Macro Rapid Response

Previsioni d'autunno della Commissione Europea

17 novembre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista

La Commissione Europea ha pubblicato le Previsioni Economiche d'Autunno 2026, che rivedono al rialzo la crescita dell'Eurozona per quest'anno ma anche l'inflazione, ora attesa più persistente per via del protrarsi della crisi energetica. Le ipotesi tecniche, fissate a fine ottobre nel momento di massima tensione sui mercati dell'energia e dei tassi, configurano qualche rischio al ribasso sulle stime d'inflazione e sulla spesa per interessi. Il quadro dei conti pubblici continua in ogni caso a deteriorarsi, con un disavanzo dell'Eurozona in salita al 3,8% del PIL nel 2028 a politiche invariate. Per l'Italia le stime di Bruxelles sono sostanzialmente sovrapponibili al quadro programmatico del DPFP. Per la Francia (l'unico tra i grandi Paesi a vedere un taglio delle stime di crescita), le proiezioni della Commissione assumono una approvazione e piena implementazione del budget, che però lascerebbe il deficit in calo solo marginale l'anno prossimo (sopra l'obiettivo del governo) e in risalita nel 2028.

Rispetto alle previsioni di maggio, la Commissione ha alzato la stima di crescita del PIL dell'Eurozona per il 2026 a 1,2% (da 0,9%), lasciando invariata all'1,2% quella per il 2027; per il 2028 la crescita è attesa all'1,3%. Il dato del 2025 è stato invece rivisto al ribasso a 1,2% (da 1,4%), quasi interamente per via della revisione dei conti irlandesi. La sorpresa positiva di quest'anno è venuta soprattutto dalle esportazioni, sostenute dal ciclo globale di investimenti legati all'Intelligenza Artificiale e ai data center, mentre i consumi hanno tenuto e gli investimenti sono risultati più deboli del previsto. Le stime sono sostanzialmente in linea con le nostre, solo lievemente meno ottimistiche (1,1% nel 2026, 1,2% nel 2027 e nel 2028).

Tra i grandi paesi, la revisione al rialzo più marcata riguarda la Germania (1,3% nel 2026 da 0,6%), grazie al balzo dell'export nella prima metà dell'anno e all'espansione della spesa per difesa e infrastrutture; la crescita tedesca è poi attesa rallentare all'1% nel 2027 e allo 0,7% nel 2028. Le nostre previsioni sul biennio 2027-8 sono più ottimistiche (1,2% e 1,3% rispettivamente), in quanto ci attendiamo che lo stimolo fiscale sostenga la crescita più a lungo. Riviste al rialzo anche le stime per l'**Italia** (1% nel 2026 da 0,5%; 0,7% nel 2027 da 0,6%), e per la **Spagna**, che resta la più dinamica (2,6% nel 2026 e 2,1% nel 2027). **La Francia è l'unica grande economia a subire un taglio delle previsioni**, a 0,4% nel 2026 (da 0,8%) e 0,6% nel 2027 (da 1,1%), per la debolezza degli investimenti, gli alti prezzi energetici e l'impatto delle ondate di calore estive sulla produzione agricola: le nuove stime sono circa in linea con le nostre (0,3% e 0,7%), mentre sul 2028 la Commissione è più ottimista (1,4% contro 1%).

Riviste nettamente al rialzo le stime d'inflazione, soprattutto sul 2027: per l'Eurozona l'indice armonizzato è ora atteso al 3,2% nel 2026 e al 3,1% nel 2027 (da 3% e 2,3% rispettivamente), con un ritorno vicino al 2% solo nel 2028 (2,1%). L'inflazione core è vista salire al 2,6% nel 2027. **Anche in questo caso le stime sono non lontane dalle nostre per il biennio 2026-27 (3,1% e 3%)**; le nostre previsioni sono più ottimistiche per il 2028 (all'1,8%) in relazione a ipotesi di più rapido rientro delle quotazioni delle materie prime energetiche (vedi infra), oltre che al fatto che le stime di Bruxelles incorporano l'entrata in funzione del nuovo sistema ETS2 di scambio delle quote di emissione per trasporti e riscaldamento, con un prezzo ipotizzato di 55 euro per tonnellata di CO2. La revisione delle stime di inflazione della Commissione è generalizzata: per il 2027 le Economic Forecast prevedono ora il 3,1% in Italia (da 1,8%), il 2,9% in Francia (da 1,8%), il 3,3% in Spagna (da 2,5%) e il 3,2% in Germania (da 2,7%).

