

Focus Area Euro

Il “polso” dell’inflazione core: cosa dicono dati e indagini

I dati sui prezzi al consumo di maggio dovrebbero registrare un aumento dell'inflazione al 3,1% a/a dal 3% di aprile. Anche l'inflazione core dovrebbe risalire di un decimo, al 2,3% a/a, dopo il calo dei due mesi precedenti. Al momento i rincari sono concentrati sui carburanti e il trasferimento ai listini al di fuori di energia e alimentari è contenuto, ma i rischi di maggiore propagazione non possono essere sottovalutati. Le indagini di fiducia di maggio, infatti, mostrano un aumento delle pressioni sui costi di produzione e ritardi nelle filiere di distribuzione che potrebbero amplificare la diffusione dello shock energetico all'inflazione core nei prossimi mesi. La debolezza della domanda potrebbe però frenare il pass-through e nel nostro scenario centrale l'aumento dell'IPCA al netto delle componenti più volatili nel 2026-27 dovrebbe risultare contenuto. Tuttavia, l'aumento delle aspettative d'inflazione da parte di consumatori e imprese dovrebbe spingere la BCE ad optare per un mini-ciclo di rialzi cautelativi dei tassi a partire da giugno.

1 giugno 2026

Research Department

Macroeconomic Research

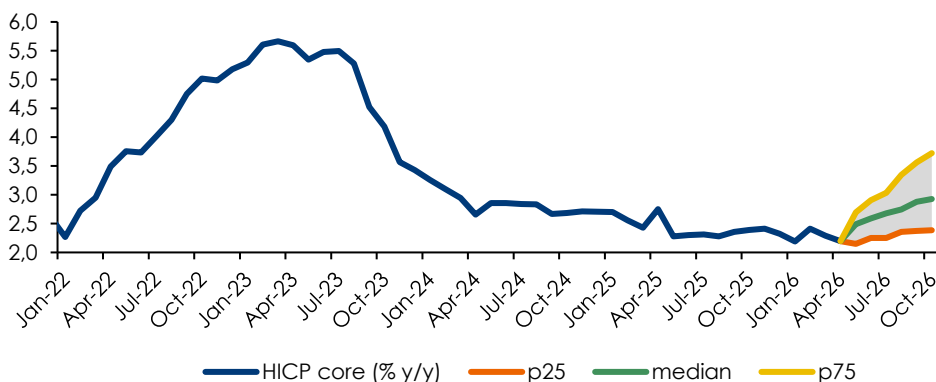
Andrea Volpi

Economista - Area euro

Alessia Gavazzi

Economista

Al momento l'inflazione core rimane sotto controllo ma le indagini di fiducia suggeriscono la presenza di rischi al rialzo in un orizzonte di 6 mesi

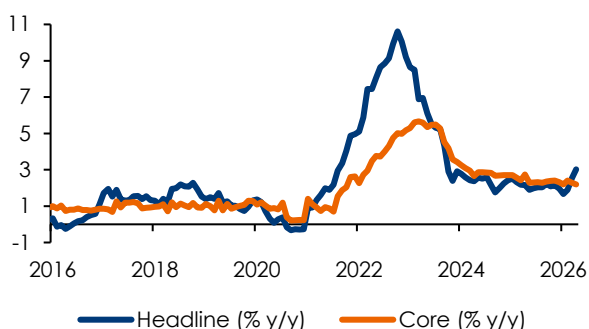


Nota: stime ottenute attraverso l'aggregazione di più modelli che calcolano l'inflazione implicita nelle indagini di fiducia settoriali della Commissione Europea. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

La stima finale di aprile in Eurozona ha confermato il brusco aumento della crescita dei prezzi al consumo (1% m/m da 1,3% di marzo: era dal 2022 che non si registravano due mesi consecutivi di rincari superiori al punto percentuale). L'inflazione annua ha raggiunto un massimo dal settembre del 2023, al 3% a/a, dal 2,6% precedente.

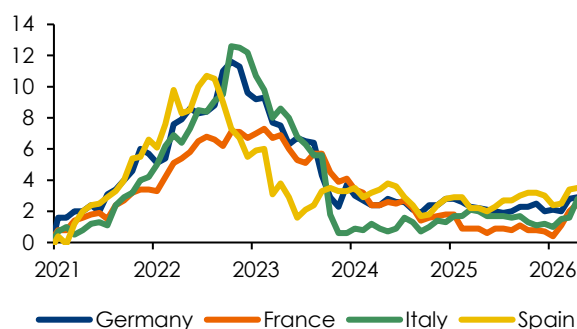
A maggio, si dovrebbe registrare un ulteriore aumento dell'inflazione di un decimo, al 3,1% a/a, trainato, ancora una volta, dall'energia. Anche la misura core, al netto di energia, alimentari, alcol e tabacco dovrebbe però tornare a salire, al 2,3% a/a, sostenuta dal rimbalzo dei servizi dopo il temporaneo calo di aprile.

