

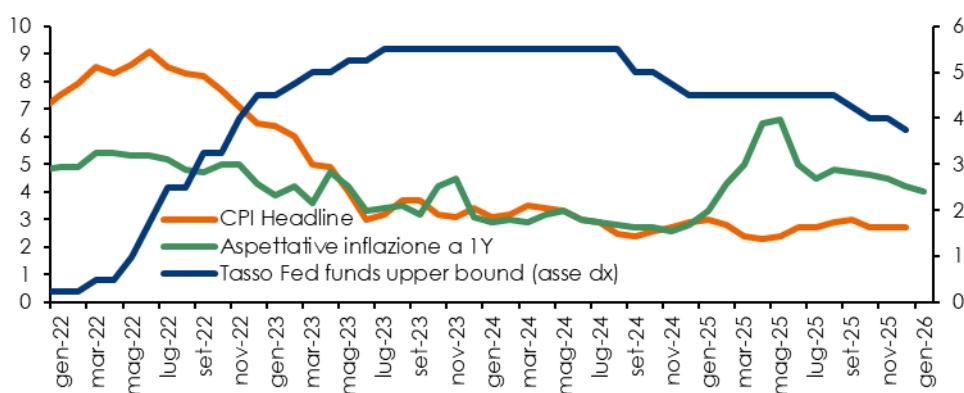
### La settimana entrante

- **Europa:** a dicembre nell'Eurozona il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere invariato al 6,3%. A gennaio in Germania l'IFO è rimasto stabile a 87,6 poiché il leggero miglioramento del giudizio sulla situazione corrente è stato compensato dal lieve peggioramento delle aspettative; stessa prospettiva si profilerebbe nel medesimo mese per la disoccupazione e l'inflazione, con il CPI armonizzato flash tedesco che è stimato in aumento tendenziale di +2% a/a (come a dicembre). Sempre a gennaio nell'area euro l'indice di situazione economica (ESI) è previsto in rialzo grazie a un probabile progresso nella fiducia di industria e servizi che si andrà a sommare a quello già rilevato in sede preliminare per le famiglie. La prima stima del PIL 4° trimestre 2025 dell'Eurozona dovrebbe mostrare un incremento di +0,2% t/t, così come quelle di Germania e Francia. **Risultati societari:** Ryanair, LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, ASML Holding, Deutsche Bank, ING, Nokia, Sanofi, SAP.
- **Italia:** a dicembre il tasso di disoccupazione è stimato in marginale peggioramento a 5,8%, mentre a gennaio la fiducia delle famiglie e delle imprese dovrebbe evidenziare un leggero progresso. La prima rilevazione del PIL del 4° trimestre 2025 è attesa in rialzo di +0,2% t/t. **Risultati societari:** STMicroelectronics NV.
- **USA:** a novembre gli ordini di beni durevoli esclusi trasporti sono previsti in accelerazione a +0,3% m/m (da +0,1% precedente), con un forte rimbalzo (+3,8%) per l'aggregato complessivo. Nello stesso mese il deficit commerciale dovrebbe peggiorare a -44,2 mld di dollari da -29,4 in ottobre. A dicembre il PPI è previsto in aumento di +2,8% a/a nella misura headline e di +2,9% in quella core. **Risultati societari:** Boeing, General Motors, Texas Instruments, AT&T, IBM, Meta Platforms, Microsoft, Tesla, Apple, Caterpillar, Dow Chemical, Mastercard, Visa, American Express, Chevron, Exxon Mobil, Verizon Communications.

### Focus della settimana

**Il FOMC del 27-28 gennaio si prospetta interlocutorio.** Dalla riunione della Fed che terminerà mercoledì dovrebbero emergere tassi invariati e toni compatibili con la prospettiva di una banca centrale in modalità "wait-and-see" per qualche mese. In effetti, i dati rilasciati post-shutdown (seppur ancora incompleti) sembrano fornire meno ragioni a entrambe le frange più estreme e il Board, con l'eccezione del membro ultra-accomodante Miran, potrebbe essersi "ricompattato" su posizioni attendiste. A nostro avviso, è improbabile che le indagini in corso abbiano effetti sulla permanenza ai vertici di Powell e Cook, ma il nuovo Governatore (che Trump dovrebbe annunciare nelle prossime settimane) potrebbe dare alla Fed un'impronta più accomodante a partire dal mese di giugno.

### Stati Uniti: inflazione, relative aspettative e tasso ufficiale



Nota: var. % a/a per CPI; Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Scenario macro

### Area euro

In area euro a dicembre l'inflazione headline è stata rivista marginalmente al ribasso a +1,9% a/a, mentre quella core è stata confermata a +2,3%. A gennaio lo ZEW tedesco è salito a 59,6 (massimo da oltre 4 anni) grazie ai primi riscontri nei dati (ordini all'industria e produzione industriale di novembre, in particolare) degli effetti espansivi del piano fiscale governativo.