Le ipotesi tecniche alla base delle previsioni della Commissione meritano un approfondimento, perché spiegano buona parte della revisione delle stime d'inflazione. Come di consueto, i prezzi di petrolio, gas ed elettricità sono derivati dai contratti futures nel periodo 15-28 ottobre, che ha coinciso con una fase di forte tensione: il Brent è ipotizzato a 99 dollari al barile nel 2026, 95 nel

2027 e 82 nel 2028 (contro 91 e 78 a maggio), il gas TTF a 60, 74 e 47 euro/MWh (contro 42 e 35,5), l'elettricità a 143 euro/MWh nel 2027 (contro 80). Il profilo del gas, con un picco nella media 2027, e il ritardo con cui i prezzi all'ingrosso si trasmettono alle bollette (ad esempio in Germania) spiegano perché la revisione dell'inflazione sia concentrata sul prossimo anno. Dopo i risultati delle elezioni di medio termine negli Stati Uniti, tuttavia, le tensioni si sono parzialmente attenuate: aggiornando le ipotesi alle quotazioni odierne, il Brent scenderebbe a 84,5 dollari nel 2027 (-11%) e il gas a 68,8 euro/MWh (-7%). **Secondo le stesse elasticità calcolate dalla Commissione, l'inflazione nell'UE sarebbe più bassa di circa 2 decimi di punto percentuale nel 2027 e la crescita più alta di un decimo**. Riteniamo tuttavia che i rischi sui prezzi energetici non siano solo al ribasso: le curve dei futures sono in forte backwardation e scontano una rapida normalizzazione dell'offerta (anche grazie alla nuova capacità di GNL attesa a metà 2027), a fronte di stoccaggi di gas al 75% a fine ottobre, il livello più basso per la stagione dal 2011. Inoltre, il Brent front-month è un indicatore sempre meno rappresentativo del costo effettivo del petrolio importato, visti i rincari dei noli e dei margini di raffinazione (il gasolio è raddoppiato su base annua). Per l'Italia pesa in particolare il prezzo dell'elettricità, che nei futures resta in media circa il 60% sopra quello iberico sull'intero orizzonte di previsione. **Nelle nostre ipotesi sul prezzo del brent e del TTF (media rispettivamente di 79,5 dollari al barile e 63,8 euro/MWh nel 2027), l'inflazione si collocherebbe al 3% l'anno prossimo sull'indice generale e al 2,6% sul core**.

Anche le ipotesi sui tassi d'interesse appaiono più restrittive delle nostre. I tassi a breve sono derivati dai futures sull'Euribor e quelli a lungo dai tassi forward sui titoli sovrani: dopo i rialzi della BCE di giugno e settembre, a fine ottobre i mercati scontavano un tasso sui depositi in salita di altri 75 punti base, intorno al 3,3%, entro la fine dell'estate 2027 (circa 70 pb sopra quanto implicito a maggio). Ne deriva un Euribor a 3 mesi al 3,3% in media sia nel 2027 sia nel 2028 (contro il 2,6% ipotizzato a maggio per il 2027), mentre noi lo vediamo al 3% nel 2027 e al 2,9% nel 2028. Un divario analogo si osserva sul tratto lungo: la Commissione ipotizza un rendimento del Bund decennale al 3,5% nel 2027 e al 3,6% nel 2028 (da 3,2% a maggio), contro il nostro 3,2% e 3,1%. I tassi forward incorporano infatti un premio a termine che ha risentito dell'aumento dei rendimenti globali tra settembre e ottobre, poi parzialmente rientrato (il Bund era sceso intorno al 3,3% già il 22 ottobre, per poi risalire lievemente). Inoltre, **il tasso di cambio euro/dollaro è ipotizzato costante a 1,12 dollari** per euro nel 2027-28, contro la nostra previsione di 1,15 e 1,18: si tratta di un elemento che configura rischi al ribasso sulle stime di inflazione (e di crescita) della Commissione. **In sintesi, le condizioni finanziarie implicite nello scenario di Bruxelles sono più restrittive di quelle che ci attendiamo**: ciò introduce un rischio al ribasso per le stime di spesa per interessi, in particolare per i paesi ad alto debito. Data la vita media relativamente lunga del debito (circa 8,5 anni nell'UE), l'effetto sarebbe comunque graduale e concentrato sul 2028.

