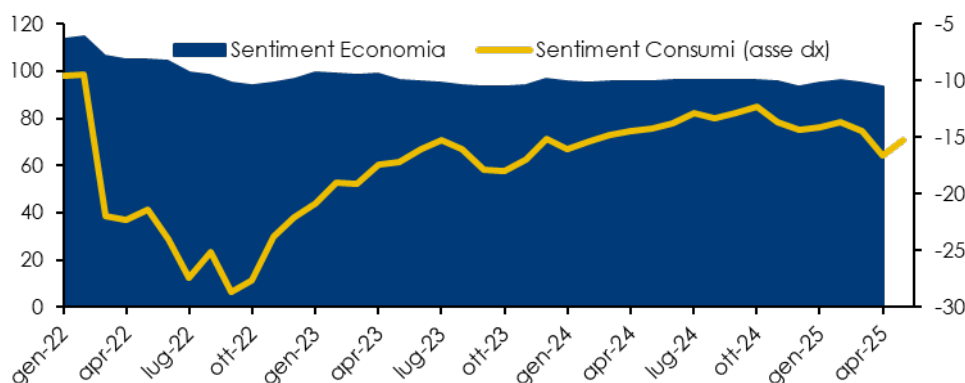


Settimana dei mercati
La settimana entrante

- **Europa:** a maggio in Germania il tasso di disoccupazione è previsto stabile a 6,3%, mentre l'inflazione armonizzata flash dovrebbe ridursi a +2% a/a da +2,2% di aprile; quest'ultima dovrebbe invece rimanere invariata in Francia a +0,9%. La rilevazione definitiva del PIL francese è attesa confermare la crescita di +0,1% t/t. In settimana proseguiranno i negoziati commerciali con gli Stati Uniti: un contatto diretto tra von der Leyen e Trump ha consentito di spostare al 9 luglio la possibilità di introduzione di un dazio del 50%, che venerdì gli Stati Uniti avevano minacciato di applicare già da giugno (in un'escalation conseguente alla richiesta andata a vuoto di un taglio unilaterale delle tariffe da parte dell'UE).
- **Italia:** a maggio le indagini Istat potrebbero vedere una ripresa del morale sia dei consumatori (a 93 da 92,7) che delle imprese (86,2 da 85,7). Nello stesso mese per il CPI armonizzato flash è attesa una variazione di +1,9% a/a da +2% precedente. La lettura finale del PIL del 1° trimestre dovrebbe confermare la crescita di +0,3% t/t.
- **USA:** ad aprile le vendite di case in corso dovrebbero registrare una correzione così come gli ordini di beni durevoli (-7,8% m/m dopo +7,5% di marzo ma, al netto dei trasporti, sono visti invariati). Nello stesso mese il reddito personale e i consumi privati sono attesi in rallentamento, rispettivamente a +0,3% da +0,5% m/m e a +0,2% da +0,7%, mentre il deflatore dei consumi (PCE) è previsto in marginale decelerazione a +2,2% a/a. A maggio la fiducia dei consumatori rilevata dal Conference Board è stimata in apprezzabile recupero sulla scia dell'accordo con la Cina. La seconda lettura del PIL 1° trimestre dovrebbe confermare la contrazione di -0,3% t/t ann. emersa in sede preliminare. Mercoledì saranno pubblicati i verbali dell'ultimo meeting della Fed. **Risultati societari: Best Buy, Costco Wholesale, Hewlett-Packard, Macy's, Nvidia.**

Focus della settimana

Le indagini mensili della Commissione dovrebbero mostrare nel complesso un leggero miglioramento per l'area euro. L'attenuazione delle tensioni geoeconomiche internazionali, che ha già determinato un recupero della fiducia delle famiglie a maggio (-15,2 da -16,7 secondo la stima preliminare), dovrebbe riflettersi anche sul morale delle imprese industriali (atteso a -10,5 da -11,2) e determinare un miglioramento dell'indice ESI di situazione economica (atteso a 94,1 da 93,6), nonostante un probabile calo del morale nel terziario. Nelle "Previsioni economiche di primavera 2025" la Commissione UE ha diminuito le proiezioni di crescita area euro per il 2025 a +0,9% (da +1,3% stimato in autunno) a causa dei dazi e dell'incertezza da questi provocata, ma ha mantenuto +1,6% per il 2026 (risultato raggiungibile grazie al presumibile recupero di consumi e investimenti che dovrebbe portare la disoccupazione al nuovo minimo storico del 5,7%). Riguardo all'inflazione, Bruxelles ha lasciato invariata a +2,1% la previsione per il 2025, mentre ha ridotto a +1,7% (da +1,9% stimato in autunno) quella per il 2026.

Area euro: indici di situazione economica (ESI) e di fiducia dei consumi


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del venerdì precedente (salvo diversa indicazione).

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

26 maggio 2025 - 12:25 CET

Data e ora di produzione

Nota settimanale

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Team Retail Research
Analisti Finanziari

26 maggio 2025 - 12:30 CET

Data e ora di circolazione

Scenario macro

Area euro

Nell'area euro nel 1° trimestre la crescita dei salari contrattuali ha continuato a rallentare (+2,4% a/a da +4,1% del periodo precedente). La de-escalation delle tensioni commerciali e le prospettive di politica fiscale accomodante del nuovo governo Merz hanno fatto salire a maggio l'indice IFO in Germania, dove la crescita del 1° trimestre è stata rivista a +0,4% t/t.

