

Weekly Economic Monitor

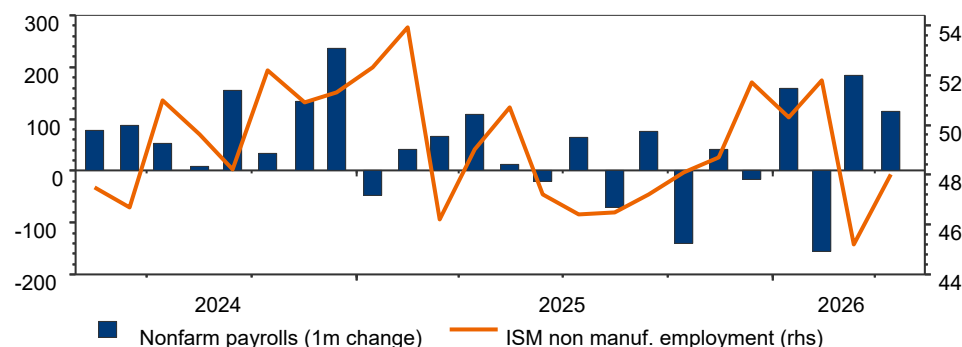
Il punto

La settimana ha visto l'emergere di una possibile bozza di intesa tra Stati Uniti e Iran che potrebbe prevedere la riapertura graduale di Hormuz e la rimozione progressiva del blocco navale USA in 30 giorni, con rinvio del negoziato nucleare a una fase successiva. Tuttavia, la cautela resta d'obbligo, visto che le parti continuano ad accusarsi reciprocamente di violazioni del "cessate il fuoco" e il fronte Libano resta attivo; uno "snodo" importante potrebbe essere il vertice Trump-Xi Jinping del 14-15 maggio. Sul fronte congiunturale, l'industria tedesca si conferma in difficoltà mentre negli Stati Uniti i dati sui nuovi occupati di aprile, pur in rallentamento rispetto a marzo, mostrano una buona tenuta del mercato del lavoro.

La settimana ha visto un'accelerazione diplomatica senza precedenti dall'inizio del conflitto. Martedì, Trump ha sospeso l'operazione *Project Freedom* (che, lanciata solo due giorni prima con 15.000 militari e oltre 100 asset aerei/navali, ha scortato appena 2 navi in 48 ore), citando "grandi progressi" verso un accordo "completo e finale". Rubio ha dichiarato la campagna militare "conclusa", segnalando il passaggio dagli obiettivi militari originali a un approccio incentrato sulla riapertura dello stretto. In questo quadro, **è emersa una bozza di memorandum d'intesa che includerebbe un accordo in tre step successivi:** (a) dichiarazione formale di fine delle ostilità; (b) riapertura graduale di Hormuz e rimozione del blocco in 30 giorni; (c) avvio entro 30 giorni di negoziati su nucleare, asset congelati e sicurezza dello stretto. L'Iran starebbe valutando la proposta. Peraltro, anche ieri entrambe le parti si sono accusate reciprocamente di violazioni del cessate il fuoco, pur senza dichiarare superata la tregua. Sembrano permanere **divergenze** rilevanti: (1) l'Iran insiste sul diritto di imporre pedaggi nello stretto; (2) lo status del fronte libanese resterebbe fuori dal perimetro dell'accordo (Israele ha continuato a colpire i sobborghi sud di Beirut anche nei giorni scorsi); (3) Trump mantiene la minaccia di ripresa dei bombardamenti se l'Iran non accetta. Inoltre, l'approccio "Hormuz first, nuclear later" rappresenta un cedimento rispetto alla posizione USA iniziale (piano in 15 punti di marzo), che chiedeva lo smantellamento del programma nucleare come condizione necessaria per la fine delle ostilità.

Il Brent spot, dopo il picco sopra 140 dollari del 29 aprile, ha da allora corretto decisamente, sino a poco sopra i 100 dollari. Il 6 maggio, con l'emergere della bozza di intesa, il Brent future ha visto il calo più ampio dall'inizio della crisi (-7,8%), per poi attestarsi anch'esso attorno a 100 dollari. **La struttura a termine si è compressa in modo significativo:** lo spread spot-future, che aveva raggiunto 27,9 dollari il 1° maggio, si è oggi sostanzialmente azzerato – un segnale che il mercato sta cominciando a scontare una normalizzazione dei flussi.

Stati Uniti: fiene il mercato del lavoro ad aprile



Fonte: Bureau of Labor Statistics, ISM

8 maggio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Andrea Volpi
Economista - Area euro

In sostanza, malgrado le ripetute violazioni della tregua, **pare aumentata la probabilità di un accordo transitorio che consenta la riapertura dello stretto di Hormuz nelle prossime settimane**, in linea con lo scenario centrale che abbiamo adottato a partire da metà marzo. **Non si può escludere peraltro lo scenario di rischio in cui, dopo una prima riapertura, il fallimento dei successivi negoziati sul nucleare porti a una nuova ripresa delle ostilità** e a un nuovo blocco dello stretto.

I **focus della prossima settimana** saranno: (1) la risposta iraniana alla bozza di intesa (che potrebbe arrivare già nelle prossime ore); (2) il Summit Trump–Xi Jinping il 14-15 maggio, che può rappresentare uno snodo importante (il ministro degli esteri iraniano Araghchi è attualmente a Pechino per colloqui con l'omologo Wang Yi, e Washington ha esplicitamente chiesto alla Cina di fare pressione su Teheran per sbloccare Hormuz); (3) gli sviluppi sul fronte libanese (Teheran lega l'accordo a un cessate il fuoco "su tutti i fronti"); (4) la risoluzione ONU su Hormuz: USA e GCC (Paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo) stanno preparando una bozza da presentare al Consiglio di Sicurezza ONU per chiedere all'Iran la cessazione della posa di mine, la rivelazione delle loro posizioni e lo stop ai pedaggi; la bozza USA sarà in discussione nei prossimi giorni (è possibile, come già accaduto in precedenza, un veto da parte di Cina e Russia).

