

Weekly Economic Monitor

Il punto

La Federal Reserve è apparsa più divisa sugli orientamenti futuri, e anche più preoccupata per gli effetti di medio termine dei dazi, visto che ha rivisto al rialzo le attese sui tassi per gli anni 2026-27: le nuove proiezioni sono in linea con le nostre stime (2 tagli quest'anno, 1 taglio nel 2026, 1 taglio nel 2027), che confermiamo; il rischio però è che la salita dell'inflazione costringa la Fed a tagliare meno, o in maniera più dilazionata, rispetto all'attuale scenario centrale, specie se si verificassero gli scenari più avversi dell'escalation in corso in Medio Oriente. Nell'Eurozona, la tornata di indagini di fiducia di giugno, che è iniziata questa settimana e si concluderà nei prossimi giorni, vede in media un recupero, dopo quello già visto a maggio, sulla scia della de-escalation sui dazi, oltre che, in Germania, dell'annuncio delle prime misure espansive del governo.

La guerra in Medio Oriente: possibili impatti sul prezzo del petrolio

- Il nostro **scenario di base** è quello di un conflitto ad alta intensità della durata di poche settimane, durante il quale i prezzi del Brent potrebbero oscillare tra 70 e 85 dollari al barile. Sono possibili picchi temporanei sopra i 90 dollari, in caso di forti preoccupazioni per un'escalation regionale o per un (improbabile) blocco dello Stretto di Hormuz. Se i negoziati per un nuovo accordo sul nucleare accelerassero, il Brent potrebbe stabilizzarsi tra 60 e 75 dollari, con una media di 70 dollari nel terzo e quarto trimestre del 2025 e probabilmente anche nel 2026. Vi sono però diversi **scenari di rischio** (per maggiori dettagli si rimanda al Focus [Petrolio: occhi sul Medio Oriente](#)):
  - In uno **scenario (a nostro avviso, poco probabile) di azzeramento della produzione iraniana** (circa 3,3 milioni di barili al giorno, con esportazioni di 1,7 milioni di barili al giorno), i paesi OPEC+ avrebbero la capacità di compensare tale perdita annullando i tagli alla produzione attualmente in vigore; in un'ipotesi estrema di stop totale, il Brent potrebbe salire verso i 105 dollari al barile. Tuttavia, un recupero parziale (circa 75%) è atteso entro 6 mesi dal termine delle ostilità, riportando il prezzo verso i 70 dollari.
  - In uno **scenario (anch'esso poco probabile, nelle nostre valutazioni) nel quale, oltre ai giacimenti iraniani, fossero colpite anche altre infrastrutture energetiche nella regione**, con una perdita complessiva di circa 5,1 milioni di barili al giorno, il Brent potrebbe salire velocemente verso i 120 dollari al barile.

Nuove Summary of Economic Projections del FOMC: crescita rivista al ribasso, proiezioni su inflazione e tassi di interesse riviste al rialzo

Variabile	Mediana			Lungo termine
	2025	2026	2027	
<b>PIL reale</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
Proiezione di marzo	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>
Proiezione di marzo	4.4	4.3	4.3	4.2
<b>Deflatore PCE</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Proiezione di marzo	2.7	2.2	2.0	2.0
<b>Deflatore PCE core</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	
Proiezione di marzo	2.8	2.2	2.0	
<b>Proiezione del percorso appropriato dei tassi</b>				
<b>Tasso sui fed funds</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>
Proiezione di marzo	3.9	3.4	3.1	3.0

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, giugno 2025. Fonte: FOMC

20 giugno 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

International Research Network

Silvia Guizzo  
Economista – Asia Ex Giappone

- Infine, in uno **scenario (estremamente improbabile, a nostro avviso) di blocco dello Stretto di Hormuz** (attraverso cui transita circa il 25% della domanda globale di greggio e il 20% del consumo mondiale di GNL), solo un terzo dei volumi di petrolio potrebbe essere deviato su rotte alternative: una perdita temporanea di 14 milioni di barili al giorno porterebbe il Brent a superare temporaneamente i 150 dollari al barile, arrivando a 200 dollari se il blocco non venisse immediatamente risolto mediante un intervento militare statunitense.