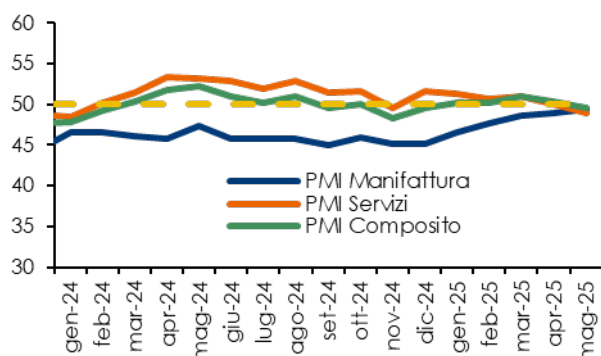
Nell'Eurozona a maggio il PMI composito flash è sceso da 50,4 a 49,5 (primo valore recessivo da fine 2024). L'indice sintetico ha risentito del peggioramento del PMI servizi (48,9 da 50,1), in calo per il secondo mese e su livelli compatibili con una contrazione dell'attività nel settore, mentre ha avuto un apporto positivo dal PMI manifatturiero che è cresciuto per il quinto mese portandosi a 49,4 da 49 (livello più alto da agosto 2022). Il preoccupante passaggio in contrazione del terziario è stato causato da un rallentamento della domanda (soprattutto interna) e da un indebolimento delle aspettative sull'attività futura (a cui si è associata una decelerazione della crescita occupazionale e dei prezzi di vendita); i segnali di accelerazione dell'industria sono invece risultati compatibili con una ripresa ciclica, su ritmi comunque modesti, della produzione industriale nei prossimi mesi e potrebbero essere stati il riflesso dell'attività anticipata in vista dei dazi e dei tagli BCE. Nel complesso, i PMI di maggio hanno comunque rafforzato l'ipotesi di un rallentamento economico nella parte centrale dell'anno.

Stati Uniti

A maggio tutti i PMI flash hanno mostrato un rialzo, con l'indice composito salito a 52,1 a 50,6. La fiducia del settore privato è dunque migliorata grazie alla de-escalation delle tensioni commerciali e al recupero della domanda che ha fatto aumentare la produzione; dalle indagini è emerso anche un notevole aumento dei prezzi che potrebbe anticipare una crescita del CPI.

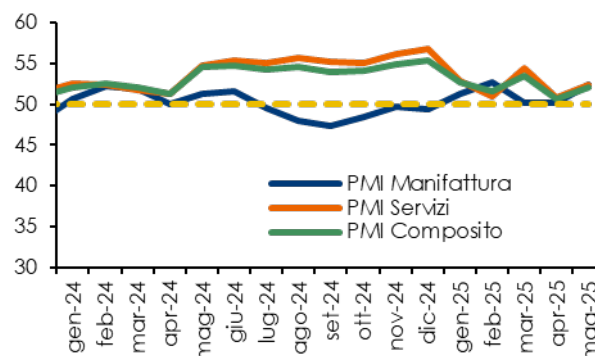
Il pacchetto fiscale promosso da Trump, noto come "One Big Beautiful Bill Act" (OBBA), è stato approvato dalla Camera con un margine risicato e prevede la proroga di gran parte dei tagli fiscali del 2017, e l'introduzione di nuovi tagli di spesa, tra cui una riforma di Medicaid (che potrebbe lasciare milioni di cittadini senza copertura), l'abrogazione del programma SNAP e dei principali crediti dell'Inflation Reduction Act. Secondo il Budget Lab, il disegno di legge aumenterebbe il debito pubblico di 3.400 miliardi di dollari nel periodo 2025-2034 e di 15.300 miliardi entro il 2055; se le misure fossero rese permanenti, il costo salirebbe a 5.000 miliardi nel primo decennio e a 23.700 miliardi entro il 2055, con un debito/PIL al 200% e un deficit/PIL intorno al 6%. Tuttavia, nel caso in cui i dazi commerciali oggi esistenti restassero in vigore, l'aumento del debito al 2055 si fermerebbe a 13.500 miliardi (180% del PIL), con un deficit/PIL al 4%.

Area euro: indici PMI



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: indici PMI



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Mercati Obbligazionari

Titoli di Stato

La settimana si è chiusa con performance positive per i titoli europei e curve più ripide. I dati macro e l'evoluzione dello scenario supportano le attese di un taglio da parte della BCE nella riunione di giugno. Il piano fiscale dell'amministrazione Trump pesa sulle scadenze lunghe dei Treasury. Il BTP decennale riparte da 3,57% e il Bund di pari scadenza da 2,57%.

L'agenzia di rating Moody's ha alzato l'Outlook sul rating del debito italiano (attualmente a Baa3) a Positivo da Neutrale grazie, secondo una nota dell'agenzia, al "miglioramento delle prospettive di bilancio, in un contesto di performance fiscale migliore del previsto nel 2024 e di stabilità politica interna, che aumenta la probabilità che i parametri di bilancio continuino a migliorare". Queste dinamiche si sono riflesse anche nello spread BTP-Bund che, grazie a una lenta ma costante riduzione, è arrivato in area 100pb. In questo contesto, dopo oltre due anni torna una nuova emissione di BTP Italia, titolo indicizzato all'inflazione italiana con cui il Tesoro si è rivolto per la prima volta, oltre un decennio fa, principalmente alla clientela retail con strumenti creati per incontrare alcune esigenze specifiche dei risparmiatori privati. Il titolo ha una durata di 7 anni e offre un premio dell'1% per chi lo compra in emissione e lo tiene fino a scadenza.