Sul fronte dei conti pubblici, il disavanzo dell'Eurozona è atteso salire dal 3% del PIL nel 2025 al 3,5% nel 2026, al 3,6% nel 2027 e al 3,8% nel 2028, due decimi sopra le stime primaverili per l'anno in corso. Le proiezioni sono a politiche invariate (includono perciò non solo la legislazione vigente ma anche le misure fiscali già sufficientemente dettagliate come le manovre di bilancio presentate ma non ancora approvate in diversi paesi, tra cui Italia e Francia). A spingere il deficit sono l'aumento della spesa per la difesa (facilitato dall'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale in 19 paesi), la spesa per interessi (che nell'Eurozona salirebbe dall'1,9% al 2,4% del PIL tra il 2025 e il 2028) e le misure temporanee contro il caro-energia. Il saldo strutturale peggiorerebbe a -3,3% nel 2027 e -3,5% nel 2028. Paradossalmente, **il rapporto debito/PIL è stato rivisto al ribasso** (89,6% nel 2026 e 90,5% nel 2027, contro 90,2% e 91,2% a maggio) grazie all'effetto denominatore di una crescita nominale più alta, ma resta in salita fino al 91,3% nel 2028. Nell'UE **il numero di paesi con disavanzo sopra il 3% è atteso salire da 10 nel 2025 a 12 quest'anno e a 16 nel 2027-28**.

Tra i grandi paesi, peggiorano le stime sui conti tedeschi: il deficit della Germania salirebbe al 4,1% del PIL nel 2026, al 4,4% nel 2027 e al 4,5% nel 2028 (contro 3,7% e 4,1% a maggio), con un

saldo strutturale che passa da -1,8% nel 2025 a -4,2% nel 2028; il debito salirebbe dal 62,8% al 68,9% del PIL. Le nostre stime sul disavanzo tedesco sono meno pessimistiche (3,7% nel 2026 e 4% nel 2027-28), mentre il nostro sentiero del debito è più alto nel biennio 2026-27 (66,3% e 67,4%). **Per la Francia la Commissione vede un disavanzo al 5,5% del PIL quest'anno** (da 5,1%) **e in calo solo marginale, al 5,4%, nel 2027** (in miglioramento rispetto al 5,7% di maggio, in quanto il quadro incorpora ora le misure del progetto di bilancio, pari a circa l'1,5% del PIL tra tagli di spesa ed entrate; il disavanzo resterebbe però superiore all'obiettivo governativo del 5% del PIL); **è prevista poi una risalita al 5,7% nel 2028**. Il debito francese salirebbe al 123,2% del PIL nel 2028 e la spesa per interessi dal 2,2% al 3,3% del PIL tra il 2025 e il 2028. Le nostre stime sono simili per il 2026-27 (5,4% e 5,2%), ma vedono un'ulteriore riduzione del deficit al 4,9% nel 2028, con un debito comunque in salita al 123,6%. **La Spagna rimane la storia più positiva**: il deficit sale lievemente al 2,6% nel 2026 (per il costo delle misure contro il caro-energia, pari allo 0,5% del PIL, e degli aiuti per le alluvioni) per poi tornare al 2,2%, e il debito scenderebbe sotto il 100% del PIL già quest'anno (99,2%), per la prima volta dal 2019. In assenza di un progetto di bilancio per il 2027, a causa delle elezioni anticipate, le stime sono a politiche invariate. Su questo punto siamo più cauti: nelle nostre previsioni il debito spagnolo resta intorno al 100% fino al 2027 e scende al 98,7% solo nel 2028.