Sul versante congiunturale, **nell'area euro i dati di produzione industriale di marzo hanno registrato un calo inaspettato dell'output tedesco (-0,7% m/m)** per il secondo mese consecutivo, **a fronte di un rimbalzo in Spagna (+2,3% m/m dopo tre mesi di flessione) e in Francia (+1% m/m)**. La prossima settimana **ci aspettiamo che anche in Italia la produzione industriale possa tornare a calare** (di -0,2% m/m). **Il dato relativo all'aggregato dell'Eurozona è previsto crescere solo marginalmente di +0,1% m/m (da +0,4% precedente)**. Le indagini di fiducia hanno finora evidenziato un impatto piuttosto contenuto dello shock energetico sulla manifattura, concentrato soprattutto sulle aspettative. Il processo di restocking, finalizzato ad evitare che le tensioni nel Golfo Persico portino a interruzioni negli approvvigionamenti, potrebbe offrire un sostegno temporaneo ma, vista l'entità dello shock energetico, è poco probabile una ripartenza dell'industria nei prossimi mesi. Le indagini evidenziano effetti più marcati sul commercio e sui servizi (soprattutto quelli più legati alla domanda delle famiglie). **Le indagini sono compatibili con un PIL area euro circa stagnante nel 2° trimestre**, dopo che l'inizio d'anno più debole del previsto ci ha indotto a rivedere meccanicamente al ribasso di due decimi la stima sulla crescita annua 2026 a 0,7%. Riteniamo che **i rischi siano ancora rivolti in prevalenza al ribasso**. Nell'ipotesi di normalizzazione del sistema dei trasporti energetici entro il mese corrente, abbiamo lasciato invariata la previsione di crescita all'1,2% nel 2027.

Negli **Stati Uniti**, i dati sul mercato del lavoro di aprile sono stati lievemente più forti del previsto (115 mila nuovi occupati, in calo dai 185 mila di marzo ma ben al di sopra dei 65 mila attesi), anche se vi è stata una revisione al ribasso cumulativa di 16 mila unità dei numeri sui due mesi precedenti. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,3% e la partecipazione è calata ulteriormente (di un decimo, a 61,8%); il tasso di sotto-occupazione è salito a sorpresa di due decimi all'8,2%. Nel complesso, il dato indica che **il mercato del lavoro mantiene un'intonazione espansiva ma senza essere fonte di pressioni inflazionistiche** (i salari orari sono saliti meno del previsto di 0,2% m/m come a marzo, pur accelerando su base annua da 3,4% a 3,6% a/a).

Nel frattempo, la **decisione del 7 maggio della Court of International Trade** segna un **nuovo colpo alla strategia tariffaria dell'Amministrazione Trump** dopo la bocciatura dei dazi IEEPA. Con voto 2-1, il panel ha dichiarato illegali i dazi globali temporanei del 10% imposti dall'Esecutivo in base alla Section 122, ritenendo che l'Esecutivo abbia ecceduto la delega del Congresso; la sentenza si applica però soltanto ai tre ricorrenti ed è probabile che l'Amministrazione presenti ricorso. La misura scadrebbe comunque il 24 luglio, ma il contenzioso rafforza l'idea che una tariffa universale poggi su basi giuridiche fragili e che al suo posto si stia consolidando il mosaico tariffario differenziato delineato nel nostro **Focus di febbraio**, che potrebbe includere dazi più alti

verso la UE dopo la **minaccia di riportare al 25% i dazi su automobili e veicoli commerciali europei** se Bruxelles non finalizzerà entro il 4 luglio l'attuazione del framework commerciale negoziato con Washington, nonché nuove indagini ai sensi della Section 301 su sovraccapacità produttiva e lavoro forzato, e possibili estensioni dei dazi sulla sicurezza nazionale previsti dalla Section 232. Il rischio, in prospettiva, non è tanto un nuovo "Liberation Day" quanto una rotazione verso dazi più mirati e persistenti, con elevata dispersione per Paese e settore.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (11 – 15 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	11/5	03:30	CN	CPI m/m		apr	-0.7	%	-0.1
		03:30	CN	PPI a/a	*	apr	0.5	%	1.6
		03:30	CN	CPI a/a	*	apr	1.0	%	0.9
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		apr	3.98	Mln	4.05
Mar	12/5	00:00	CN	M2 a/a	*	apr	8.5	%	8.5
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	apr	5230	Mld ¥ CN	1500
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	apr	2990	Mld ¥ CN	300
		01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	mar	-1.8	%	-1.3
		08:00	GER	IPCA a/a finale		apr	prel 2.9	%	2.9
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	apr	prel 0.5	%	0.5
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	apr	prel 0.6	%	0.6
		08:00	GER	CPI a/a finale		apr	prel 2.9	%	2.9
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	mar	0.1	%	0.2
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mag	-73.7		-77.7
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mag	-17.2		-20.0
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	apr	0.2	%	0.4
		14:30	USA	CPI m/m	*	apr	0.9	%	0.6
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		apr	2.6	%	
		14:30	USA	CPI a/a		apr	3.3	%	
Mer	13/5	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T1	7.9	%	
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 1.2	%	1.2
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		apr	prel 2.5	%	2.5
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	apr	1.0	%	
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T1	prel 0.8	%	0.8
		11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T1	0.2	%	0.1
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T1	prel 0.1	%	0.1
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mar	0.4	%	0.2
		14:30	USA	PPI m/m		apr	0.5	%	0.4
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	apr	0.1	%	
Gio	14/5	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T1	0.1	%	0.6
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		mar	-18.8	Mld £	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		mar	-7.1	Mld £	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	mar	0.5	%	-0.3
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		apr	prel 3.5	%	
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	200	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.766	Mln	
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		apr	0.8	%	
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	apr	1.9	%	
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	apr	1.7	%	
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		mar	0.4	%	
		Ven	15/5	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 1.7
10:00	ITA			Prezzi al consumo a/a finale		apr	prel 2.8	%	
10:00	ITA			IPCA a/a finale		apr	prel 2.9	%	2.9
10:00	ITA			Prezzi al consumo m/m finale	*	apr	prel 1.2	%	
14:30	USA			Indice Empire Manufacturing	*	mag	11.0		
15:15	USA			Produzione industriale m/m		apr	-0.5	%	
15:15	USA	Impiego capacità produttiva		apr	75.7	%			