Corporate

Malgrado alcuni dati macro importanti, l'ottava si è chiusa con una performance sostanzialmente nulla sul credito europeo, a fronte di spread poco mossi sugli IG e in allargamento sugli HY (a causa del movimento di venerdì). Il mercato resta in fase di assestamento, in attesa di maggiore chiarezza sui temi della politica commerciale e fiscale USA. Primario ancora vivace, ma atteso in rallentamento nei prossimi giorni.

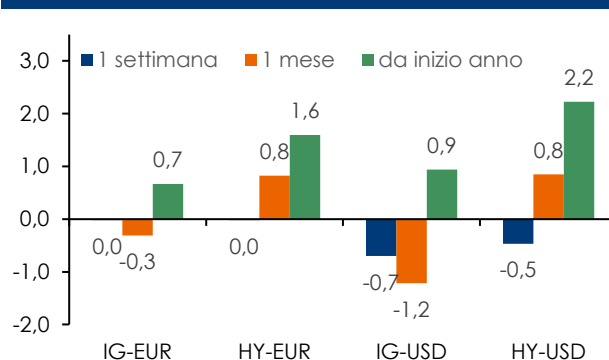
Secondo le stime di Moody's, ad aprile il tasso di default per gli emittenti speculativi è sceso, a livello globale, al 4,1%, dal 4,6% di marzo, al di sotto della media storica di lungo periodo (4,2%). Malgrado i dati puntuali risultino quindi incoraggianti, Moody's segnala di attendersi un netto rimbalzo a maggio (il conteggio degli episodi di insolvenza segnala già sei società in default nella prima parte di maggio) e mostra crescente cautela sull'evoluzione futura. L'agenzia sottolinea come gli aumenti delle tariffe abbiano già determinato una revisione delle stime di crescita; per gli Stati Uniti lo scenario centrale non incorpora una recessione, ma i rischi sono sbilanciati al ribasso. Alla luce degli ultimi dati, il modello di Moody's prevede che il tasso di default raggiungerà il 3,3% a fine 2025 rispetto alla precedente stima del 3,1%. Il tasso di default sarà probabilmente compreso tra il 3% e il 7% a fine 2025, a seconda di come si cristallizzeranno i diversi rischi.

Titoli di Stato: variazioni dei rendimenti dal 16.05.2025



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il ritorno totale sui titoli IG e HY, in EUR e USD (dati in %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Valute e Commodity

Cambi

Il cross EUR/USD accelera e apre la settimana sopra 1,14, col dollaro che resta debole nei confronti delle principali valute, scosso dalle incertezze legate al piano fiscale di Trump e all'impatto sul deficit statunitense. La valuta unica sfrutta la debolezza del biglietto verde e la concessione di maggior tempo di trattativa sulle tariffe, ampliando i guadagni.

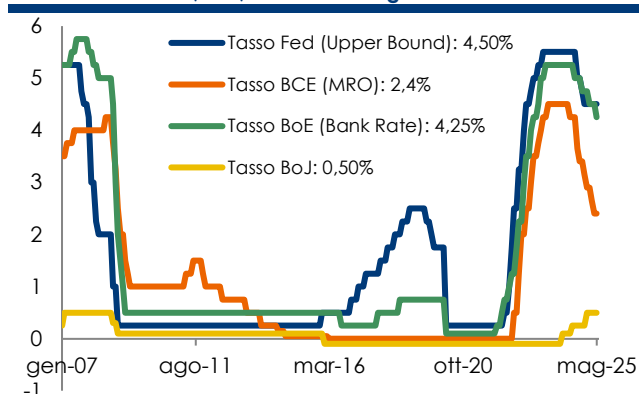
USD. Il recupero del dollaro andrà di pari passo col miglioramento del clima intorno agli Stati Uniti. I primi accordi commerciali ed il calo dell'avversione al rischio hanno ravvivato l'interesse per la valuta mentre i timori sulla tenuta del bilancio federale potrebbero penalizzarla ancora. **EUR.** La valuta unica continuerà a beneficiare della frenata del biglietto verde. Il recupero dell'euro potrebbe ampliarsi se si riducessero le aspettative di nuovi cali del costo del denaro in Europa e si giungesse ad un'intesa commerciale con gli Stati Uniti. **GBP.** La Banca d'Inghilterra ha abbassato i tassi ma senza impattare sulla valuta. Il differenziale tassi fra Inghilterra ed Eurozona unito al recente accordo commerciale con gli Stati Uniti sono i fattori che sosterranno ancora la sterlina. **JPY.** Lo yen è atteso rafforzare il recupero in scia alle aspettative di ulteriore rialzo dei tassi della Banca del Giappone, a patto che la trattativa commerciale con gli Stati Uniti abbia esito positivo.

Materie Prime

Mercoledì 28 maggio si svolgerà la riunione JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee meetings). I tecnici dei Paesi Produttori comunicheranno i dati degli ultimi mesi su produzione e rispetto delle quote, indicando i possibili sviluppi del mercato proprio mentre l'OPEC+ valuta un altro deciso aumento della produzione per luglio (dopo i +411.000 barili giornalieri dal 1° giugno).

