

Weekly Economic Monitor

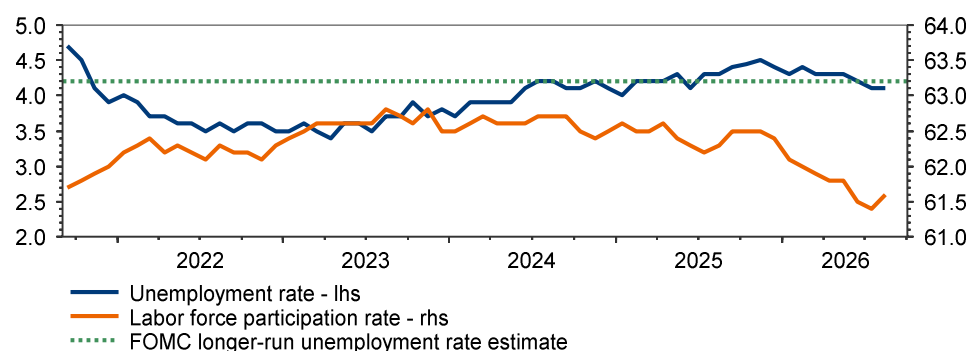
Il punto

La principale conseguenza per lo scenario macroeconomico del protrarsi della crisi del Golfo Persico e della prospettiva di un ribilanciamento del mercato energetico più lento di quanto ipotizzato in precedenza (in particolare, complici le condizioni meteorologiche, per il gas naturale), è una revisione al rialzo delle stime sui prezzi al consumo nell'Eurozona. In questo quadro, un rialzo dei tassi da parte della BCE la settimana prossima appare quasi certo. L'incertezza è più elevata in merito alle prossime mosse di politica monetaria negli Stati Uniti; tuttavia, oggi il contesto ci pare favorevole a un rialzo dei tassi anche da parte della Federal Reserve entro fine anno; anzi non si può escludere un rialzo già questo mese se, dopo i dati sul mercato del lavoro, anche CPI e PPI di agosto risultassero superiori alle attese.

La crisi del Golfo Persico è ancora irrisolta: la distanza tra Stati Uniti e Iran nelle posizioni negoziali rimane molto ampia e la navigazione attraverso lo Stretto di Hormuz è ancora compromessa dal doppio blocco, americano e iraniano. I transiti ufficiali sono ridotti al 7-8% rispetto alla media precedente il conflitto, mentre le esportazioni di petrolio sono stimate in meno di 7 Mb/g in media, contro i 17,7 Mb/g prima del 28/2. Anche se i danni economici del blocco navale potrebbero indurre nel tempo l'Iran a ridimensionare le concessioni richieste per acconsentire alla riapertura di Hormuz, il braccio di ferro potrebbe durare almeno fino alle elezioni americane di novembre. Di conseguenza, ipotizziamo ora che il ribilanciamento del mercato energetico avverrà più lentamente rispetto a quanto ipotizzato a giugno. Inoltre, le condizioni meteorologiche avverse dell'estate 2026 hanno drasticamente peggiorato la situazione anche sul mercato del gas naturale europeo, dove il livello degli stoccaggi è molto basso e potrebbe non svolgere l'usuale ruolo calmierante nei mesi autunnali. Perciò, **abbiamo rivisto al rialzo il nostro profilo previsivo sui prezzi delle materie prime energetiche. La revisione è relativamente contenuta per il Brent** (da 70 a 77 dollari al barile per la media dal 4° trimestre 2026 al 3° trimestre 2027) **e più significativa per il gas naturale europeo** (da 53 a 70 euro per megawattora nel 4° trimestre 2026, da 32 a 47 euro nella media del 2027). La revisione rende i rischi un po' più simmetrici, anche se non li ribilancia del tutto.

La principale implicazione per il quadro macroeconomico è la **revisione al rialzo delle stime sull'inflazione nell'Eurozona, dell'ordine di due decimi di punto sulla media annua** sia per il 2026 (da 2,8% a 3%) che per il 2027 (da 2,2% a 2,4%). La revisione è più contenuta per quando riguarda

Negli Stati Uniti, il tasso di disoccupazione ad agosto è rimasto al di sotto del livello di equilibrio di lungo termine nonostante il recupero della partecipazione: se anche i dati su CPI e PPI fossero superiori al previsto, ciò potrebbe preludere a un rialzo dei tassi da parte della Fed



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Intesa Sanpaolo

4 settembre 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

l'indice al netto di energetici e alimentari freschi (da 2,3% a 2,4% la media 2027), in quanto anche i [dati sui prezzi al consumo di agosto](#), pur in salita al 3,3% a/a, hanno confermato che non solo gli effetti di seconda battuta dello shock energetico sono inesistenti, ma anche gli effetti indiretti sono molto contenuti (i prezzi degli alimentari sono in calo, si nota qualche rincaro nei prezzi dei beni non energetici ma che appare trainato dai prodotti tecnologici); il picco per l'IPCA è visto ora al 3,8% tra dicembre e gennaio per quanto riguarda l'indice headline e al 2,5% tra marzo e aprile per ciò che concerne l'indice "core BCE". Tuttavia, **i rischi su questo profilo, e in particolare sull'inflazione sottostante, appaiono al rialzo**, perché gli effetti dei rincari del gas sono più diluiti nel tempo ma anche più pervasivi e persistenti rispetto a quelli di uno shock più focalizzato sul petrolio. Gli effetti della revisione dei prezzi delle materie prime sono più contenuti sull'inflazione negli Stati Uniti.

Questa revisione al rialzo delle stime di inflazione nell'Eurozona non si associa però a una revisione al ribasso delle stime di crescita, che anzi sono ora su livelli più elevati rispetto a quelli attesi qualche settimana fa, principalmente per effetto delle sorprese al rialzo giunte dai dati sul PIL in primavera, nonché dalle indagini di fiducia relative ai mesi estivi. Se il miglioramento delle indagini di luglio poteva aver beneficiato dell'ottimismo seguito al raggiungimento del MoU di fine giugno, i risultati di agosto mostrano che il riaccendersi delle tensioni geopolitiche non ha compromesso il recupero del morale: sia i [PMI](#), sia [l'indice ESI della Commissione Europea](#), sia le principali indagini nazionali ([IFO](#), [INSEE](#), [Istat](#)) hanno infatti ormai recuperato il terreno perso in primavera, tornando su livelli coerenti con una crescita del PIL prossima al potenziale nel trimestre estivo; anche le componenti più anticipatorie offrono spunti incoraggianti per i prossimi mesi. Alla luce di una prima metà dell'anno più robusta del previsto, abbiamo dunque rivisto al rialzo la stima di crescita per il 2026, allo 0,8%, confermando all'1,2% quella per il 2027; lo scenario incorpora un rallentamento dei consumi a cavallo d'anno. Le ondate di caldo estremo che hanno colpito l'Europa nei mesi scorsi potrebbero sottrarre circa un decimo di crescita nel 3° trimestre, ma con effetti destinati a riassorbirsi già nei mesi successivi, lasciando pressoché invariato il profilo di crescita del biennio 2026-27.