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

Calendario degli eventi (11 – 16 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar	12/5	01:50	GIA * BoJ: Summary of Opinions della riunione di aprile
		12:00	EUR Discorso di Dolenc (BCE)
		19:00	USA Discorso di Goolsbee (Fed)
Mer	13/5	08:35	EUR Discorso di Radev (BCE)
		17:30	USA Discorso di Collins (Fed)
		19:00	GB Discorso di Mann (BoE)
		19:15	USA Discorso di Kashkari (Fed)
Gio	14/5	17:15	GB Discorso di Huw Pill (BoE)
		19:00	USA Discorso di Hammack (Fed)
		23:30	USA Discorso di Barr (Fed)
		-	GIA Discorso di Masu (BoJ)
Ven	15/5	10:00	EUR * La BCE pubblica il Bollettino Economico
		-	POR * DBRS si pronuncia sul debito sovrano del Portogallo
		-	GRE * Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Grecia
		-	GER * Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Germania
Sab	16/5	-	GIA Discorso di Himino (BoJ)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi industriali m/m	mar	0.3 (0.0)	%	0.5
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	mar	0.8	%	0.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	mar	0.9	%	0.9
Bilancia commerciale	mar	-57.8 (-57.3)	Mld \$	-60.9
Markit PMI Composito finale	apr	52.0		51.7
Markit PMI Servizi finale	apr	51.3		51.0
Indice ISM non manifatturiero composito	apr	54.0		53.6
Nuovi occupati: stima ADP	apr	61 (62)	x1000	99
Richieste di sussidio	settim	190 (189)	x1000	205
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.776 (1.785)	Mln	1.800
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T1	4.6 (4.4)	%	2.6
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T1	1.6 (1.8)	%	1.0
Spesa in costruzioni	mar	-0.2	%	0.2
Tasso di disoccupazione	apr	4.3	%	4.3
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	apr	185 (178)	x1000	62
Salari orari m/m	apr	0.2	%	0.3
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mag	49.8		49.5

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	apr	52.2	52.2	52.2
EUR	PMI servizi finale	apr	47.4	47.4	47.6
EUR	PMI composito finale	apr	48.6	48.6	48.8
EUR	PPI a/a	mar	-3.0	%	1.8
EUR	Vendite al dettaglio m/m	mar	-0.3 (-0.2)	%	-0.3
FRA	PMI manifatturiero finale	apr	52.8	52.8	52.8
FRA	Produzione industriale m/m	mar	-0.9 (-0.7)	%	0.5
FRA	PMI servizi finale	apr	46.5	46.5	46.5
GER	PMI manifatturiero finale	apr	51.2	51.2	51.4
GER	PMI servizi finale	apr	46.9	46.9	46.9
GER	Ordini all'industria m/m	mar	1.4 (0.9)	%	1.0
GER	Produzione industriale m/m	mar	-0.5 (-0.3)	%	0.5
GER	Bilancia commerciale destag.	mar	19.5 (19.8)	Mld €	18.4
ITA	PMI manifatturiero	apr	51.3	51.9	52.1
ITA	PMI servizi	apr	48.8	47.6	49.8
ITA	Vendite al dettaglio a/a	mar	1.6	%	3.7
SPA	Produzione industriale a/a	mar	-0.9 (-1.1)	%	1.8

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

Germania: produzione industriale in calo a marzo. La produzione industriale è calata per il secondo mese a marzo, di -0,7% m/m, e dovrebbe aver contribuito negativamente alla formazione del valore aggiunto a inizio anno. A fronte di una debolezza per l'output, i dati sugli ordini hanno invece registrato il secondo progresso mensile consecutivo, diffuso a gran parte dei settori. Riteniamo che a causa dell'elevata incertezza sullo scenario internazionale e dello shock energetico, nei prossimi mesi l'attività industriale potrebbe restare fragile e il PIL risultare circa stagnante, se non leggermente negativo, nel trimestre in corso.

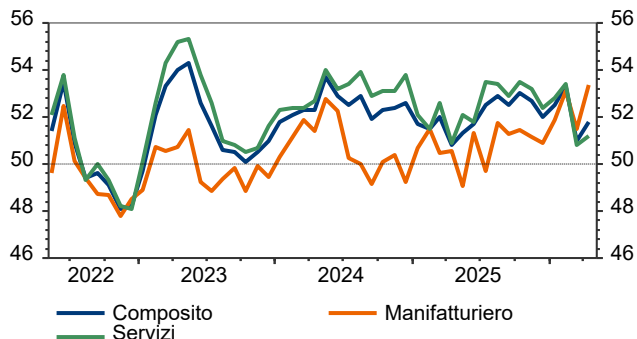
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	apr	52.1		52.6
Riserve in valuta estera	apr	3.342	1000Mld \$	3.360
Esportazioni in USD a/a	apr	2.5	%	7.9
Importazioni in USD a/a	apr	27.8	%	15.2
Bilancia commerciale USD	apr	51.1	Mld \$	83.3

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

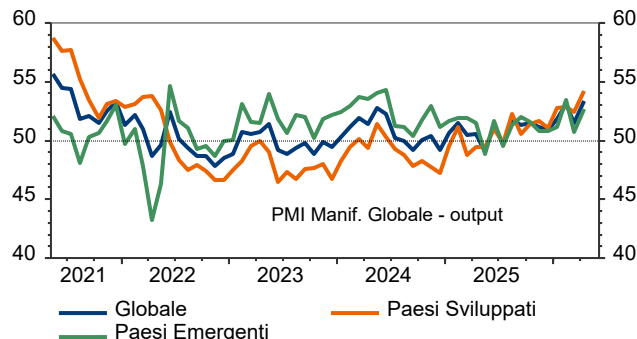
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