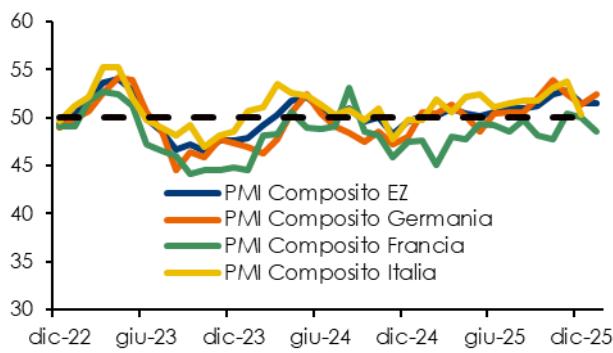
Nell'Eurozona a gennaio i PMI flash hanno avuto un andamento contrastato, coerente con una crescita economica stabile a +0,3% a cavallo d'anno: l'indice manifatturiero è salito a 49,4 (da 48,8 precedente), quello dei servizi è sceso a 51,9 (da 52,4) e quello composito è rimasto stabile a 51,5. Il morale manifatturiero ha sostanzialmente recuperato il calo di dicembre, grazie a un ritorno in positivo dell'attività produttiva e a una ripresa degli ordini (compresi quelli dall'estero), mentre l'attività terziaria ha ancora rallentato, rimanendo comunque sopra i livelli medi dei primi 9 mesi dell'anno: nonostante una riaccelerazione delle aspettative, le intenzioni di assunzione hanno raggiunto i minimi da 5 anni, mentre sono aumentati i prezzi pagati e ricevuti (confermando la vischiosità). Nello stesso mese la fiducia preliminare delle famiglie dell'Eurozona è salita a -12,4 da -13,2. Nel vertice straordinario del 22 gennaio i leader UE hanno concordato di riprendere i negoziati con gli USA e di rilanciare la cooperazione in sede NATO.

### Stati Uniti

La crescita del 3º trimestre è stata rivista al rialzo a +4,4% t/t ann. grazie ad un ricalcolo positivo di investimenti ed esportazioni. Nella settimana fino al 17 gennaio le nuove richieste di sussidi di disoccupazione sono risultate stabili su livelli bassi (200 mila), evidenziando un numero limitato di licenziamenti. L'indice dell'Università del Michigan di gennaio è stato rivisto al rialzo a 56,4 da 54.

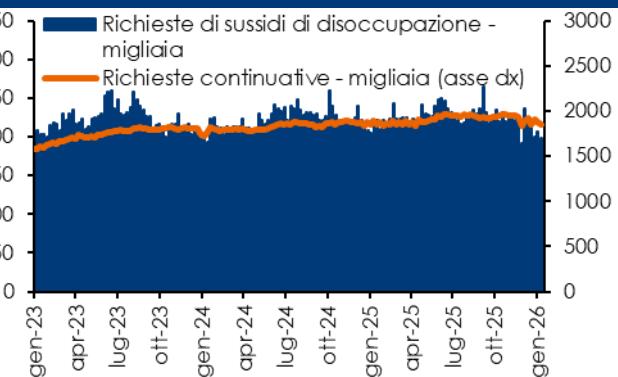
Trump ha anticipato (omettendo peraltro ogni dettaglio) il possibile raggiungimento di un accordo quadro con la NATO che riguarderà gli aspetti strategico-difensivi e i diritti minerari della Groenlandia, escludendo così sia l'uso della forza sia la paventata imposizione di nuove tariffe, ma i negoziati sui termini specifici con gli Stati europei si prospettano molto difficili (soprattutto se gli Stati Uniti insisteranno sulla pretesa di diventare "proprietari" dell'isola). I dati di ottobre e novembre relativi a reddito personale, consumi privati e PCE hanno evidenziato un lieve rallentamento della dinamica reddituale e un rafforzamento della spesa delle famiglie, a fronte di un'inflazione in sostanziale stabilizzazione; la discesa del tasso di risparmio al minimo da 3 anni (3,5%) a dicembre potrebbe comportare rischi al ribasso per i consumi nel breve termine se fosse implementato il limite del 10% ai tassi sulle carte di credito promesso da Trump. A gennaio il PMI flash composito ha registrato un marginale rialzo a 52,8, quale riflesso di un indice dei servizi stabile e di una misura manifatturiera in minimo aumento.

### Area euro: PMI composito Eurozona e principali economie



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Stati Uniti: nuove richieste settimanali di sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Mercati Obbligazionari

### Titoli di Stato

La scorsa settimana ha espresso un modesto aumento della volatilità in un contesto in cui i rendimenti dei principali bond di USA e Eurozona continuano a muoversi in un canale laterale, mentre si confermano le spinte verso l'alto per i tassi sui JGB. Il decennale BTP riparte da 3,48% e il Bund da 2,88% mentre il Treasury statunitense dopo un'escursione a 4,30% torna in area 4,20%.

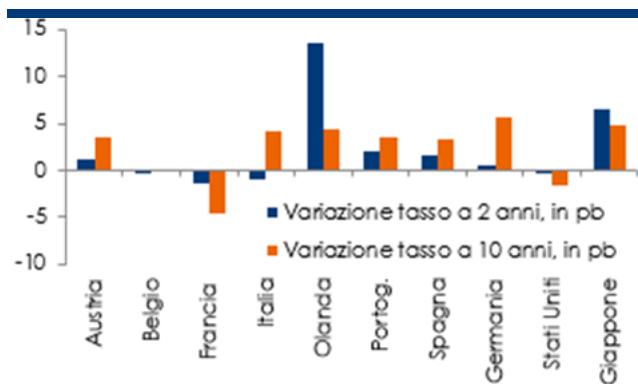
Il settore dei titoli di Stato delle principali economie avanzate si conferma tra le asset class più stabili in avvio di 2024, con attenzione e volatilità direzionate verso le materie prime (in particolare oro e argento), le valute (con la difesa dello yen, cfr Cambi) e i listini (cfr Azionario). Le principali banche non dovrebbero offrire spunti direzionali nei prossimi mesi. La BCE starà probabilmente ferma per l'intero 2024 mentre il prossimo taglio da parte della Fed potrebbe arrivare in estate (giugno o luglio), quando sarà in carica il nuovo presidente dell'istituto e saranno disponibili più informazioni sull'impatto dell'implementazione dell'AI sulla produttività e, di conseguenza, sulle prospettive d'inflazione di lungo periodo. La BoJ invece potrebbe muoversi prima, come implicitamente indicato nella riunione della scorsa settimana, con un altro rialzo nei prossimi mesi.