Ad aprile l'inflazione è salita al 3% in Eurozona, l'indice core è invece calato di un decimo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

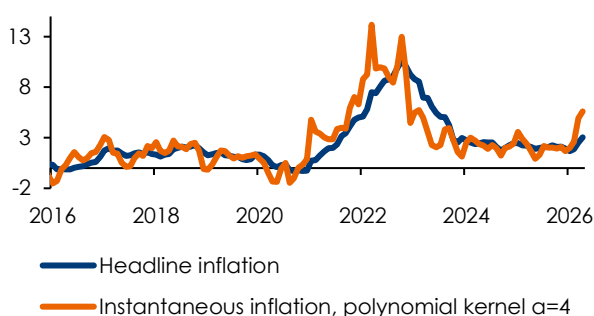
Inflazione headline armonizzata nelle quattro principali economie



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

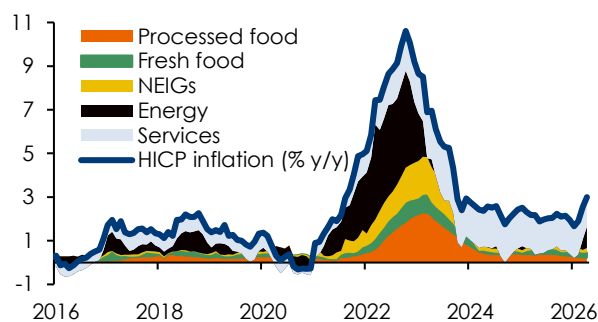
Per catturare meglio l'evoluzione a breve termine delle dinamiche inflazionistiche e individuare più facilmente i punti di svolta della variazione annua (che risente evidentemente dei livelli dei prezzi dei 12 mesi precedenti), **abbiamo costruito un indice di "inflazione istantanea"**, replicando la metodologia usata da Eeckhout (2023)¹. L'inflazione ottenuta con questo approccio è calcolata come media ponderata delle variazioni mensili destagionalizzate dei prezzi. I pesi variano nel tempo secondo una struttura polinomiale, in modo da dare maggiore importanza alle osservazioni più recenti. Questo approccio permette di valutare meglio il "momentum" di inflazione rispetto all'approccio classico che utilizza la media mobile a tre mesi. **Tra aprile e maggio, questo indicatore è aumentato improvvisamente, superando il 5%**, dopo il 2% registrato in media nei 12 mesi precedenti, confermando un'accelerazione significativa delle pressioni inflattive.

La nostra misura di "momentum" dell'inflazione mostra una significativa accelerazione a partire dallo scoppio del conflitto



Nota: indici destagionalizzati. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Ad aprile, l'energia spiega da sola un terzo dell'inflazione headline



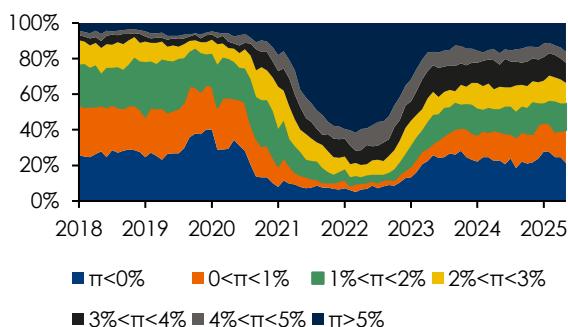
Nota: contributi all'inflazione headline. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

¹ Eeckhout, J. (2023). Instantaneous inflation. Available at SSRN 4554153.

Al momento, l'accelerazione è concentrata soprattutto nell'energia, che, con un rincaro del +10,8% a/a (+3% m/m) da un precedente 5,1%, spiega da sola un terzo dell'inflazione di aprile. **Si tratta soprattutto dei prezzi dei carburanti: tra le principali economie, Francia e Germania sono i Paesi che hanno registrato i maggiori rincari** per gasolio e benzina, a causa dell'assenza, a differenza che in Italia e Spagna, di misure fiscali volte a ridurre i prezzi alla pompa (in Germania, il taglio delle accise è entrato in vigore solo a maggio, mentre al momento il governo francese mantiene un approccio molto cauto, limitandosi a misure mirate ai consumatori più vulnerabili). I prezzi di gas ed elettricità, per ora, hanno registrato incrementi significativi quasi esclusivamente in Italia, dove l'impatto delle quotazioni del gas sui prezzi al dettaglio dell'elettricità è maggiore, mentre negli altri paesi il trasferimento dovrebbe essere più contenuto, e ritardato.