Dati migliori delle attese nella prima parte dell'anno si traducono in **revisioni al rialzo delle previsioni per il 2026 anche nelle principali economie dell'area, ad eccezione della Francia. Gli aggiustamenti più significativi riguardano Germania e Italia**, rispettivamente all'1% e allo 0,9% (in entrambi i casi si tratta di una revisione di quattro decimi rispetto alla stima di tre mesi fa). Nelle due economie, tuttavia, la composizione della crescita è stata diversa: in Germania il contributo determinante è arrivato dall'export, a fronte di una domanda interna ancora debole, mentre in Italia anche consumi e investimenti hanno mostrato una dinamica più favorevole, che riteniamo possa mantenersi positiva anche nella seconda parte dell'anno (al netto del già citato rallentamento dei consumi a cavallo d'anno, quando le famiglie incorporeranno più pienamente gli effetti dello shock energetico sulle bollette di luce e gas). **Restano invece invariate le nostre attese sulla crescita media 2027**, all'1,3% in Germania e allo 0,8% in Italia. Abbiamo inoltre rivisto al rialzo la previsione per la Spagna, al 2,5% dal 2,2%, mentre **la Francia rappresenta l'eccezione**: la revisione al ribasso dei conti nazionali del primo semestre diffusa dall'INSEE la scorsa settimana, comporta infatti una riduzione meccanica della crescita attesa nel 2026, allo 0,4% da un precedente 0,6%; inoltre, il [rischio fiscale e politico](#), anche in vista delle elezioni presidenziali del prossimo anno, costituisce un freno alla crescita anche per gli anni successivi.

La prossima settimana, l'attenzione degli investitori sarà soprattutto sulla riunione del Consiglio Direttivo della BCE, che quasi certamente deciderà un secondo rialzo dei tassi dopo quello visto a giugno, in coerenza con un quadro di inflazione ancora superiore all'obiettivo e con rischi legati soprattutto alla persistenza dello shock energetico. Nel nostro scenario base, la parziale normalizzazione dei prezzi energetici nel corso dei prossimi mesi previene una significativa propagazione dei rincari ai prezzi di beni e servizi non energetici, che non sono sostenuti da

eccesso di domanda. In un contesto di inflazione core che tocca un picco tra primo e secondo trimestre 2027 e di crescita moderata e in linea con il potenziale, la BCE non avrebbe motivo di proseguire la sua restrizione delle condizioni di finanziamento e il rialzo di settembre potrebbe rivelarsi l'ultimo del ciclo. Tuttavia, le incognite dello scenario sono tali che sarebbe avventato escludere la possibilità di una terza mossa a 2,75% (l'indicazione prevalente dal portafoglio di regole di politica monetaria alimentate con le nostre proiezioni centrali o con le proiezioni di giugno dello staff BCE), anche, eventualmente, in ottica precauzionale, ovvero allo scopo di prevenire il manifestarsi di scenari avversi.

La prossima settimana saranno anche diffusi i dati di **produzione industriale di luglio nelle quattro principali economie** dell'area euro, dopo che i dati di giugno avevano evidenziato una stabilità nell'Eurozona (e in Francia), a fronte di una [crescita, sia pur modesta, per il terzo mese di fila in Germania](#) e viceversa di una [contrazione per il secondo mese in Italia](#). L'ondata di caldo e la siccità potrebbero aver frenato l'attività nel corso del mese, anche se gli indicatori di fiducia continuano a fornire segnali incoraggianti sull'evoluzione dell'output. In **Germania**, il basso livello delle acque del Reno, un'importante arteria per il trasporto industriale, potrebbe aver sottratto, secondo le nostre stime, circa mezzo punto percentuale alla crescita della produzione a luglio, e fino a un punto in agosto; anche il settore delle costruzioni ha segnalato difficoltà operative legate alle condizioni climatiche. I segnali dalle indagini IFO e PMI restano però coerenti con un'espansione della produzione (almeno al netto del comparto automobilistico, dove i dati VDA segnalano una correzione dopo il forte progresso del mese precedente). In sintesi, ci aspettiamo un rallentamento a 0,1% m/m. In **Italia**, è possibile che si veda un rimbalzo (stimiamo di 0,3% m/m) dopo il -1% m/m del mese precedente, ma i segnali dalle indagini di fiducia (in particolare il ritorno in territorio recessivo del PMI manifatturiero ad agosto) non consentono di considerare terminata la fase di debolezza per l'attività industriale.

Sempre in Germania, domenica, nelle elezioni del Land orientale della Sassonia-Anhalt, il partito di estrema destra AfD potrebbe ottenere oltre il 40% dei voti (almeno secondo i più recenti sondaggi di opinione). Qualora alcuni partiti restassero sotto la soglia del 5% necessaria per accedere al parlamento regionale, **tale risultato potrebbe essere sufficiente per conquistare la maggioranza assoluta dei seggi**. Gli altri partiti risultano nettamente distanziati, con la CDU poco sopra il 20% e la SPD sotto il 10%, mentre sia i liberali dell'FDP sia la formazione di sinistra BSW rischiano di restare esclusi dall'assemblea. Va detto che le principali proposte dell'AFD, in particolare in materia di immigrazione e politica fiscale, sono definite a livello federale, e che nel Bundesrat (la camera alta che rappresenta i Länder) il partito non dovrebbe disporre di un peso determinante nel processo decisionale. Inoltre, la Sassonia-Anhalt, con poco più di due milioni di abitanti, è tra i Länder tedeschi più piccoli e non può essere considerata pienamente rappresentativa degli equilibri politici nazionali. In ogni caso, **il voto confermerebbe la progressiva perdita di consensi dei partiti di governo, soprattutto nell'est del paese**. Indicazioni analoghe potrebbero emergere dalle consultazioni regionali in programma nelle prossime settimane: in vista delle **elezioni del 20 settembre nel Meclemburgo-Pomerania Anteriore, i sondaggi indicano l'AFD in vantaggio sulla SPD (che guida il governo locale); anche a Berlino CDU e SPD perdono terreno**, mentre Linke risulta il primo partito e l'AFD il terzo nelle rilevazioni più recenti. Risultati deludenti per CDU e SPD, pur non apparendo tali da mettere a rischio la tenuta della coalizione di governo, potrebbero rendere più difficili ulteriori compromessi all'interno della maggioranza e limitare la capacità dell'esecutivo di approvare riforme strutturali politicamente onerose.

Negli Stati Uniti, i dati comunicati nelle settimane estive, nonché la revisione dei prezzi attesi delle materie prime energetiche, ci inducono a lievi modifiche sulle nostre previsioni per il 2027 su PIL (da 2,3% a 2,1%) e CPI (da 2,1% a 2,2%). Ma la principale revisione che abbiamo apportato al nostro scenario centrale per gli Stati Uniti riguarda la politica monetaria: i numeri di luglio sui deflatori PCE, i torni assunti da Warsh a Jackson Hole e l'employment report di agosto più forte del previsto (con tasso di disoccupazione rimasto al 4,1% e una netta riaccelerazione nel ritmo di

creazione di occupati) hanno creato aspettative di rialzi ravvicinati dei tassi. A nostro avviso, l'incertezza rimane elevata. Tuttavia, il portafoglio di regole di politica monetaria cui facciamo riferimento nel nostro processo previsivo (impennato su 8 diverse formulazioni della Taylor rule, alimentate dalle nostre attuali previsioni su deflatori PCE e tasso di disoccupazione), restituisce valori attorno al 4% per i tassi Fed a fine 2026, mentre il percorso per gli anni successivi indica una possibile riduzione in area 3,5% a fine 2027 e in area 3,25% a fine 2028. Scegliamo pertanto di assumere tale profilo come nuovo scenario centrale: **ci aspettiamo ora un rialzo dei tassi da parte della Fed entro fine anno** (il timing più probabile, a nostro avviso, è dicembre, ma non si può escludere del tutto una mossa prima di tale data), **seguito poi, in corrispondenza di evidenza di stabile rientro delle pressioni inflazionistiche, da un mini-ciclo di riduzioni dei tassi** (tre tagli da 25 punti-base tra settembre 2027 e marzo 2028); il punto di arrivo dei tassi Fed sarebbe al 3,25%, in linea con le nostre precedenti previsioni e con quanto indicato come valore di equilibrio di lungo termine dalle *Summary of Economic Projections* del FOMC di giugno.