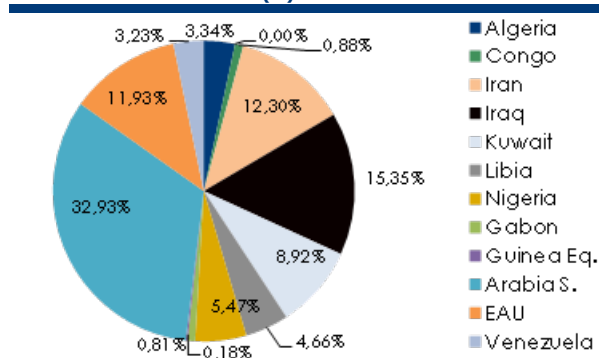
Energia. L'aumento dell'offerta dell'OPEC+ frenerà i prezzi del petrolio, in una fase di calo della domanda che rischia di portare il mercato in surplus già nel corso del 2025. Il ripristino delle scorte europee, dopo i consumi invernali, unito alle difficoltà di rifornimento terranno alta la tensione sul gas. **M. Preziosi.** L'avvio delle trattative commerciali ha smussato la tensione creata dai dazi ma i timori sul bilancio statunitense rischiano di alimentare ancora la pressione sull'oro che, pur non escludendo nuovi massimi, dovrebbe rallentare entro fine anno. **M. Industriali.** La guerra commerciale innescata da Trump ha impattato sui metalli, ma il parziale accordo con Pechino dovrebbe smussare i timori sulla crescita cinese ed aumentarne la domanda nella seconda parte dell'anno. **Agricoli.** Il rincaro delle granaglie continua ad essere un allarme sottolineato anche dalla FAO. Dazi e cambiamenti climatici resteranno i due elementi di maggior tensione rialzista per tutto il comparto agricolo.

Tassi ufficiali di BCE, BoE, BoJ e Fed dal gennaio 2007



Fonte: livello tassi a cura delle banche centrali, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.04.2025

Mercati Azionari

Area euro

Le Borse europee avviano la settimana in recupero sulla notizia del rinvio delle tariffe USA all'Unione Europea. Il presidente Trump, dopo aver sentito la presidente Ursula von der Leyen, ha infatti deciso di posticipare l'entrata in vigore dei dazi del 50% sui prodotti europei dal 1° giugno al 9 luglio lasciando più tempo per negoziare nuovi accordi commerciali.

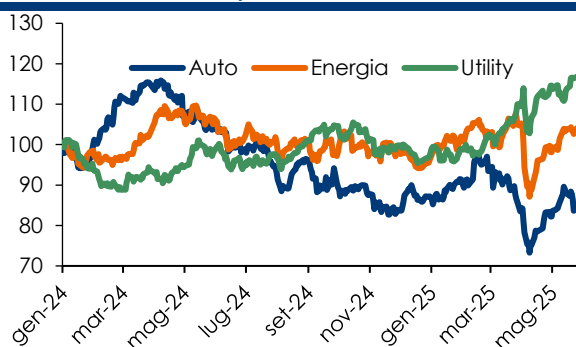
Le borse europee beneficiano dunque dell'annuncio del posticipo dell'entrata in vigore dei dazi statunitensi con la presidente Ursula von der Leyen che ha precisato che "il blocco dei paesi UE è pronto a far avanzare i colloqui in modo rapido e deciso". Così gli indici europei consolidano in prossimità dei valori massimi di periodo confermando l'ampia sovraperformance da inizio anno rispetto ai listini statunitensi. L'indice FTSE Mib recupera la soglia psicologica dei 40 mila punti nonostante l'incidenza negativa dello stacco delle cedole dei dividendi avvenuto lunedì scorso. Il miglioramento del rating sull'Italia da parte dell'agenzia di rating Moody's da stabile a positivo inoltre contribuisce ad accrescere la fiducia degli investitori sul mercato domestico. A livello settoriale europeo la scorsa ottava ha mostrato una sovraperformance dei comparti maggiormente difensivi quali Utility e Telecomunicazioni. Per contro Auto, Beni di Lusso e Retail hanno evidenziato i cali più significativi. Poco variato il comparto Energia con il prezzo del Brent che ha trovato maggiore stabilità intorno ai 65 dollari al barile.

Stati Uniti

Le recenti dichiarazioni di Trump sui dazi hanno aumentato la volatilità, anche se il rinvio delle tariffe al 50% verso l'Europa al 1° luglio ha temporaneamente rasserenato i mercati. La scorsa settimana si è chiusa con ribassi diffusi per gli indici USA ed europei, con preferenza per asset difensivi. Cresce l'attesa per luglio, quando scadranno le proroghe sui dazi.

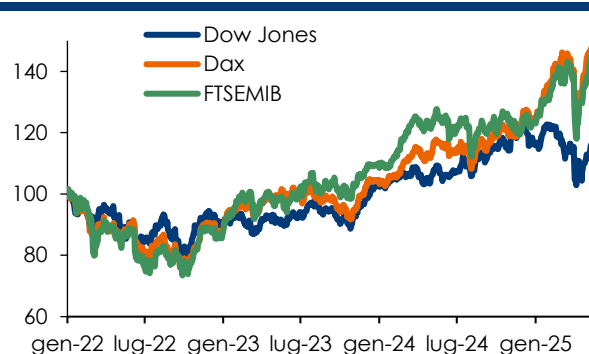
Aumenta la volatilità dopo le minacce in tema di dazi da parte del Presidente Trump verso l'Eurozona, rientrate dopo il rinvio. I comparti più ciclici sono tornati a indebolirsi per via di possibili conseguenze sulla crescita economica mondiale ma, soprattutto, statunitense derivanti dalle tariffe. In particolare, il Tecnologico risulta frenato dalla debolezza di Apple dopo la minaccia di dazi del 25% se l'azienda non produrrà i suoi iPhone negli Stati Uniti. Perde forza relativa anche il settore Energia in scia alla debolezza di breve del petrolio con il consenso che si attende ricadute sugli utili nel corso del 2° trimestre: dopo la flessione media del 12% che ha caratterizzato i bilanci nei primi tre mesi dell'anno, ci si attende un'ulteriore contrazione a doppia cifra (-24%) a cui dovrebbero far seguito cali più contenuti nella seconda parte dell'esercizio. Il rischio di un taglio degli incentivi fiscali in tema di energie rinnovabili frena anche il comparto Utility.

