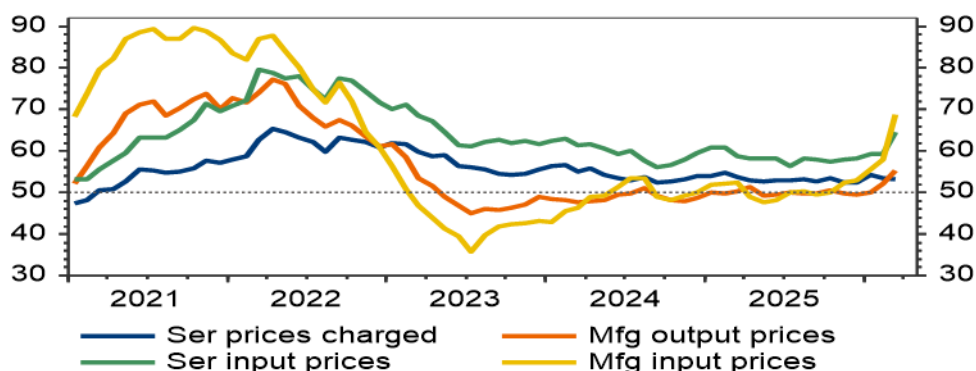


Weekly Economic Monitor
Il punto

I dati preliminari sui prezzi al consumo nell'area euro a marzo sono stati inferiori al previsto, ma appare poco probabile che lo shock energetico non si trasmetta al resto dell'economia, perché, anche in caso di una rapida cessazione delle ostilità, il ritorno a condizioni ordinate nel mercato dell'energia richiederebbe tempi non brevi. In tale contesto, la reazione di politica monetaria dipenderà proprio dal grado di "propagazione" dello shock.

Nello [Scenario Macroeconomico trimestrale appena pubblicato](#), abbiamo illustrato le nostre attuali previsioni congiunturali, che devono fare i conti con un **livello di incertezza eccezionalmente elevato**, derivante dalla durata della guerra in Medio Oriente, dall'eventualità di una sua intensificazione e dalla forza della propagazione dello shock inflattivo che ne deriva. In questa fase, stiamo gestendo la previsione con un approccio multi-scenario, sulla base di ipotesi alternative riguardo al conflitto: nello scenario che riteniamo più probabile, la guerra durerà ancora alcune settimane (potenzialmente intensificandosi), con una sostanziale chiusura dello stretto di Hormuz fino a metà maggio; ciò genera un deficit temporaneo di offerta di petrolio nel secondo trimestre del 2026, destinato a rientrare nella seconda parte dell'anno grazie all'aumento dell'offerta globale e al rallentamento della domanda. L'elevata incertezza geopolitica e la gravità delle distorsioni logistiche sono tali da spingere i prezzi del Brent su livelli eccezionalmente elevati nei mesi centrali dell'anno, prima di un rientro relativamente rapido una volta ripristinati i flussi. **Più persistente appare l'impatto sul gas naturale e sui prodotti raffinati**, in particolare in Europa, in quanto i danni alle infrastrutture di GNL, la minore elasticità dell'offerta e la necessità di ricostituire scorte eccezionalmente basse rendono il processo di riequilibrio del mercato del gas più lento rispetto a quello del greggio: di conseguenza, nel nostro scenario centrale, il TTF resta su livelli elevati per gran parte del 2026, con una normalizzazione solo nel corso del 2027. **Al di fuori dell'energia, lo shock tende a rafforzare le pressioni disinflazionistiche sui metalli industriali**, per effetto del rallentamento della domanda globale, **mentre il comparto agricolo risulta esposto a effetti ritardati ma potenzialmente più persistenti** attraverso l'aumento dei costi energetici e dei fertilizzanti. Nelle economie avanzate, il principale canale macroeconomico di impatto resta quello inflazionistico: l'aumento dei prezzi dell'energia si trasmette inizialmente ai prezzi alimentari e, in misura più contenuta e con maggiore ritardo, alle altre componenti dell'indice. **Il rischio principale riguarda l'ampiezza e la diffusione del trasferimento**. Rispetto alla crisi energetica del 2022-23, lo shock attuale presenta caratteristiche

Le indagini PMI di marzo hanno registrato un brusco aumento dei costi di produzione, soprattutto nella manifattura. Al momento però, il trasferimento ai prezzi finali è ancora contenuto



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

2 aprile 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

in parte diverse: l'aumento dei prezzi è oggi più concentrato sul petrolio che sul gas naturale, con effetti immediati sui carburanti e una trasmissione più graduale sulle bollette energetiche; soprattutto, **la domanda è meno brillante che nel 2022 e lo shock energetico non si accompagna ad altri colli di bottiglia**. Questa configurazione rende la trasmissione dello shock potenzialmente meno persistente, anche se molto dipenderà dalla durata effettiva delle tensioni e dalla capacità delle imprese di trasferire i maggiori costi lungo la catena dei prezzi: se da un lato il contesto ciclico più debole rispetto al 2022 limita il potere di mercato delle imprese, dall'altro, un nuovo shock inflattivo a pochi anni di distanza dal precedente potrebbe rendere imprese e lavoratori più reattivi rispetto ad allora. Infine, **l'esperienza del 2022 potrebbe indurre le banche centrali a reagire con rialzi dei tassi più aggressivi nei prossimi mesi. Un rischio è che la crisi energetica agisca anche da catalizzatore per una correzione dei mercati azionari**.