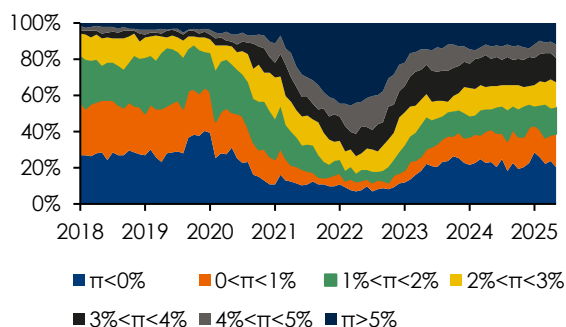
Al contrario, ad aprile, i servizi hanno visto un rallentamento (al 3% a/a, dal 3,3% di marzo), pur continuando a fornire il principale contributo alla crescita annua dei prezzi al consumo, mentre i prezzi dei beni industriali non energetici sono risaliti (0,8% a/a da 0,5%). L'inflazione core (al netto di energia, alimentari, alcol e tabacco) è quindi scesa di un decimo, al 2,2% a/a.

È in aumento la percentuale di componenti di inflazione con ritmi di crescita annui superiori al 5%



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

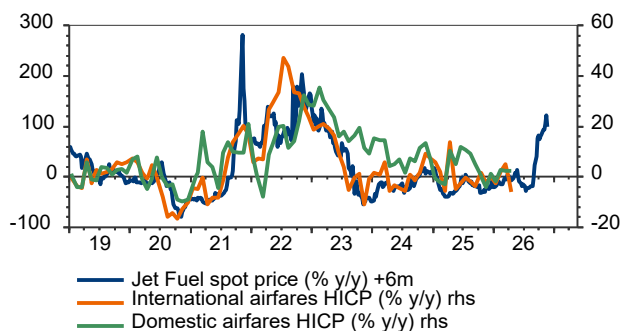
La diffusione degli aumenti dei prezzi è lievemente inferiore se si escludono energia e alimentari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

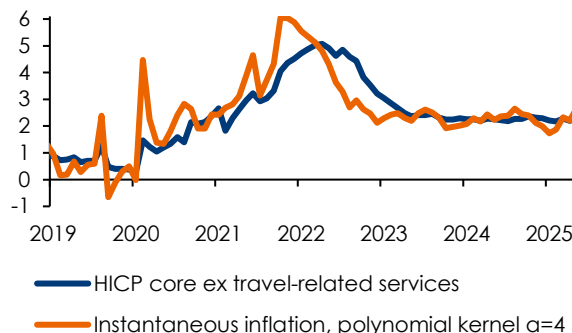
Il calo dei servizi e, di conseguenza, dell'inflazione core, è spiegato dal contributo negativo proveniente dalle tariffe aeree internazionali e dai pacchetti vacanze, in calo rispettivamente di -6,1% e -1,7% a/a, che potrebbero aver risentito di effetti base dovuti al diverso posizionamento delle festività pasquali rispetto al 2025. Inoltre, i prezzi dei biglietti aerei e dei pacchetti vacanze sono stati calcolati in parte prima del conflitto e, nonostante la debolezza della domanda, potrebbe essere solo questione di tempo prima che il rincaro dei carburanti inizi a influire sui prezzi (il ritardo medio tra i prezzi del jet fuel e quelli delle tariffe aeree internazionali è di circa 6 mesi, mentre è più ridotto per i voli domestici).

Potrebbe essere solo questione di tempo perché il rincaro dei carburanti inizi a influire sui prezzi dei biglietti aerei



Fonte: Intesa Sanpaolo, EIA, Eurostat

L'inflazione core, al netto di tariffe aeree, pacchetti vacanze e servizi ricettivi è risalita leggermente ma resta su ritmi contenuti

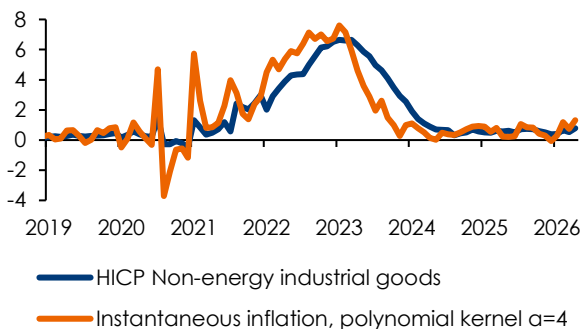


Nota: indici destagionalizzati. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Oltre all'effetto delle tariffe aeree e dei pacchetti vacanze, all'inizio dell'anno l'inflazione core area euro ha risentito dei forti rincari dei prezzi dei servizi ricettivi in Italia, dovuti ai Giochi Olimpici Invernali, che hanno generato una forte spinta al rialzo a febbraio, per poi invertirsi nei mesi successivi.