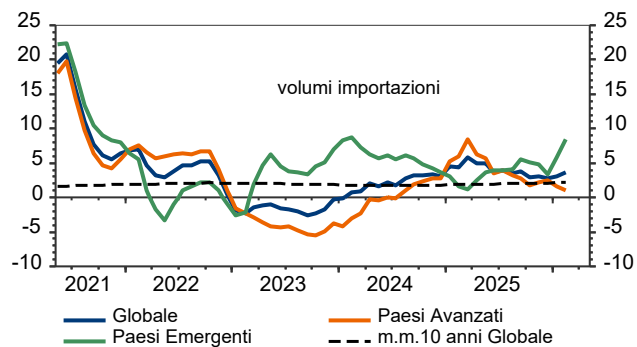
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



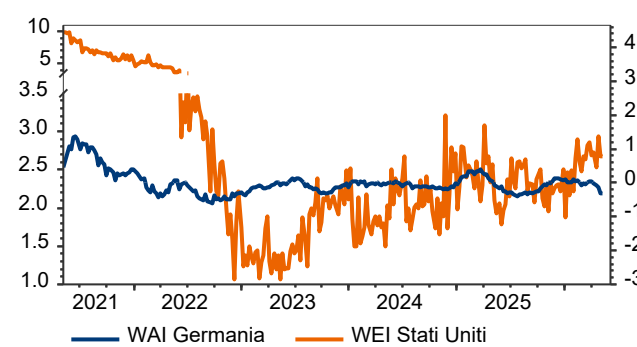
Fonte: S&P Global

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



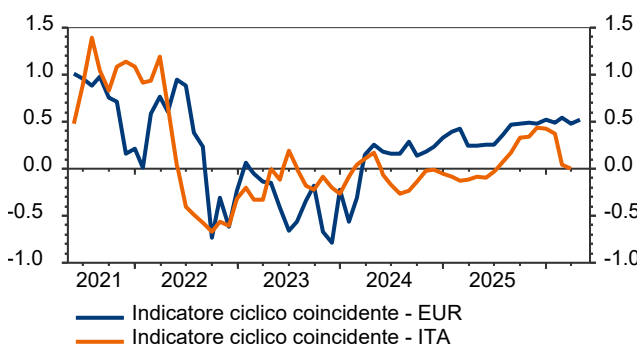
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



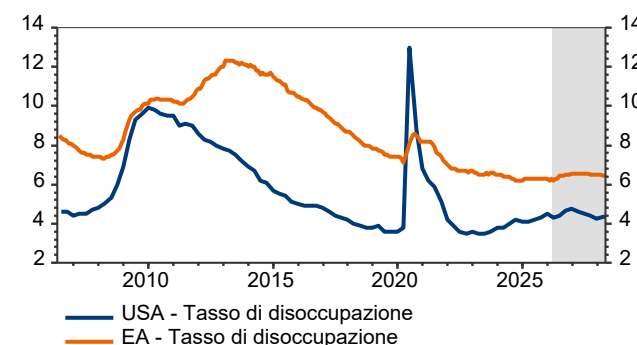
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

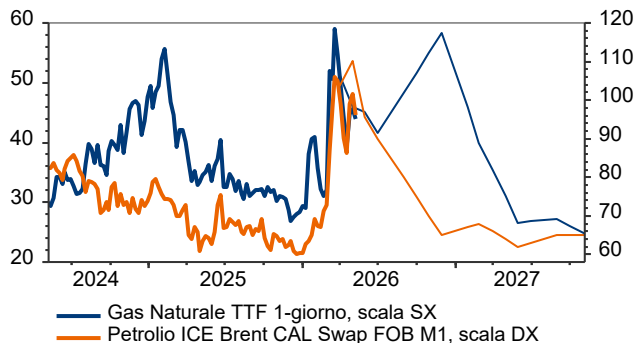
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

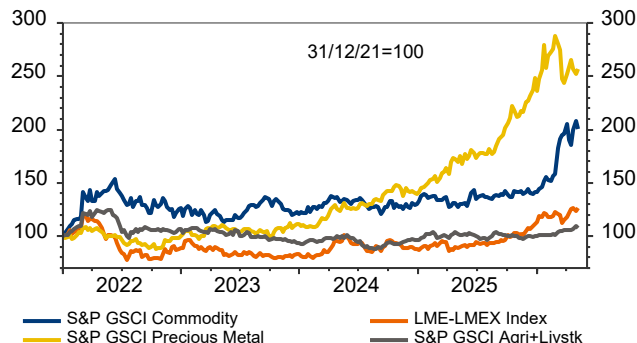
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



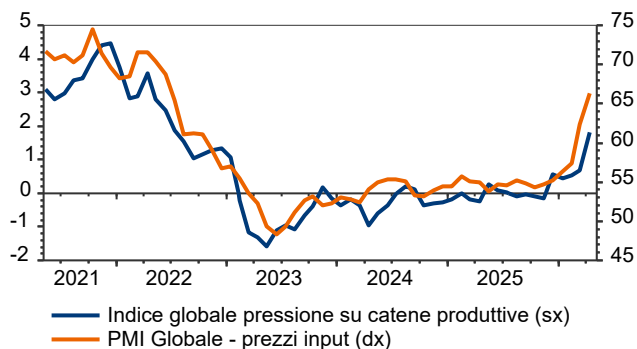
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



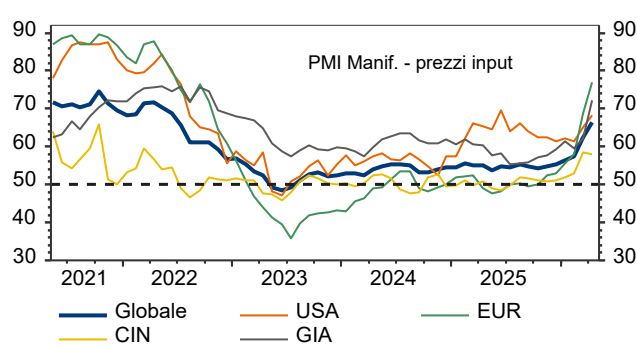
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