Nell'area euro, la crescita 2026 del PIL è stata rivista al ribasso dall'1,2% stimato prima della guerra in Iran allo 0,9%, riflettendo l'erosione del potere d'acquisto delle famiglie, il rallentamento dei consumi privati e la compressione dei margini delle imprese. Il recupero nel 2027, stimato all'1,2%, resta subordinato a un miglioramento del contesto esterno e a un progressivo riassorbimento dello shock energetico. Le differenze tra paesi sono significative: **le economie a maggiore intensità manifatturiera e più dipendenti dal gas naturale, come Germania e Italia, risultano più penalizzate**, mentre Francia e Spagna mostrano una maggiore resilienza, anche grazie a una migliore diversificazione delle fonti energetiche. **Sul fronte fiscale, il contributo di eventuali misure di sostegno è incorporato in modo prudente, assumendo un approccio più selettivo e meno generoso rispetto a quello adottato nel 2022-23**, coerentemente con vincoli di bilancio oggi più stringenti. L'aspetto più critico dello scenario riguarda la reazione della politica monetaria di fronte a un'inflazione che supera per 5-6 mesi il 4%, restando poi sopra il 2% fino a metà 2027, e un'inflazione core che si riporta per nove o dieci mesi sopra il 2,5%. **Nello scenario centrale i tassi ufficiali vengono portati al 2,75%, ma con un solo rialzo nel 2026: non ci stupiremmo se l'aumento fosse più rapido, come già i mercati stanno scontando**.

I dati preliminari sui prezzi al consumo di marzo comunicati questa settimana nell'area euro sono stati nel complesso inferiori alle attese (2,5% a/a per la media dell'Eurozona) ma è solo l'inizio degli effetti della crisi energetica. Per ora, i rincari hanno riguardato solo l'energia, ma anche in questo comparto l'aumento dei prezzi all'ingrosso non si è ancora riflesso appieno sui prezzi al dettaglio, per via dei ritardi nella trasmissione alle bollette energetiche nonché degli interventi governativi (sotto forma di sussidi o riduzione della tassazione). Soprattutto, non vi sono segnali di propagazione alle altre componenti di inflazione, che viceversa hanno mostrato un rallentamento; in particolare, i servizi hanno beneficiato del venir meno dell'effetto dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina in Italia. Tuttavia, è troppo presto per vedere ricadute della crisi sulle componenti core. Se lo shock dovesse rimanere circoscritto al settore energetico, la politica monetaria potrebbe "guardare oltre". Tuttavia, è poco probabile che ciò accada, perché il conflitto in Medio Oriente e le tensioni sul sistema di produzione e trasporto di materie prime (non solo energetiche) sono già andati troppo oltre per non influire sull'inflazione di fondo, anche se nei prossimi giorni dovesse emergere un cessate il fuoco. In tale contesto, **la BCE agirà quando ci sono prove concrete di "propagazione"** dello shock energetico al resto dell'economia (per citare il termine usato da Lagarde nel suo [intervento](#) alla conferenza "The ECB and Its Watchers" del 25 marzo a Francoforte). Si noti che la pubblicazione dei dati sui prezzi al consumo relativi al mese di aprile è in calendario giovedì 30 aprile, ovvero lo stesso giorno della riunione del Consiglio Direttivo della BCE: in tempo per essere incorporati nella decisione del Consiglio, ma probabilmente mancherà un'analisi completa da parte dello staff. A meno di un dato estremamente elevato, al momento siamo inclini a pensare che la BCE non proceda già a un rialzo dei tassi in quell'occasione, ma che possa cominciare a segnalare che una mossa a giugno è possibile, soprattutto in caso di mancata ripresa dell'export di petrolio e gas dal Golfo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (6 – 11 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	6/4	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	mar	56.1	55.0
Mar	7/4	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	feb	-1.0	%
		09:45	ITA	PMI servizi	*	mar	52.3	
		09:50	FRA	PMI servizi finale		mar	prel 48.3	
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	mar	prel 51.2	
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	mar	prel 50.1	
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	mar	prel 50.5	
		10:00	CN	Riserve in valuta estera		mar	3.428	1000Mld \$
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	mar	51.2	
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	feb	0.4	%
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	feb	0.0	%
Mer	8/4	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	feb	-11.1	%
		11:00	EUR	PPI a/a		feb	-2.1	%
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		feb	-0.1	%
Gio	9/4	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		mar	40.0	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	feb	-0.5	%
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		feb	21.2	Mld €
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		feb	0.3	%
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln
		14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T4	prel 3.8	%
		14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T4	prel 2.7	%
		14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T4	prel 0.7	%
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	feb	0.4	%
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	feb	3.1	%
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		feb	0.4	%
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	feb	0.4	%
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	feb	2.8	%
Ven	10/4	03:30	CN	CPI m/m		mar	1.0	%
		03:30	CN	PPI a/a	*	mar	-0.9	%
		03:30	CN	CPI a/a	*	mar	1.3	%
		08:00	GER	IPCA a/a finale		mar	prel 2.8	%
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	mar	prel 1.2	%
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	mar	prel 1.1	%
		08:00	GER	CPI a/a finale		mar	prel 2.7	%
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	feb	-0.6	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mar	0.2	%
		14:30	USA	CPI m/m	*	mar	0.3	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mar	2.5	%
		14:30	USA	CPI a/a		mar	2.4	%
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		feb	0.1	%
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	feb	0.0	%
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	feb	0.4	%		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		apr	53.3			
Sab	11/4	00:00	CN	M2 a/a	*	mar	9.0	%
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	mar	2380	Mld ¥ CN
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	mar	900	Mld ¥ CN

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 (6 – 10 Aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	7/4	18:35	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
Mer	8/4	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Ven	10/4		FRA	* Moody's si pronuncia sul debito sovrano della Francia

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	gen	0.3 (0.1)	%	0.1
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	gen	1.4	%	1.3
PMI (Chicago)	mar	57.7	55.0	52.8
Fiducia consumatori (CB)	mar	91.0 (91.2)	88.0	91.8
Nuovi occupati: stima ADP	mar	66 (63)	x1000	40
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	feb	0.0	%	0.3
Vendite al dettaglio m/m	feb	-0.1 (-0.2)	%	0.5
Markit PMI Manif. finale	mar	52.4		52.3
Indice ISM manifatturiero	mar	52.4	52.5	52.7
Scorte delle imprese m/m	gen	0.0 (0.1)	%	0.1
Richieste di sussidio	settim	210	x1000	212
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.819	Mln	1.839
Bilancia commerciale	feb	-54.5	Mld \$	-61.0
Tasso di disoccupazione	mar	4.4	%	4.4
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mar	-92	x1000	60
Salari orari m/m	mar	0.4	%	0.3
Markit PMI Composito finale	mar	51.4		
Markit PMI Servizi finale	mar	51.1		