Tra i paesi più piccoli, spiccano le revisioni al rialzo dei disavanzi nei Baltici e in Slovenia, legate soprattutto alla difesa: la Lituania vede ora un deficit al 4,3% nel 2027 e al 5,1% nel 2028 (contro il 2,7% previsto in primavera per il 2027), la Lettonia al 5,4% nel 2028, la Slovenia al 4,5% nel 2027 (da 3,5%). In Belgio il disavanzo si confermerebbe sopra il 5% (5,7% nel 2028), con un debito in salita al 115,8% del PIL. **All'opposto, prosegue a ritmo sostenuto la discesa del debito in Grecia** (al 135,7% del PIL quest'anno, cinque punti sotto la stima di maggio, e al 126,6% nel 2028) **e in Portogallo** (80,1% nel 2028). Nel 2028 saranno quattro i paesi con un debito superiore al 100% del PIL: Belgio, Grecia, Francia e Italia.

Per l'Italia, il quadro della Commissione sulla crescita è ora quasi allineato a quello del governo: il PIL è visto crescere dell'1% nel 2026 - come nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica (DPFP) -, dello 0,7% nel 2027 e dello 0,8% nel 2028 (un decimo in meno delle stime governative in entrambi gli anni). Le nostre previsioni sono più prudenti sull'anno in corso (0,8%), leggermente più favorevoli sul 2027 (0,8%) e più deboli sul 2028 (0,7%). I consumi sono attesi rallentare per effetto dell'inflazione (3,4% nel 2026 e 3,1% nel 2027 secondo la Commissione, contro il nostro 3,3% e 2,9%), mentre gli investimenti beneficerebbero ancora delle opere finanziate dal PNRR quest'anno, per poi decelerare. La crescita nominale implicita nelle stime di Bruxelles è più alta di quella governativa nel 2026 (2,9% contro 2,7%), ma più bassa nel 2027 (3% contro 3,2%) e nel 2028 (2,8% contro 3%).

Rispetto alle stime di maggio, la Commissione conferma per l'Italia un deficit al 2,9% del PIL nel 2026, sotto la soglia del 3%, ma lo vede risalire al 3,5% nel 2027 (da 2,9%) e al 3,2% nel 2028. La revisione riflette le misure della legge di bilancio, che include le maggiori spese per difesa e sicurezza energetica coperte dalla clausola di salvaguardia nazionale, recentemente attivata dall'Italia, oltre che un aumento della spesa per interessi al 4,4% del PIL nel 2027 (da 4,2%) e al 4,6% nel 2028, il livello più alto nell'UE. Il saldo strutturale peggiorerebbe di quattro decimi nel 2027 (a -3,6%), dopo il miglioramento di quest'anno (a -3,2%). Il debito dovrebbe salire al 137,9% del PIL quest'anno e raggiungere un picco del 138,8% nel 2027, prima di scendere al 138,2% nel 2028; le stime sono leggermente inferiori a quelle di maggio (138,5% e 139,2% nel 2026-27), soprattutto per la revisione al ribasso del dato di partenza del 2025 (136,7% da 137,1%). Continuano a pesare sulla dinamica del debito gli aggiustamenti stock-flussi legati ai crediti d'imposta dei bonus edilizi.