### Corporate

Sul credito europeo la settimana si è chiusa con una performance divergente tra IG (-0,1%) e HY (+0,2%). L'interesse degli investitori per il comparto appare costante e da inizio anno il saldo appare positivo sia sulla carta in euro che su quella in dollari. In rallentamento l'attività sul primario, con emissioni pari a 24,1 milardi (vs 52,4 dell'ottava precedente)

Secondo Moody's, il tasso globale di insolvenza per gli emittenti speculativi è sceso a dicembre al 4,1% (vs. 4,4% a novembre), in prossimità della media storica di lungo periodo del 4,2%. In termini prospettici l'agenzia stima che, a seconda dei vari scenari, il tasso globale di default oscillerà a dicembre 2024 tra il 2,2% dello scenario base e il 6,6% di quello severamente pessimistico. Alla base delle stime favorevoli, sia pure con una forchetta previsiva molto ampia, sono da porre una crescita economica resiliente e una politica monetaria USA ancora accomodante. Inoltre, nel 2024 molte società sono riuscite a rifinanziare il proprio debito allungando le scadenze e riducendo così il rischio di rifinanziamento. Infine, il credito privato continuerà a fornire una fonte alternativa di finanziamento. A meno di shock macroeconomici o di mercato significativi, che portino a un forte irrigidimento delle condizioni di finanziamento, il prossimo anno la qualità del credito non dovrebbe rappresentare una criticità rilevante.

#### Titoli di Stato: variazioni dei rendimenti dal 16.1.2024



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Corporate: i tassi di default per gli emittenti speculativi: dati storici e stime prospettiche nei differenti scenari (in %)



Fonte: Moody's

## Valute e Commodity

### Cambi

Gli operatori sui cambi restano vigili in vista di possibili acquisti di yen per consolidare il rialzo della valuta registrato venerdì scorso, come conseguenza della promessa fatta dalla premier Takaichi di intervenire contro le speculazioni.

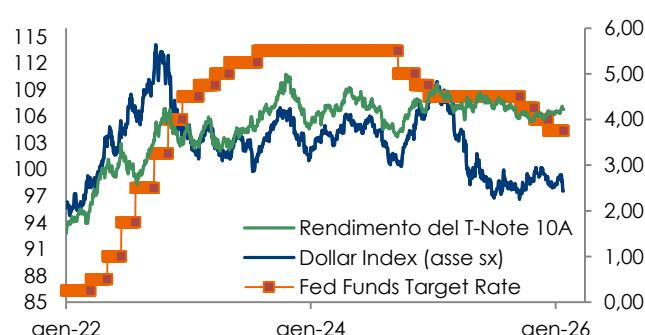
L'appuntamento chiave per il mercato Forex, questa settimana, è la riunione della Fed di mercoledì 28/01 da cui non ci si aspetta un taglio dei tassi e quindi uno scarso impatto sulla dinamica del dollaro (si veda Focus). L'altro tema da seguire è l'andamento dello yen dopo lo scontato mancato rialzo dei tassi da parte della Banca del Giappone (BoJ), la scorsa ottava. Le prospettive positive sull'economia giapponese, espresse dalla BoJ, sono una possibile conseguenza della manovra fiscale che il Governo si prepara a varare. Lo scorso venerdì, alla riapertura dei lavori della Camera Bassa, la premier Takaichi ha sciolto l'Assemblea e confermato le elezioni anticipate dell'8 febbraio. L'obiettivo è di rafforzare la sua maggioranza in Parlamento e rendere più agevole l'azione dell'Esecutivo, fra cui il varo del pacchetto fiscale espansivo che desta molte preoccupazioni sul mercato per la situazione dei conti pubblici (nonostante le rassicurazioni del Ministro delle Finanze sulle coperture) che hanno già provocato un forte sell-off sui titoli di Stato giapponesi e sulla debolezza dello yen in questo inizio d'anno.

### Materie Prime

Prosegue il rincaro del gas naturale USA mentre non si attenua l'ondata di freddo nel Midwest degli Stati Uniti che spinge al rialzo i consumi. Torna a correre il TTF, il contratto sul metano europeo, a 42 euro/MWh. Anche le previsioni metereologiche in Europa sono in peggioramento, proprio mentre le riserve calano al 45% nei depositi, nel pieno della stagione invernale.