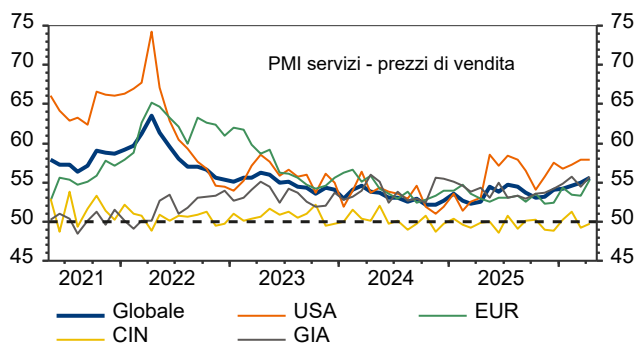
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



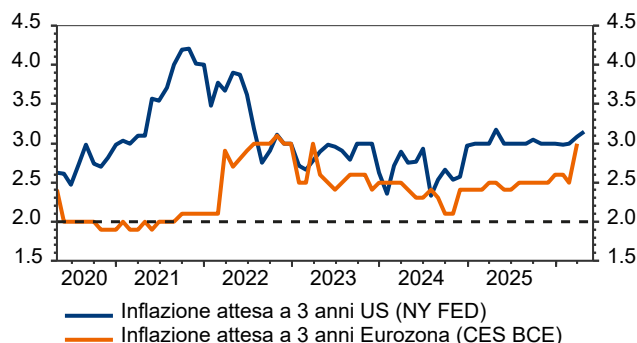
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

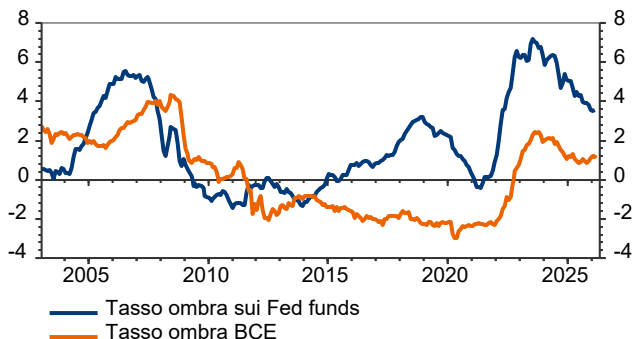
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

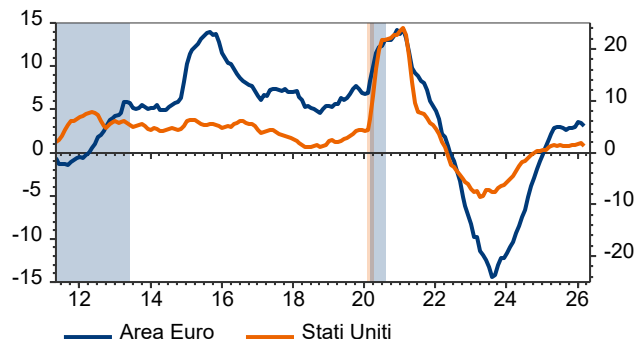
Condizioni Finanziarie

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



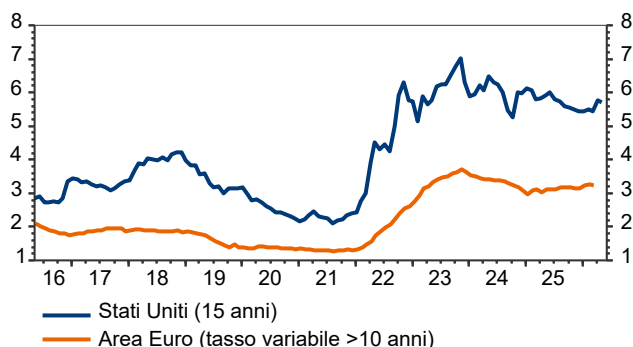
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



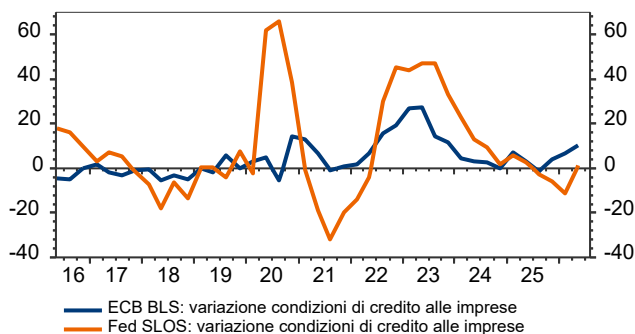
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



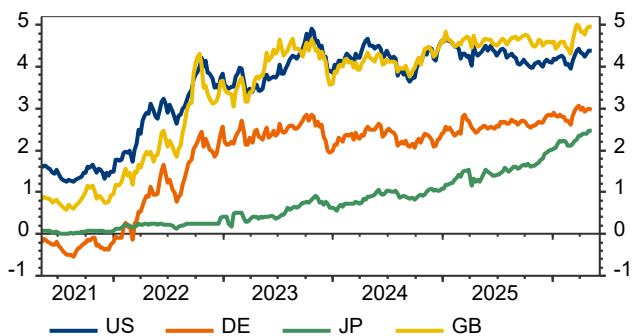
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



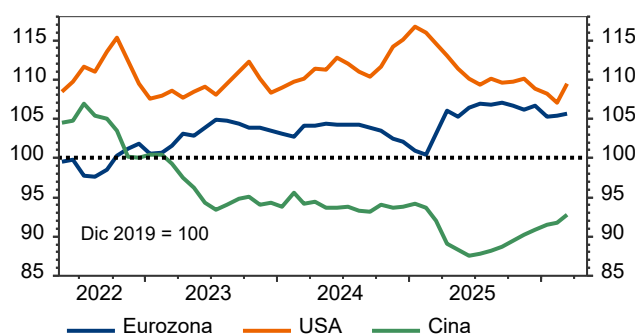
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

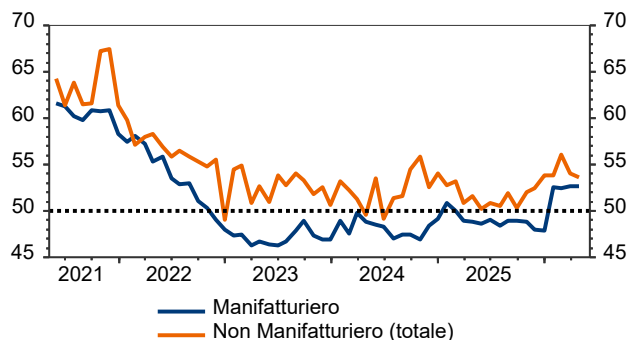
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