## Stati Uniti

### ■ Questa settimana:

- **FOMC: attese sui tassi invariate quest'anno ma riviste al rialzo per il 2026-27.** Il FOMC di giugno si è concluso con tassi invariati come ampiamente atteso; la decisione è stata unanime. Le nuove Summary of Economic Projections mostrano una revisione al ribasso delle stime di crescita sia per quest'anno che per il prossimo, e una correzione al rialzo, per tutto il triennio 2025-2027, sia delle previsioni sulla disoccupazione che di quelle sull'inflazione, in un contesto di aumento della polarizzazione tra i membri. In sintesi, il FOMC è più diviso ma anche più preoccupato per gli effetti di medio termine dei dazi, tuttavia segnala di avere bisogno di più tempo per valutarne appieno gli effetti. Le nuove proiezioni mediane dei membri del FOMC sono in linea con le nostre attese (2 tagli quest'anno, 1 taglio nel 2026, 1 taglio nel 2027), che confermiamo. Il rischio però è che la salita dell'inflazione costringa la Fed a tagliare meno, o in maniera più dilazionata, rispetto all'attuale scenario centrale.
- **Senato USA: la nuova proposta OBBBA attenua la Section 899 ma aumenta l'impatto sull'indebitamento nel lungo periodo.** La nuova versione del One Big Beautiful Bill Act (OBBBA), presentata al Senato, mantiene effetti fiscali simili alla proposta approvata alla Camera nel breve termine, ma risulta sensibilmente più costosa su base decennale, per effetto della permanenza degli incentivi agli investimenti aziendali. In merito alla Section 899, che introduce una tassa su flussi finanziari verso l'estero, l'entrata in vigore slitta al 2027, l'aumento massimo dell'aliquota di ritenuta è limitato a 15 punti percentuali in tre anni (contro i 20 della versione della Camera), e sono esplicitamente esclusi dall'imposta gli interessi; vengono inoltre esentati governi esteri e banche centrali (pertanto, i Treasury detenuti all'estero non sono soggetti all'imposta). Il testo prevede un coordinamento con i trattati fiscali internazionali e una clausola "anti-abuso" gestita in via discrezionale dal Tesoro. La proposta del Senato appare più favorevole ai mercati e meno esposta a ritorsioni internazionali, ma resta controversa e soggetta a modifiche prima dell'approvazione attesa tra luglio e inizio agosto. Secondo le stime preliminari della Tax Foundation, la proposta del Senato ridurrebbe le entrate federali di circa 4.820 miliardi di dollari nel periodo 2025-34 (di 3.922 miliardi tenendo conto degli effetti positivi sulla crescita economica). L'impatto macroeconomico stimato includerebbe un aumento del PIL di lungo periodo dell'1,1% e un incremento degli occupati di 868 mila unità. Nel 2026, il reddito post-imposte per i nuclei con reddito fra il 40° e l'80° percentile aumenterebbe tra il 5,7% e il 6,1%, grazie a deduzioni mirate su straordinari, mance e bonus per over 65.
- **Fiducia dei consumatori in recupero, ma ancora su livelli depressi.** Il morale delle famiglie misurato dall'Università del Michigan (diffuso venerdì 13 giugno) è salito più del previsto a giugno, a 60,5 da 52,2, interrompendo una serie di cinque cali mensili consecutivi. Nonostante il recupero, l'indice resta ben al di sotto dei livelli di fine 2024. Le aspettative di inflazione mostrano un parziale rientro sia a 1 anno (a 5,1% da 6,6%) sia (pur in minor misura, a 4,1% da 4,2%) sull'orizzonte a 5-10 anni.
- **Vendite al dettaglio di maggio in calo, ma recupera la componente core.** Le vendite sono calate più del previsto (-0,9% m/m da -0,1% ad aprile), ma il calo è solo marginale al netto delle auto. Inoltre, l'aggregato "control group" è salito più del previsto di 0,4% m/m (da -0,1% precedente).

- **Delude la produzione industriale a maggio** (-0,2% m/m, dopo il +0,1% di aprile); tuttavia, l'output manifatturiero è aumentato di un decimo, grazie ad auto e difesa. In calo più del previsto anche il grado di utilizzo degli impianti, a 77,4% da 77,7% di aprile.