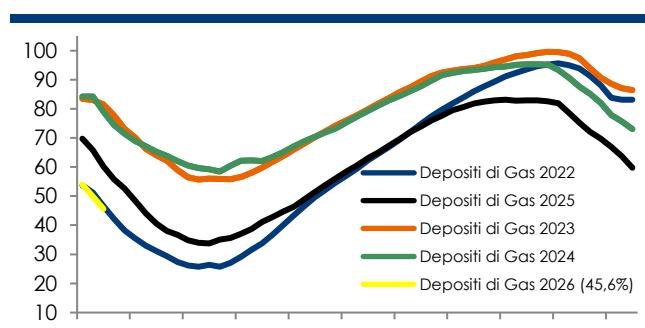
Nonostante la crisi fra Europa e Stati Uniti sulla Groenlandia sembri essere parzialmente rientrata, lasciando spazio alle trattative per lo sfruttamento delle ingenti risorse del territorio, si conferma la centralità del controllo delle catene di approvvigionamento di tutte quelle materie prime ritenute strategiche. Nel nostro scenario, i mercati di molti Metalli industriali registreranno un deficit di offerta dovuto agli scarsi investimenti degli ultimi anni, conseguenti sia dell'incertezza sul ciclo economico che degli alti tassi di interesse, i quali hanno reso complicato varare qualsiasi tipo di iniziativa. Di contro, le prospettive di aumento della domanda legate a transizione energetica e nuove tecnologie non potranno che generare una forte pressione rialzista sui prezzi. Un altro aspetto che emerge da questa costante situazione di tensione è la necessità di diversificazione dei portafogli finanziari. Gli investitori continueranno a incrementare il peso dell'oro nelle loro scelte di allocazione, alla ricerca di asset difensivi a protezione del rischio non solo geopolitico ma anche di calo dei listini azionari o di crisi dei titoli obbligazionari.

**Dollar Index (scambi commerciali) da inizio 2022, tasso Fed e T-Notes 10A**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed e Dip. del Tesoro USA

**Livelli di riserve del gas naturale, in % sulla capacità di stoccaggio**



Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 25.01.2026

## Mercati Azionari

### Area euro

Avvio di settimana contrastato per le borse europee con l'indice EuroStoxx che rimane sulla parità dopo aver ritracciato marginalmente nelle sedute precedenti. Da inizio anno, la performance rimane comunque leggermente positiva mentre l'attenzione degli operatori resta concentrata sull'evoluzione del quadro macroeconomico e geopolitico.

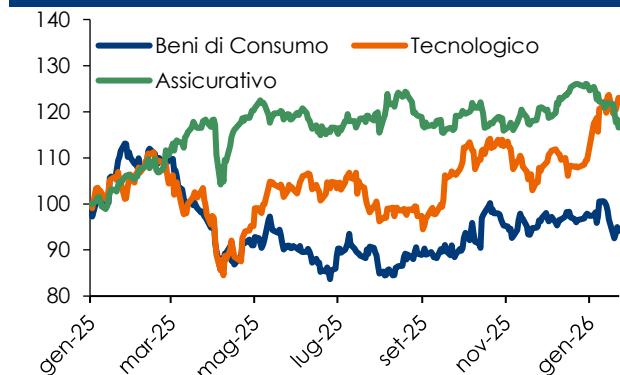
I maggiori indici europei hanno riportato una variazione negativa nella scorsa ottava in linea con un generale raffreddamento del sentimento degli investitori. Le prese di beneficio hanno prevalso soprattutto sul settore Assicurativo e sul comparto dei consumi ciclici, con questi ultimi che risentendo delle prospettive economiche più incerte. In positivo, invece, si sono distinti i titoli maggiormente esposti alla Difesa che beneficiano di un ritrovato interesse verso il comparto in un contesto geopolitico ancora delicato. Anche il settore Tecnologico ha mostrato segnali di forza relativa. Per quanto riguarda la Reporting Season, le stime di consenso, elaborate da FactSet, indicano una crescita degli utili moderata nel 2025 e pari a +1,1% per l'EuroStoxx, in seguito alle difficoltà congiunturali e all'impatto negativo delle politiche commerciali statunitensi. Una ripresa significativa è, invece, prevista per l'anno in corso (EPS +14,6%).

### Stati Uniti

Settimana negativa per Wall Street in un clima di attesa: l'accordo NATO-USA sulla Groenlandia attenua le tensioni, ma i nuovi dazi annunciati da Trump aumentano la volatilità e favoriscono gli asset rifugio. Focus sulle trimestrali, soprattutto delle big tech USA, con gli utili dei Tecnologici stimati in aumento del 26,3%, di cui i semiconduttori del 47,2%.

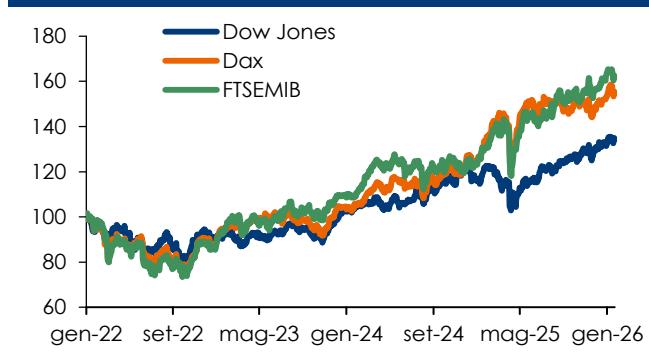
La stagione delle trimestrali societarie sta entrando nel vivo con importanti gruppi, anche tecnologici, che rilasceranno i dati questa settimana. Nel frattempo, a livello settoriale, torna a mostrare forza relativa il settore Energia in scia al recupero del prezzo del petrolio con il consenso che, però, conferma una stima di flessione degli utili sia nel 4° trimestre 2025 che nei primi tre mesi dell'attuale esercizio. Una ripresa è attesa nella parte successiva del 2026 grazie anche a un effetto comparativo favorevole. Recupera forza, nel brevissimo l'Auto: il mercato vorrà valutare le indicazioni di scenario che emergeranno dai principali gruppi del settore per confermare che il peggio risulta alle spalle e che la domanda di vetture nel 2026 possa mostrare segnali di ripresa accompagnata da una migliore redditività. La scelta di tornare a focalizzare l'attenzione su Suv e Truck abbandonando, in gran parte, l'elettrico potrebbe dare un importante impulso al miglioramento dei bilanci.