La settimana prossima, i dati più importanti negli Stati Uniti saranno CPI e PPI di agosto. Entrambi sono visti riaccelerare nel mese a 0,4% m/m, spinti dall'energia, ma anche gli indici core potrebbero far segnare incrementi significativi (0,3% per il PPI e 0,2% per il CPI, secondo il consenso). Sarà importante soprattutto analizzare le componenti con maggiore peso nella determinazione del deflatore dei consumi. A nostro avviso, dati superiori alle attese su CPI e PPI, specie nelle componenti core, potrebbero convincere la Fed a rompere gli indugi optando per un incremento dei tassi già questo mese.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (7 – 11 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 7/9	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	lug	0.2	% 0.3
	10:00	CN	Riserve in valuta estera		ago	3.419	1000Mid \$ 3.425
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T2	0.1	%
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T2	prel 1.0	% 1.0
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.4	% 0.4
Mar 8/9	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.3	% 0.4
	01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T2	prel 1.1	% 1.6
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		lug	15.4	Mid €
Mer 9/9	03:30	CN	CPI m/m		ago	-0.1	% 0.3
	03:30	CN	PPI a/a	*	ago	3.5	% 3.7
	03:30	CN	CPI a/a	*	ago	0.5	% 0.8
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	lug	0.1	%
Gio 10/9	08:00	GER	IPCA a/a finale		ago	prel 2.9	% 2.9
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.2	%
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	ago	prel 0.2	%
	08:00	GER	CPI a/a finale		ago	prel 2.9	% 2.9
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		lug	1.1	%
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	lug	-1.0	%
	10:00	CN	M2 a/a	*	ago	7.7	% 7.7
	10:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	ago	1410	Mid ¥ CN 2095
	10:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	ago	-340	Mid ¥ CN 480
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	206	x1000
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.779	Mln
	14:30	USA	PPI m/m		ago	0.0	% 0.3
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ago	0.2	% 0.3
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ago	4.06	Mln 4.03
Ven 11/9	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		lug	-23.0	Mid £
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		lug	-10.4	Mid £
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	lug	-0.2	% -0.2
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.2	% 0.2
	14:30	USA	CPI m/m	*	ago	0.1	% 0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	2.5	%
	14:30	USA	CPI a/a		ago	3.4	%
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		set	51.7	

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 (7 – 11 settembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mer 9/9	19:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Gio 10/9	14:15	EUR	** Riunione BCE (previsione ISP: depo rate +0,25% a 2,50%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven 9/10	00:00	GIA	Discorso di Masu (BoJ)
	19:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Sab 12/9	09:30	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Ven 11/9	--	IRL	* DBRS si pronuncia sul debito sovrano dell'Irlanda
	--	SPA	* S&P si pronuncia sul debito sovrano della Spagna
	--	SPA	* Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Spagna
	--	ITA	* Fitch si pronuncia sul debito sovrano dell'Italia

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	ago	53.2		53.9
Indice ISM manifatturiero	ago	55.6	55.2	54.6
Spesa in costruzioni	lug	0.0 (-0.1)	%	-0.5
Nuovi occupati: stima ADP	ago	46 (44)	x1000	48
Ordinativi industriali m/m	lug	-0.2 (-0.3)	%	0.9
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug	1.1	%	1.1
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	lug	0.4	%	0.4
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2	1.3	%	1.3
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T2	1.4	%	1.4
Richieste di sussidio	settim	204 (203)	x1000	205
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.771 (1.778)	Mln	1.790
Bilancia commerciale	lug	-71.2 (-73.3)	Mld \$	-90.0
Markit PMI Composito finale	ago	56.0		56.0
Markit PMI Servizi finale	ago	56.8		56.5
Indice ISM non manifatturiero composito	ago	54.1	54.2	55.4
Tasso di disoccupazione	ago	4.1	%	4.1
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ago	21 (-23)	x1000	56
Salari orari m/m	ago	0.2 (0.1)	%	0.3

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T2	0.0	%	0.0
EUR	PMI manifatturiero finale	ago	52.8	52.8	52.7
EUR	Tasso di disoccupazione	lug	6.4 (6.3)	%	6.4
EUR	CPI a/a stima flash	ago	2.9	%	3.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ago	2.2 (2.2)	%	2.1
EUR	PMI servizi finale	ago	51.7	51.7	51.6
EUR	PMI composito finale	ago	52.1	52.1	52.0
EUR	PPI a/a	lug	4.6	%	5.8
EUR	Vendite al dettaglio m/m	lug	0.2 (-0.3)	%	-0.6
FRA	PMI manifatturiero finale	ago	51.5	51.5	51.1
FRA	PMI servizi finale	ago	48.4	48.4	48.0
GER	IPCA m/m prelim	ago	0.9	%	0.2
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ago	2.8	%	2.9
GER	IPCA a/a prelim	ago	2.8	%	2.9
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ago	0.8	%	0.2
GER	Vendite al dettaglio m/m	lug	0.0 (-0.7)	%	-3.4
GER	Vendite al dettaglio a/a	lug	0.6 (0.0)	%	-2.5
GER	PMI manifatturiero finale	ago	54.1	54.1	54.3
GER	PMI servizi finale	ago	48.5	48.5	49.7
GER	Ordini all'industria m/m	lug	3.7 (3.1)	%	2.5
ITA	PMI manifatturiero	ago	51.3	51.3	49.6
ITA	PIL a/a finale	T2	1.0	%	1.0
ITA	PIL t/t finale	T2	0.2	%	0.2
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	lug	5.8 (5.7)	%	5.8
ITA	IPCA m/m prelim	ago	-1.0	%	0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ago	2.9	%	3.3
ITA	IPCA a/a prelim	ago	2.9	%	3.2
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ago	0.3	%	0.5
ITA	PMI servizi	ago	52.5	54.0	55.2
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	3.1	%	0.8

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

Francia - Verso le Presidenziali tra rischi fiscali e politici. I francesi torneranno alle urne nella primavera del 2027 per le elezioni presidenziali, alle quali seguiranno probabilmente elezioni legislative anticipate. Il voto si terrà in un contesto politico altamente frammentato: al primo

turno, Marine Le Pen è nettamente in testa nelle intenzioni di voto, mentre l'esito del ballottaggio è più incerto. Le incognite non riguardano solo chi sarà il prossimo capo dello Stato, ma anche la capacità della nuova Assemblea Nazionale di esprimere una maggioranza stabile. Un Parlamento ancora frammentato potrebbe infatti ostacolare il già difficile percorso di aggiustamento fiscale. In uno scenario a politiche invariate, il deficit potrebbe avvicinarsi al 7% del PIL e il debito potrebbe raggiungere il 130% del PIL entro il 2030.

Inflazione europea in salita ad agosto, ma esclusivamente a causa dell'energia. L'inflazione area euro è salita in linea con le attese al 3,3% a/a ad agosto, ai massimi da quasi tre anni. Tuttavia, i rincari sono confinati all'energia (e in minor misura ai beni non energetici, per via verosimilmente della corsa all'IA). Gli effetti "indiretti" sui prezzi core sono molto contenuti, e gli effetti di "seconda battuta" sono per ora inesistenti: questo quadro resta a nostro avviso coerente con un secondo aumento dei tassi ufficiali BCE la settimana prossima (il 10 settembre), ma riduce le probabilità di interventi successivi (a meno di una nuova escalation nelle ostilità in Medio Oriente seguita da ulteriori fiammate dei prezzi delle materie prime energetiche).

Un rialzo dei tassi è quasi certo alla prossima riunione BCE. Alla riunione del 9-10 settembre il Consiglio direttivo della Banca Centrale dovrebbe alzare i tassi ufficiali di 25 punti base, portando il tasso sui depositi al 2,50%, in coerenza con un quadro di inflazione ancora superiore all'obiettivo e con rischi legati soprattutto alla persistenza dello shock energetico. Riteniamo che la BCE continuerà a evitare una vera forward guidance, mantenendo l'approccio riunione per riunione e basato sui dati, con una comunicazione centrata sulla funzione di reazione: intensità e durata dello shock, sua trasmissione ai prezzi sottostanti, aspettative di inflazione, salari e tenuta della crescita. Con un occhio al bilancio dei rischi, che potrebbe giustificare anche rialzi precauzionali.