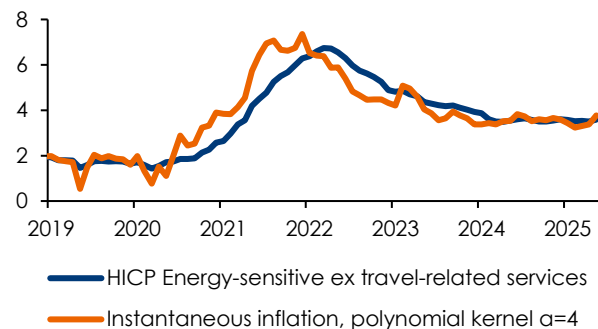
Una misura di inflazione core che esclude, oltre a energia, alimentari, alcol e tabacco, anche i prezzi dei trasporti aerei, dei pacchetti vacanze e dei servizi ricettivi² è infatti risalita di un decimo al 2,3% a/a, un massimo dallo scorso settembre. La serie è indicativa perché rappresenta il 92% dell'inflazione core tradizionale. Abbiamo quindi destagionalizzato l'indice con un modello X-13ARIMA-Seats e calcolato l'"inflazione istantanea" su questa misura: l'analisi evidenzia un'accelerazione della crescita mensile destagionalizzata dei prezzi ad aprile, pari al 3,6% annualizzato, e un'**inflazione istantanea prossima al 3%**; per entrambe le misure si tratta del ritmo di crescita più alto dal 2023.

In lieve riaccelerazione la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici



Nota: indici destagionalizzati. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Al netto delle volatili componenti relative al turismo, anche l'inflazione nei servizi energivori è risalita solo lievemente



Nota: indici destagionalizzati. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

In sintesi, **al momento non ci sono ancora evidenze di pressioni sull'inflazione core, ma un'analisi approfondita delle dinamiche "supercore" dei prezzi inizia a mostrare i primi segnali, al momento ancora contenuti, di risalita**. C'è da ricordare che i dati sui prezzi, anche se destagionalizzati, possono essere molto volatili, e anche l'inflazione "istantanea" in passato ha dato falsi segnali di svolta. Probabilmente è quindi ancora prematuro valutare se l'aumento dell'inflazione sottostante sia effettivamente imputabile ai maggiori costi energetici. In un nostro precedente Focus³ abbiamo costruito indici d'inflazione che includevano beni industriali e servizi in cui l'energia svolge un ruolo nei processi produttivi superiore alla media in termini di valore aggiunto. Le nostre analisi, confermate dalla letteratura recente⁴, hanno evidenziato che di norma l'impatto sui prezzi al consumo core di uno shock sulle quotazioni del greggio tende a riflettersi piuttosto rapidamente sui prezzi dei servizi, mentre il ritardo è maggiore nel caso di uno shock sul gas naturale. D'altro canto, però, l'impatto di uno shock petrolifero tende a esaurirsi più velocemente rispetto a quello del gas naturale.

Al momento, si osservano **segnali di ripresa della crescita destagionalizzata dei prezzi dei beni industriali non energetici**, ma tale ripresa non è concentrata nei comparti più energivori, dove peraltro il ritardo di trasferimento è mediamente più alto rispetto ai servizi. Nei servizi sensibili all'energia, escludendo le componenti relative al turismo (tariffe aeree, pacchetti vacanze e

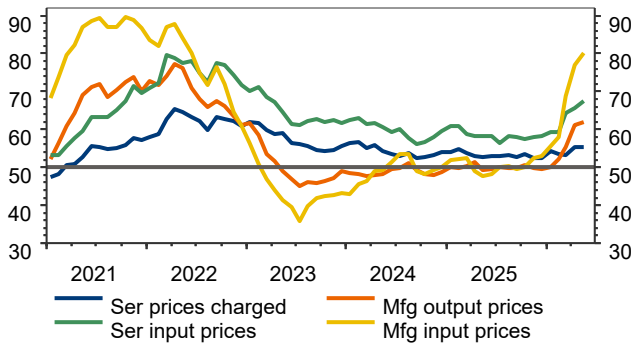
² ECB (2018), "Measures of underlying inflation for the euro area". ECB Economic Bulletin, Issue 4/2018

³ [Intesa Sanpaolo Research Department \(2026\), "I canali di trasmissione e propagazione dello shock energetico" \(Focus Area Euro\)](#)

⁴ Corsello F., Foschi A., (2026). "The different effects of oil and gas supply shocks on euro area inflation". VoxEU Column, 13 May 2026