### Andamento settoriale europeo



Nota: 01.01.2025= base 100. Fonte: Bloomberg

### Andamento indici Dow Jones, Dax e FTSE MIB2



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
<b>50.109</b>	44.626
<b>48.635</b>	<b>44.063</b>
<b>48.437</b>	43.724
48.134	<b>42.857</b>
<b>47.459</b>	42.644
<b>46.193</b>	<b>42.018</b>
45.926	<b>41.360</b>
45.394	40.823
	<b>39.714</b>
	39.649
	39.580-39.480
	39.114
	<b>38.605</b>

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
51.250*	<b>48.428</b>
50.559*	<b>47.853</b>
<b>49.621-49.633</b>	47.462-46.263
	47.196
	<b>46.341</b>
<b>46.108-45.728</b>	46.108-45.728
<b>45.470-45.452</b>	<b>45.470-45.452</b>
<b>44.980-44.948</b>	<b>44.980-44.948</b>
	<b>44.579</b>
	44.050-43.799
	<b>43.340</b>
	43.130-43.084

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

## Appuntamenti della settimana entrante

### Calendario mercati italiani

Data	Evento	Società/Dati macroeconomici	Stima	Preced.
<b>Lunedì 26</b>	Dati macro			
	Risultati societari			
<b>Martedì 27</b>	Dati macro			
	Risultati societari			
<b>Mercoledì 28</b>	Dati macro	(•••) Indice di fiducia dei consumatori di gennaio (•••) Fiducia delle imprese di gennaio	96,9 89	96,6 88,4
	Risultati societari			
<b>Giovedì 29</b>	Dati macro	(•) Fatturato industriale m/m (%) di novembre (•) Fatturato industriale a/a (%) di novembre	- -	-0,5 1,7
	Risultati societari	<b>STMicroelectronics NV</b>		
<b>Venerdì 30</b>	Dati macro	(••) PPI m/m (%) di dicembre (••) PPI a/a (%) di dicembre (•••) PIL t/t (%) del 4º trimestre, stima flash (•••) PIL a/a (%) del 4º trimestre, stima flash (••) Tasso di disoccupazione (%) di dicembre	- - 0,2 0,5 5,8	1,3 -0,3 0,1 0,6 5,7
	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; (\*) 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