Eurozona: l'ESI torna sui massimi da inizio anno. L'indice composito ESI di fiducia economica della Commissione europea è migliorato anche in agosto, a 98,4 da 96,9 precedente. Sebbene sia ancora al di sotto della media di lungo periodo, si tratta del valore più alto dallo scorso gennaio. Il progresso è diffuso ai principali settori. La recente risalita dei prezzi dei carburanti e i rischi di un aumento dei prezzi del gas nei prossimi mesi invitano comunque alla cautela, sia per quanto riguarda la crescita che l'inflazione. Almeno per il momento, però, il ciclo mostra segnali di tenuta e le aspettative sui prezzi di vendita restano sotto controllo. Questo quadro rimane dunque compatibile con un rialzo dei tassi da parte della BCE a settembre, che riteniamo potrebbe essere l'ultimo.

Italia: in ripresa la fiducia ad agosto, trainata da costruzioni e servizi. Le indagini Istat di agosto sono moderatamente positive: il settore delle costruzioni sta beneficiando della coda dei lavori finanziati dal PNRR e i servizi della stagione turistica estiva positiva, anche se i segnali di fiducia delle famiglie e delle imprese del commercio al dettaglio indicano che i consumatori sono ancora estremamente cauti nelle loro decisioni di spesa. Nel complesso, in ogni caso, è possibile che il PIL italiano, dopo la performance più positiva del previsto vista nel primo semestre dell'anno, possa restare in crescita nel trimestre corrente, sia pur rallentando ulteriormente. La crescita media quest'anno dovrebbe attestarsi a 0,8-0,9% ovvero su ritmi superiori rispetto alle previsioni immediatamente successive allo scoppio della guerra in Iran.

Germania: la revisione del PIL e l'IFO sono promettenti. Il PIL tedesco del secondo trimestre è stato rivisto al rialzo di un decimo, crescendo dello 0,3% t/t, sostenuto soprattutto dal commercio estero. La domanda interna è rimasta debole. Il maggior contributo alla formazione del valore aggiunto è stato dato dal manifatturiero che inizia a mostrare i primi segnali di recupero dopo una lunga fase di difficoltà. Anche l'indagine IFO di agosto conferma il miglioramento del quadro congiunturale e delle aspettative, in particolare nell'industria.

Francia: i dati sulla fiducia INSEE sono incoraggianti. L'indagine INSEE di agosto mostra il terzo miglioramento consecutivo del clima di fiducia delle imprese, ai massimi da febbraio. Si registrano progressi per manifattura, servizi e commercio al dettaglio. L'ondata di calore potrebbe aver temporaneamente frenato l'attività in alcuni comparti ma non crediamo l'impatto sia tale da far deragliare la ripresa. Il quadro complessivo resta compatibile con un PIL in crescita intorno allo 0,2% t/t nel 3° trimestre.

PMI area euro: fiducia stabile a livelli moderati. Ad agosto, l'indice PMI composito si è stabilizzato su livelli moderatamente espansivi (52,1 da 52 precedente) e compatibili con un ritmo di crescita nell'area euro, al netto dell'Irlanda, pari a circa lo 0,3% t/t nel 3° trimestre. Il riaccendersi dell'incertezza in Medio Oriente solleva nuovi rischi al ribasso, ma al momento le indagini non sembrano averne risentito eccessivamente: il settore manifatturiero (sui massimi da quattro anni) sta guadagnando slancio, i servizi rimangono solidi e anche le componenti più anticipatorie offrono segnali di tenuta per il ciclo europeo nel 2° semestre.

Germania: industria resiliente nel 2° trimestre. La produzione industriale tedesca è cresciuta per il terzo mese a giugno. Il progresso è trainato dall'energia, mentre l'output al netto di costruzioni ed energia è soltanto stagnante. Ieri, gli ordini di fabbrica sono cresciuti più delle attese ma, una volta escluse le grandi commesse, si è verificata la terza flessione consecutiva. Nel complesso, nonostante lo shock energetico, l'industria tedesca ha registrato una buona tenuta durante la primavera e le indagini restano su livelli complessivamente espansivi. Durante l'estate, la siccità del Reno, importante arteria logistica, dovrebbe però frenare temporaneamente l'attività industriale con impatto che stimiamo di circa -0,5pp sulla produzione nel solo mese di luglio e, in assenza di segnali di miglioramento sul livello delle acque, con probabili effetti negativi anche in agosto.

Italia: produzione industriale ancora in calo. A giugno, la produzione industriale è calata di -1% m/m da un precedente -0,3% m/m. Anche in termini tendenziali, la variazione è tornata in territorio negativo dopo quattro mesi di espansione. Lo spaccato delle componenti evidenzia flessioni diffuse a tutti i principali comparti, ad eccezione dell'energia. In prospettiva, le indagini di fiducia suggeriscono cautela e, esaurito il sostegno fornito nei mesi scorsi dalla ricostituzione delle scorte, le imprese sembrano adottare un approccio più prudente, complice l'elevata incertezza geopolitica che continua a configurare rischi al ribasso.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	lug	0.6 (0.5)	%	2.9	4.0
Produzione industriale m/m prelim	lug	1.9	%	-0.7	0.1
PMI manifatturiero finale	ago	55.1			54.9
Fiducia delle famiglie	ago	34.9			35.5
Consumi delle famiglie a/a	lug	-3.3	%	-1.6	-3.6

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

Fonte: LSEG Datastream

Cina

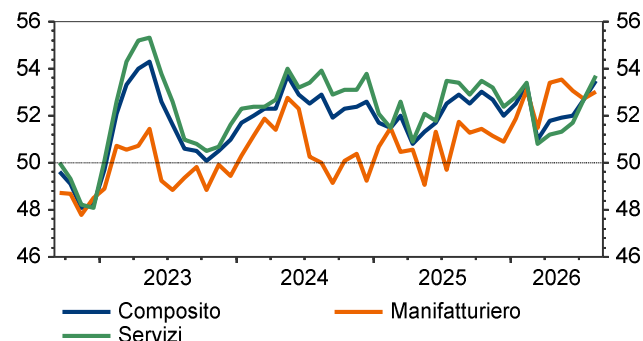
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ago	49.3			49.5
PMI manifatturiero - NBS	ago	49.2		49.6	49.8
PMI non manifatturiero - NBS	ago	49.0			49.0
PMI manifatturiero - Caixin	ago	50.9		51.0	51.5
PMI servizi - Caixin	ago	50.4			51.4

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

Fonte: LSEG Datastream

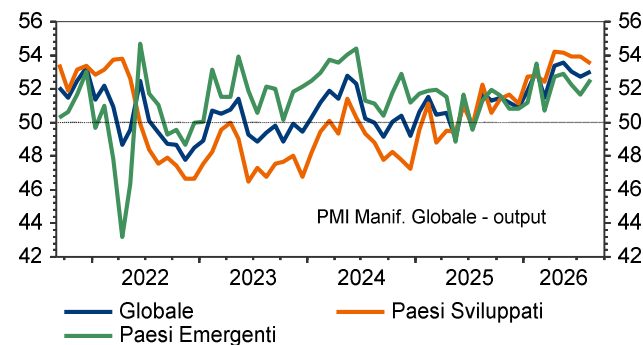
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