Andamento settoriale europeo



Nota: 01.01.2024= base 100 Fonte: Bloomberg

Andamento indici Dow Jones, DAX e FTSE MIB



Nota: 01.01.2022= base 100 Fonte: Bloomberg

Analisi Tecnica

FTSE MIB

FTSEMIB – grafico settimanale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Livelli tecnici

Resistenze	Supporti
44.364	39.475
43.243	38.877
42.735	38.422-38.095
41.158	37.131
40.631-40.708	36.219-35.947
40.359-40.377	35.508
	35.188-35.115
	34.582
	33.580
	32.182
	31.945
	30.652

Nota: valori in grassetto identificano livelli di forte valenza.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dow Jones

Dow Jones – grafico settimanale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Livelli tecnici

Resistenze	Supporti
45.073-45.059	41.354
45.054	41.167-41.150
44.966	40.759-40.705
44.636-44.769	39.745
44.033	39.371-39.272
43.135	37.830
42.800-42.842	37.103
42.439-42.485	36.611
	36.264-36.231
	35.280
	34.205
	34.061
	32.327

Nota: valori in grassetto identificano livelli di forte valenza. * = proiezioni di Fibonacci. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Appuntamenti della settimana entrante

Calendario mercati italiani

Data	Evento	Società/Dati macroeconomici	Stima	Preced.
Lunedì 26	Dati macro	Nessun dato rilevante		
	Risultati societari	-		
Martedì 27	Dati macro	Nessun dato rilevante		
	Risultati societari	-		
Mercoledì 28	Dati macro	Nessun dato rilevante		
	Risultati societari	-		
Giovedì 29	Dati macro	(•) Fatturato industriale m/m (%) di aprile	-	-0,4
		(•) Fatturato industriale a/a (%) di aprile	-	-1,5
		(•••) Indice di fiducia dei consumatori di maggio	93,0	92,7
		(•••) Fiducia delle imprese di maggio	86,2	85,7
	Risultati societari	-		
Venerdì 30	Dati macro	(••) PPI m/m (%) di aprile	-	-3,3
		(••) PPI a/a (%) di aprile	-	5,4
		(••) CPI NIC m/m (%) di maggio, preliminare	0,1	0,1
		(••) CPI NIC a/a (%) di maggio, preliminare	1,7	1,9
		(•••) CPI armonizzato m/m (%) di maggio, preliminare	0,1	0,4
		(•••) CPI armonizzato a/a (%) di maggio, preliminare	1,9	2,0
		(•••) PIL t/t (%) del 1° trimestre, stima finale	0,3	0,3
		(•••) PIL a/a (%) del 1° trimestre, stima finale	0,6	0,6
	Risultati societari	-		

Nota: si tratta del calendario indicativo dei principali appuntamenti macroeconomici e societari che può subire variazioni e integrazioni nel corso della settimana. (•) Il numero di pallini (da uno a tre) indica l'importanza del dato nel periodo di riferimento. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo, Il Sole 24 Ore, Bloomberg, Milano Finanza

Calendario mercati esteri

Data	Paese	Società/Dati macroeconomici	Stima	Preced.
Lunedì 26	Giappone	(••) Indicatore anticipatore di marzo, finale (*)	108,1	107,7
	Risultati Europa	-		
	Risultati USA	-		
Martedì 27	Area Euro	(•••) Fiducia dei consumatori di maggio, finale	-	-15,2
		(••) Indicatore situazione economica di maggio	94,1	93,6
		(•) Fiducia nel Manifatturiero di maggio	-10,5	-11,2
		(•) Fiducia nei Servizi di maggio	1,0	1,4
		(••) CPI m/m (%) di maggio, preliminare	0,1	0,6
	Francia	(•••) CPI a/a (%) di maggio, preliminare	0,9	0,8
		(••) CPI armonizzato m/m (%) di maggio, preliminare	0,1	0,7
		(•••) CPI armonizzato a/a (%) di maggio, preliminare	0,9	0,9
	USA	(•••) Ordini di beni durevoli m/m (%) di aprile, preliminare	-7,8	7,5
		(•••) Ordini di beni durevoli esclusi trasporti m/m (%) di aprile, preliminare	0	-0,4
		(•) Indice prezzi delle case Case-Shiller Comp. 20 a/a (%) di marzo	4,5	4,5
		(•••) Fiducia dei consumatori Conference Board di maggio	87,0	86,0
	Risultati Europa	-		
	Risultati USA	-		
Mercoledì 28	Germania	(•••) Variazione dei disoccupati (migliaia) di maggio	12,0	4,0
		(••) Tasso di disoccupazione (%) di maggio	6,3	6,3
	Francia	(••) PPI m/m (%) di aprile	-	-0,6
		(••) PPI a/a (%) di aprile	-	-0,6
		(•••) PIL t/t (%) del 1° trimestre, stima finale	0,1	0,1
		(•••) PIL a/a (%) del 1° trimestre, stima finale	0,8	0,8
	Risultati Europa	-		
	Risultati USA	Hewlett-Packard, Macy's, Nvidia		
Giovedì 29	USA	(•••) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), settimanale	230,0	227,0
		(••) Sussidi di disoccupazione continuativi (migliaia di unità), settimanale	1.888,0	1.903,0
		(•••) PIL t/t annualizzato (%) del 1° trimestre, seconda stima	-0,3	-0,3
		(••) Consumi privati t/t ann. (%) del 2° trimestre	1,7	1,8
		(•••) Deflatore del PIL t/t ann. (%) del 1° trimestre, seconda stima	3,7	3,7
		(••) Deflatore consumi t/t annualizzato (%) del 2° trimestre	3,5	3,5
		(•••) Vendite di case in corso m/m (%) di aprile	-1,0	6,1
		(•) Vendite di case in corso a/a (%) di aprile	-	-0,11
	Risultati Europa	-		
	Risultati USA	Best Buy, Costco Wholesale		
Venerdì 30	Area Euro	(••) M3 (%) di aprile	3,7	3,6
		(••) Vendite al dettaglio m/m (%) di aprile	0,2	0,4
	Germania	(••) Vendite al dettaglio a/a (%) di aprile	-1,8	0,9
		(•••) CPI m/m (%) di maggio, preliminare	0,1	0,4
		(•••) CPI a/a (%) di maggio, preliminare	2,1	2,1
		(•••) CPI armonizzato m/m (%) di maggio, preliminare	0,1	0,5
		(•••) CPI armonizzato a/a (%) di maggio, preliminare	2,0	2,2
	USA	(•••) Indice Università del Michigan di maggio, finale	51,0	50,8
		(•••) Reddito personale m/m (%) di aprile	0,3	0,5
		(••) Deflatore dei consumi privati a/a (%) di aprile	2,2	2,3
		(•••) Consumi privati m/m (%) di aprile	0,2	0,7
	Giappone	(•••) Tasso di disoccupazione (%) di aprile	2,5	2,5
		(•••) CPI Tokyo a/a (%) di maggio	3,4	3,4
		(•••) Produzione industriale m/m (%) di aprile, preliminare	-1,4	0,2
		(•••) Produzione industriale a/a (%) di aprile, preliminare	0,1	1,0
		(•••) Vendite al dettaglio a/a (%) di aprile	3,0	3,1
	Risultati Europa	-		
	Risultati USA	-		