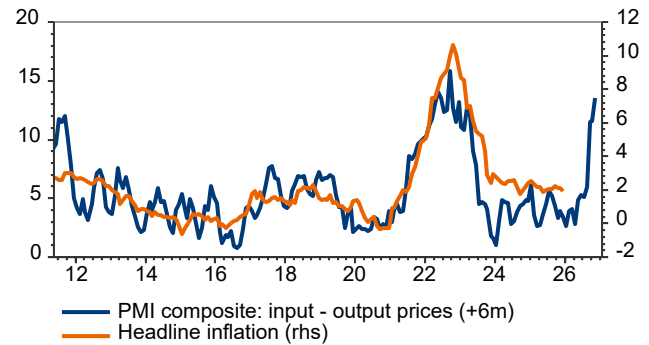
servizi ricettivi), che, come abbiamo argomentato in precedenza, hanno risentito di recenti anomalie stagionali e fattori straordinari, si registra nel solo mese di aprile una riaccelerazione della misura destagionalizzata del 4,5% m/m annualizzato, il valore più alto dal 2024.

I prezzi pagati, soprattutto nell'industria, sono risaliti bruscamente, ma il trasferimento ai prezzi finali è ancora limitato



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

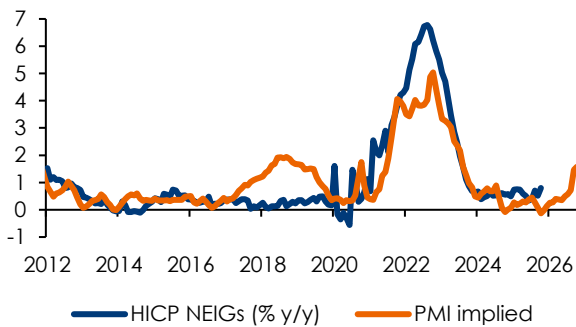
Potrebbe essere però solo questione di tempo prima che i produttori inizino a trasferire i maggiori costi energetici ai consumatori



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

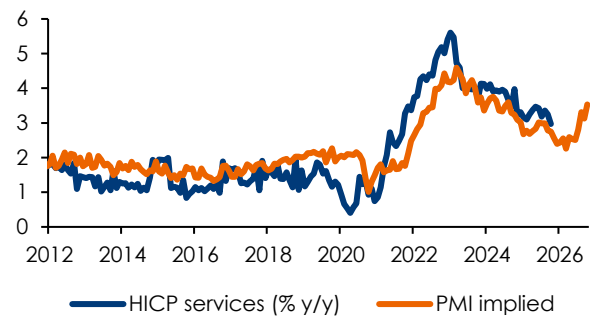
In sostanza, i dati mostrano i primi segnali di trasferimento dello shock petrolifero sull'inflazione core, più sui servizi che sui beni, ma di entità ancora contenuta. È però ancora presto, sulla base di non più di un paio di mesi di dati, per affermare che i forti rincari energetici non avranno conseguenze significative sull'inflazione sottostante. **Le indagini di fiducia potrebbero quindi offrire maggiori indicazioni sulle prospettive dei prezzi nei prossimi mesi.**

Sulla base della relazione storica, gli indici PMI anticiperebbero un aumento dell'inflazione nei prossimi 12 mesi sia per i beni industriali non energetici...



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

... che per i servizi

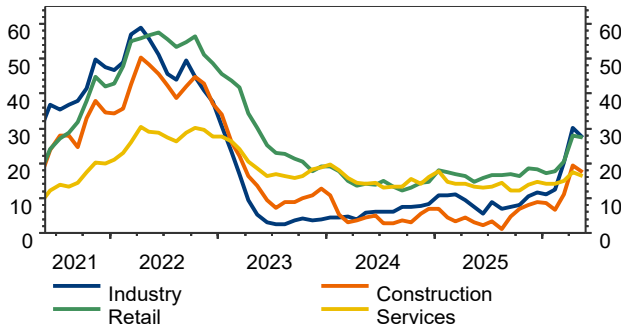


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

Le indagini PMI degli ultimi mesi hanno registrato una decisa accelerazione dei costi degli input, sia nella manifattura che nei servizi, ma il trasferimento ai prezzi finali rimane contenuto.

