solo quelli energivori in senso stretto, ma anche, per esempio, alimentare, chimico, vetro, ceramica, carta, e infine sui servizi. In altri termini, **le caratteristiche dell'attuale shock dovrebbero rendere la trasmissione più rapida ma anche meno diffusa tra settori e perciò meno persistente nel tempo**. Un'argomentazione a favore di una minore trasmissione viene anche dall'attuale basso livello del grado di utilizzo della capacità produttiva e soprattutto del potere di pricing delle imprese: a differenza del 2022-23, quando si era in piena fase di ripresa post-pandemica, oggi, data la debole domanda, le aziende potrebbero trovare maggiori difficoltà nel trasmettere a valle i rincari dei costi, e quindi potrebbero dover accettare una contrazione dei margini. D'altronde, un'argomentazione in direzione opposta, ovvero di una possibile propagazione anche all'inflazione core, viene dal fatto che, anche con uno shock prevalentemente petrolifero, se l'inflazione headline sale in misura molto consistente, non si possono escludere effetti di "second round" attraverso aspettative e negoziazioni salariali.

Francia: deficit 2025 migliore delle attese. Nel 2025, l'indebitamento netto si è attestato al 5,1% del PIL, tre decimi al di sotto degli obiettivi governativi, dopo che già nel 2024 il saldo a consuntivo (5,8%) era risultato leggermente migliore del previsto. La sorpresa positiva, pari a circa 9 miliardi di euro, è dovuta prevalentemente all'indebitamento della Pubblica Amministrazione (-4,3% del PIL vs -4,6% atteso dalla Legge finanziaria di fine esercizio) grazie ad entrate migliori delle attese (soprattutto IVA e imposte sulle imprese), a fronte di spese circa in linea con le stime. Leggermente migliore del previsto anche il saldo della Sécurité Sociale (-0,2% vs -0,3%) con sorprese positive dal lato delle uscite (soprattutto dal lato della spesa sanitaria). Il debito pubblico è salito al 115,6% del PIL (era visto al 115,9%) dal 113,2% del 2024. In prospettiva, il dato è incoraggiante perché offre un effetto trascinamento favorevole sull'anno in corso con un deficit che, ceteris paribus, potrebbe risultare inferiore al 5% del PIL contenuto nel Budget 2026. Ovviamente, il rischio principale deriva dall'impatto macroeconomico del conflitto in Iran e dalle eventuali misure di sostegno a famiglie e imprese che potrebbero essere introdotte nel caso di evoluzioni particolarmente sfavorevoli del contesto geopolitico.

Negli **Stati Uniti**, la prossima settimana verranno comunicati diversi importanti indicatori macroeconomici. Le **vendite al dettaglio** di febbraio dovrebbero risultare robuste (nel range 0,2-0,4% m/m a seconda dei vari indici), come segnalato dagli indici settimanali sugli acquisti nei grandi magazzini; tuttavia, il **consumer confidence**, calcolato dal Conference Board a marzo, dovrebbe mostrare i primi effetti dei rincari dei carburanti, calando a un minimo da quasi un anno (attorno a 88 da 91,2 di febbraio). L'**ISM manifatturiero** di marzo non dovrebbe risentire gran che degli effetti del conflitto in Medio Oriente, risultato poco variato rispetto al valore di febbraio (52,4). Il dato più importante in calendario è l'**employment report** di marzo: dopo il dato negativo in qualche modo "anomalo" di febbraio (che correggeva in parte l'inatteso balzo del primo mese dell'anno), i payrolls dovrebbero tornare in territorio positivo, attorno a 50 mila unità. I rischi sono, a nostro avviso, al rialzo, perché il dato di febbraio era distorto al ribasso non solo dagli scioperi nel settore sanitario ma anche dagli effetti del maltempo su costruzioni e "turismo e tempo libero"; tuttavia, nonostante il recupero degli occupati, il tasso di disoccupazione potrebbe salire al 4,5%; infine, ci aspettiamo un rallentamento di un decimo, sia su base congiunturale che tendenziale, delle retribuzioni orarie medie (da 0,4% a 0,3% m/m e da 3,8% a 3,7% a/a).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (30 marzo – 3 aprile) ... continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	30/3	09:00	ITA	PPI m/m		feb	1.5	%	
		09:00	ITA	PPI a/a		feb	-1.6	%	
		09:30	GB	Credito al consumo		feb	1.812	Mld £	
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	mar	98.3	96.8	
		11:00	EUR	Fiducia industria		mar	-7.1	-8.0	
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		mar	prel -16.3		
		11:00	EUR	Fiducia servizi		mar	5.0		
		13:00	GER	IPCA a/a prelim	*	mar	2.0	%	2.7
		13:00	GER	IPCA m/m prelim	**	mar	0.4	%	
		13:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	mar	1.9	%	2.6
13:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	mar	0.2	%	1.1		
Mar	31/3	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		feb	2.7	%	2.7
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		feb	1.2		1.2
		00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		feb	1.8	%	0.8
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		feb	4.3	%	-2.1
		02:30	CN	PMI composito - Caixin		mar	49.5		
		02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		mar	49.5		
		02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	mar	49.0		50.0
		07:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		feb	1.2	%	
		07:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	feb	-0.9	%	
		07:00	GB	PIL t/f finale		T4	prel 0.1	%	0.1
		07:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	feb	0.5	%	
		07:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	mar	1.1	%	
		08:00	GER	Prezzi import a/a		feb	-2.3	%	
		08:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	mar	1	x1000	1
		08:55	GER	Tasso di disoccupazione		mar	6.3	%	6.3
		10:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	mar	1.5	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	mar	0.7	%	
		10:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	mar	0.5	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	mar	1.5	%	
		10:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	mar	1.9	%	2.7
		10:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	mar	2.3	%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		gen	0.5	%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		gen	3.6	%	
		14:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		gen	1.4	%	
14:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		gen	0.1	%			
14:45	USA	PMI (Chicago)	*	mar	57.7				
15:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	mar	91.2				
Mer	1/4	00:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T1	15.		16
		00:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.	**	T1	34		33
		02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	mar	52.1		51.8
		08:45	ITA	PMI manifatturiero	*	mar	50.6		
		08:50	FRA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 50.2		
		08:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 51.7		
		09:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 51.4		
		09:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	feb	5.1	%	
		09:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	mar	51.4		
		10:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	feb	6.1	%	6.2
		13:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		mar	63	x1000	
		13:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	feb	0.0	%	
		13:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	feb	-0.2	%	
		14:45	USA	Markit PMI Manif. finale		mar	52.4		
15:00	USA	Spesa in costruzioni		feb	-0.3	%			
15:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	mar	52.4				