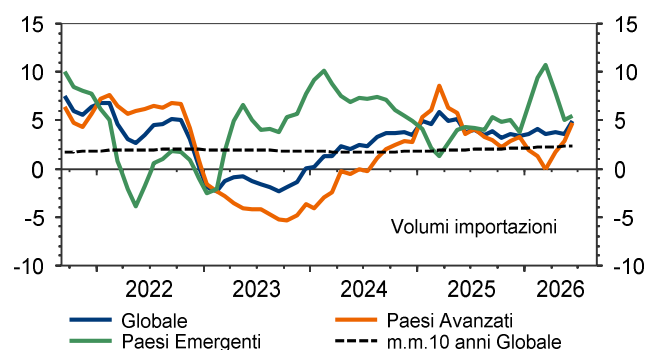
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



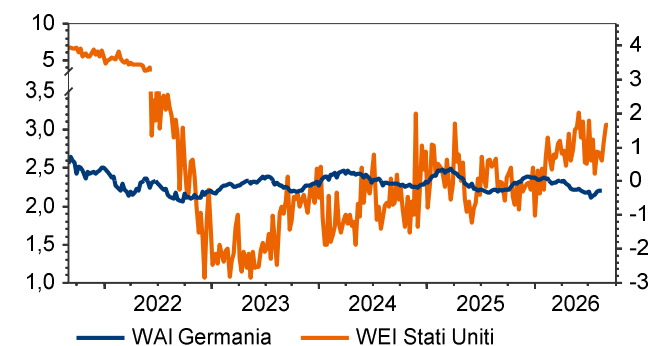
Fonte: S&P Global

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



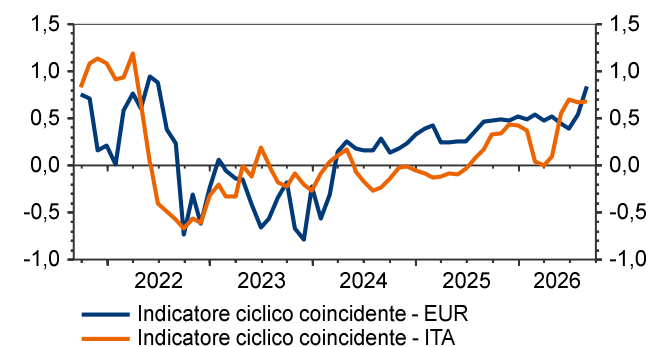
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



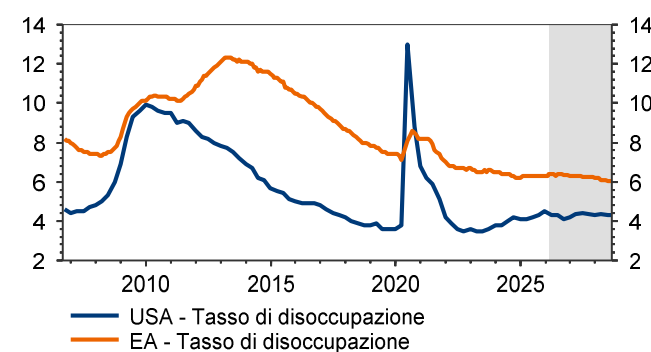
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

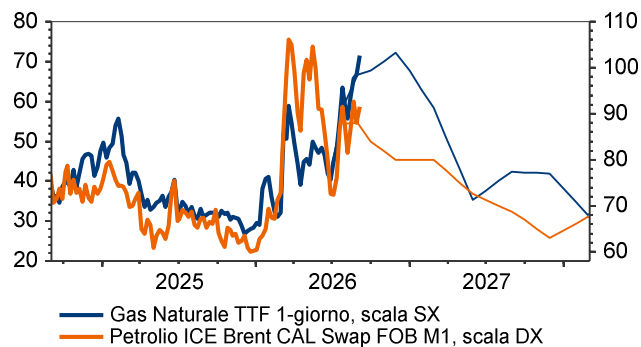
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

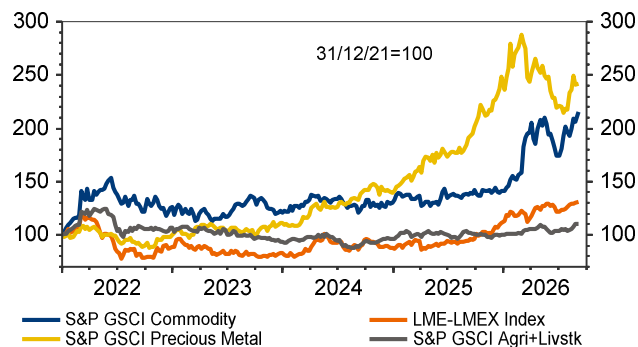
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



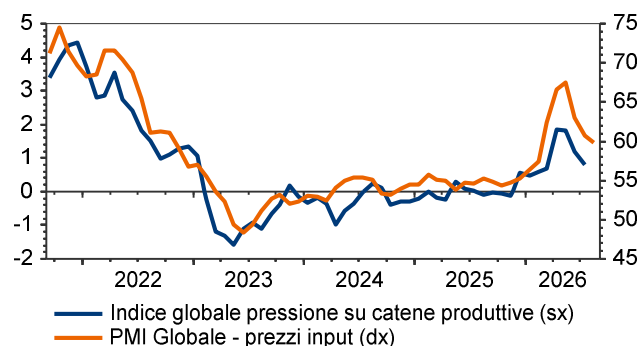
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



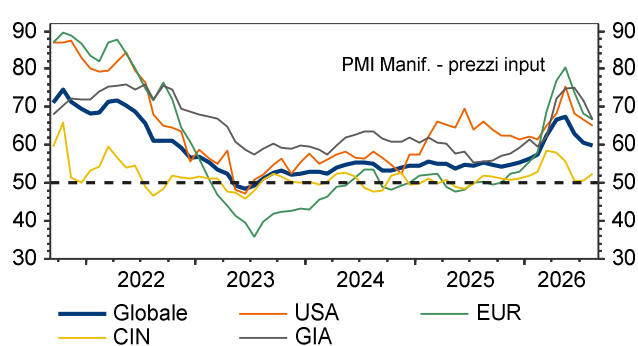
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



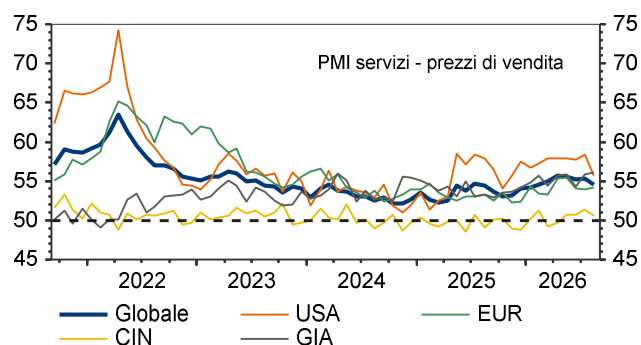
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



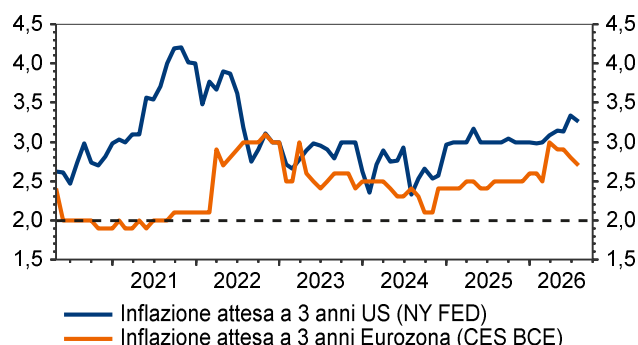
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

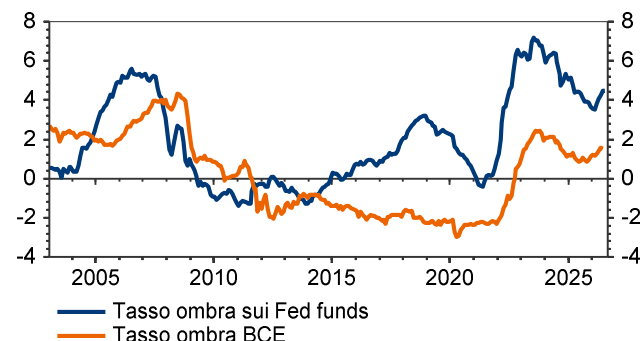
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