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori finale	mar	-16.3	-16.3	-16.3
EUR	Fiducia servizi	mar	5.0	3.9	4.9
EUR	Fiducia industria	mar	-7.2 (-7.1)	-8.0	-7.0
EUR	Indice di fiducia economica	mar	98.2 (98.3)	96.8	96.6
EUR	CPI a/a stima flash	mar	1.9	%	2.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mar	2.3	%	2.4
EUR	PMI manifatturiero finale	mar	51.4	51.4	51.6
EUR	Tasso di disoccupazione	feb	6.1	%	6.1
FRA	Spese per consumi m/m	feb	0.4 (0.5)	%	-0.3
FRA	IPCA a/a prelim	mar	1.1	%	1.9
FRA	PMI manifatturiero finale	mar	50.2	50.2	50.0
FRA	Produzione industriale m/m	feb	0.5	%	0.0
GER	IPCA m/m prelim	mar	0.4	%	1.2
GER	CPI (Lander) a/a prelim	mar	1.9	%	2.7
GER	IPCA a/a prelim	mar	2.0	%	2.8
GER	CPI (Lander) m/m prelim	mar	0.2	%	1.1
GER	Vendite al dettaglio m/m	feb	-1.1 (-0.9)	%	0.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	feb	0.9 (1.2)	%	1.6
GER	Prezzi import a/a	feb	-2.3	%	-2.3
GER	Variazione n° disoccupati	mar	1	x1000	2
GER	Tasso di disoccupazione	mar	6.3	%	6.3
GER	PMI manifatturiero finale	mar	51.7	51.7	52.2
ITA	IPCA m/m prelim	mar	0.5	%	1.8
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	mar	1.5	%	1.8
ITA	IPCA a/a prelim	mar	1.5	%	1.5
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	mar	0.7	%	0.7
ITA	Fatturato industriale a/a	gen	3.5 (3.6)	%	-1.0
ITA	Fatturato industriale m/m	gen	0.6 (0.5)	%	-0.3
ITA	PMI manifatturiero	mar	50.6	50.9	51.3
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	feb	5.2 (5.1)	%	5.3
ITA	Vendite al dettaglio a/a	feb	2.3	%	
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T4	3.4	%	

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

Eurozona: sale meno del previsto l'inflazione a marzo. L'inflazione area euro ha accelerato bruscamente a marzo, salendo da 1,9% a 2,5% sull'indice headline, spinta dall'inversione della

componente energetica (da -3,1% a +4,9% a/a). Il dato è però inferiore al previsto, per effetto del calo dell'inflazione core. In ogni caso, prevediamo una ulteriore salita dell'indice headline nei prossimi mesi (stimiamo una media sopra il 3% nel 2026, con picco sopra il 4% nel 4° trimestre), mentre riteniamo che gli effetti sull'inflazione di fondo possano essere contenuti. In Italia, l'IPCA è risultato stabile all'1,5% a/a, in quanto il rientro dell'effetto Olimpiadi Invernali sui servizi è stato compensato dai rincari dei prezzi energetici.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	feb	1.2	1.18	1.19
Tasso di disoccupazione	feb	2.7	% 2.7	2.6
Vendite al dettaglio a/a	feb	1.8	% 0.8	-0.2
Produzione industriale m/m prelim	feb	4.3	% -2.1	-2.1
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T1	15	16	17
Tankan, grandi imprese non manif.	T1	34	33	36
PMI manifatturiero finale	mar	51.4		51.6

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

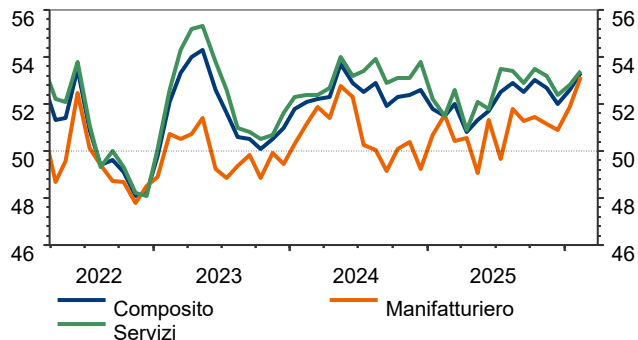
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mar	49.5		50.5
PMI manifatturiero - NBS	mar	49.0	50.1	50.4
PMI non manifatturiero - NBS	mar	49.5		50.1
PMI manifatturiero - Caixin	mar	52.1	51.6	50.8
PMI servizi - Caixin	mar	56.7		

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

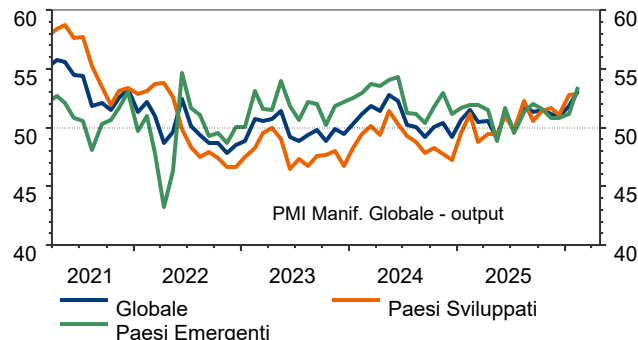
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