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (30 marzo – 3 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Gio	2/4	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 51.4	
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		feb	2.3	%
	13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	210	x1000	
	13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.819	Mln	
	13:30	USA	Bilancia commerciale		feb	-54.5	Mld \$	
Ven	3/4	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	mar	56.7	
		07:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	feb	0.5	%
	10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T4	3.4	%	
	13:30	USA	Salari orari m/m		mar	0.4	%	0.4
	13:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	mar	-92	x1000	48
	13:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	mar	4.4	%	4.5
	14:45	USA	Markit PMI Servizi finale		mar	51.1		
	14:45	USA	Markit PMI Composito finale		mar	51.4		

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 (30 marzo – 3 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	30/3	01:50	GIA * BoJ: Summary of Opinions della riunione di marzo
		16:30	USA * Discorso di Powell (Fed)
		22:00	USA Discorso di Williams (Fed)
Mar	31/3	09:00	ITA Discorso di Panetta (Banca d'Italia)
		09:30	EUR Discorso di Muller (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Kazimir (BCE)
		15:10	EUR Discorso di Sleijpen (BCE)
		18:00	USA Discorso di Goolsbee (Fed)
		21:00	USA Discorso di Barr (Fed)
		23:10	USA Discorso di Bowman (Fed)
Mer	1/4	12:30	EUR Discorso di Cipollone (BCE)
		15:05	USA Discorso di Musalem (Fed)
		15:10	USA Discorso di Barr (Fed)
Gio	2/4	10:00	EUR * La BCE pubblica il Bollettino Economico
Ven	3/4	08:00	EUR Discorso di Radev (BCE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T4	2.8		% 3.5	4.4	
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T4	2.8		% 2.0	1.8	
Markit PMI Manif. prelim.	mar	51.6		51.3	52.4	
Markit PMI Servizi prelim.	mar	51.7		51.5	51.1	
Markit PMI Composito prelim.	mar	51.9			51.4	
Saldo partite correnti	T4	-239.1	{-226.4}	Mld \$	-211.0	-190.7
Richieste di sussidio	settim	205		x1000 210	210	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.851	{1.857}	Mln	1.851	1.819
Fiducia famiglie (Michigan) finale	mar	55.5		54.0		

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

Fonte: LSEG Datastream

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	mar	-13.7			-13.7
EUR	Fiducia consumatori flash	mar	-12.3	{-12.2}	-14.4	-16.3
EUR	PMI servizi prelim	mar	51.9		51.1	50.1
EUR	PMI composito prelim	mar	51.9		51.0	50.5
EUR	PMI manifatturiero prelim	mar	50.8		49.4	51.4
EUR	M3 dest. a/a	feb	3.3		% 3.2	3.0
FRA	PMI servizi prelim	mar	49.6		49.0	48.3
FRA	PMI manifatturiero prelim	mar	50.1		49.5	50.2
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	mar	102		101	99
FRA	Fiducia consumatori	mar	91		89	89
GER	PMI servizi prelim	mar	53.5		52.5	51.2
GER	PMI manifatturiero prelim	mar	50.9		49.5	51.7
GER	IFO	mar	88.4	{88.6}	86.1	86.4
GER	IFO (sit. corrente)	mar	86.7		86.0	86.7
GER	IFO (attese)	mar	90.2	{90.5}	86.0	86.0
GER	Fiducia consumatori	apr	-24.8	{-24.7}	-27.0	-28.0
ITA	Fiducia delle imprese manif.	mar	88.5	{88.5}	87.4	88.8
ITA	Fiducia consumatori	mar	97.4		95.5	92.6
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	feb	2.1		Mld €	5.53
SPA	PIL t/t finale	T4	0.8		% 0.8	0.8
SPA	IPCA a/a prelim	mar	2.5		% 3.9	3.3

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

Fonte: LSEG Datastream

Eurozona: i PMI risentono dei primi effetti del conflitto. Il miglioramento dell'indice PMI manifatturiero a marzo potrebbe essere spiegato dal tentativo di anticipare gli ordini e la produzione per ricostituire le scorte e evitare che le tensioni in Medio Oriente generino interruzioni negli approvvigionamenti e nuove strozzature nell'offerta. Il progresso manifatturiero potrebbe quindi essere temporaneo. Al contrario, l'impatto dello shock sui servizi sembra essere stato più immediato. Tuttavia, sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi, le imprese intervistate segnalano un aumento dell'incertezza e un drastico peggioramento delle aspettative, il peggiore dallo scoppio del conflitto in Ucraina. Si registra, infine, un'impennata dei costi di produzione, al tasso più rapido in tre anni, al momento trasferita solo in parte sui prezzi finali.

Germania - IFO: il conflitto pesa sulle aspettative. Il calo dell'indice di fiducia IFO a marzo risente del peggioramento delle aspettative, a fronte di una stabilizzazione della situazione corrente. L'aumento dei prezzi dell'energia e i rischi all'offerta stanno iniziando ad incidere sul morale delle imprese e, in assenza di una rapida risoluzione del conflitto, l'impatto sull'economia inizierebbe a farsi sentire nei trimestri centrali dell'anno. Il dato sugli affari correnti è compatibile con una modesta crescita del PIL a inizio anno, ma anche prima della guerra, l'economia tedesca faticava a mostrare chiari segnali di riaccelerazione.