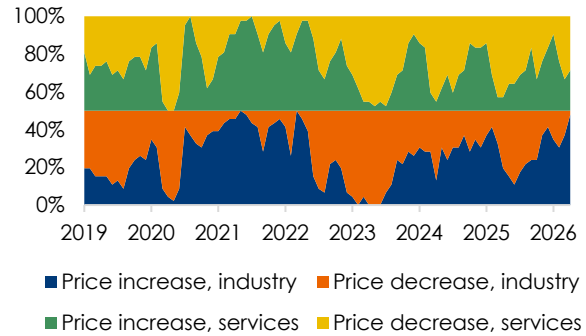
La debolezza della domanda e la scarsa visibilità sullo scenario stanno probabilmente limitando, o solo ritardando, l'aumento dei prezzi di vendita da parte delle imprese, ma l'accumularsi di pressioni a monte delle filiere produttive rischia di amplificare la trasmissione nei prossimi mesi. Per quanto riguarda i prezzi dei beni, l'aumento dei tempi di consegna - primo segnale che il conflitto sta iniziando a impattare sulle catene del valore - rappresenta un ulteriore rischio al rialzo. I risultati di semplici regressioni che stimano l'inflazione dei beni industriali non energetici e dei servizi sulla base degli indici PMI sui prezzi pagati e ricevuti e sui tempi di consegna nel settore manifatturiero (che non hanno l'ambizione di rappresentare un approccio previsivo rigoroso) suggeriscono infatti la presenza di significativi rischi al rialzo per l'inflazione core nei prossimi mesi.

Le indagini della Commissione Europea rivelano un lieve calo dei prezzi attesi dalle imprese, che però restano su livelli elevati



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Percentuale di settori che registrano un aumento o una diminuzione dei prezzi: nell'industria è sui massimi dal 2022

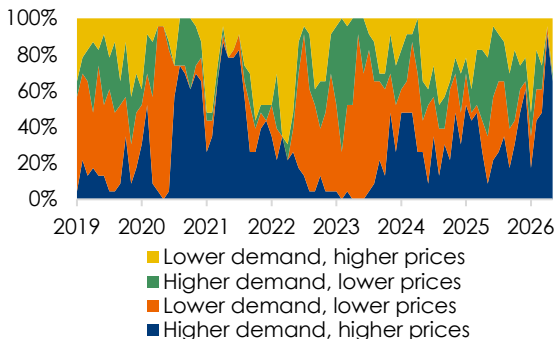


Nota: media mobile a tre mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Le aspettative sui prezzi delle imprese rilevate dalla Commissione Europea a maggio hanno corretto leggermente per tutti i principali settori ma i livelli restano elevati, ben superiori alla media storica e a quanto osservato prima del conflitto. In particolare, dall'inizio delle tensioni geopolitiche **i settori industriali che hanno registrato il maggior aumento dei listini attesi sono gli energivori**, come la chimica e la plastica, oltre ai produttori di alimenti e di arredamento. Nel complesso però **i rincari attesi sono diffusi: la percentuale di settori industriali che registra un aumento dei prezzi attesi è sui massimi dal 2022**. Tra i servizi, i comparti dove le imprese anticipano il maggior aumento dei prezzi rispetto a tre mesi fa sono quelli, come i trasporti, molto esposti ai carburanti. Anche i commercianti al dettaglio, sia includendo che escludendo i venditori di alimentari, segnalano la possibilità di rincari significativi.

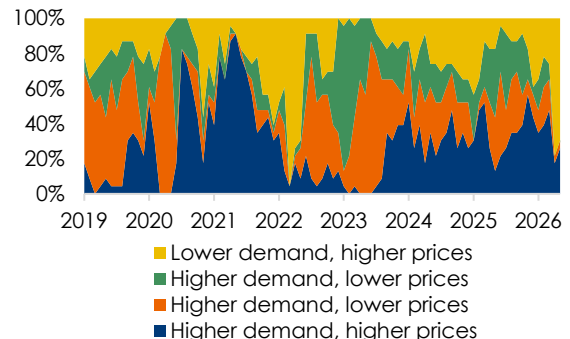
Il dettaglio settoriale dell'indagine della Commissione Europea permette anche di distinguere se le aspettative sui prezzi sono state guidate da shock di domanda o di offerta⁵. In particolare, identifichiamo uno shock positivo di domanda nel caso di un aumento combinato della produzione e dei prezzi. Viceversa, un calo congiunto di domanda e prezzi è considerato uno shock negativo di domanda. Uno shock di offerta si verifica invece quando domanda e prezzi si muovono in senso opposto. Lo shock di offerta è negativo quando cala la domanda e aumentano i prezzi mentre è positivo quando sale la domanda e calano i prezzi. Nella nostra analisi usiamo gli indici sui prezzi attesi associati, nel caso dell'industria, alla produzione recente e futura, e nel caso dei servizi, all'attività passata e attesa.