■ **La settimana prossima:**

- **Ordini di beni durevoli attesi in recupero** a maggio, ma fermi al netto dei trasporti.
- **Fiducia dei consumatori (Conference Board) attesa in miglioramento** a giugno a 99,4 da 98 di maggio, grazie alla de-escalation sul fronte dei dazi.
- **Il deficit commerciale è atteso tornare ad ampliarsi a maggio** (a -90,6 miliardi), dopo la forte contrazione di aprile (-87,6 miliardi).
- **Redditi e spesa personale attesi in crescita moderata** a maggio (0,2% m/m in entrambi i casi). I deflatori sono visti mantenere il ritmo di 0,1% m/m visto ad aprile, ma riaccelerare moderatamente su base annua (da 2,1% a 2,3% l'headline, da 2,5% a 2,6% il core).

**Area euro**

■ **Questa settimana:**

- **Primi indici di fiducia di giugno.** In Germania l'indagine **ZEW** di giugno ha registrato un deciso miglioramento delle aspettative degli analisti finanziari che, portandosi a 47,5 da 25,2 precedente, tornano sui livelli di un anno fa. Anche la valutazione della situazione corrente è salita a -72 da -82 di maggio, un massimo dallo scorso luglio. La fiducia dovrebbe aver beneficiato delle prime misure annunciate dal governo (che dovrebbero avere efficacia già sul 2025) nonché delle attese che il ciclo monetario espansivo possa non essere terminato. [In Francia l'indice composito INSEE di fiducia delle imprese è rimasto invariato a 96](#), ancora al di sotto della media di lungo periodo come accade da oltre un anno. Il morale è calato nella manifattura (per il secondo mese consecutivo, a 96 da 97), e nelle costruzioni, a fronte di un progresso per servizi e commercio al dettaglio. A differenza che in Germania, dove iniziano ad emergere segnali di stabilizzazione del ciclo, l'economia francese resta fiacca. Oltre agli effetti della restrizione fiscale, potrebbe pesare l'elevata incertezza politica, attesa aumentare nei prossimi mesi con l'intensificarsi del dibattito su preparazione e approvazione del budget 2026.
- **Seconde stime sui prezzi al consumo di maggio. In Italia la stima finale dell'inflazione ha riportato una revisione al ribasso** di un decimo a 1,6% a/a su base nazionale e di due decimi a 1,7% a/a per quella armonizzata: le correzioni risentono di una crescita meno accentuata rispetto alla lettura precedente dei beni alimentari (soprattutto di quelli lavorati) nonché dei beni industriali non energetici; pressoché invariata rispetto alla stima flash la crescita dei listini nei servizi. **Invariata all'1,9%, invece, la lettura definitiva relativa al complesso dell'Eurozona:** lo spaccato delle componenti conferma come il calo dei servizi a 3,2% a/a da 4% precedente (un minimo da marzo 2022) fosse dovuto anche all'inversione dell'effetto del posizionamento delle festività pasquali; tuttavia, le evidenze di attenuamento delle pressioni inflattive sottostanti alle componenti più vischiose, nonché i segnali di decelerazione della crescita dei salari, confermano che la tendenza disinflattiva è in corso.

■ **La settimana prossima vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di giugno, da cui è atteso un ulteriore recupero dopo quello già visto a maggio:**

- L'indice **PMI manifatturiero** dovrebbe fornire ulteriori segnali di attenuazione della recessione per il settore industriale mettendo a segno il sesto progresso mensile, stimiamo a 49,7 da un precedente 49,4. I servizi resteranno sotto osservazione dopo i deludenti dati degli ultimi due mesi che hanno mostrato segnali di perdita di spinta della domanda domestica nonostante fondamentali ancora favorevoli; prevediamo una risalita solo lieve del **PMI servizi**, a 50 da 49,7 di maggio. Il **PMI composito** dovrebbe quindi attestarsi a 50,5 da 50,2 precedente.