Francia - INSEE: meno vulnerabile ma non immune. Le rilevazioni dell'INSEE sulla fiducia di famiglie e imprese suggeriscono che, al momento, le nuove tensioni geopolitiche hanno colpito maggiormente i consumatori rispetto alle imprese. A marzo, l'indice composito di fiducia economica INSEE è rimasto invariato a 97, al di sotto della media di lungo periodo. Si osserva un calo del morale manifatturiero a fronte di una stabilizzazione a bassi livelli per i servizi e un miglioramento per costruzioni e commercio al dettaglio. Il peggioramento della fiducia nell'industria è dovuto soprattutto al volatile comparto degli "altri mezzi di trasporto", ma anche alcuni settori energivori iniziano a segnalare un deterioramento delle aspettative. La fiducia dei consumatori, molto sensibile ai listini dei carburanti, è scesa di due punti a 89, con i nuclei familiari che hanno riportato un deciso calo delle aspettative e un brusco aumento dell'inflazione attesa. Tra le principali economie europee, quella francese è relativamente meno vulnerabile rispetto a Germania e Italia allo shock sui prezzi dell'energia, ma non è comunque immune ai rincari. Ieri, la Banque de France ha rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL a 0,9% nel 2026 e a 0,8% nel 2027.

Italia: la guerra pesa sulla fiducia delle famiglie, poco variato il clima per le imprese. Le indagini Istat di marzo mostrano i primi effetti della guerra in Medio Oriente sulla fiducia delle famiglie (con un balzo dell'inflazione attesa nei prossimi 12 mesi), a fronte di un clima poco variato per le imprese (con la sola significativa eccezione delle aziende del commercio al dettaglio). A nostro avviso, le indagini incorporano solo parzialmente lo shock energetico e, a meno di una de-escalation del conflitto, il prossimo mese potrebbe essere colpito anche il clima di fiducia delle imprese. Le attuali previsioni sul PIL italiano dipendono in misura cruciale dall'evoluzione della guerra: nell'ipotesi di proseguimento delle ostilità anche nelle prossime settimane, con riapertura parziale dello Stretto di Hormuz solo attorno alla metà di maggio, la crescita del PIL risulterebbe pari a 0,4% (in uno scenario più favorevole, con normalizzazione dei transiti già da metà aprile, sarebbe sostanzialmente confermata la precedente stima di crescita a 0,8%).

Focus Area euro - La ripresa degli investimenti residenziali può proseguire nel 2026. Dopo il calo (non sorprendente) tra il 2022 e il 2024, il 2025 ha mostrato i primi segnali di svolta per gli investimenti residenziali nell'area euro. Prima dello scoppio del conflitto nel Golfo Persico i fondamentali, sia dal lato della domanda che dell'offerta, puntavano verso un consolidamento della ripresa nel corso del 2026. Tuttavia, le tensioni su prezzi dell'energia, condizioni finanziarie e redditi sollevano rinnovati rischi al ribasso. Assumendo che lo shock risulti temporaneo, la tendenza di ripresa nel medio periodo dovrebbe però restare intatta. In ogni caso, prima dello scoppio del conflitto la nostra modellistica puntava già verso ritmi di espansione al più moderati: un ritorno ai picchi del 2022 entro la fine del prossimo anno appare poco probabile.

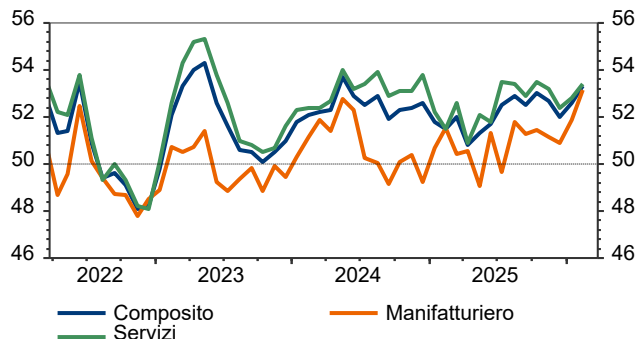
Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	feb	2.0	%	1.7	1.6
CPI (naz.) a/a	feb	1.5	%		1.3
PMI manifatturiero prelim	mar	53.0			51.4

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

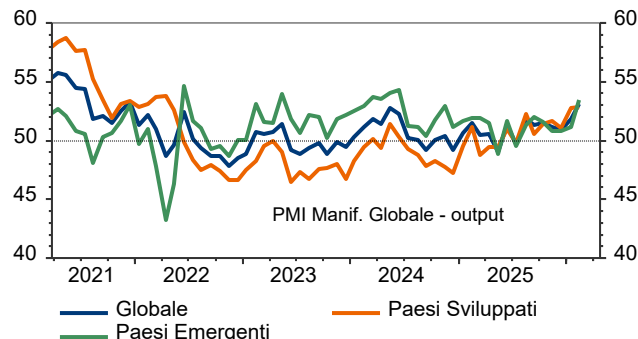
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



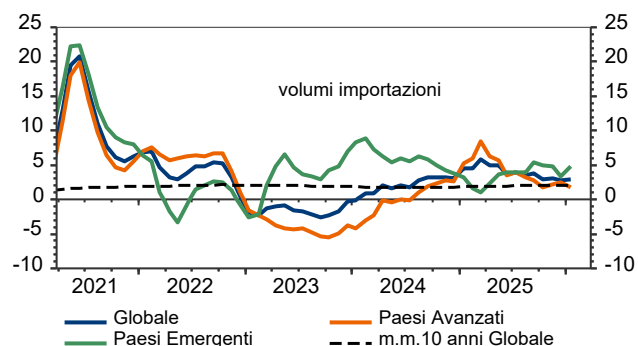
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