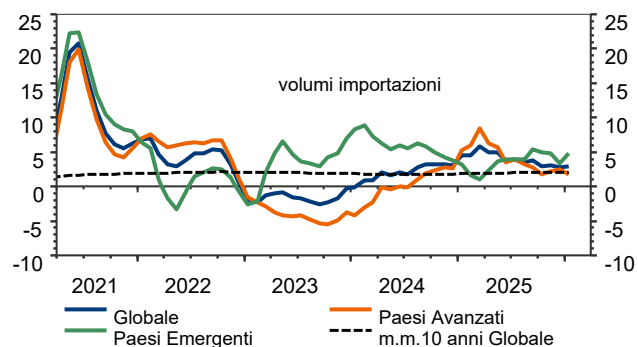
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



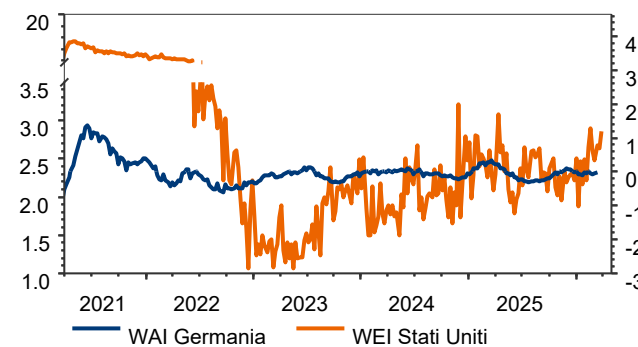
Fonte: S&P Global

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



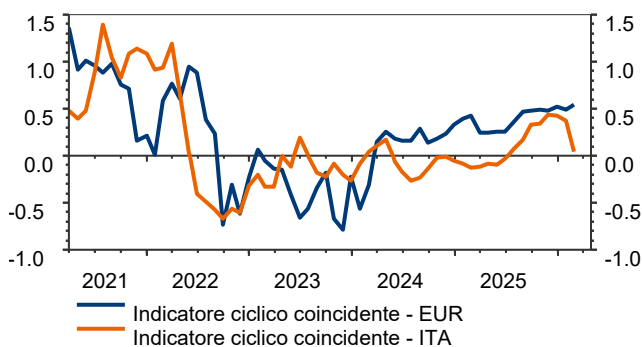
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



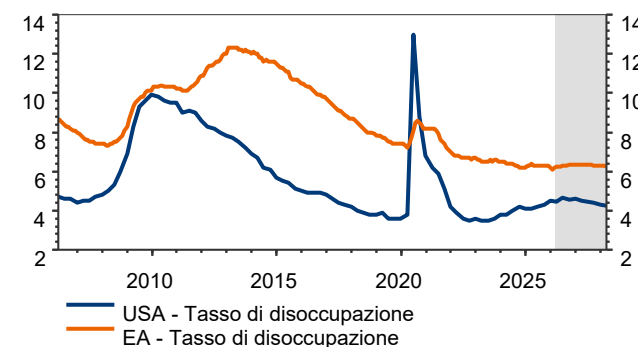
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

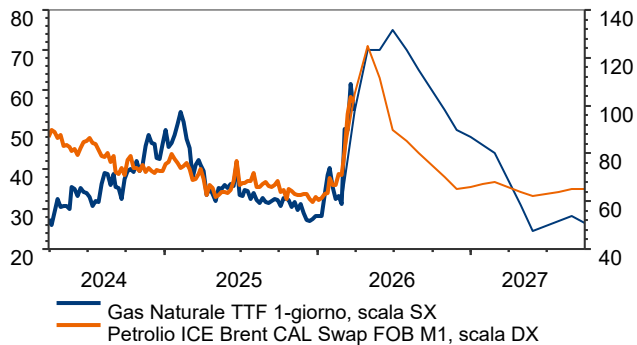
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

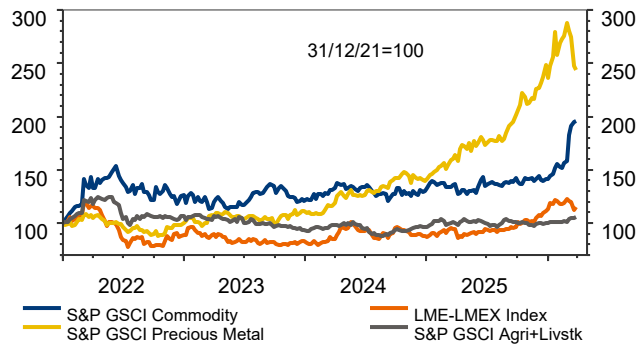
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



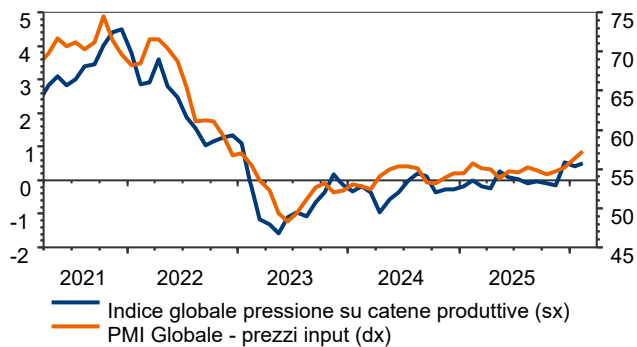
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



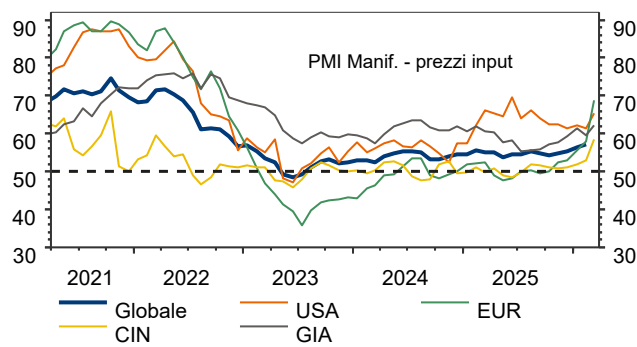
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