- In **Germania** i fattori che hanno favorito un recupero dello ZEW (tra i quali l'annuncio delle prime misure espansive da parte del governo) dovrebbero trainare anche l'indice **IFO**: prevediamo progressi diffusi alla valutazione della situazione corrente (86,5 da 86,1) e alle aspettative (89,4 da 88,9); ci aspettiamo perciò il sesto incremento consecutivo dell'indicatore composito, a 87,9 da 87,5 di maggio.
- In **Italia** dovrebbe proseguire il recupero degli **indici di fiducia Istat** già visto a maggio: vediamo il sentiment dei consumatori a 97,6 da 96,5 precedente (ancora al di sotto dei livelli medi del primo bimestre) e l'indice composito di morale delle imprese IESI a 94 da 93,1, con il manifatturiero in progresso solo lieve a 86,7 da 86,5.
- L'indice INSEE di **fiducia dei consumatori francesi** è atteso invariato a 88 dopo il brusco calo registrato a maggio: le prospettive di politica fiscale ancora restrittiva l'anno prossimo e i rischi associati di instabilità stanno rientrando nel dibattito politico e dovrebbero contribuire a frenare la ripresa del morale dei nuclei familiari.
- Infine, prevediamo un aumento, sia pure molto modesto, dell'**indice composito ESI della Commissione europea**, a 95 da 94,8 di maggio.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (23 – 27 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	23/6	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim.		giu	49.4		
		09:15	FRA	PMI servizi prelim.	*	giu	48.9		
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim.	*	giu	49.8		
		09:30	GER	PMI servizi prelim.	*	giu	47.1	47.5	
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim.	*	giu	48.3	48.7	
		10:00	EUR	PMI servizi prelim.	**	giu	49.7	50.0	
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim.	**	giu	49.4	49.7	
		10:00	EUR	PMI composito prelim.	**	giu	50.2	50.5	
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim.	*	giu	46.4		
		10:30	GB	PMI servizi prelim.	*	giu	50.9	51.5	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	giu	52.0		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	giu	53.7		
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		giu	53.0		
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		mag	4.00	Mln	3.95
		Mar	24/6	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.1
10:00	GER			IFO (attese)		giu	88.9	90.0	
10:00	GER			IFO (sit. corrente)		giu	86.1	86.5	
10:00	GER			IFO	**	giu	87.5	88.0	
14:30	USA			Saldo partite correnti	*	T1	-303.9	Mld \$	
15:00	BEL			Indice ciclico BNB		giu	-13.5		
15:00	USA			C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		apr	4.1	%	
15:00	USA			Indice dei prezzi delle case m/m		apr	-0.1	%	
16:00	USA			Fiducia consumatori (CB)	*	giu	98.0		99.0
Mer	25/6			08:45	FRA	Fiducia consumatori		giu	88
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.6	%	
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mag	0.743	Mln	0.700
Gio	26/6	08:00	GER	Fiducia consumatori		lug	-19.9		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.951	{1,945} Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	250	{245} x1000	
		14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T1	prel 3.7	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T1	prel 3.4	%	
		14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T1	prel -0.2	%	-0.2
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim.	*	mag	0.2	%	
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim.	*	mag	-6.3	%	4.5
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim.		mag	-87.6	Mld \$	
		Ven	27/6	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mag	2.5
01:30	GIA			Job to applicant ratio		mag	1.3		1.3
01:50	GIA			Vendite al dettaglio a/a		mag	3.5	{3.3} %	2.7
08:45	FRA			IPCA a/a prelim.	*	giu	0.6	%	0.7
08:45	FRA			Spese per consumi m/m	**	mag	0.3	%	
09:00	SPA			IPCA a/a prelim.		giu	2.0	%	
10:00	ITA			Fiducia consumatori		giu	96.5		
10:00	ITA			Fiducia delle imprese manif.	**	giu	86.5		
11:00	EUR			Indice di fiducia economica	**	giu	94.8		95.5
11:00	EUR			Fiducia industria		giu	-10.3		
11:00	EUR			Fiducia consumatori finale		giu	-15.2		
11:00	EUR			Fiducia servizi		giu	1.5		
11:00	ITA			Fatturato industriale m/m		apr	-1.6	%	
11:00	ITA			Fatturato industriale a/a		apr	-1.1	%	
12:00	ITA			PPI m/m	0	mag	-2.2	%	
12:00	ITA			PPI a/a	0	mag	2.6	%	
14:30	USA			Deflatore consumi (core) m/m	*	mag	0.1	%	0.1
14:30	USA			Deflatore consumi a/a	*	mag	2.1	%	
14:30	USA			Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mag	0.2	%	0.3
14:30	USA			Deflatore consumi (core) a/a	*	mag	2.5	%	
14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		mag	0.8	%	0.4		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		giu	prel 60.5				