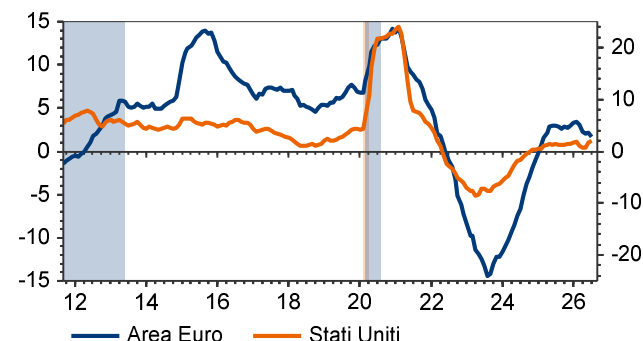
Condizioni Finanziarie

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



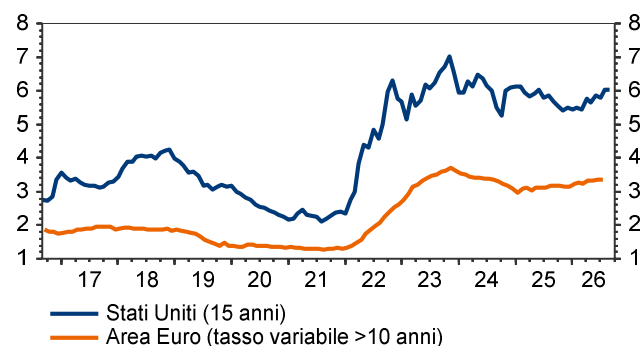
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



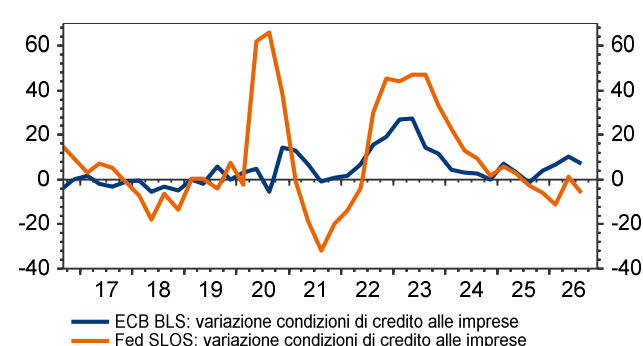
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



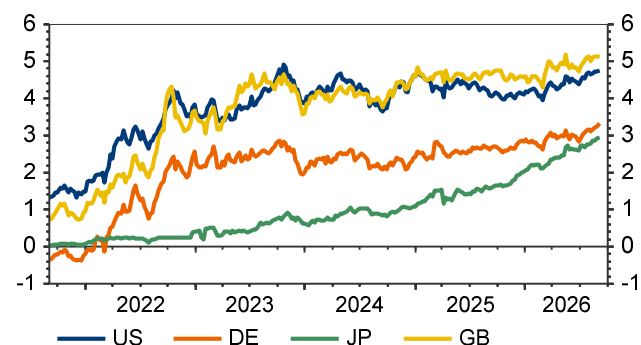
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



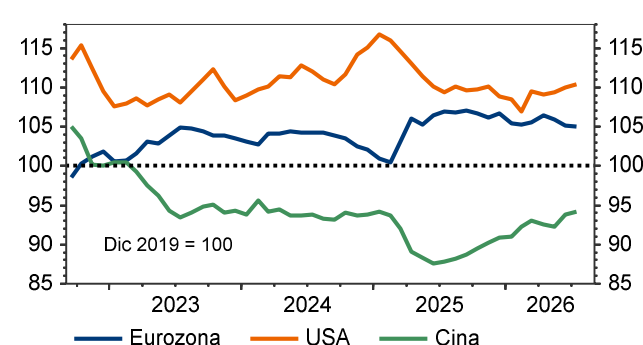
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

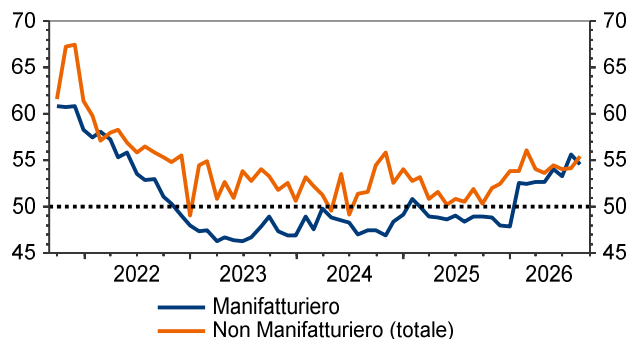
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

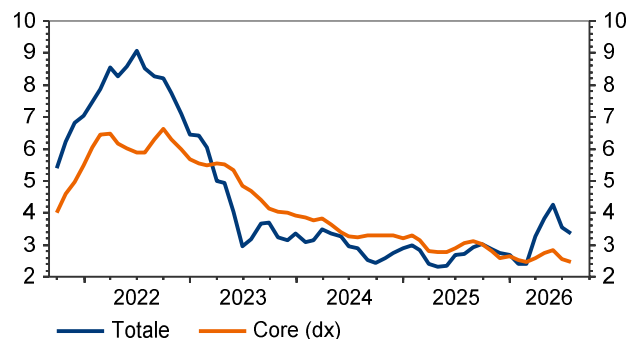
Stati Uniti

Indagini ISM



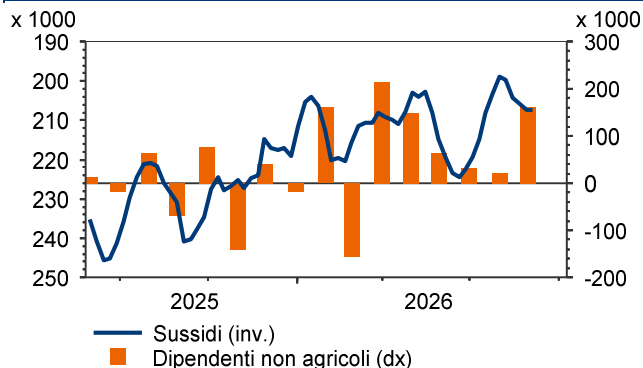
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



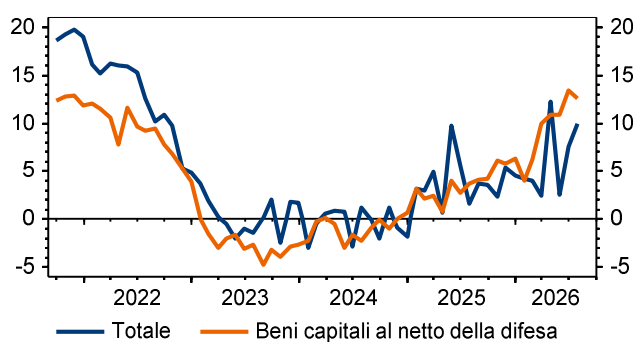
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