Nota: si tratta del calendario indicativo dei principali appuntamenti macroeconomici e societari che può subire variazioni e integrazioni nel corso della settimana. (•) Il numero di pallini (da uno a tre) indica l'importanza del dato nel periodo di riferimento; (*) Dati già pubblicati; in tabella sono riportati da sinistra il dato effettivo e il consenso. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo, Il Sole 24 Ore, Bloomberg, Milano Finanza

Previsioni di inflazione

Area euro

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.8	125.7	122.4	128.1	1.9	2.5	2.5	1.8
giu-25	129.0	126.1	122.9	128.3	1.9	2.5	2.5	1.8
lug-25	128.9	125.9	122.7	128.2	1.8	2.5	2.5	1.7
ago-25	129.2	126.3	123.1	128.5	2.0	2.4	2.5	1.8
set-25	129.3	126.4	123.0	128.6	2.2	2.5	2.4	2.0
ott-25	129.5	126.6	123.3	128.8	2.0	2.4	2.4	1.9
nov-25	129.1	126.0	122.9	128.4	2.0	2.4	2.6	1.8
dic-25	129.4	126.4	123.3	128.7	1.9	2.3	2.5	1.6
Media	128.7	125.4	122.2	128.0	2.1	2.5	2.5	1.9

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	125.4	121.8	127.9	1.5	2.3	2.2	1.4
feb-26	129.2	126.0	122.5	128.4	1.5	2.2	2.2	1.4
mar-26	130.3	127.1	123.7	129.6	1.8	2.2	2.2	1.7
apr-26	131.1	128.0	124.8	130.4	1.8	2.0	2.1	1.7
mag-26	131.4	128.2	125.0	130.5	2.0	2.0	2.1	1.9
giu-26	131.4	128.4	125.0	130.6	1.9	1.9	1.7	1.8
lug-26	131.1	128.2	124.9	130.3	1.8	1.8	1.8	1.7
ago-26	131.4	128.6	125.2	130.6	1.7	1.8	1.7	1.6
set-26	131.7	128.9	125.4	130.9	1.8	1.9	2.0	1.8
ott-26	131.9	129.0	125.6	131.1	1.8	1.9	1.9	1.7
nov-26	131.5	128.6	125.1	130.7	1.8	2.0	1.8	1.8
dic-26	131.7	128.9	125.5	130.9	1.7	2.0	1.8	1.7
Media	130.9	127.9	124.6	130.2	1.8	2.0	2.0	1.7

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.

Italia

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	122.4	121.9	120.9	120.9	1.7	1.5	1.4	1.3
feb-25	122.5	122.1	121.2	121.1	1.7	1.6	1.6	1.5
mar-25	124.4	122.5	121.5	121.4	2.1	1.9	1.8	1.7
apr-25	124.9	122.6	121.4	121.3	2.0	1.9	1.8	1.7
mag-25	125.1	122.8	121.5	121.4	2.0	1.8	1.7	1.6
giu-25	125.5	123.1	121.7	121.6	2.1	2.0	1.8	1.8
lug-25	124.1	123.3	121.9	121.8	1.9	1.7	1.6	1.5
ago-25	124.0	123.7	122.3	122.2	2.0	1.9	1.8	1.7
set-25	125.6	123.6	122.3	122.2	2.1	2.0	1.9	1.8
ott-25	126.3	123.9	122.5	122.4	2.4	2.3	2.1	1.9
nov-25	126.3	123.9	122.5	122.4	2.4	2.3	2.1	1.9
dic-25	126.4	124.0	122.7	122.6	2.5	2.3	2.1	2.0
Media	124.8	123.1	121.9	121.8	2.1	1.9	1.8	1.7