## Calendario mercati esteri

Data	Paese	Società/Dati macroeconomici	Stima	Preced.
<b>Lunedì 26</b>	Germania	(****) Indice IFO di gennaio (*)	87,6	88,2
		(****) Indice IFO situazione corrente di gennaio (*)	85,7	86
		(****) Indice IFO aspettativa tra 6 mesi di gennaio (*)	89,5	90,3
	USA	(****) Ordini di beni durevoli m/m (%) di novembre, preliminare	3,8	-2,2
		(****) Ordini di beni durevoli esclusi trasporti m/m (%) di novembre, preliminare	0,3	0,1
	Giappone	(**) Indicatore anticipatore di novembre, finale (*)	114,9	-
<b>Martedì 27</b>	Risultati Europa	<b>Ryanair</b>		
	Risultati USA			
	USA	(*) Indice prezzi delle case Case-Shiller Comp. 20 a/a (%) di novembre	1,2	1,31
<b>Mercoledì 28</b>	Giappone	(****) Fiducia dei consumatori Conference Board di gennaio	90,6	89,1
	Risultati Europa	(**) Ordini di componentistica industriale a/a (%) di dicembre, finale	-	10,6
	Risultati USA	<b>LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton</b>		
		<b>Boeing, General Motors, Texas Instruments</b>		
<b>Giovedì 29</b>	USA	(****) Riunione FOMC (decisione sui tassi, %)	3,8	3,8
	Risultati Europa	<b>ASML Holding</b>		
	Risultati USA	<b>AT&amp;T, IBM, Meta Platforms, Meta Platforms, Microsoft, Tesla</b>		
	Area Euro	(**) M3 (%) di dicembre	3,0	3,0
<b>Venerdì 30</b>		(****) Fiducia dei consumatori di gennaio, finale	-	-12,4
		(**) Indicatore situazione economica di gennaio	97,1	96,7
		(*) Fiducia nel Manifatturiero di gennaio	-8,2	-9,0
		(*) Fiducia nei Servizi di gennaio	5,9	5,6
	USA	(**) Produttività t/t ann. (%) del 3° trimestre, finale	4,9	4,9
		(*) Costo del lavoro per unità di prodotto t/t ann. (%) del 3° trimestre, finale	-1,9	-1,9
		(****) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), settimanale	205	200
		(****) Sussidi di disoccupazione continuativi (migliaia di unità), settimanale	1850	1849
		(****) Nuovi ordini all'industria m/m (%) di novembre	1,6	-1,3
		(****) Bilancia commerciale (miliardi di dollari) di novembre	-44,2	-29,4
	Risultati Europa	<b>Deutsche Bank, ING, Nokia, Sanofi, SAP</b>		
	Risultati USA	<b>Apple, Caterpillar, Dow Chemical, Mastercard, Visa</b>		
<b>Sabato 31</b>	Area Euro	(****) Tasso di disoccupazione (%) di dicembre	6,3	6,3
		(****) PIL t/t (%) del 4° trimestre, stima flash	0,2	0,3
		(****) PIL a/a (%) del 4° trimestre, stima flash	1,3	1,4
	Germania	(****) Variazione dei disoccupati (migliaia) di gennaio	3	3
		(**) Tasso di disoccupazione (%) di gennaio	6,3	6,3
		(****) CPI m/m (%) di gennaio, preliminare	0,0	0,0
		(****) CPI a/a (%) di gennaio, preliminare	1,9	1,8
		(****) CPI armonizzato m/m (%) di gennaio, preliminare	-0,2	0,2
		(****) CPI armonizzato a/a (%) di gennaio, preliminare	2,0	2,0
		(****) PIL t/t (%) del 4° trimestre, stima flash	0,2	0,0
		(**) PIL a/a (%) del 4° trimestre, stima flash	0,3	0,3
	Francia	(**) PPI m/m (%) di dicembre	-	1,1
		(**) PPI a/a (%) di dicembre	-	-3,3
		(****) PIL t/t (%) del 4° trimestre, stima flash	0,2	0,5
		(****) PIL a/a (%) del 4° trimestre, stima flash	1,2	0,9
	USA	(****) PPI m/m (%) di dicembre	0,2	0,2
		(**) PPI esclusi alimentari ed energia m/m (%) di dicembre	0,3	0,0
		(**) PPI a/a (%) di dicembre	2,8	3,0
		(**) PPI esclusi alimentari ed energia a/a (%) di dicembre	2,9	3,0
<b>Domenica 1</b>	Giappone	(****) Tasso di disoccupazione (%) di dicembre	2,6	2,6
		(****) CPI Tokyo a/a (%) di gennaio	1,7	2,0
		(****) Produzione industriale m/m (%) di dicembre, preliminare	-0,4	-2,7
		(****) Produzione industriale a/a (%) di dicembre, preliminare	2,1	-2,2
		(****) Vendite al dettaglio a/a (%) di dicembre	0,7	1,1
	Risultati Europa	<b>American Express, Chevron, Exxon Mobil, Verizon Communications</b>		
	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

#### Inflazione, 2025

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	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	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	129.1	125.8	122.5	128.5	2.0	2.4	2.3	2.0
ago-25	129.3	126.1	122.8	128.7	2.0	2.3	2.3	2.0
set-25	129.4	126.3	123.0	128.8	2.2	2.4	2.4	2.2
ott-25	129.7	126.6	123.3	129.1	2.1	2.4	2.4	2.1
nov-25	129.3	126.0	122.7	128.7	2.1	2.4	2.4	2.1
dic-25	129.5	126.3	123.1	128.9	1.9	2.3	2.3	1.9
<b>Media</b>	<b>128.8</b>	<b>125.3</b>	<b>122.0</b>	<b>128.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>

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.

#### Inflazione, 2026

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.8	125.3	121.9	128.0	1.6	2.2	2.3	1.5
feb-26	129.3	125.9	122.5	128.5	1.6	2.1	2.3	1.5
mar-26	130.2	127.0	123.8	129.4	1.7	2.2	2.3	1.6
apr-26	131.0	128.0	124.9	130.3	1.8	2.0	2.2	1.7
mag-26	131.3	128.3	125.1	130.5	2.0	2.2	2.4	1.9
giu-26	131.7	128.7	125.6	130.9	2.0	2.2	2.4	1.9
lug-26	131.6	128.6	125.4	130.8	1.9	2.2	2.4	1.8
ago-26	131.6	128.4	125.2	130.8	1.8	1.8	1.9	1.6
set-26	131.9	128.8	125.5	131.2	1.9	2.0	2.1	1.8
ott-26	132.0	128.9	125.6	131.3	1.8	1.8	1.8	1.7
nov-26	131.6	128.3	125.0	130.8	1.7	1.8	1.9	1.6
dic-26	131.9	128.7	125.4	131.1	1.8	1.9	1.9	1.7
<b>Media</b>	<b>131.1</b>	<b>127.9</b>	<b>124.7</b>	<b>130.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>

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

#### Inflazione, 2025

	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	124.8	122.5	121.2	121.2	1.7	1.6	1.4	1.4
giu-25	125.1	122.7	121.4	121.3	1.8	1.7	1.6	1.5
lug-25	123.9	123.2	121.8	121.8	1.7	1.7	1.5	1.5
ago-25	123.6	123.3	121.9	121.8	1.6	1.6	1.5	1.4
set-25	125.2	123.1	121.7	121.7	1.8	1.6	1.4	1.4
ott-25	125.0	122.7	121.5	121.4	1.3	1.2	1.3	1.1
nov-25	124.7	122.4	121.3	121.3	1.1	1.1	1.1	1.0
dic-25	124.9	122.6	121.5	121.5	1.2	1.2	1.1	1.1
<b>Media</b>	<b>124.3</b>	<b>122.6</b>	<b>121.4</b>	<b>121.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Inflazione, 2026