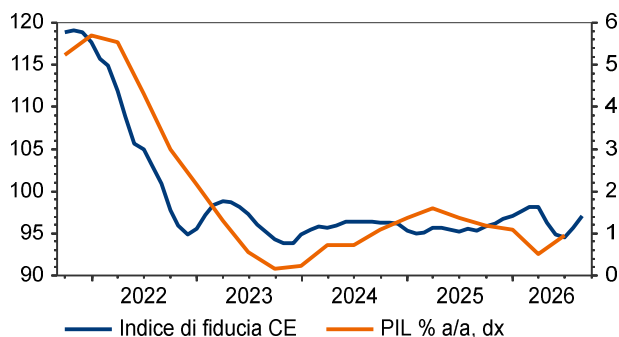
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.2	2.1	2.3	2.0	2.7	2.1	1.7	2.2	2.1	2.2	
- trim./trim. annualizzato				4.4	0.5	2.1	1.5	2.6	2.4	1.9	1.9	
Consumi privati	2.6	2.1	1.9	3.5	1.9	0.5	3.2	2.2	1.9	1.8	1.7	
IFL - privati non residenziali	4.1	6.2	3.6	3.2	2.4	10.6	8.4	4.0	3.7	2.6	2.9	
IFL - privati residenziali	-2.2	-2.8	2.4	-7.1	-1.7	-7.8	1.5	2.7	3.0	2.0	2.0	
Consumi e inv. pubblici	1.1	0.6	1.5	2.2	-5.6	4.4	-0.8	3.0	2.0	1.5	1.2	
Esportazioni	1.6	4.4	4.1	9.6	-3.2	10.9	4.5	3.0	2.0	4.5	5.0	
Importazioni	2.7	2.2	3.8	-4.4	-1.0	11.8	11.5	2.0	1.7	4.0	4.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.3	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.6	0.3	0.1	0.1	0.0	
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.4	-3.5									
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-8.5	-7.7									
Debito pubblico (% PIL)	137.0	139.5	141.1									
CPI (a/a)	2.7	3.2	2.3	2.9	2.7	2.7	3.9	3.4	3.1	2.7	1.9	
Produzione industriale	1.1	1.4	2.1	0.5	-0.5	0.3	1.0	0.4	0.4	0.5	0.5	
Disoccupazione (%)	4.3	4.2	4.3	4.3	4.5	4.3	4.3	4.1	4.2	4.3	4.4	

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

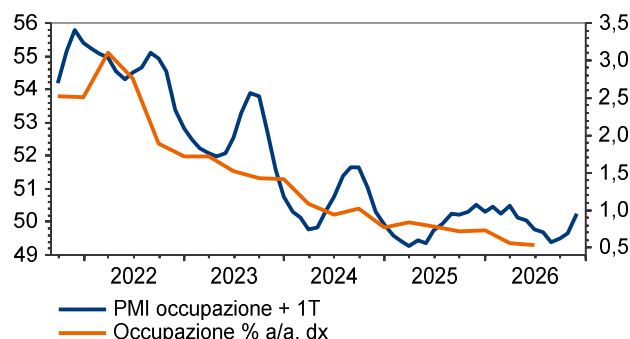
Area euro

PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, S&P Global

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-26	100.1	100.0	99.8	100.0	1.7	2.2	2.2	1.6
feb-26	100.7	100.6	100.6	100.7	1.9	2.3	2.4	1.8
mar-26	102.0	101.3	101.4	102.0	2.6	2.2	2.3	2.5
apr-26	103.0	102.1	102.4	103.0	3.0	2.1	2.2	3.0
mag-26	103.1	102.4	102.7	103.1	3.2	2.3	2.6	3.1
giu-26	103.0	102.6	102.9	103.0	2.8	2.1	2.4	2.7
lug-26	103.2	102.6	102.8	103.2	2.9	2.2	2.5	2.9
ago-26	103.7	102.8	103.1	103.6	3.3	2.1	2.4	3.2
set-26	104.1	102.9	103.2	104.1	3.6	2.2	2.4	3.5
ott-26	104.4	103.2	103.4	104.3	3.6	2.2	2.4	3.6
nov-26	104.1	102.8	103.0	104.0	3.7	2.3	2.5	3.6
dic-26	104.5	103.1	103.3	104.4	3.8	2.3	2.4	3.7
Media	103.0	102.2	102.4	102.9	3.0	2.2	2.4	2.9

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-27	103.8	102.4	102.4	103.7	3.8	2.4	2.6	3.7
feb-27	104.3	102.9	103.1	104.2	3.5	2.3	2.5	3.5
mar-27	105.0	103.8	104.0	104.9	2.9	2.5	2.6	2.9
apr-27	105.7	104.7	105.0	105.6	2.6	2.5	2.6	2.5
mag-27	105.7	104.8	105.0	105.6	2.5	2.3	2.3	2.4
giu-27	105.5	105.0	105.2	105.4	2.4	2.4	2.3	2.3
lug-27	105.6	105.0	105.2	105.5	2.3	2.4	2.3	2.3
ago-27	105.8	105.3	105.5	105.7	2.1	2.4	2.4	2.0
set-27	106.1	105.4	105.6	105.9	1.9	2.4	2.3	1.8
ott-27	106.3	105.6	105.8	106.1	1.8	2.4	2.3	1.7
nov-27	105.9	105.2	105.4	105.8	1.7	2.3	2.3	1.6
dic-27	106.4	105.5	105.6	106.2	1.8	2.3	2.2	1.8
Media	105.5	104.6	104.8	105.4	2.4	2.4	2.4	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.

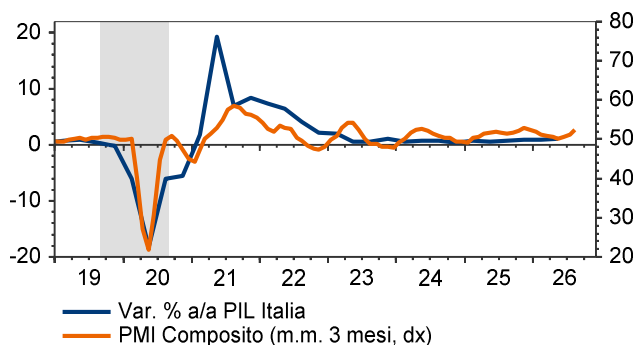
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	0.8	1.2	1.2	1.1	0.5	1.0	0.9	0.9	1.2	1.1	1.1
- t/t				0.3	0.2	0.0	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.5	1.1	0.8	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3
Investimenti fissi	3.1	1.2	1.8	1.0	0.8	-0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.6	0.6
Consumi pubblici	1.5	2.0	1.3	0.7	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	2.0	1.1	2.5	0.4	0.0	-0.4	1.4	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
Importazioni	3.6	2.6	2.5	1.0	0.3	0.3	1.3	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.2	1.7	1.8									
Deficit pubblico (% PIL)	-2.9	-3.4	-3.2									
Debito pubblico (% PIL)	87.4	89.8	90.4									
Prezzi al consumo (a/a)	2.1	3.0	2.4	2.1	2.1	2.0	3.0	3.3	3.7	3.4	2.5	2.5
Produzione industriale (a/a)	1.6	-0.3	1.4	1.5	1.9	-1.7	0.1	0.1	0.4	1.4	1.1	1.1
Disoccupazione (%)	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3
Euribor 3 mesi	2.18	2.34	2.53	2.01	2.04	2.05	2.24	2.48	2.58	2.53	2.53	2.53

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

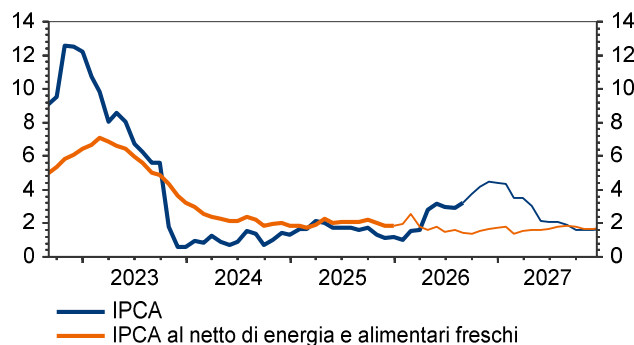
Italia

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	103.3	102.7	102.6	102.5	2.8	2.7	2.6	2.6
mag-26	103.6	103.1	102.8	102.8	3.2	3.2	3.0	3.0
giu-26	103.6	103.1	102.8	102.8	3.0	3.0	2.8	2.9
lug-26	102.6	103.4	103.1	103.1	2.9	2.9	2.8	2.8
ago-26	102.7	103.9	103.7	103.6	3.2	3.3	3.3	3.3
set-26	104.5	104.3	104.2	104.1	3.8	3.9	4.0	3.9
ott-26	104.8	104.4	104.5	104.3	4.2	4.3	4.4	4.3
nov-26	104.8	104.5	104.7	104.6	4.4	4.7	4.8	4.7
dic-26	105.0	104.4	104.5	104.4	4.4	4.4	4.4	4.3
Media	103.0	103.1	103.0	102.9	3.0	3.0	3.0	2.9