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

**Calendario degli eventi (22 – 27 giugno)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Dom	22/6	19:15 USA	Discorso di Daly (Fed)
Lun	23/6	09:00 USA	Discorso di Waller (Fed)
		16:00 USA	Discorso di Bowman (Fed)
		17:00 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		19:10 USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		20:30 USA	Discorsi di Williams e Kugler (Fed)
		20:30 USA	Discorso di Kugler (Fed)
Mar	24/6	11:30 GB	Discorso di Greene (BoE)
		15:15 USA	Discorso di Hammack (Fed)
		15:35 GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		15:55 EUR	Discorso di Lane (BCE)
		16:00 USA	** Powell (Fed) presenta il rapporto semestrale sulla politica monetaria
		16:00 GB	* Audizione di Bailey (BoE) alla Camera dei Lord
		16:15 EUR	Discorso di Lane (BCE)
		17:50 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		18:30 USA	Discorso di Williams (Fed)
		20:00 USA	Discorso di Collins (Fed)
		22:00 USA	Discorso di Barr (Fed)
Mer	25/6	01:50 GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di giugno
		03:00 GIA	Discorso di Tamura (BoJ)
		10:45 GB	Discorso di Lombardelli (BoE)
Gio	26/6	10:30 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		13:00 GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		14:45 USA	Discorso di Barkin (Fed)
		15:00 USA	Discorso di Hammack (Fed)
		19:15 USA	Discorso di Barr (Fed)
	--	UE	* Consiglio europeo
Ven	27/6	13:00 EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		13:30 USA	Discorso di Williams (Fed)
		14:00 EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		15:15 USA	Discorsi di Hammack e Cook (Fed)
	--	UE	* Consiglio europeo

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	giu	-9.2		-5.5	-16.0
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mag	0.0 <del>(0.1)</del>	%	0.1	-0.3
Vendite al dettaglio m/m	mag	-0.1 <del>(0.1)</del>	%	-0.7	-0.9
Prezzi all'import m/m	mag	0.1	%	-0.2	0.0
Produzione industriale m/m	mag	0.1 <del>(0.0)</del>	%	0.1	-0.2
Impiego capacità produttiva	mag	77.7	%	77.7	77.4
Scorte delle imprese m/m	apr	0.1	%	0.0	0.0
Indice Mercato Immobiliare NAHB	giu	34		36	32
Licenze edilizie	mag	1.422	Mln	1.428	1.393
Nuovi cantieri residenziali	mag	1.392 <del>(1.361)</del>	Mln	1.357	1.256
Richieste di sussidio	settim	250 <del>(248)</del>	x1000	245	245
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.951 <del>(1.956)</del>	Mln	1.932	1.945
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	apr	162.4 <del>(161.8)</del>	Mld \$		-7.8
Indice Philadelphia Fed	giu	-4.0		-1.0	
Indice anticipatore m/m	mag	-1.0	%	-0.1	

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

**FOMC: attese sui tassi invariate quest'anno ma riviste al rialzo per il 2026-27.** Il FOMC di giugno si è concluso con tassi invariati come ampiamente atteso; la decisione è stata unanime. Le nuove Summary of Economic Projections mostrano una revisione al ribasso delle stime di crescita sia per quest'anno che per il prossimo, e una correzione al rialzo, per tutto il triennio 2025-2027, sia delle previsioni sulla disoccupazione che di quelle sull'inflazione, in un contesto di aumento della polarizzazione tra i membri. In sintesi, il FOMC è più diviso ma anche più preoccupato per gli effetti di medio termine dei dazi, tuttavia segnala di avere bisogno di più tempo per valutarne appieno gli effetti. Le nuove proiezioni mediane dei membri del FOMC sono in linea con le nostre attese (2 tagli quest'anno, 1 taglio nel 2026, 1 taglio nel 2027), che confermiamo. Il rischio però è che la salita dell'inflazione costringa la Fed a tagliare meno, o in maniera più dilazionata, rispetto all'attuale scenario centrale.