Nell'industria, oltre il 90% dei comparti riporta un aumento della produzione passata a fronte di un aumento dei prezzi attesi



Nota: percentuale di settori industriali, media mobile a tre mesi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

Oltre il 70% dei comparti industriali riporta però un peggioramento delle attese di produzione associate ad un aumento dei prezzi



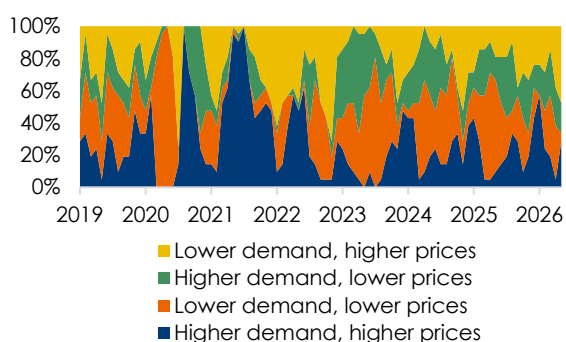
Nota: percentuale di settori industriali, media mobile a tre mesi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

⁵ Shapiro, A. H. (2022) "How much do supply and demand drive inflation." FRBSF Economic Letter 15.1-6.

Nei mesi immediatamente successivi allo scoppio del conflitto, nell'industria si è registrato un aumento della produzione attuale a fronte di un aumento dei prezzi, un andamento tipicamente associato ad una congiuntura favorevole e a uno shock positivo di domanda, un quadro simile a quanto sperimentato negli anni del rimbalzo post-pandemico. L'aumento dell'attività produttiva tra marzo e aprile potrebbe essere però imputabile al tentativo delle imprese di ricostituire le scorte per evitare future difficoltà di approvvigionamento, ma questo sostegno sembra essersi esaurito. A maggio si è infatti registrato un deciso peggioramento dell'attività produttiva rispetto ai mesi precedenti e, **se si guarda alle aspettative, è già da marzo che la maggior parte dei settori anticipa un deciso peggioramento della produzione attesa a fronte di un marcato aumento dei prezzi di vendita**, come non si registrava dai mesi successivi all'invasione russa dell'Ucraina nel 2022. In sintesi, **si sta delineando un contesto compatibile con una salita dell'inflazione dei beni industriali non energetici nei prossimi mesi guidata da uno shock di offerta**.

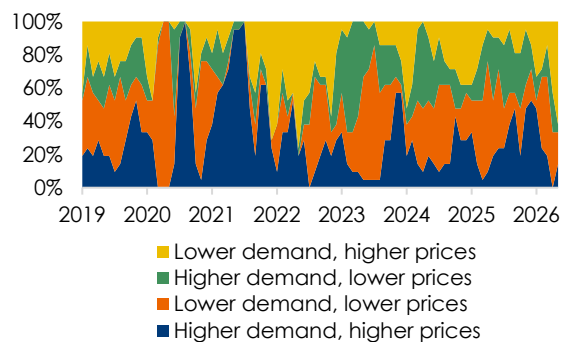
Nei servizi è maggiore, rispetto all'industria, la percentuale di settori che registra un calo dei prezzi dovuto ad un peggioramento della domanda. Da inizio anno però sta progressivamente aumentando il peso di quei comparti che registrano un aumento dei prezzi nonostante il peggioramento della domanda attesa (oltre il 60% del totale, un massimo dal 2022).

Nei servizi prevale un contesto di aumento dei prezzi associato ad un peggioramento sia della domanda corrente...



Nota: percentuale di settori nei servizi, media mobile a tre mesi.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

...che della domanda attesa



Nota: percentuale di settori nei servizi, media mobile a tre mesi.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

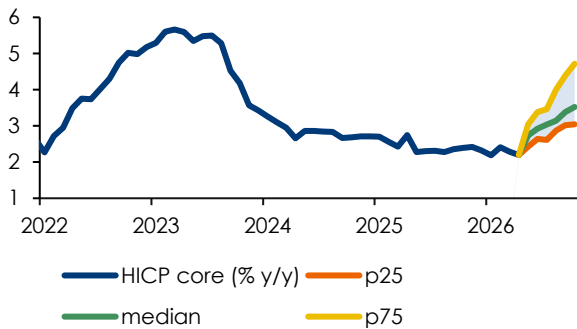
È però prematuro giungere alla conclusione che l'inflazione core possa subire una accelerazione paragonabile a quella registrata nel 2022, quando il quadro congiunturale per l'Eurozona era più robusto. **Rispetto a quattro anni fa, infatti, le valutazioni sulla domanda (corrente e attesa) da parte delle imprese sono decisamente meno vigorose**, già prima dello scoppio della guerra in Medio Oriente. È perciò possibile che il pass-through dei rincari energetici sui prezzi core venga limitato da un quadro ciclico più debole.