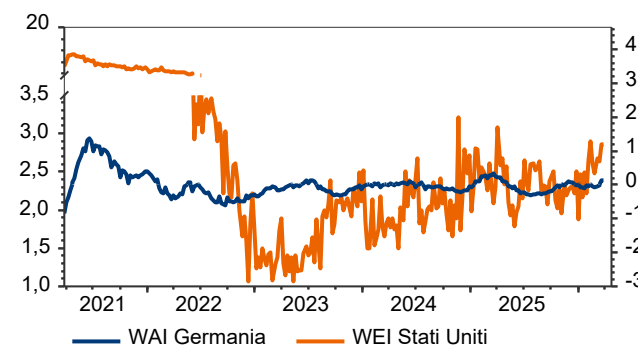
Fonte: S&P Global

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



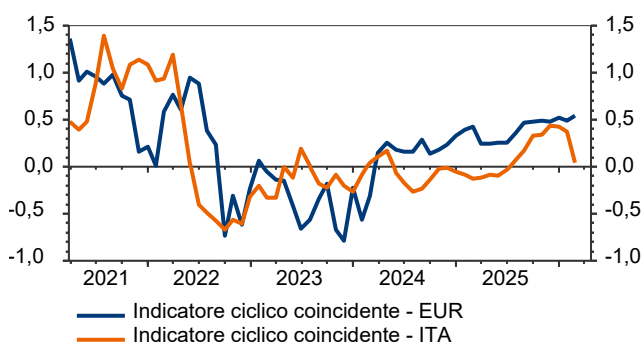
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



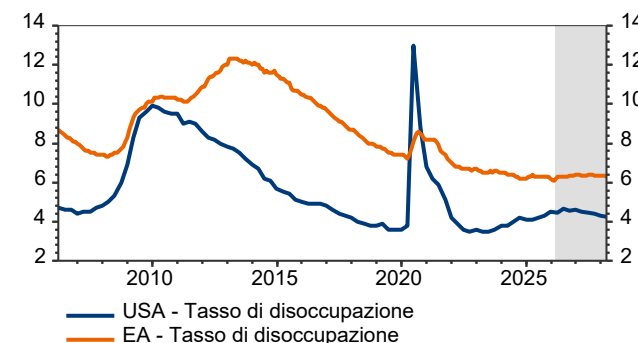
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

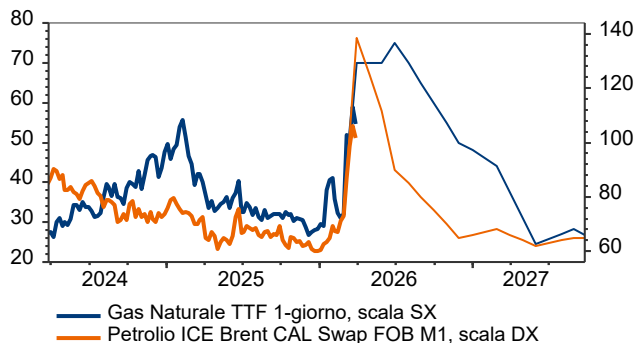
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

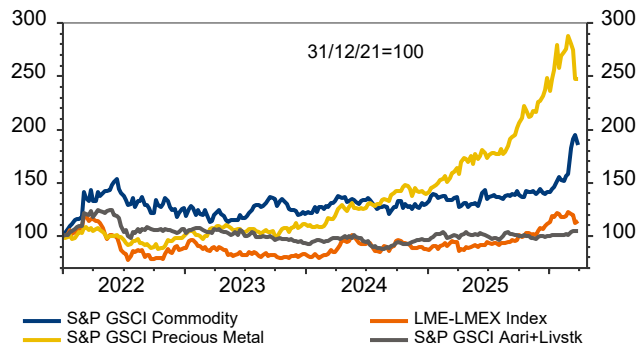
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



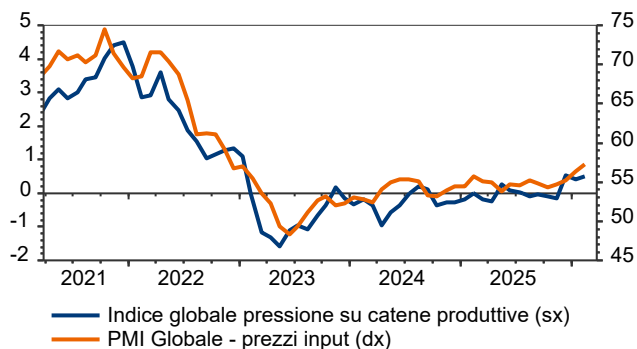
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



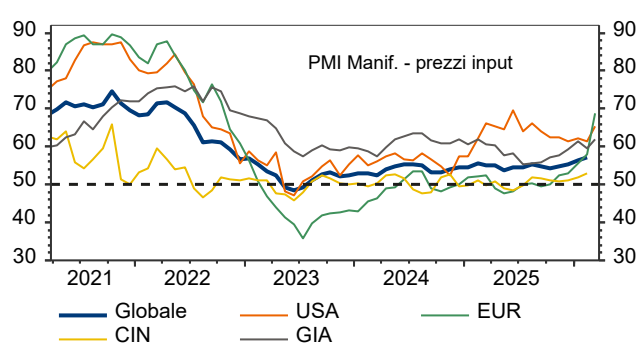
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



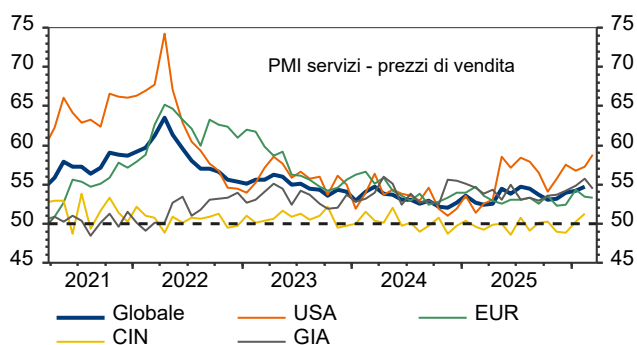
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