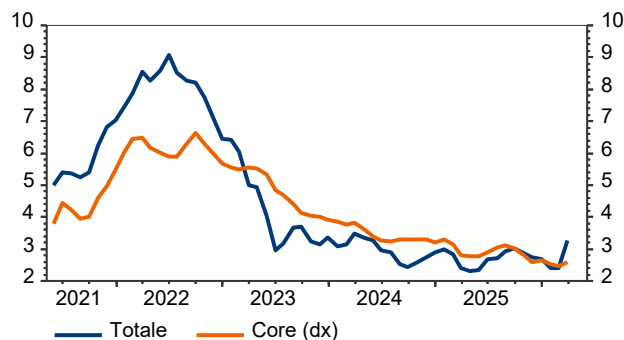
Stati Uniti

Indagini ISM



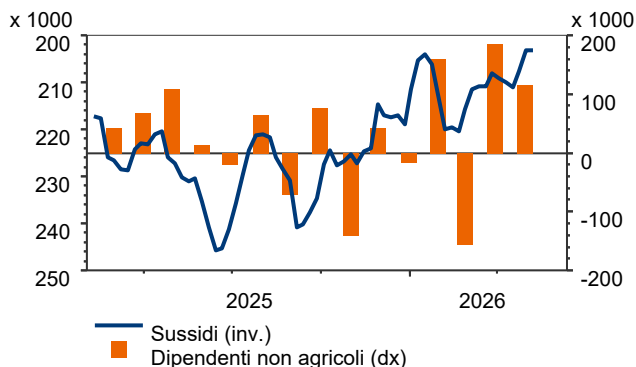
Fonte: ISM

CPI - Var. % a/a



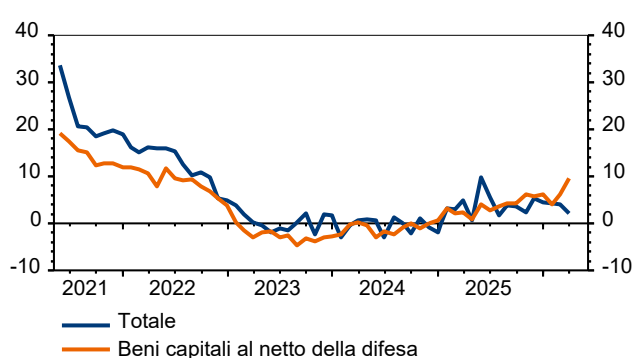
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

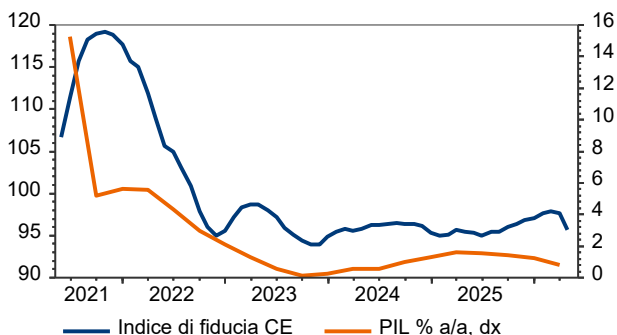
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027					
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.3	2.4	2.1	2.3	2.0	2.7	2.3	1.8	2.3	2.4
- trim./trim. annualizzato				3.8	4.4	0.5	2.0	2.5	2.1	2.5	2.4
Consumi privati	2.6	2.2	2.0	2.5	3.5	1.9	1.6	2.3	2.0	2.3	2.0
IFL - privati non residenziali	4.1	5.4	4.5	7.3	3.2	2.4	10.4	5.1	3.0	3.6	5.1
IFL - privati residenziali	-2.2	-2.8	4.0	-5.1	-7.1	-1.7	-8.0	2.0	2.5	3.0	5.0
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.1	1.6	-0.1	2.2	-5.6	4.4	2.6	1.6	2.0	1.5
Esportazioni	1.6	4.2	2.8	-1.8	9.6	-3.2	12.9	1.8	1.9	2.2	3.0
Importazioni	2.7	2.5	2.6	-29.3	-4.4	-1.0	21.4	1.6	1.8	1.7	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	0.0	-3.2	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.2	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-8.8	-8.0								
Debito pubblico (% PIL)	137.4	140.0	141.7								
CPI (a/a)	2.7	3.3	2.0	2.4	2.9	2.7	2.7	3.6	3.6	3.6	3.0
Produzione industriale	1.1	1.1	2.1	0.5	0.5	-0.4	0.6	0.2	0.3	0.5	0.6
Disoccupazione (%)	4.3	4.5	4.4	4.2	4.3	4.5	4.3	4.4	4.6	4.7	4.6

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

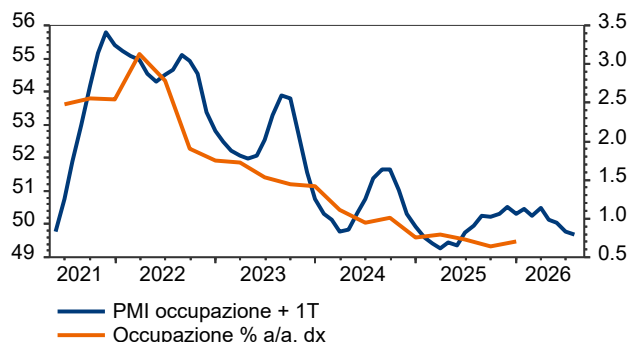
Area euro

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	102.0	2.6	2.2	2.3	2.5
apr-26	103.1	102.2	102.3	103.0	3.0	2.1	2.2	2.9
mag-26	103.2	102.2	102.4	103.1	3.3	2.1	2.3	3.2
giu-26	103.7	102.5	102.8	103.5	3.4	2.1	2.3	3.3
lug-26	103.7	102.3	102.5	103.5	3.4	1.9	2.1	3.2
ago-26	104.2	102.9	102.9	104.1	3.8	2.3	2.2	3.7
set-26	104.3	103.0	103.0	104.2	3.8	2.3	2.2	3.7
ott-26	104.7	103.3	103.3	104.6	3.9	2.3	2.2	3.8
nov-26	104.3	102.9	102.8	104.2	3.8	2.4	2.3	3.7
dic-26	104.4	103.2	103.2	104.3	3.8	2.4	2.3	3.7
Media	103.2	102.2	102.2	103.1	3.2	2.2	2.2	3.1