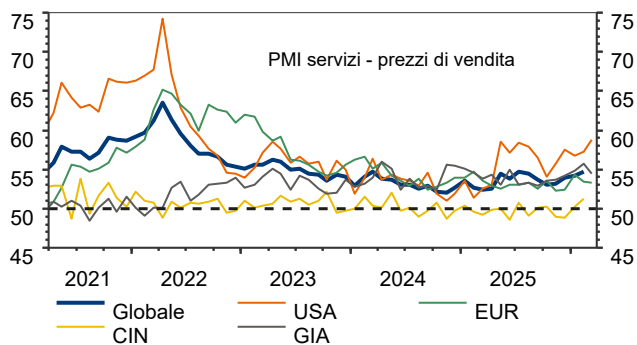
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



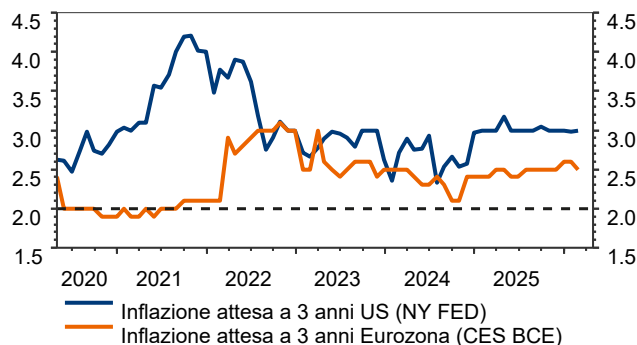
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

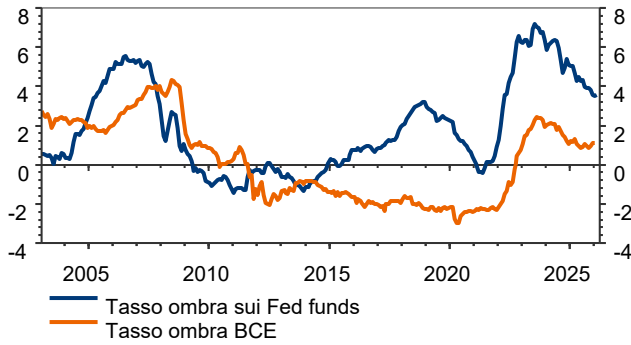
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

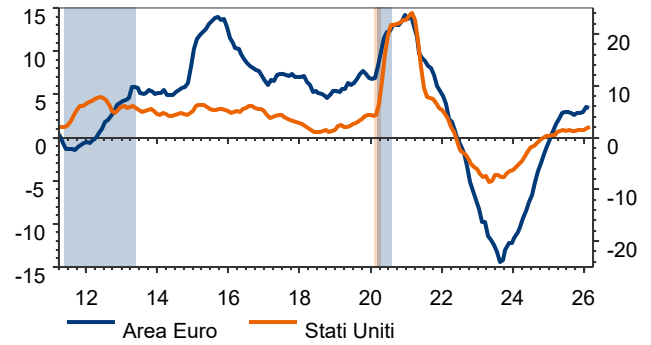
Condizioni Finanziarie

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



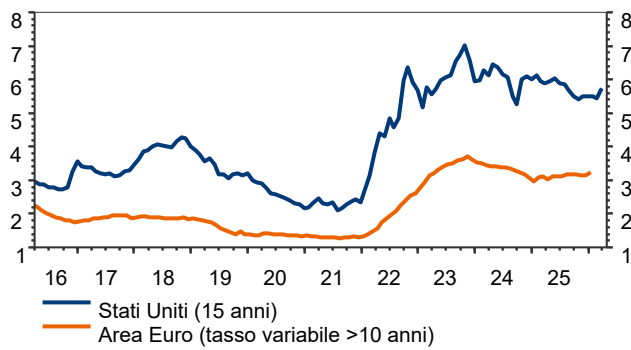
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



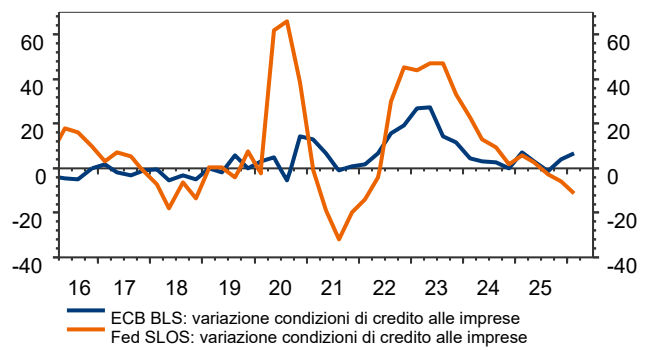
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



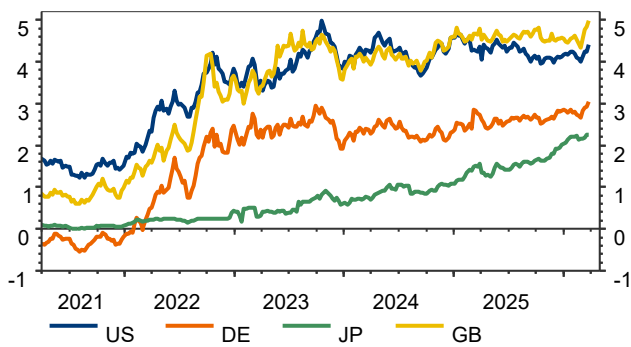
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



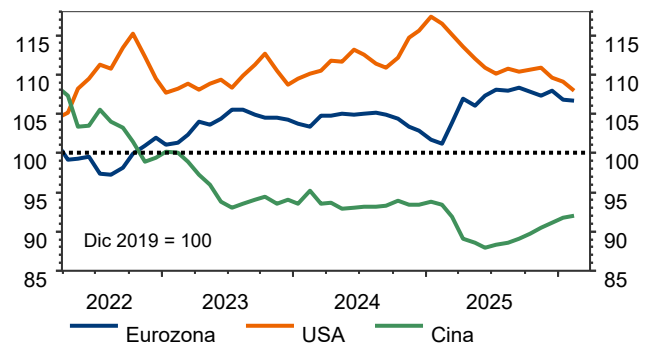
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