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	123.9	123.5	122.4	122.3	1.2	1.3	1.2	1.1
feb-26	123.8	123.5	122.5	122.3	1.1	1.1	1.1	1.0
mar-26	125.7	123.6	122.5	122.4	1.0	0.9	0.8	0.8
apr-26	126.6	124.3	123.0	122.8	1.4	1.4	1.3	1.3
mag-26	126.9	124.3	122.9	122.8	1.7	1.5	1.4	1.4
giu-26	127.2	124.6	123.2	123.0	1.7	1.6	1.5	1.4
lug-26	125.8	124.8	123.3	123.2	1.6	1.3	1.2	1.2
ago-26	125.5	125.0	123.6	123.4	1.5	1.4	1.4	1.3
set-26	126.9	124.9	123.4	123.3	1.4	1.5	1.4	1.4
ott-26	127.4	124.9	123.6	123.4	1.9	1.8	1.7	1.6
nov-26	127.4	124.7	123.5	123.4	2.2	1.9	1.8	1.7
dic-26	127.6	124.8	123.6	123.5	2.2	1.8	1.8	1.7
<b>Media</b>	<b>126.2</b>	<b>124.4</b>	<b>123.1</b>	<b>123.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

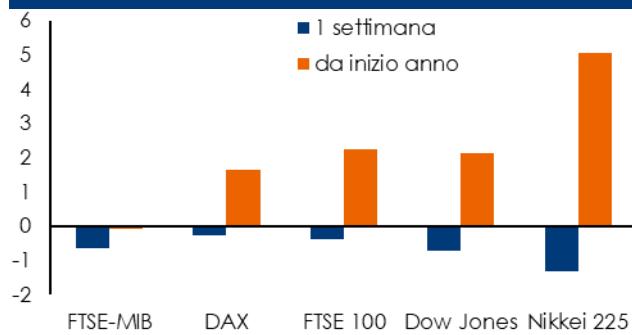
## Performance delle principali asset class

### Azionario

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
MSCI	-0,1	0,7	16,8	1,7
MSCI - Energia	2,8	9,2	12,4	8,1
MSCI - Materiali	2,8	8,9	29,0	10,3
MSCI - Industriali	-0,7	5,4	23,3	6,3
MSCI - Beni di consumo durevoli	0,4	0,0	5,4	1,6
MSCI - Beni di consumo non durevoli	0,6	3,5	10,5	3,9
MSCI - Farmaceutico	1,3	1,3	10,4	2,1
MSCI - Servizi Finanziari	-1,5	-2,0	18,4	-1,0
MSCI - Tecnologico	-0,6	-2,1	19,4	-0,7
MSCI - Telecom	1,0	0,8	25,0	1,0
MSCI - Utility	-0,9	1,2	19,4	1,3
FTSE MIB	-0,6	0,7	24,0	-0,1
CAC 40	0,2	0,3	2,5	-0,3
DAX	-0,3	2,3	16,3	1,6
FTSE 100	-0,4	2,9	19,4	2,3
Dow Jones	-0,7	0,8	10,5	2,2
Nikkei 225	-1,3	4,2	32,4	5,1
Bovespa	8,5	11,2	46,1	11,0
Hang Seng China Enterprise	0,8	3,7	33,4	4,4
Sensex	-2,4	-4,1	8,2	-4,3
FTSE/JSE Africa All Share	2,9	5,5	46,6	6,7
Indice BRIC	0,0	1,3	23,0	1,5
Emergenti MSCI	1,0	7,4	37,7	6,9
Emergenti - MSCI Est Europa	2,4	5,8	58,1	5,4
Emergenti - MSCI America Latina	7,6	13,5	55,2	13,9

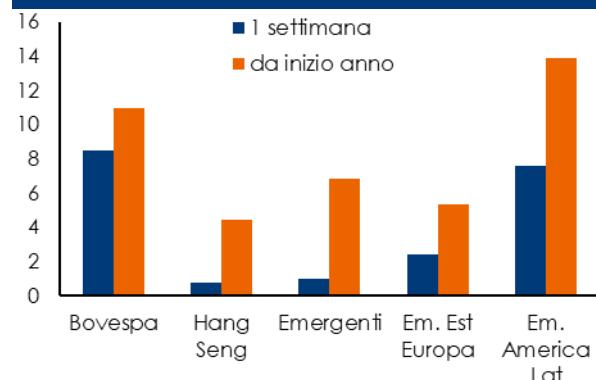
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Principali indici azionari economie avanzate (var. %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Principali indici azionari economie emergenti (var. %)