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T1	3.8 <del>(3.7)</del>	%		3.4
EUR	CPI a/a finale	mag	1.9	%	1.9	1.9
EUR	CPI m/m finale	mag	0.6	%	0.0	0.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	mag	2.4	%	2.4	2.4
EUR	Fiducia consumatori flash	giu	-15.2		-14.5	
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	giu	97		97	96
GER	ZEW (Sit. corrente)	giu	-82.0		-75.0	-72.0
GER	ZEW (Sentiment econ.)	giu	25.2		35.0	47.5
GER	PPI a/a	mag	-0.9	%	-1.2	-1.2
GER	PPI m/m	mag	-0.6	%	-0.3	-0.2
ITA	IPCA a/a finale	mag	1.9	%	1.9	1.7
ITA	IPCA m/m finale	mag	0.1	%	0.1	-0.1
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mag	0.0	%	0.0	-0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mag	1.7	%	1.7	1.6

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

**Francia: fiducia delle imprese ancora debole a giugno.** L'indice INSEE composito di fiducia delle imprese francesi è rimasto invariato a 96 a giugno, al di sotto della media di lungo periodo per oltre un anno. Tra i principali settori il morale cala nella manifattura, per il secondo mese consecutivo, e nelle costruzioni a fronte di un progresso per servizi e commercio al dettaglio. In risalita il clima occupazionale ma su livelli ancora coerenti con un debole mercato del lavoro. Le indagini sono compatibili con un ritmo di crescita del PIL modesto nel 2° trimestre, circa stabile rispetto allo 0,1% t/t registrato nei primi tre mesi dell'anno. Non vediamo una decisa riaccelerazione nel 2° semestre quando dovrebbe accentuarsi il dibattito e l'incertezza politica relativi alla preparazione e all'approvazione del budget per il 2026. Prevediamo una crescita di 0,6% nel 2025.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	mag	-115.6 (-115.8)	Mld ¥ JP	-892.9	-637.6
Ordinativi di macchinari m/m	apr	13.0	%	-9.7	-9.1
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mag	3.5	%	3.6	3.7
CPI (naz.) a/a	mag	3.6	%		3.5

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

Fonte: LSEG Datastream

**Cina**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	mag	6.4	%		6.3
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mag	3.7	%		4.1
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mag	4.0	%	3.9	3.7
Produzione industriale a/a	mag	6.1	%	5.9	5.8
Vendite al dettaglio a/a	mag	5.1	%	5.0	6.4
Tasso prime rate a 1 anno	giu	3.00	%		3.00
Tasso prime rate a 5 anni	giu	3.50	%		3.50

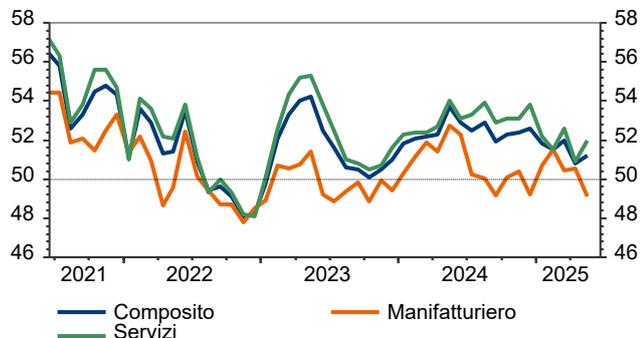
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: LSEG Datastream

**Cina: dati di maggio 2025.** I dati relativi al mese di maggio evidenziano un miglioramento della composizione della crescita a favore dei consumi, sostenuti dai programmi di permuta ma anche dalle festività di maggio e dall'anticipo del festival dello shopping di giugno, il cui effetto potrebbe rivelarsi temporaneo. Mentre la produzione dei servizi è rimasta sostenuta, la produzione industriale e gli investimenti sono rallentati più delle attese di consenso, frenati dai dazi e dalla debolezza del mercato immobiliare. I dati rimangono compatibili con stime di crescita del PIL poco sopra il 5% a/a anche nel 2° trimestre, ma la permanenza di dazi elevati e l'atteso rallentamento degli investimenti lasciano rischi al ribasso nella seconda metà dell'anno.