Le stime della Commissione sui saldi italiani differiscono poco dal quadro programmatico del DPFP 2026: il deficit è identico nel 2025 (3,1%), nel 2026 (2,9%) e nel 2028 (3,2%), mentre nel 2027 Bruxelles lo vede un decimo più alto (3,5% contro 3,4%), per un avanzo primario leggermente

inferiore (0,8% contro 0,9%) e una spesa per interessi più alta di un decimo (4,4% contro 4,3%). Anche sul debito le differenze sono minime: 137,9% contro 138,1% nel 2026, 138,8% contro 138,5% nel 2027 e 138,2% contro 137,9% nel 2028, con un divario che dal 2027 riflette soprattutto la minore crescita nominale attesa da Bruxelles. **Le nostre previsioni sono più caute sul 2028**: vediamo il deficit stabile al 3,4% (contro il 3,2% di Commissione e Governo) e il debito ancora in lieve salita al 138,7%, anche per una crescita più debole. Le stime della Commissione sulla crescita della spesa netta, l'indicatore di riferimento delle nuove regole fiscali UE, saranno pubblicate separatamente con il pacchetto d'autunno del Semestre europeo.

Per la Francia le stime di Bruxelles sono meno ottimistiche di quelle del governo: il progetto di legge di bilancio per il 2027 punta a ridurre il deficit dal 5,4% al 5% del PIL, mentre la Commissione lo vede scendere solo al 5,4% (dal 5,5% di quest'anno), a fronte di una crescita più debole (0,6% contro l'1% atteso dal governo) e di una spesa per interessi in rapida ascesa. Le stime sul debito sono invece simili (122,1% contro 121,7% nel 2027). A pesare sulle prospettive è anche l'incertezza politica in vista delle elezioni presidenziali del 2027, che solleva dubbi sull'effettiva attuazione delle misure di consolidamento.

Per la Germania vale invece il contrario: le proiezioni fiscali presentate al Consiglio di stabilità tedesco a ottobre indicano un disavanzo al 4,75% del PIL nel 2026 e al 5,25% nel 2027, e un debito in salita al 72,25% nel 2028, mentre la Commissione stima rispettivamente 4,1%, 4,4% e 68,9%, pur con previsioni di crescita quasi identiche (1,3% nel 2026 e 1-1,1% nel 2027). La differenza potrebbe riflettere in parte i ritardi nell'attuazione del fondo per le infrastrutture segnalati dalla Commissione; lo stesso comitato consultivo del Consiglio di stabilità ha giudicato sovrastimati i deficit previsti per il 2026-27. In entrambi i casi, il disavanzo tedesco resterebbe ben sopra il 3% per tutto l'orizzonte di previsione: la valutazione della Commissione sull'eventuale apertura di una procedura per la Germania è attesa con il pacchetto d'autunno.

Commissione Europea: previsioni di PIL (var. % a/a)

	Autumn 2026 forecast				Spring 2026 forecast		
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027
Germania	0.2	1.3	1.0	0.7	0.2	0.6	0.9
Francia	0.8	0.4	0.6	1.4	0.8	0.8	1.1
Italia	0.6	1.0	0.7	0.8	0.5	0.5	0.6
Spagna	2.6	2.6	2.1	1.9	2.8	2.4	1.9
Eurozona	**1.2**	**1.2**	**1.2**	**1.3**	**1.4**	**0.9**	**1.2**

Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (European Economic Forecast, Autumn 2026 e Spring 2026)

Commissione Europea: previsioni d'inflazione (IPCA, var. % a/a)

	Autumn 2026 forecast				Spring 2026 forecast		
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027
Germania	2.3	2.9	3.2	2.0	2.3	2.9	2.7
Francia	0.9	2.6	2.9	2.1	0.9	2.4	1.8
Italia	1.6	3.4	3.1	1.8	1.7	3.2	1.8
Spagna	2.7	3.9	3.3	2.3	2.7	3.0	2.5
Eurozona	**2.1**	**3.2**	**3.1**	**2.1**	**2.1**	**3.0**	**2.3**

Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (European Economic Forecast, Autumn 2026 e Spring 2026)

Commissione Europea: saldo di bilancio (% PIL)