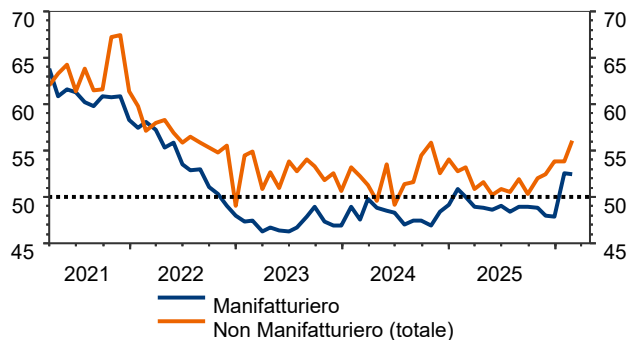
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

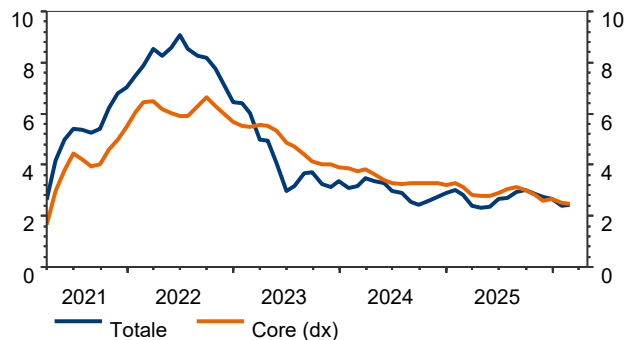
Stati Uniti

Indagini ISM



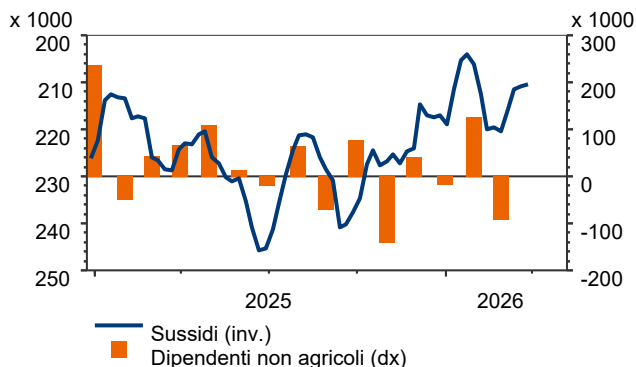
Fonte: ISM

CPI - Var. % a/a



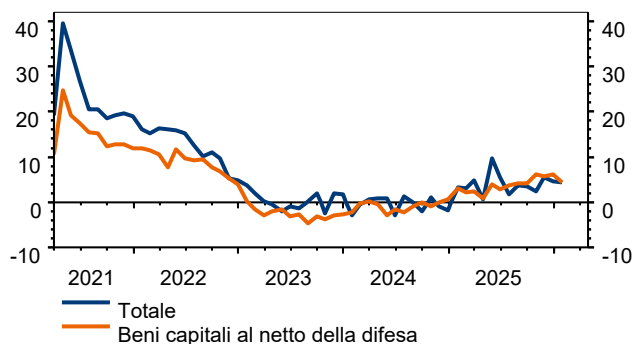
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

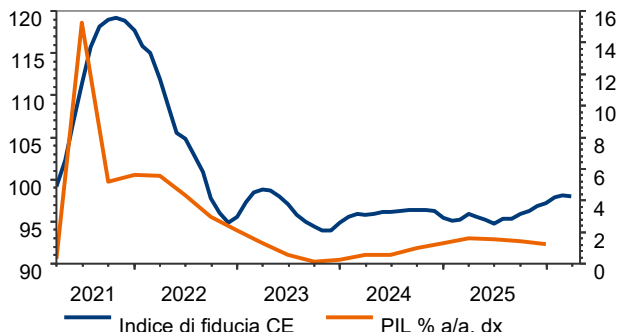
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027					
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.4	2.4	2.1	2.3	2.0	2.8	2.4	1.8	2.3	2.4
- trim./trim. annualizzato				3.8	4.4	0.7	2.6	2.2	1.9	2.5	2.9
Consumi privati	2.6	2.3	2.1	2.5	3.5	2.0	2.4	2.1	1.7	2.3	2.6
IFL - privati non residenziali	4.1	3.3	4.4	7.3	3.2	2.2	3.8	2.8	3.0	3.6	5.1
IFL - privati residenziali	-2.1	0.2	4.0	-5.1	-7.1	-0.5	3.0	2.0	2.5	3.0	5.0
Consumi e inv. pubblici	1.1	0.7	1.6	-0.1	2.2	-5.8	3.5	2.0	1.6	2.0	1.5
Esportazioni	1.6	1.6	2.8	-1.8	9.6	-3.3	2.0	1.8	1.9	2.2	3.0
Importazioni	2.7	-2.0	2.6	-29.3	-4.4	-1.1	1.6	1.6	1.8	1.7	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	0.0	-3.2	-0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
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	2.6	3.2	3.4	3.8	3.5
Produzione industriale	1.2	1.7	1.7	0.5	0.5	-0.3	1.0	0.3	0.4	0.3	0.4
Disoccupazione (%)	4.3	4.6	4.4	4.2	4.3	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	4.5