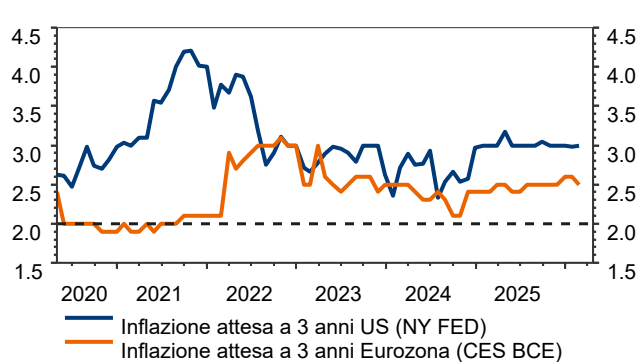
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

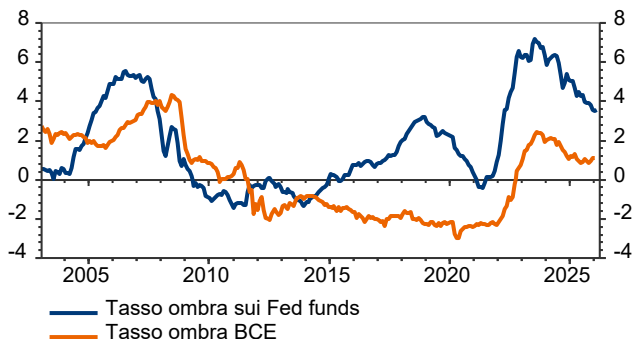
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

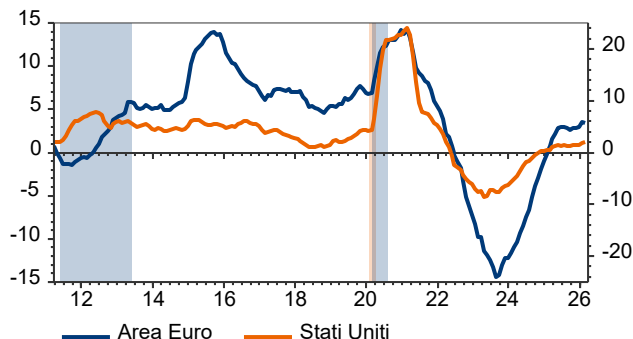
Condizioni Finanziarie

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



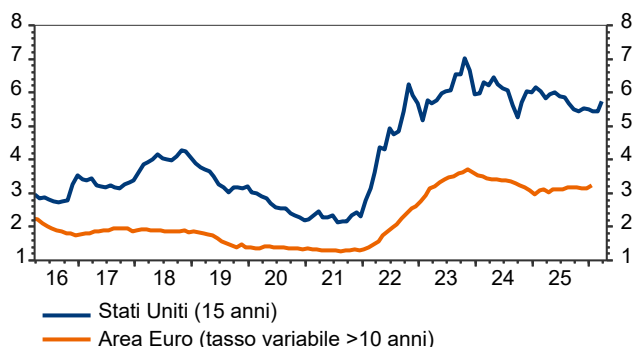
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



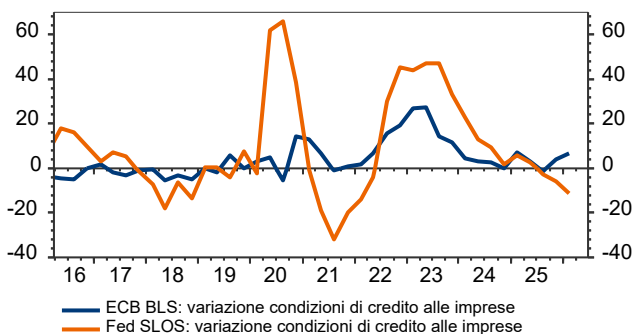
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



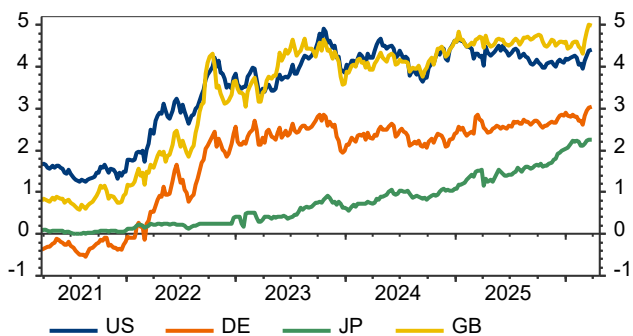
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



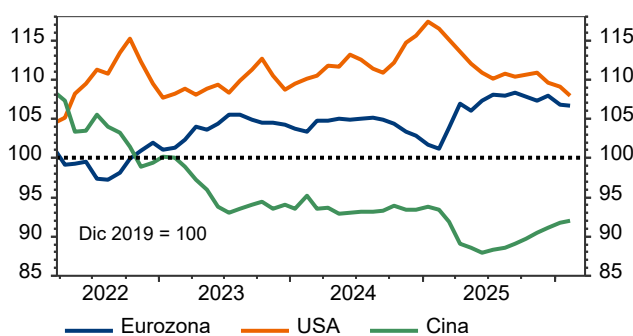
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

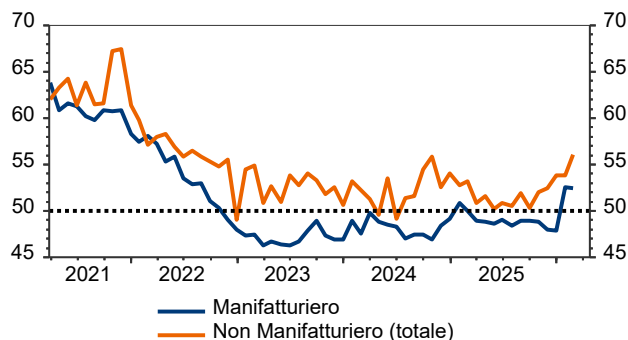
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