	Autumn 2026 forecast				Spring 2026 forecast		
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027
Germania	-2.9	-4.1	-4.4	-4.5	-2.7	-3.7	-4.1
Francia	-5.1	-5.5	-5.4	-5.7	-5.1	-5.1	-5.7
Italia	-3.1	-2.9	-3.5	-3.2	-3.1	-2.9	-2.9
Spagna	-2.4	-2.6	-2.2	-2.2	-2.4	-2.4	-2.0
Eurozona	**-3.0**	**-3.5**	**-3.6**	**-3.8**	**-2.9**	**-3.3**	**-3.5**

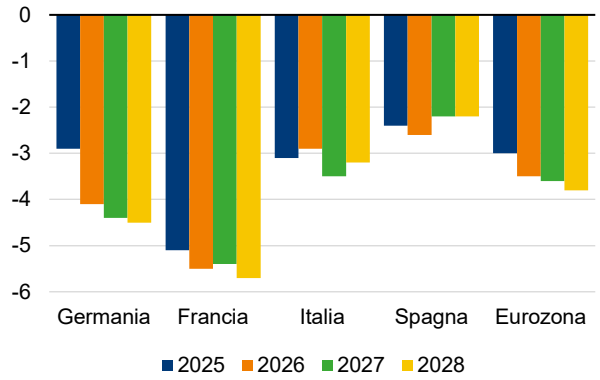
Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (European Economic Forecast, Autumn 2026 e Spring 2026)

Commissione Europea: debito pubblico (% PIL)

	Autumn 2026 forecast				Spring 2026 forecast		
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027
Germania	62.8	64.3	66.3	68.9	63.5	65.8	68.0
Francia	115.7	119.2	122.1	123.2	115.6	118.1	120.2
Italia	136.7	137.9	138.8	138.2	137.1	138.5	139.2
Spagna	100.5	99.2	97.9	97.2	100.7	99.6	98.9
Eurozona	**88.6**	**89.6**	**90.5**	**91.3**	**88.7**	**90.2**	**91.2**

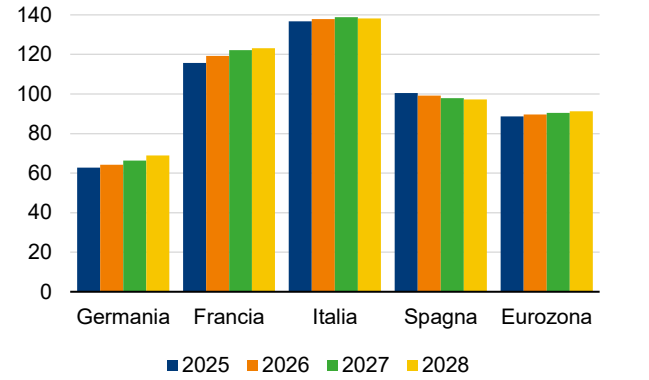
Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (European Economic Forecast, Autumn 2026 e Spring 2026)

Saldo di bilancio (% PIL)



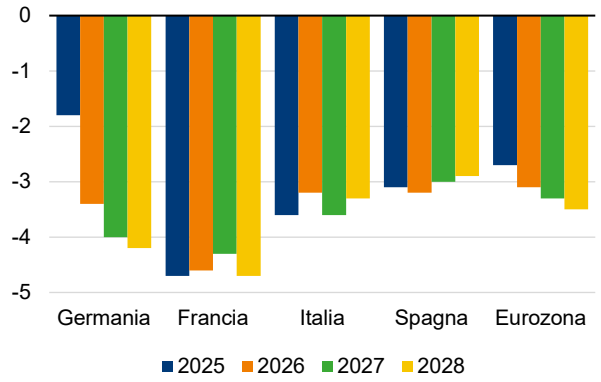
Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (Autumn 2026)

Debito pubblico (% PIL)