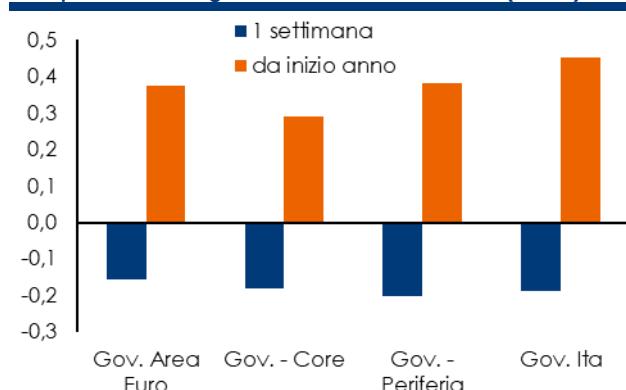


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

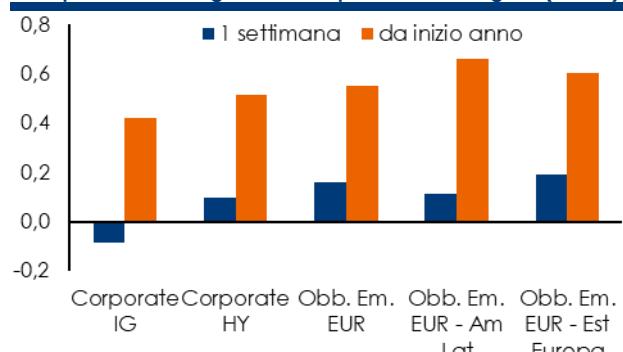
**Obbligazionario**

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
Governativi area euro	-0,2	0,5	2,0	0,4
Governativi area euro breve termine (1 - 3 anni)	0,0	0,3	2,7	0,2
Governativi area euro medio termine (3 - 7 anni)	-0,1	0,4	3,5	0,3
Governativi area euro lungo termine (+7 anni)	-0,2	0,7	0,5	0,5
Governativi area euro - core	-0,2	0,4	0,6	0,3
Governativi area euro - periferici	-0,2	0,5	3,2	0,4
Governativi Italia	-0,2	0,6	4,4	0,5
Governativi Italia breve termine	0,0	0,3	3,0	0,2
Governativi Italia medio termine	-0,1	0,5	4,7	0,3
Governativi Italia lungo termine	-0,3	0,9	5,0	0,7
Obbligazioni Corporate	-0,1	0,5	3,8	0,4
Obbligazioni Corporate Investment Grade	-0,1	0,6	3,2	0,4
Obbligazioni Corporate High Yield	0,1	0,6	5,1	0,5
Obbligazioni Paesi Emergenti USD	0,2	0,7	13,4	0,5
Obbligazioni Paesi Emergenti EUR	0,2	0,7	5,8	0,5
Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - America Latina	0,1	0,7	6,4	0,7
Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - Est Europa	0,2	0,7	5,6	0,6

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. %)**

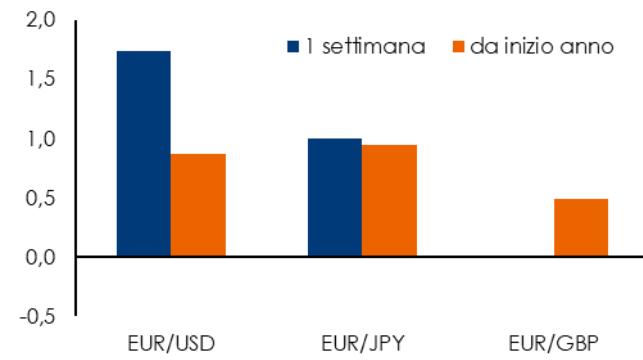
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Valute e materie prime (var. %)

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
EUR/USD	1,7	0,7	12,9	0,9
EUR/JPY	1,0	1,1	-11,1	0,9
EUR/GBP	0,0	0,5	-3,2	0,5
EUR/ZAR	0,5	3,3	3,5	2,4
EUR/AUD	1,3	2,3	-2,7	2,8
EUR/NZD	1,1	1,5	-7,2	2,7
EUR/CAD	-0,4	-0,7	-7,0	-0,6
EUR/TRY	-2,0	-1,8	-27,0	-1,8
WTI	2,4	7,2	-18,5	6,0
Brent	2,6	8,2	-16,4	7,9
Oro	10,9	12,5	83,3	17,4
Argento	23,8	43,3	251,5	55,2
Grano	2,8	2,6	-2,1	5,0
Mais	1,5	-4,2	-11,4	-2,1
Rame	2,4	8,7	42,1	5,6
Alluminio	1,1	7,8	20,8	5,8

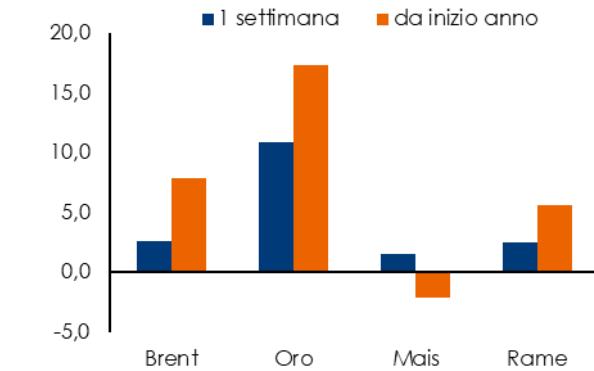
Nota: per le valute le performance indicano il rafforzamento (numero positivo) o indebolimento (numero negativo) della divisa estera rispetto all'euro; la percentuale indica cioè la performance di un euro investito in valuta estera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## 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, espresa 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, espresa 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza settimanale. Il precedente report è stato distribuito in data 19.01.2026.

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.prodottiquoteazioni.intesasanpaolo.com](http://www.prodottiquoteazioni.intesasanpaolo.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo ([https://www.intesasanpaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html](http://www.intesasanpaolo.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.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, 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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:** Sonia Papandrea, Thomas Viola