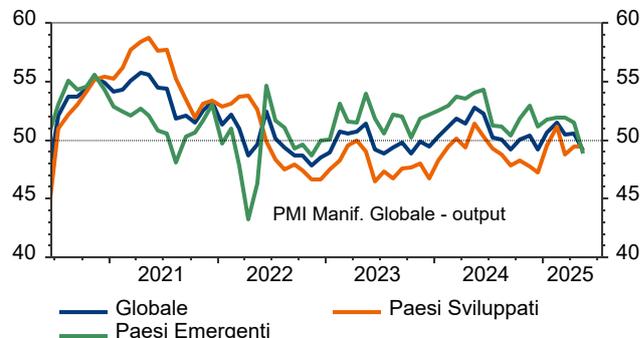
## Ciclo Reale

**PMI globale: manifatturiero e servizi**



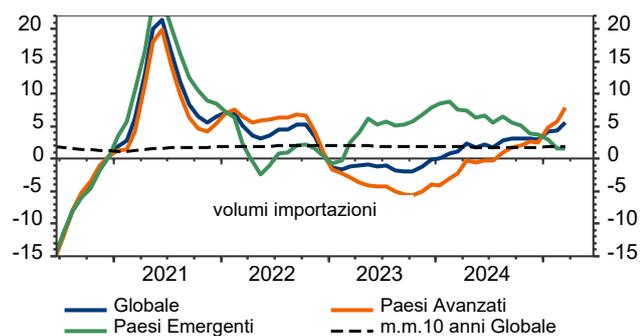
Fonte: S&P Global

**PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti**



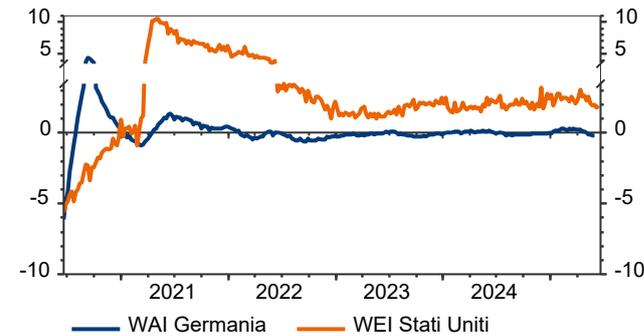
Fonte: S&P Global

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



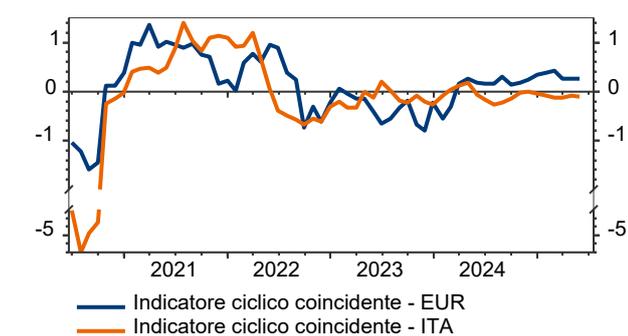
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

**Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti**



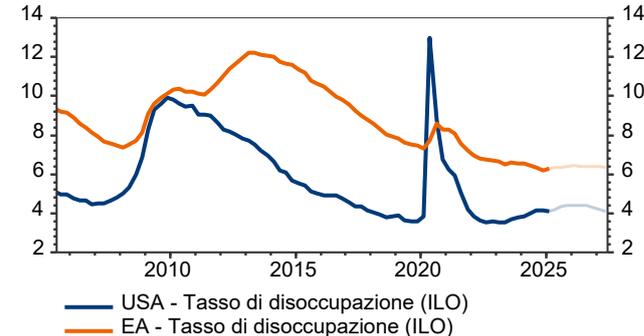
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

**Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia**



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

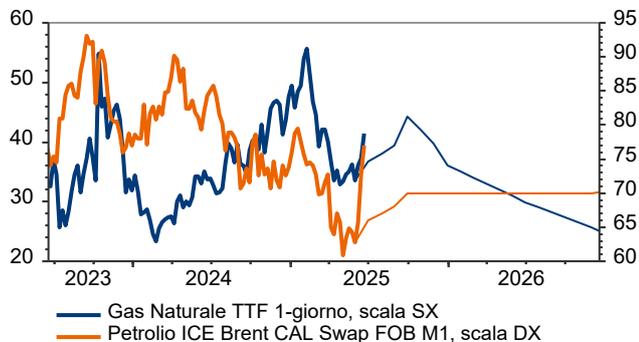
**Tasso di disoccupazione (ILO)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