Abbiamo quindi ampliato l'approccio costruito dalla Commissione Europea⁶ per stimare una **modellistica in grado di sfruttare l'ampio set informativo delle indagini di fiducia a fini predittivi**. Alle aspettative sui prezzi abbiamo aggiunto come variabili di controllo anche gli indici di domanda attesa e un termine di interazione tra prezzi e domanda, in modo da cogliere l'influenza della congiuntura nella definizione dei listini da parte delle imprese. I risultati confermano che gli indici di domanda e l'interazione tra domanda e prezzi sono congiuntamente significativi nello spiegare l'inflazione. Abbiamo stimato 16 modelli diversi, per un totale di oltre 1700 equazioni, per prevedere l'inflazione di servizi e beni industriali non energetici su un orizzonte di 6 mesi. I modelli sono costruiti con coefficienti sia costanti che

⁶ Axioglou, C., Morice, F., Friz, R., & Wozniak, P. (2026). "Selling price expectations and consumer price inflation in the euro area". Quarterly Report on the Euro Area (QREA), 24(4), 21-50.

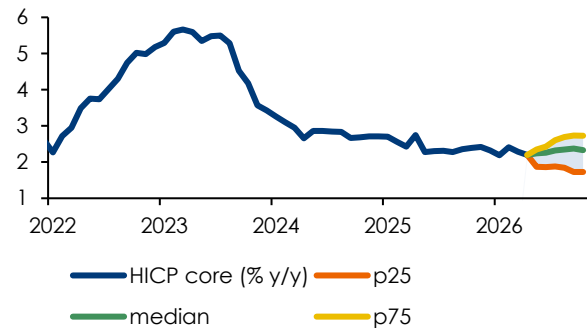
variabili nel tempo; come variabili esplicative utilizziamo, oltre alle singole indagini settoriali, le componenti principali delle stesse. I risultati vengono poi aggregati per la media pesata per l'inverso del RMSE in modo da ottenere un ampio ventaglio previsivo. Ai risultati ottenuti controllando per le condizioni di domanda aggregiamo anche le previsioni implicite alle sole aspettative sui prezzi.

Le aspettative sui prezzi punterebbero verso un'inflazione core in salita fino a circa il 3,5% a/a entro fine anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

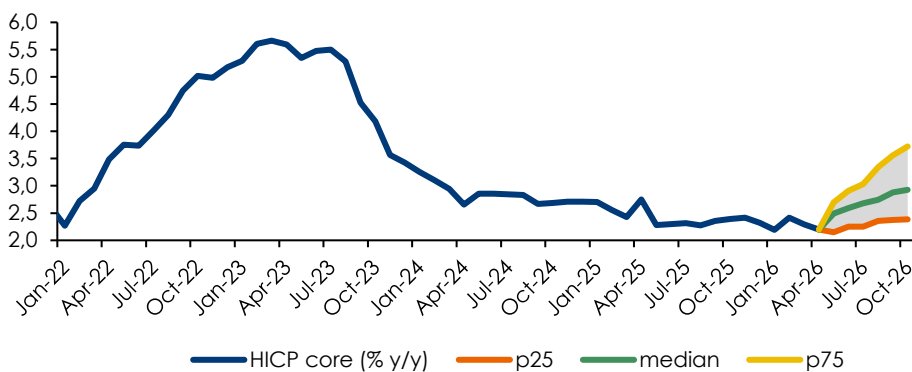
Una volta che si controlla per la domanda attesa, l'inflazione prevista si ridimensionerebbe



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Senza tenere conto del livello atteso di domanda, il modello suggerirebbe la presenza di ampi rischi al rialzo sull'inflazione core nei prossimi mesi, fino a circa il 3,5% a/a entro fine anno, con rischi sbilanciati verso l'alto. Tuttavia, **una volta inseriti nelle equazioni gli indici di domanda attesa e la componente di interazione con i prezzi, il modello convaliderebbe le previsioni bottom-up derivanti dalla nostra modellistica strutturale**, suggerendo una risalita moderata dell'inflazione core, con un massimo intorno al 2,5% nei prossimi 6 mesi (e rischi più bilanciati).

L'aggregato della modellistica sui prezzi attesi dalle imprese rilevati dalle indagini di fiducia suggerisce la presenza di rischi al rialzo sull'inflazione core su un orizzonte di 6 mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

L'esercizio basato sulle indagini non è finalizzato a rappresentare la migliore modellistica per prevedere l'inflazione core, ma l'aggregato delle previsioni derivanti dall'insieme di tutte le equazioni stimate può risultare rilevante nel segnalare la presenza di rischi sulle nostre previsioni per i prossimi mesi. Tali rischi, congiuntamente all'ampio aumento delle aspettative d'inflazione dei consumatori (anch'esso rientrato solo parzialmente a maggio), dovrebbero giustificare l'avvio di un mini-ciclo di rialzi dei tassi da parte della BCE nei prossimi mesi, con la prima mossa da 25pb attesa a giugno.

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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo 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