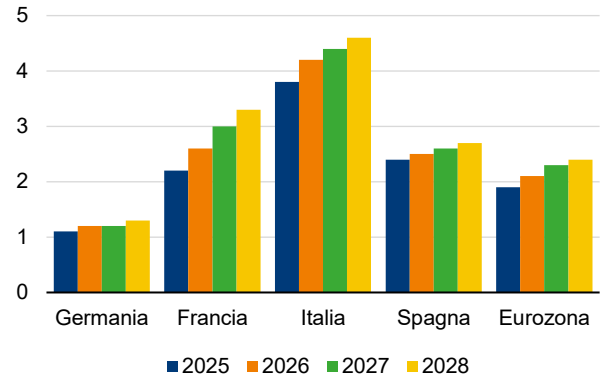
Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (Autumn 2026)

Saldo strutturale (% PIL potenziale)



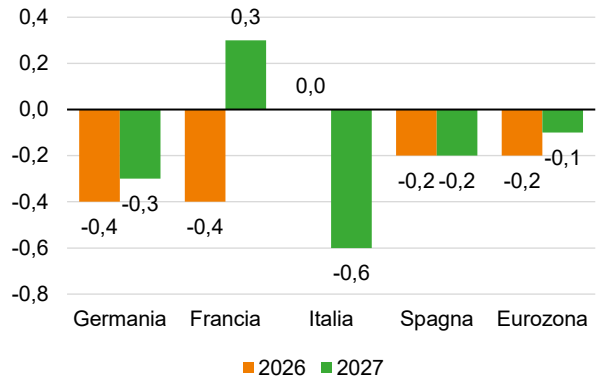
Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (Autumn 2026)

Spesa per interessi (% PIL)



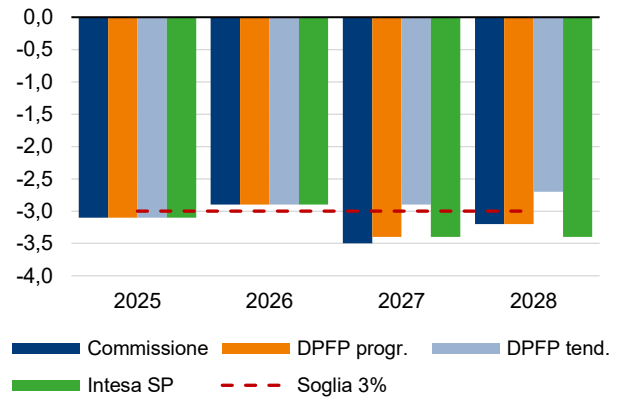
Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea (Autumn 2026)

Revisioni al saldo di bilancio rispetto alle stime di primavera (punti di PIL)



Nota: valori negativi indicano un deficit più alto. Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

Italia: saldo di bilancio, Commissione vs. Governo e Intesa Sanpaolo (% PIL)



Nota: la linea tratteggiata indica la soglia del 3%. Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea, DPFP 2026

Italia: previsioni di finanza pubblica, Commissione Europea vs. Governo (% PIL, salvo diversa indicazione)

	Commissione (Autumn 2026)				DPFP 2026 (programmatico)			
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028
PIL reale	0.6	1.0	0.7	0.8	0.6	1.0	0.8	0.9
PIL nominale (1)	2.4	2.9	3.0	2.8	2.5	2.7	3.2	3.0
Saldo di bilancio	**-3.1**	**-2.9**	**-3.5**	**-3.2**	**-3.1**	**-2.9**	**-3.4**	**-3.2**
Saldo primario	0.8	1.2	0.8	1.4	0.8	1.2	0.9	1.4
Spesa per interessi	3.8	4.2	4.4	4.6	3.8	4.2	4.3	4.6
Debito	**136.7**	**137.9**	**138.8**	**138.2**	**136.7**	**138.1**	**138.5**	**137.9**
Output gap	0.7	0.6	0.3	0.3	0.7	0.5	0.3	0.3
Saldo strutturale	-3.6	-3.2	-3.6	-3.3	-3.6	-3.2	-3.5	-3.3