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

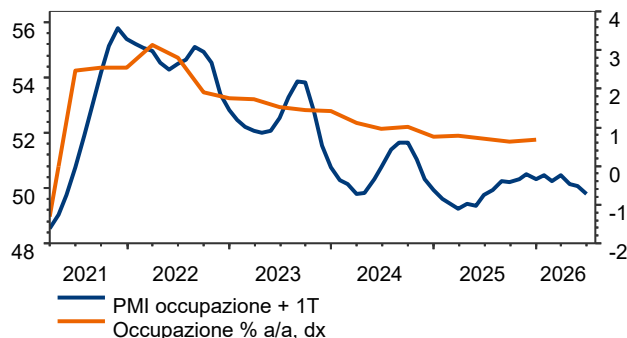
Area euro

PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, S&P Global

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	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	2.2	2.2	1.6
feb-26	100.7	100.6	100.6	100.7	1.9	2.3	2.4	1.8
mar-26	102.0	101.3	101.4	101.8	2.5	2.2	2.3	2.4
apr-26	103.4	102.1	102.3	103.3	3.4	2.0	2.1	3.3
mag-26	103.6	102.2	102.4	103.5	3.6	2.1	2.2	3.5
giu-26	103.8	102.6	102.9	103.7	3.5	2.2	2.4	3.4
lug-26	104.1	102.7	102.5	103.9	3.8	2.3	2.2	3.6
ago-26	104.4	103.0	102.8	104.3	3.9	2.3	2.2	3.8
set-26	104.5	103.2	103.1	104.5	4.0	2.5	2.3	3.9
ott-26	104.7	103.5	103.3	104.6	3.9	2.5	2.2	3.8
nov-26	104.2	103.0	102.8	104.1	3.7	2.5	2.3	3.7
dic-26	104.7	103.4	103.2	104.6	4.1	2.6	2.3	4.0
Media	103.3	102.3	102.3	103.2	3.3	2.3	2.3	3.2

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	104.1	102.6	102.2	104.0	4.1	2.6	2.4	4.0
feb-27	104.7	103.2	102.9	104.6	4.0	2.6	2.3	3.9
mar-27	105.2	104.0	103.8	105.0	3.2	2.7	2.4	3.1
apr-27	106.2	104.8	104.7	106.0	2.7	2.6	2.4	2.6
mag-27	106.2	104.8	104.8	106.0	2.5	2.6	2.4	2.4
giu-27	106.4	105.2	105.3	106.2	2.5	2.6	2.3	2.4
lug-27	106.6	105.2	104.9	106.3	2.4	2.5	2.3	2.3
ago-27	106.5	105.4	105.1	106.3	2.0	2.3	2.2	2.0
set-27	106.6	105.5	105.3	106.4	2.0	2.2	2.2	1.9
ott-27	106.6	105.6	105.5	106.4	1.8	2.1	2.1	1.7
nov-27	106.0	105.1	104.9	105.8	1.7	2.0	2.1	1.6
dic-27	106.4	105.4	105.3	106.2	1.6	1.9	2.1	1.5
Media	105.9	104.7	104.6	105.8	2.5	2.4	2.3	2.4

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.

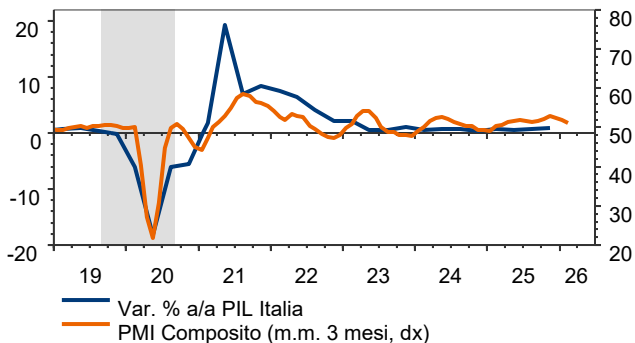
Previsioni

	2025	2026	2027	2025			2026			2027	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	0.9	1.2	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9	0.7	0.8	0.9
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.3	0.0	0.1	0.3	0.4
Consumi privati	1.5	0.8	0.9	0.4	0.2	0.4	0.3	0.0	0.0	0.2	0.2
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	1.3	2.5	-0.0	1.8	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.6	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.1	0.0	0.4	0.2	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.1
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	3.3	2.5	2.0	2.1	2.1	2.0	3.5	3.9	3.9	3.7
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	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.3	6.3	6.3	6.3
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. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

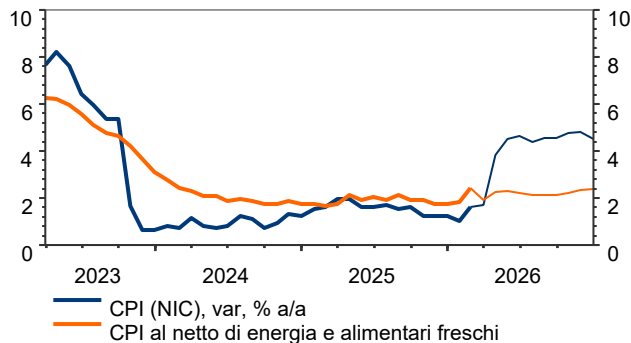
Italia

PIL



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

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	0.8	0.8
feb-26	100.0	101.1	101.0	100.9	1.5	1.5	1.2	1.1
mar-26	101.6	101.6	101.6	101.4	1.5	1.7	1.5	1.4
apr-26	103.7	103.8	103.8	103.6	3.2	3.8	3.8	3.7
mag-26	104.4	104.4	104.3	104.2	4.0	4.5	4.5	4.4
giu-26	105.0	104.7	104.6	104.4	4.4	4.6	4.6	4.5
lug-26	104.1	104.9	104.7	104.5	4.4	4.4	4.4	4.2
ago-26	104.5	105.2	104.9	104.7	5.0	4.5	4.5	4.4
set-26	105.5	105.0	104.7	104.6	4.8	4.6	4.5	4.4
ott-26	106.2	104.9	104.8	104.6	5.5	4.8	4.7	4.6
nov-26	105.7	104.6	104.6	104.5	5.4	4.8	4.7	4.6
dic-26	105.8	104.5	104.5	104.4	5.3	4.5	4.4	4.3
Media	103.8	103.8	103.7	103.5	3.8	3.7	3.6	3.5