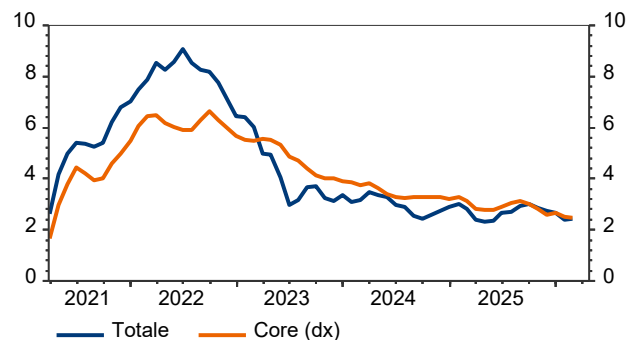
Stati Uniti

Indagini ISM



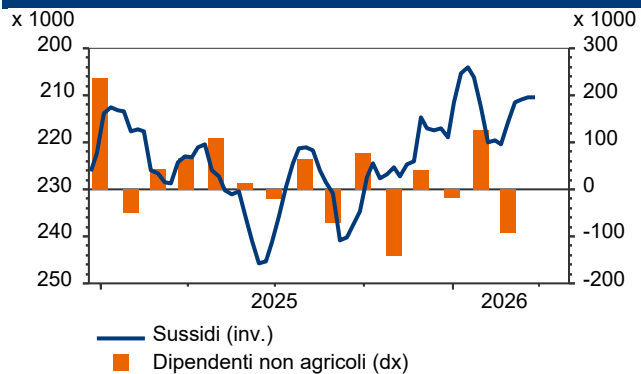
Fonte: ISM

CPI - Var. % a/a



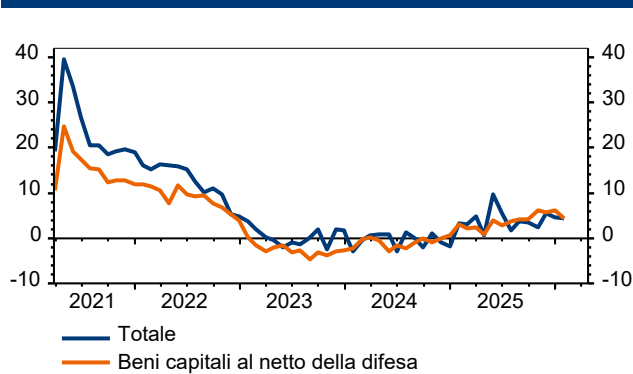
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

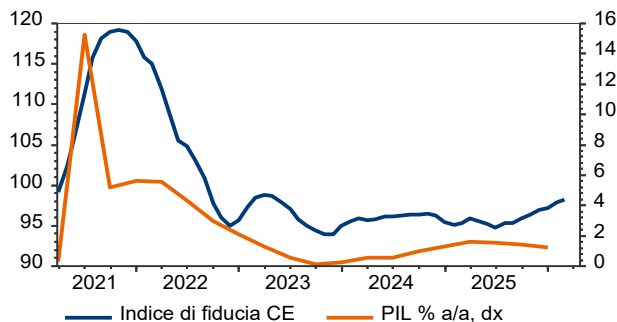
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.4	2.4	2.1	2.3	2.0
- trim./trim. annualizzato	3.8	4.4	0.7	2.6	2.2	1.9
Consumi privati	2.6	2.3	2.1	2.5	3.5	2.0
IFL - privati non residenziali	4.1	3.3	4.4	7.3	3.2	2.2
IFL - privati residenziali	-2.1	0.2	4.0	-5.1	-7.1	-0.5
Consumi e inv. pubblici	1.1	0.7	1.6	-0.1	2.2	-5.8
Esportazioni	1.6	1.6	2.8	-1.8	9.6	-3.3
Importazioni	2.7	-2.0	2.6	-29.3	-4.4	-1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	0.0	-3.2	-0.1	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-2.9	-3.0			
Deficit pubblico (% PIL)	-7.7	-8.2	-7.8			
Debito pubblico (% PIL)	137.6	139.4	141.5			
CPI (a/a)	2.7	3.3	2.4	2.4	2.9	2.7
Produzione industriale	1.2	1.7	1.7	0.5	0.5	-0.3
Disoccupazione (%)	4.3	4.6	4.4	4.2	4.3	4.5

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

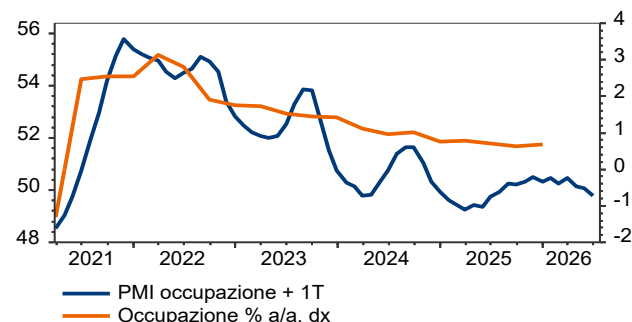
Area euro

PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, S&P Global

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-26	100.1	100.0	99.8	100.0	1.7	2.2	2.2	1.6
feb-26	100.7	100.6	100.6	100.7	1.9	2.3	2.4	1.8
mar-26	102.2	101.3	101.4	102.1	2.8	2.2	2.3	2.7
apr-26	103.0	102.2	102.5	102.9	3.0	2.1	2.3	2.9
mag-26	103.2	102.3	102.6	103.1	3.3	2.2	2.4	3.1
giu-26	103.6	102.6	102.9	103.5	3.4	2.2	2.4	3.3
lug-26	104.0	102.5	102.5	103.9	3.7	2.2	2.1	3.6
ago-26	104.4	102.9	102.9	104.4	4.0	2.3	2.3	3.9
set-26	104.7	103.2	103.2	104.6	4.1	2.5	2.4	4.0
ott-26	105.2	103.5	103.5	105.1	4.5	2.5	2.4	4.4
nov-26	104.8	103.1	102.9	104.7	4.4	2.6	2.4	4.3
dic-26	105.1	103.5	103.3	105.0	4.5	2.6	2.4	4.4
Media	103.4	102.3	102.3	103.3	3.4	2.3	2.3	3.3