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-26	124.9	124.2	122.9	122.8	2.0	1.9	1.7	1.6
feb-26	124.9	124.4	123.1	123.0	2.0	1.9	1.6	1.6
mar-26	126.7	124.6	123.3	123.2	1.8	1.7	1.5	1.5
apr-26	127.3	124.7	123.3	123.2	1.9	1.8	1.6	1.6
mag-26	127.5	125.0	123.4	123.3	1.9	1.8	1.6	1.6
giu-26	127.9	125.3	123.6	123.5	1.9	1.8	1.6	1.6
lug-26	126.5	125.5	123.9	123.8	1.9	1.8	1.6	1.6
ago-26	126.4	125.8	124.2	124.1	1.9	1.7	1.6	1.6
set-26	127.9	125.7	124.1	124.0	1.8	1.7	1.5	1.5
ott-26	128.3	125.7	124.1	124.0	1.5	1.4	1.3	1.3
nov-26	128.2	125.6	124.1	124.0	1.5	1.4	1.3	1.3
dic-26	128.4	125.8	124.3	124.2	1.6	1.4	1.3	1.3
Media	127.1	125.2	123.7	123.6	1.8	1.7	1.5	1.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

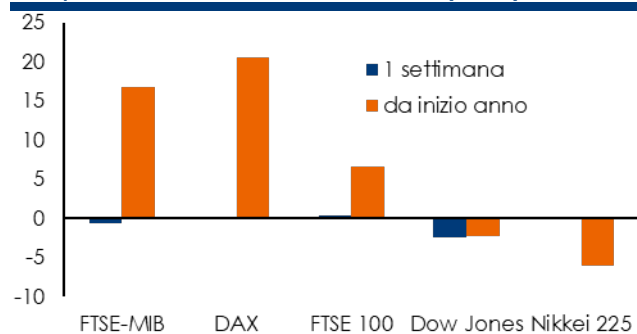
Performance delle principali asset class

Azionario

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
MSCI	-1,8	5,1	9,8	2,6
MSCI - Energia	-1,9	-0,5	-8,6	-1,8
MSCI - Materiali	-0,1	3,3	-3,9	7,1
MSCI - Industriali	-1,3	8,1	13,5	11,3
MSCI - Beni di consumo durevoli	-2,3	5,9	13,6	-4,1
MSCI - Beni di consumo non durevoli	0,0	1,8	8,7	9,2
MSCI - Farmaceutico	-1,8	-3,3	-8,4	-3,0
MSCI - Servizi Finanziari	-1,7	5,3	23,6	9,7
MSCI - Tecnologico	-3,2	8,7	9,7	-3,1
MSCI - Telecom	-0,4	7,7	17,7	4,0
MSCI - Utility	-0,4	3,2	15,2	12,2
FTSE MIB	-0,5	7,0	15,8	16,9
CAC 40	-0,8	3,8	-3,4	6,0
DAX	0,3	7,9	28,4	20,6
FTSE 100	0,4	3,6	4,8	6,7
Dow Jones	-2,5	3,7	6,5	-2,2
Nikkei 225	0,1	5,1	-2,9	-5,9
Bovespa	-1,0	2,3	10,9	14,6
Hang Seng China Enterprise	-0,3	5,8	25,0	16,0
Sensex	0,1	3,7	8,9	5,1
FTSE/JSE Africa All Share	1,5	3,5	18,6	11,7
Indice BRIC	0,1	4,7	11,3	11,0
Emergenti MSCI	0,4	6,7	8,1	8,9
Emergenti - MSCI Est Europa	-1,9	-1,7	19,5	36,0
Emergenti - MSCI America Latina	-0,3	2,4	-6,6	21,4

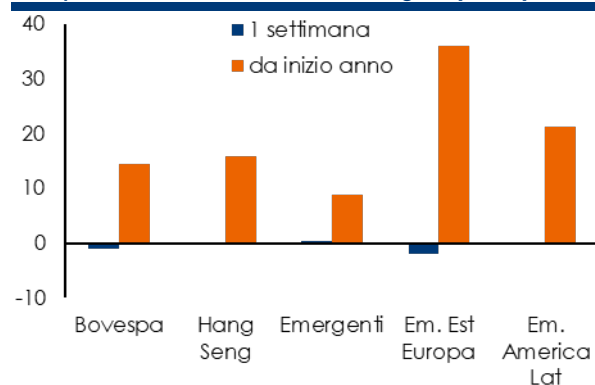
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Principali indici azionari economie avanzate (var. %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Principali indici azionari economie emergenti (var. %)