Nota: (1) per la Commissione, calcolato da PIL reale e deflatore. Crescita del PIL in var. % a/a; output gap e saldo strutturale in % del PIL potenziale. Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea, DPFP 2026

Francia e Germania: Commissione Europea vs. Governi (% PIL; PIL in var. % a/a)

	Commissione (Autumn 2026)			Governo		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Francia						
PIL reale	0.4	0.6	1.4	0.5	1.0	n.d.
Saldo di bilancio	-5.5	-5.4	-5.7	-5.4	-5.0	n.d.
Debito	119.2	122.1	123.2	119.3	121.7	n.d.
Germania						
PIL reale	1.3	1.0	0.7	1.3	1.1	0.6
Saldo di bilancio	-4.1	-4.4	-4.5	-4.75	-5.25	-4.75
Debito	64.3	66.3	68.9	65.75	68.75	72.25

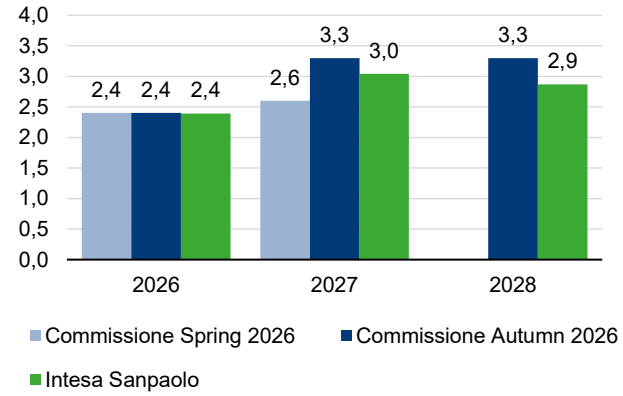
Nota: per la Francia, PLF 2027 (1° ottobre 2026); per la Germania, Herbstprojektion 2026 (crescita) e proiezione fiscale presentata al Stabilitätsrat del 12 ottobre 2026 (saldi e debito). Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea, governi nazionali

Ipotesi tecniche: Commissione Europea (Autumn e Spring 2026) vs. Intesa Sanpaolo

	Autumn 2026			Spring 2026		Intesa Sanpaolo		
	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027	2028
Euribor 3 mesi (%)	2.4	3.3	3.3	2.4	2.6	2.39	3.04	2.87
Bund 10 anni (%)	3.1	3.5	3.6	3.0	3.2	3.11	3.21	3.14
USD/EUR	1.15	1.12	1.12	1.17	1.17	1.15	1.15	1.18
Brent (USD/barile)	99.3	95.4	81.8	91.2	78.2	91.1	79.5	66.0
Gas TTF (EUR/MWh)	59.6	74.0	46.9	42.0	35.5	59.9	63.8	40.0

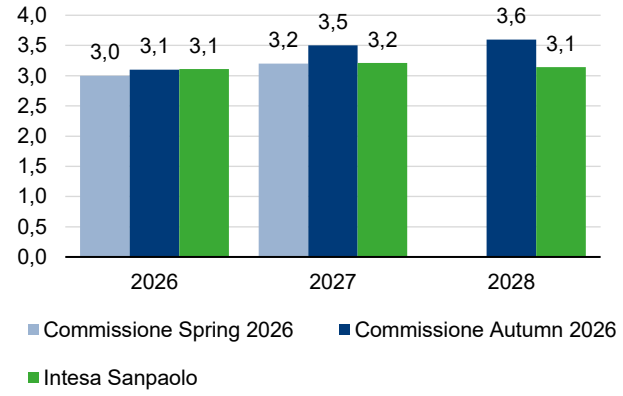
Nota: le ipotesi della Commissione sono basate sui prezzi di mercato del periodo 15-28 ottobre 2026 (futures e tassi forward). Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

Euribor 3 mesi (%, media annua)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

Rendimento del Bund decennale (%, media annua)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione Europea

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 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) luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile) paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Riccardo Bellesia riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Alessia Gavazzi alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi andrea.volpi@intesasanpaolo.com