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; le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-27	104.4	102.6	102.2	104.3	4.4	2.7	2.4	4.3
feb-27	105.0	103.3	103.0	104.9	4.3	2.7	2.4	4.2
mar-27	105.8	104.1	103.9	105.6	3.5	2.7	2.4	3.4
apr-27	106.2	104.9	104.9	106.0	3.0	2.7	2.4	3.0
mag-27	106.2	105.0	105.0	106.0	2.9	2.7	2.4	2.8
giu-27	106.4	105.3	105.3	106.2	2.7	2.6	2.3	2.6
lug-27	106.0	105.1	104.8	105.9	2.0	2.5	2.3	1.9
ago-27	106.4	105.4	105.2	106.3	1.9	2.4	2.2	1.8
set-27	106.6	105.6	105.5	106.4	1.8	2.3	2.2	1.8
ott-27	107.1	105.8	105.7	107.0	1.8	2.2	2.2	1.7
nov-27	106.4	105.3	105.2	106.3	1.5	2.1	2.2	1.5
dic-27	106.4	105.3	105.5	106.2	1.2	1.8	2.1	1.2
Media	106.1	104.8	104.7	105.9	2.6	2.4	2.3	2.5

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; le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

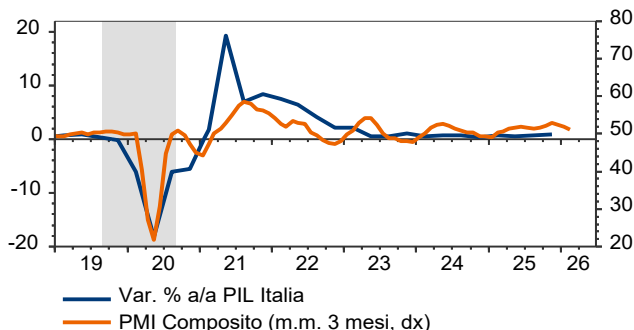
Previsioni

	2025	2026	2027	2025				2026				2027
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	0.8	1.2	1.6	1.4	1.2	0.9	0.8	0.6	0.7	0.8	
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.3	0.0	0.1	0.3	0.4	
Consumi privati	1.5	0.7	1.1	0.4	0.2	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.3	0.3	
Investimenti fissi	3.1	1.9	2.8	-1.5	1.3	0.6	0.6	0.2	0.6	0.6	0.7	
Consumi pubblici	1.6	1.7	1.3	0.4	0.7	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	
Esportazioni	2.2	0.7	2.2	-0.5	0.8	-0.4	0.1	0.3	0.5	0.5	0.6	
Importazioni	3.7	1.7	2.7	-0.0	1.8	-0.2	0.3	0.5	0.3	0.6	0.8	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.1	-0.1	0.4	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.4	2.4									
Deficit pubblico (% PIL)	-3.2	-3.5	-3.4									
Debito pubblico (% PIL)	88.8	89.8	90.4									
Prezzi al consumo (a/a)	2.1	3.4	2.6	2.0	2.1	2.1	2.1	3.2	3.9	4.4	4.0	
Produzione industriale (a/a)	1.6	-0.6	1.1	1.3	1.6	2.1	-1.2	-0.6	-0.2	-0.3	0.8	
Disoccupazione (%)	6.3	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.3	6.3	6.4	6.4	
Euribor 3 mesi	2.18	2.21	2.65	2.11	2.01	2.04	2.03	2.15	2.31	2.36	2.55	

Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

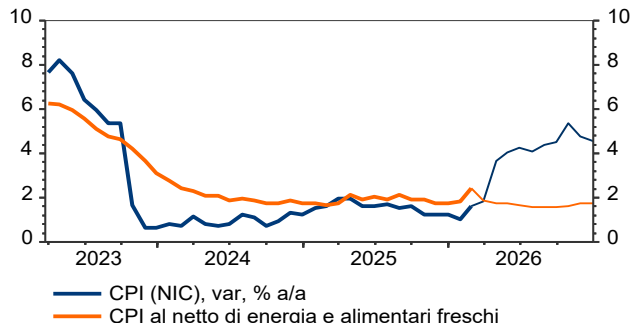
Italia

PIL



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

Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC; le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo a metà maggio. 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	0.8	0.8
feb-26	100.0	101.1	101.0	100.9	1.5	1.5	1.2	1.1
mar-26	101.9	101.8	102.5	101.7	1.8	1.9	1.8	1.7
apr-26	104.0	103.6	104.3	103.4	3.5	3.6	3.6	3.5
mag-26	104.4	104.0	104.5	103.8	4.0	4.1	4.0	3.9
giu-26	104.9	104.4	104.9	104.1	4.3	4.3	4.2	4.1
lug-26	104.0	104.6	105.1	104.3	4.4	4.1	4.0	4.0
ago-26	104.2	105.0	105.5	104.6	4.7	4.4	4.3	4.2
set-26	105.6	104.9	105.4	104.6	4.9	4.5	4.5	4.4
ott-26	106.4	105.5	106.1	105.3	5.8	5.4	5.3	5.3
nov-26	106.0	104.6	105.3	104.5	5.7	4.8	4.7	4.6
dic-26	106.0	104.5	104.6	104.5	5.5	4.5	4.5	4.4
Media	103.9	103.7	104.1	103.5	3.9	3.7	3.6	3.5