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	103.8	103.3	103.3	103.2	4.3	2.9	2.9	2.8
feb-27	103.7	103.7	103.5	103.4	3.7	2.5	2.5	2.4
mar-27	105.2	103.6	103.4	103.3	3.6	1.9	1.9	1.8
apr-27	106.3	105.7	105.5	105.2	2.5	1.8	1.7	1.6
mag-27	106.7	106.2	106.0	105.8	2.1	1.8	1.7	1.6
giu-27	107.1	106.5	106.3	106.0	2.0	1.7	1.6	1.5
lug-27	106.0	106.8	106.4	106.2	1.9	1.8	1.7	1.6
ago-27	106.4	107.0	106.7	106.4	1.8	1.7	1.7	1.6
set-27	106.6	107.2	106.9	106.7	1.0	2.1	2.0	2.0
ott-27	106.8	107.2	107.1	106.8	0.6	2.2	2.1	2.1
nov-27	106.5	107.0	107.1	106.9	0.7	2.3	2.3	2.2
dic-27	106.6	106.7	106.8	106.6	0.8	2.1	2.1	2.1
Media	106.0	105.9	105.7	105.5	2.1	2.1	2.0	1.9

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2025	2026	2027	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	0.4
- i/t	0.0			0.0	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.3	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	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	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	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	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	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	0.0
Parite correnti (% PIL)	1.1	1.8	2.0									
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-3.0	-2.8									
Debito pubblico (% PIL)	137.1	138.6	138.6									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	3.8	2.1	1.8	1.7	1.2	1.3	3.9	4.7	5.4	3.9	3.9
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	0.3
Disoccupazione (ILO, %)	6.0	5.4	5.7	6.3	5.9	5.6	5.3	5.4	5.5	5.6	5.6	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	3.97

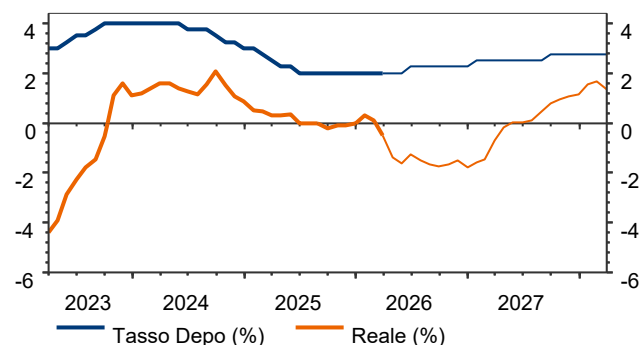
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Deposit rate	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	2.50
Euribor 1m	1.93	1.94	1.88	1.90	2.11	2.23	2.26	2.47
Euribor 3m	2.03	2.03	2.12	2.08	2.23	2.31	2.39	2.55

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

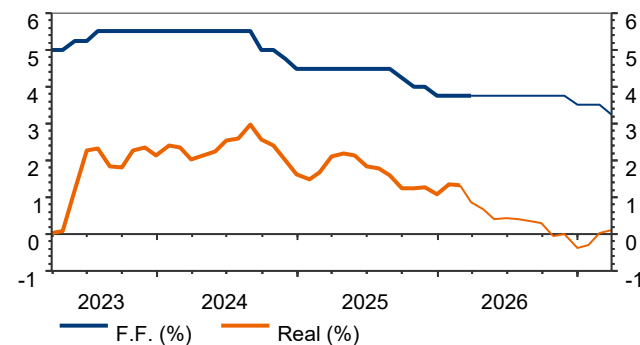


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Fed Funds	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25
OIS 3m	3.90	3.60	3.66	3.66	3.63	3.65	3.44	3.23

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

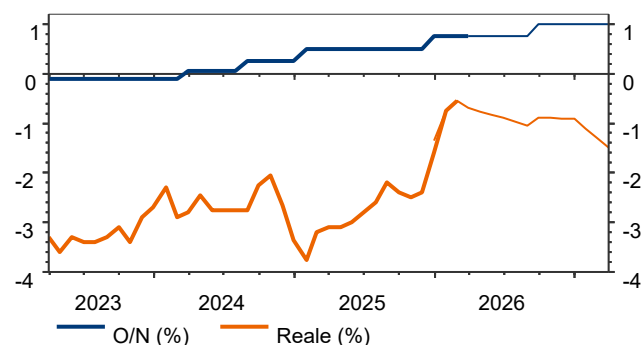


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
O/N target	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00
OIS 3m	0.60	0.73	0.86	0.86	0.77	1.02	1.02	1.02

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

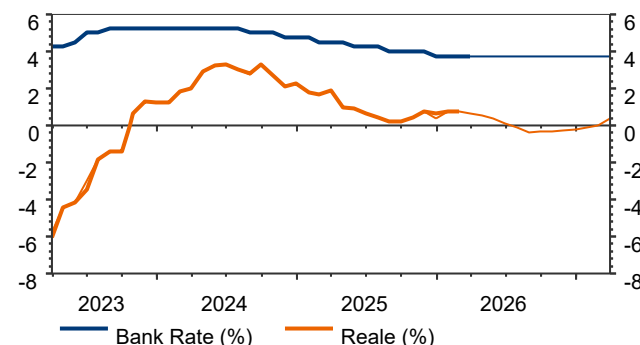


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Bank rate	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
OIS 3m	3.98	3.72	3.84	3.84	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	1/4	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	152	149	147	157	156	159.68	158	154	152	150	145
GBP/USD	1.26	1.29	1.35	1.35	1.34	1.3335	1.34	1.35	1.35	1.36	1.32
EUR/CHF	0.98	0.95	0.94	0.93	0.91	0.9178	0.90	0.91	0.92	0.92	0.92
EUR/JPY	163	161	172	184	184	184.24	182	179	178	177	177
EUR/GBP	0.86	0.84	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.intesasanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpi

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