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	103.8	102.5	102.2	103.7	3.7	2.5	2.4	3.6
feb-27	104.5	103.1	102.9	104.3	3.7	2.5	2.4	3.6
mar-27	105.1	104.0	103.9	105.0	3.1	2.6	2.5	3.0
apr-27	105.7	104.8	104.8	105.5	2.6	2.6	2.4	2.5
mag-27	105.7	104.8	104.9	105.5	2.4	2.6	2.4	2.3
giu-27	106.0	105.1	105.2	105.8	2.3	2.5	2.4	2.2
lug-27	106.0	104.9	104.9	105.8	2.3	2.5	2.4	2.2
ago-27	106.3	105.4	105.2	106.1	2.0	2.4	2.3	1.9
set-27	106.4	105.4	105.3	106.2	2.0	2.3	2.2	1.9
ott-27	106.7	105.6	105.6	106.5	1.9	2.3	2.2	1.8
nov-27	106.2	105.2	105.1	106.0	1.9	2.2	2.2	1.8
dic-27	106.2	105.4	105.4	106.0	1.7	2.1	2.2	1.6
Media	105.7	104.7	104.6	105.5	2.4	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

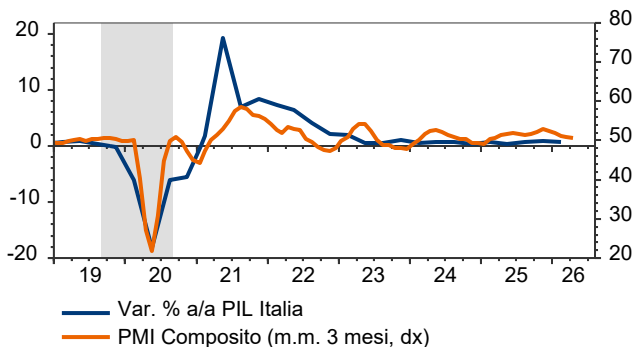
Previsioni

	2025	2026	2027	2025			2026			2027	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	0.7	1.2	1.6	1.4	1.2	0.8	0.7	0.6	0.7	0.9
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	0.4
Consumi privati	1.5	0.7	0.9	0.3	0.2	0.4	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2
Investimenti fissi	3.1	1.6	2.7	-1.4	1.2	0.7	0.2	0.2	0.6	0.6	0.7
Consumi pubblici	1.6	1.5	1.3	0.5	0.7	0.5	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3
Esportazioni	2.2	0.3	2.0	-0.4	0.8	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
Importazioni	3.7	0.7	2.5	-0.0	1.7	-0.2	-0.3	0.1	0.1	0.6	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	0.1	0.4	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	2.2	2.4	2.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-2.9	-3.4	-3.2								
Debito pubblico (% PIL)	87.8	89.8	90.4								
Prezzi al consumo (a/a)	2.1	3.2	2.4	2.0	2.1	2.1	2.0	3.2	3.6	3.8	3.5
Produzione industriale (a/a)	1.5	-0.7	1.1	1.2	1.5	1.9	-1.2	-0.9	-0.4	-0.5	0.4
Disoccupazione (%)	6.3	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.4	6.4	6.4
Euribor 3 mesi	2.18	2.32	2.77	2.11	2.01	2.04	2.05	2.19	2.46	2.59	2.67

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

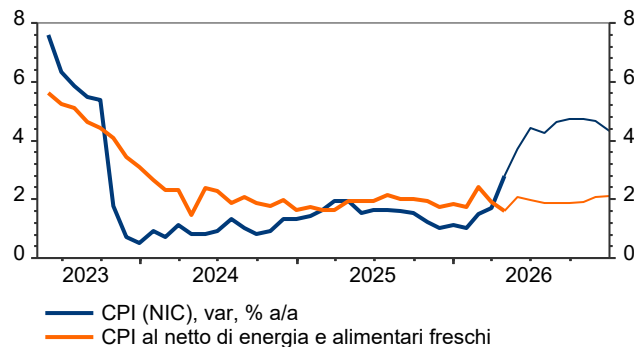
Italia

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	101.7	101.6	101.5	101.5	1.6	1.7	1.4	1.5
apr-26	103.4	102.8	102.7	102.7	2.9	2.8	2.7	2.8
mag-26	104.6	103.5	103.5	103.4	4.2	3.6	3.7	3.6
giu-26	104.6	104.5	104.4	104.2	4.0	4.4	4.4	4.3
lug-26	103.6	104.8	104.6	104.5	3.9	4.3	4.3	4.2
ago-26	103.8	105.2	105.0	104.8	4.4	4.6	4.6	4.5
set-26	105.0	105.1	104.9	104.8	4.3	4.7	4.7	4.6
ott-26	105.3	104.8	104.8	104.6	4.7	4.7	4.7	4.6
nov-26	105.0	104.4	104.5	104.4	4.7	4.7	4.6	4.5
dic-26	105.1	104.3	104.4	104.3	4.6	4.3	4.3	4.2
Media	103.5	103.6	103.5	103.4	3.5	3.5	3.5	3.4