Nota: le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. 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	104.2	103.9	103.9	103.8	4.7	3.5	3.5	3.4
feb-27	104.2	104.2	104.0	103.8	4.2	3.0	3.0	2.9
mar-27	105.0	104.0	104.7	103.8	3.0	2.2	2.1	2.0
apr-27	106.6	105.7	106.3	105.3	2.5	2.0	1.9	1.8
mag-27	106.5	106.0	106.5	105.6	2.0	2.0	1.9	1.8
giu-27	106.9	106.3	106.8	105.8	1.9	1.9	1.8	1.7
lug-27	105.5	106.6	107.0	106.1	1.4	1.9	1.8	1.8
ago-27	105.4	106.7	107.0	106.1	1.2	1.6	1.5	1.4
set-27	106.9	106.8	107.2	106.4	1.2	1.8	1.7	1.6
ott-27	107.2	107.1	107.7	106.7	0.7	1.5	1.5	1.4
nov-27	106.9	106.3	107.0	106.1	0.8	1.6	1.6	1.5
dic-27	106.9	105.8	105.8	105.6	0.9	1.2	1.2	1.1
Media	106.0	105.8	106.2	105.4	2.0	2.0	1.9	1.9

Nota: le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2025			2026			2027				
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1			
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.4	0.8	0.5	0.7	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.4
- t/t	0.0	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Consumi privati	1.1	0.3	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3
Investimenti fissi	3.8	1.6	1.4	1.7	1.0	0.9	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.5
Consumi pubblici	0.6	0.8	0.6	0.3	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1
Esportazioni	1.4	-0.7	1.0	-1.7	2.1	-1.2	-0.5	0.2	-0.2	0.2	0.3
Importazioni	3.9	1.6	1.5	0.5	2.0	1.0	-0.8	0.4	0.3	0.3	0.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.3	0.1	0.1	-0.3	0.6	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.1	1.8	2.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-3.0	-2.8								
Debito pubblico (% PIL)	137.1	139.3	139.2								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	3.9	2.0	1.8	1.7	1.2	1.4	3.9	4.6	5.6	4.0
Produzione industriale (a/a)	-0.3	-0.5	0.8	-0.6	0.3	1.2	0.1	-0.6	-0.6	-0.6	0.3
Disoccupazione (ILO, %)	6.0	5.4	5.6	6.3	5.9	5.6	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6
Tasso a 10 anni (%)	3.57	3.52	4.06	3.60	3.55	3.46	3.41	3.42	3.48	3.77	3.97

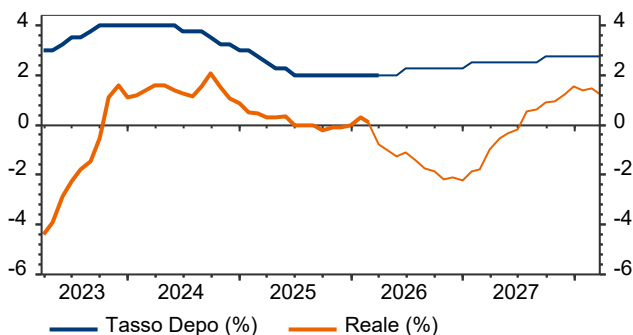
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	26/3	mar	giu	set	dic
Deposit rate	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25
Euribor 1m	1.93	1.93	1.94	1.91	1.94	2.11	2.23	2.26
Euribor 3m	1.94	2.03	2.03	2.14	2.04	2.23	2.31	2.39

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

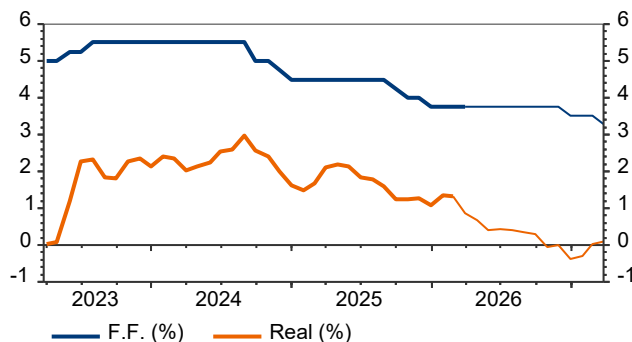


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	26/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50
OIS 3m	4.28	3.90	3.60	3.68	3.62	3.63	3.65	3.44

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

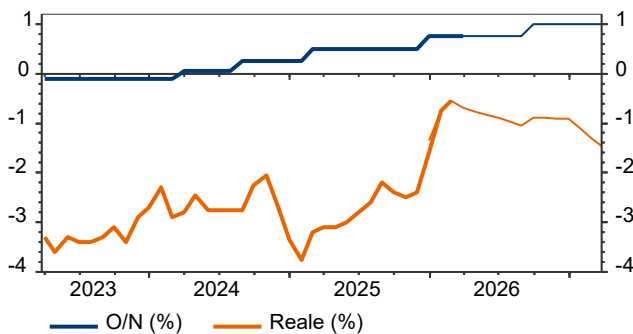


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	giu	set	dic	26/3	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	0.85	0.82	0.77	1.02	1.02

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

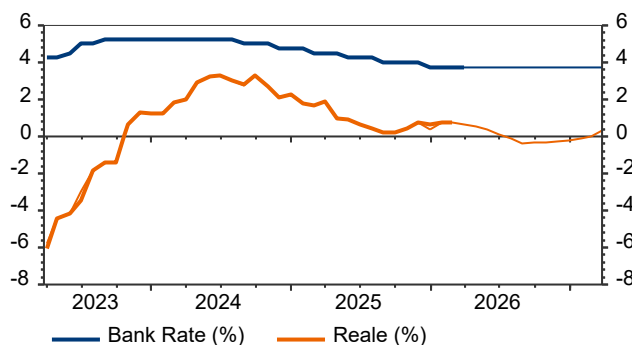


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	26/3	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	3.86	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	27/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.08	1.17	1.18	1.18	1.1536	1.15	1.16	1.17	1.18	1.22
USD/JPY	151	151	150	156	156	159.68	158	154	152	150	145
GBP/USD	1.26	1.30	1.34	1.35	1.34	1.3335	1.34	1.35	1.35	1.36	1.32
EUR/CHF	0.98	0.95	0.93	0.93	0.91	0.9178	0.90	0.91	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	164	163	175	184	184	184.24	182	179	178	177	177
EUR/GBP	0.86	0.83	0.87	0.87	0.88	0.8648	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.intesasnpaolo.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)

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