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-27	103.8	104.6	104.7	104.6	4.4	4.2	4.3	4.2
feb-27	103.5	104.9	104.9	104.7	3.5	3.8	3.9	3.8
mar-27	105.3	105.2	105.1	105.0	3.5	3.5	3.6	3.5
apr-27	106.4	105.6	105.5	105.4	3.0	2.8	2.8	2.8
mag-27	105.8	105.6	105.3	105.2	2.1	2.4	2.4	2.4
giu-27	105.8	105.6	105.2	105.2	2.1	2.4	2.4	2.3
lug-27	104.8	105.6	105.3	105.2	2.1	2.2	2.1	2.0
ago-27	104.7	105.8	105.4	105.3	1.9	1.8	1.7	1.6
set-27	106.2	106.1	105.9	105.7	1.6	1.7	1.6	1.6
ott-27	106.5	106.2	106.2	105.9	1.6	1.7	1.7	1.6
nov-27	106.4	106.0	106.1	105.9	1.6	1.4	1.3	1.3
dic-27	106.7	106.0	106.1	106.0	1.7	1.6	1.5	1.4
Media	105.5	105.6	105.5	105.3	2.4	2.4	2.4	2.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027					
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8	1.0	0.9	0.7	0.5	0.7
- t/t				0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3
Consumi privati	1.1	1.3	0.6	0.3	0.1	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	3.8	2.9	1.9	1.2	0.9	0.8	0.3	0.1	0.3	0.2	1.0
Consumi pubblici	0.6	0.3	0.2	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	1.4	3.3	2.2	2.3	-1.0	2.3	0.8	0.6	0.4	0.4	0.6
Importazioni	3.9	3.9	2.6	2.1	1.5	0.0	1.7	0.7	0.6	0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.5	0.0	-0.4	0.8	-0.9	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.1	0.5	0.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.9	-2.9								
Debito pubblico (% PIL)	137.1	138.5	137.9								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	3.0	2.4	1.7	1.2	1.4	3.0	3.3	4.4	3.8	2.4
Produzione industriale (a/a)	-0.3	0.3	0.9	0.3	1.3	0.4	0.5	0.1	0.1	0.8	0.7
Disoccupazione (ILO, %)	6.0	5.5	5.4	5.9	5.7	5.5	5.6	5.5	5.4	5.4	5.5
Tasso a 10 anni (%)	3.57	3.89	4.08	3.55	3.46	3.54	3.78	4.03	4.20	4.13	4.09

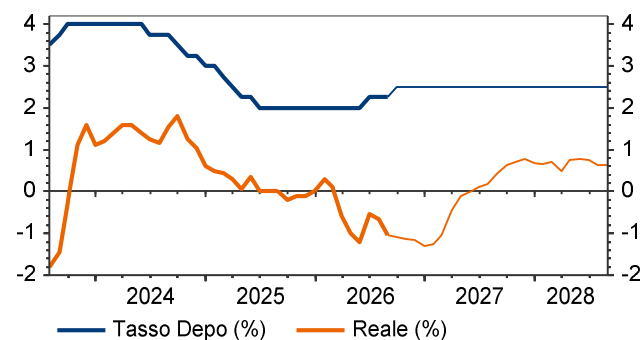
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	3/9	set	dic	mar	giu
Deposit rate	2.00	2.00	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
Euribor 1m	1.94	1.89	2.20	2.36	2.33	2.44	2.43	2.44
Euribor 3m	2.03	2.08	2.32	2.68	2.54	2.58	2.53	2.53

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

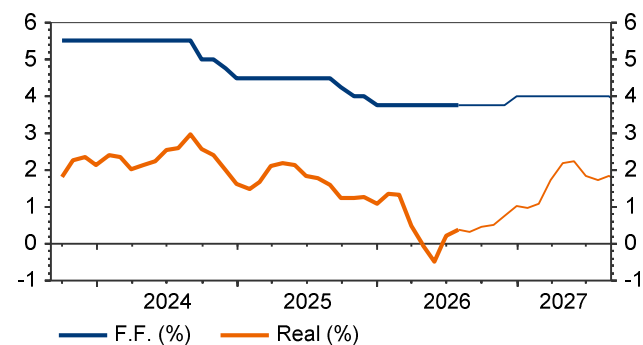


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	3/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	3.60	3.66	3.72	3.79	3.82	4.09	4.17	4.18

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

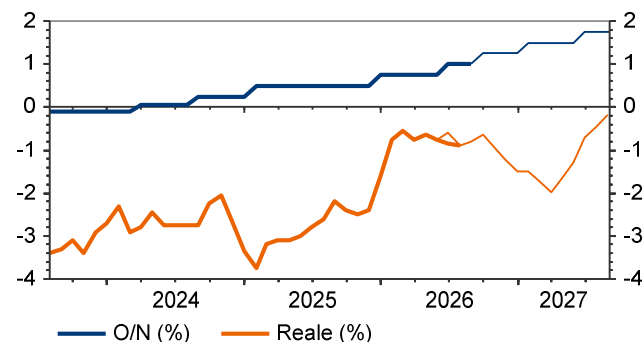


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	3/9	set	dic	mar	giu
O/N target	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75
OIS 3m	0.73	0.86	0.99	1.21	1.18	1.27	1.52	1.77

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

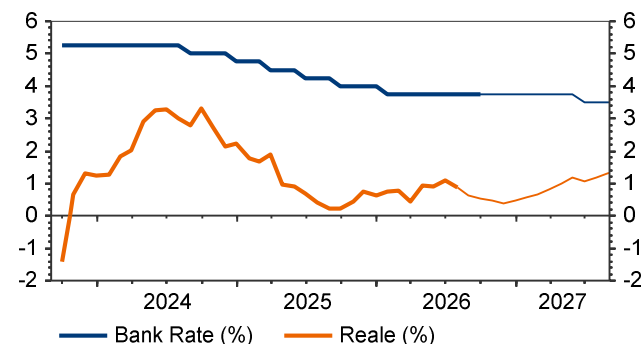


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	3/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50
OIS 3m	3.72	3.84	3.77	3.82	3.65	3.65	3.65	3.40

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	4/9	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3	2026 Q4	2027 Q1	2027 Q2	2027 Q3	2027 Q4
EUR/USD	1.1623	1.17	1.16	1.14	1.13	1.13	1.15	1.16	1.16
USD/JPY	156.35	157	160	157	160	160	156	149	145
GBP/USD	1.3529	1.35	1.34	1.34	1.30	1.27	1.29	1.30	1.30
USD/CAD	1.3801	1.37	1.38	1.41	1.43	1.44	1.41	1.39	1.39
AUD/USD	0.7200	0.69	1.41	1.41	1.42	1.42	1.40	1.39	1.40
NZD/USD	0.5880	0.59	1.71	1.68	1.71	1.67	1.61	1.58	1.58
USD/CHF	0.8087	0.78	0.79	0.81	0.82	0.82	0.80	0.79	0.80
USD/SEK	9.5436	9.14	9.36	9.45	9.67	9.52	9.15	8.92	8.84
USD/NOK	9.2914	9.73	9.42	9.79	9.69	9.60	9.35	9.20	9.19

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.intesaspanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

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

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com