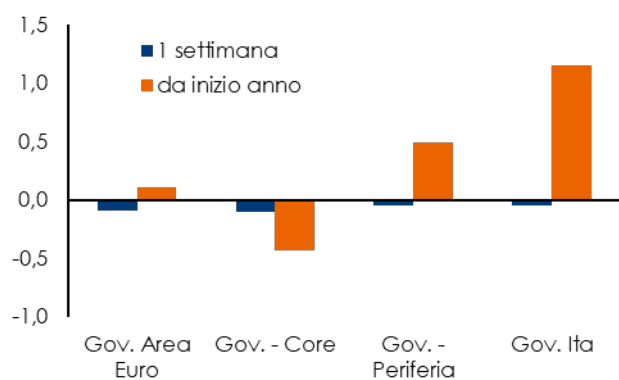


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

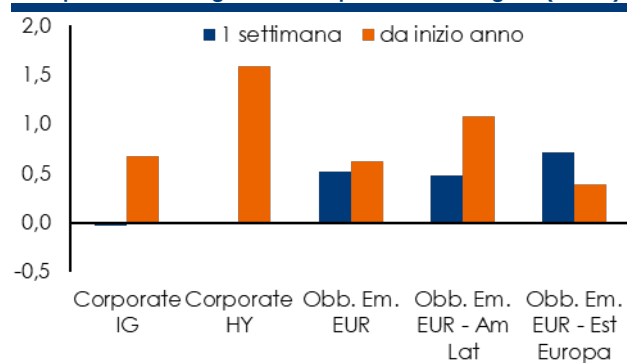
Obbligazionario

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
Governativi area euro	-0,1	-0,4	3,9	0,1
Governativi area euro breve termine (1 - 3 anni)	0,1	0,1	4,8	1,5
Governativi area euro medio termine (3 - 7 anni)	0,2	0,0	5,7	1,7
Governativi area euro lungo termine (+7 anni)	-0,4	-0,9	2,1	-1,7
Governativi area euro - core	-0,1	-0,6	2,8	-0,4
Governativi area euro - periferici	0,0	-0,2	5,2	0,5
Governativi Italia	0,0	0,1	6,3	1,2
Governativi Italia breve termine	0,1	0,1	5,4	1,7
Governativi Italia medio termine	0,1	0,2	7,3	2,3
Governativi Italia lungo termine	-0,3	0,0	6,1	0,0
Obbligazioni Corporate	0,1	0,0	5,9	1,2
Obbligazioni Corporate Investment Grade	0,0	-0,3	5,2	0,7
Obbligazioni Corporate High Yield	0,0	0,8	6,8	1,6
Obbligazioni Paesi Emergenti USD	-0,4	1,0	7,1	2,6
Obbligazioni Paesi Emergenti EUR	0,5	0,5	4,7	0,6
Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - America Latina	0,5	1,3	6,7	1,1
Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - Est Europa	0,7	0,2	4,0	0,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Principali indici obbligazionari economie avanzate (var. %)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Principali indici obbligazionari corporate ed emergenti (var. %)

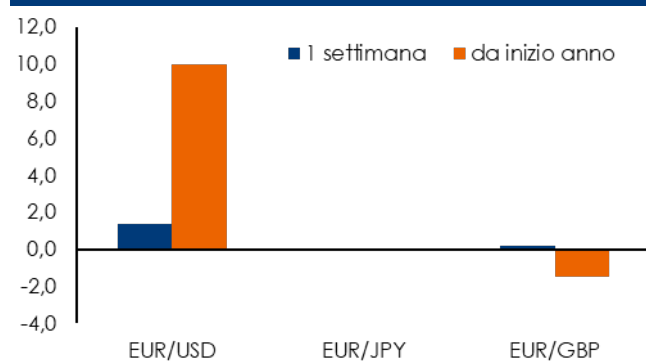
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Valute e materie prime (var. %)

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
EUR/USD	1,3	-0,3	4,9	10,0
EUR/JPY	0,1	-0,3	4,7	0,0
EUR/GBP	0,2	1,2	1,3	-1,4
EUR/ZAR	-0,1	4,0	-2,0	-4,2
EUR/AUD	-0,5	1,5	-6,7	-4,3
EUR/NZD	0,1	0,9	-6,7	-2,2
EUR/CAD	0,5	1,2	-5,2	-4,6
EUR/TRY	-1,9	-1,2	-21,5	-17,6
WTI	-1,5	-2,0	-20,5	-13,9
Brent	-0,7	-2,7	-20,8	-12,8
Oro	3,2	1,6	42,9	26,3
Argento	4,0	-0,3	10,4	14,4
Grano	3,3	2,7	-22,3	-1,6
Mais	3,6	-2,6	-1,0	0,2
Rame	1,7	2,4	-7,8	9,6
Alluminio	-0,7	1,3	-6,0	-3,4

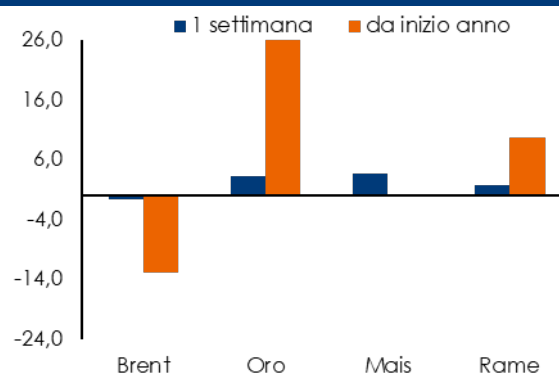
Nota: per le valute le performance indicano il rafforzamento (numero positivo) o indebolimento (numero negativo) della divisa estera rispetto all'euro; la percentuale indica cioè la performance di un euro investito in valuta estera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Principali valute (var. %)



Note: un numero positivo indica un rafforzamento mentre un numero negativo indica un indebolimento della divisa estera rispetto all'euro; la percentuale indica cioè la performance di un euro investito in valuta estera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Principali materie prime (var. %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, LSEG).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e 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, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza settimanale. Il precedente report è stato distribuito in data 19.05.2025.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, 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, 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 S.p.A. 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 S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui 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. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano – Italia.

Intesa Sanpaolo 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 dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Certificazione Analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Sette degli analisti del Team Retail Research (Paolo Guida, Ester Brizzolara, Laura Carozza, Piero Toia, Fulvia Risso, Mario Romani, Serena Marchesi) sono soci AIAF.
4. Gli analisti citati non ricevono bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo 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. 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.

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Monica Bosi