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	103.9	103.4	103.4	103.3	4.5	3.0	3.0	2.9
feb-27	103.9	103.8	103.7	103.5	3.9	2.7	2.7	2.6
mar-27	105.4	103.6	103.5	103.4	3.6	2.0	2.0	1.9
apr-27	106.1	104.6	104.5	104.4	2.6	1.8	1.7	1.6
mag-27	106.9	105.3	105.2	105.1	2.2	1.7	1.7	1.6
giu-27	106.9	106.3	106.1	105.9	2.2	1.7	1.6	1.6
lug-27	105.7	106.7	106.4	106.2	2.0	1.8	1.7	1.7
ago-27	105.9	107.1	106.8	106.6	2.0	1.8	1.7	1.7
set-27	106.4	107.4	107.2	107.0	1.3	2.2	2.1	2.1
ott-27	106.1	107.2	107.2	106.9	0.8	2.2	2.2	2.2
nov-27	105.8	106.9	107.0	106.9	0.8	2.4	2.4	2.4
dic-27	105.9	106.6	106.7	106.5	0.8	2.2	2.2	2.2
Media	105.8	105.8	105.6	105.5	2.2	2.1	2.1	2.0

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	0.4	0.7	0.9	0.7	0.6	0.3	0.1	0.3	0.3
- i/t	0.0			0.0	0.2	0.3	0.2	-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	-0.5	1.0	-1.7	2.1	-1.2	-0.3	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	0.7	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	138.8	138.3									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	3.5	2.2	1.8	1.7	1.2	1.4	3.7	4.2	4.6	4.0	4.0
Produzione industriale (a/a)	-0.3	-0.5	0.7	-0.6	0.2	1.2	0.0	-0.7	-0.7	-0.7	0.2	0.2
Disoccupazione (ILO, %)	6.0	5.4	5.6	6.3	5.9	5.7	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	5.6
Tasso a 10 anni (%)	3.57	3.68	4.49	3.60	3.55	3.46	3.41	3.55	3.76	4.00	4.29	4.29

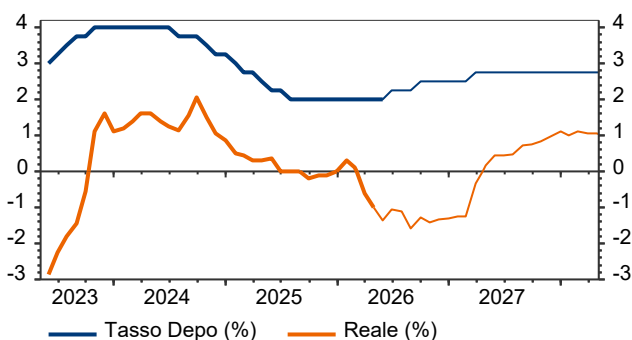
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	7/5	giu	set	dic	mar
Deposit rate	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75
Euribor 1m	1.93	1.94	1.89	1.97	2.10	2.38	2.48	2.66
Euribor 3m	2.03	2.03	2.08	2.23	2.28	2.54	2.59	2.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

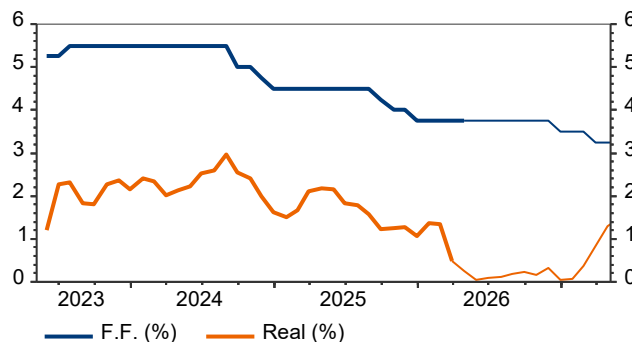


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	7/5	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	3.65	3.63	3.65	3.44	3.23

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

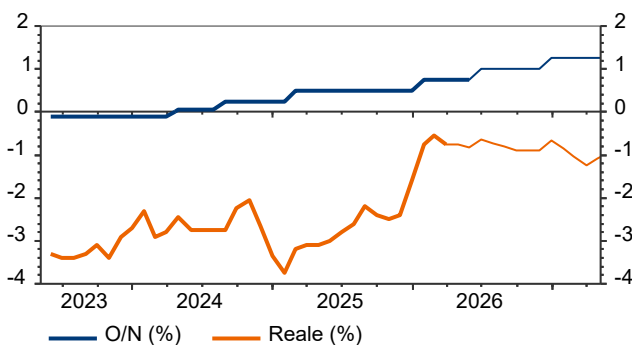


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	7/5	giu	set	dic	mar
O/N target	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25
OIS 3m	0.60	0.73	0.86	0.84	1.02	1.02	1.27	1.27

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

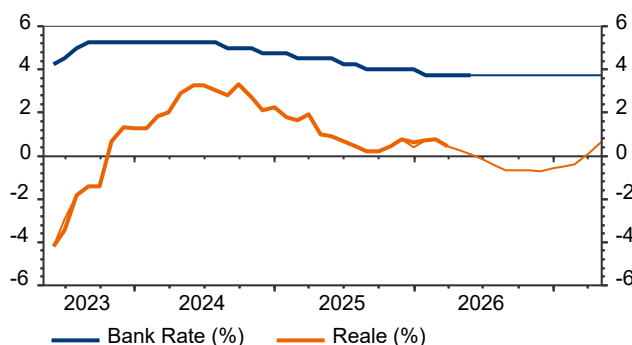


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	7/5	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	3.81	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

	8/5	2026 T1	2026 T2	2026 T3	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4
EUR/USD	1.1745	1.17	1.15	1.17	1.17	1.18	1.19	1.20	1.21
USD/JPY	156.80	156	156	153	151	150	149	148	147
GBP/USD	1.3584	1.35	1.34	1.35	1.35	1.36	1.35	1.34	1.33
USD/CAD	1.3656	1.37	1.37	1.35	1.35	1.34	1.34	1.33	1.33
AUD/USD	0.7222	0.70	0.71	0.72	0.72	0.72	0.72	0.73	0.73
NZD/USD	0.5951	0.61	0.61	0.62	0.63	0.64	0.65	0.66	0.66
USD/CHF	0.7789	0.78	0.79	0.79	0.79	0.79	0.79	0.79	0.79
USD/SEK	9.2492	9.15	9.55	9.27	9.12	9.08	9.01	8.91	8.81
USD/NOK	9.2656	9.76	9.89	9.77	9.69	9.61	9.50	9.38	9.25

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