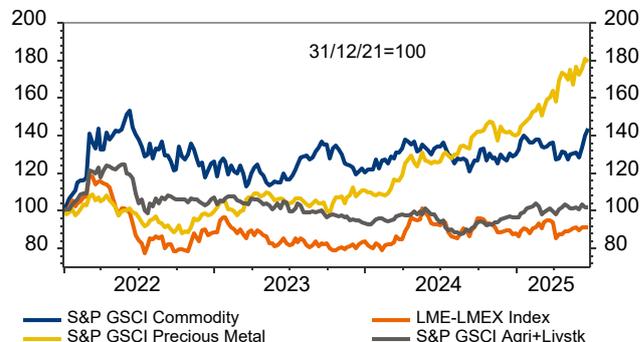
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



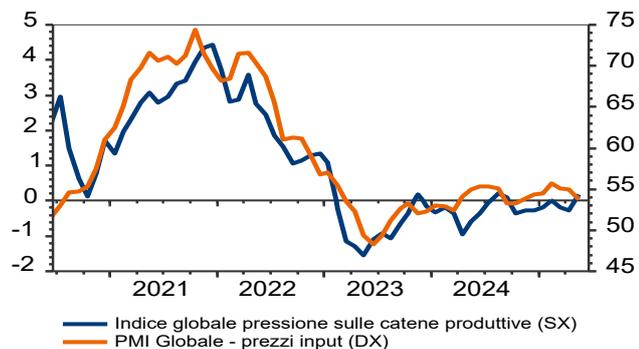
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



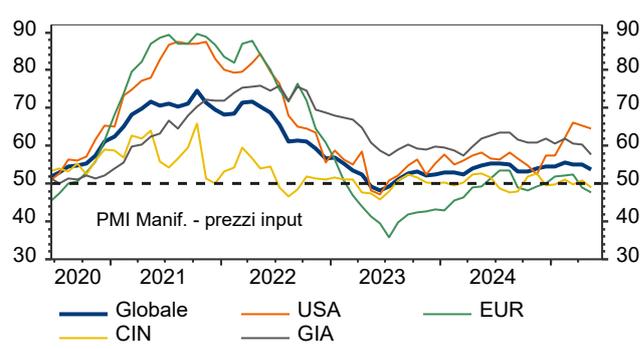
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



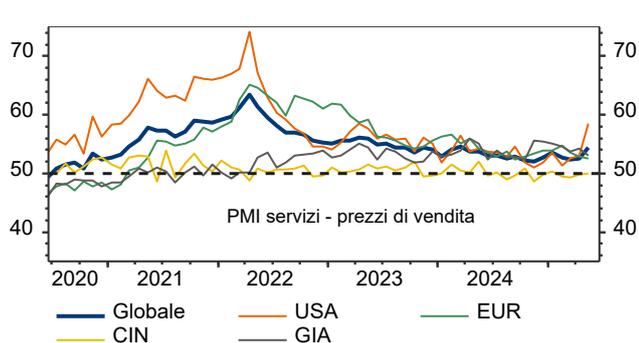
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



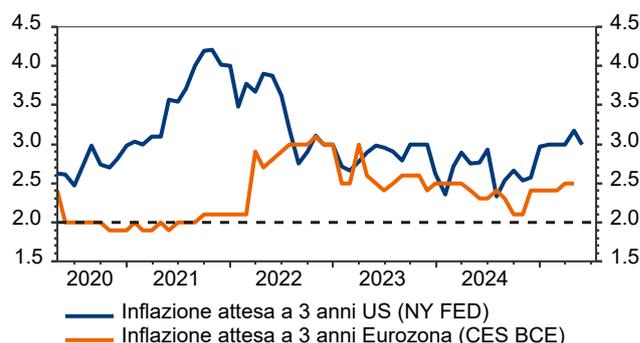
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

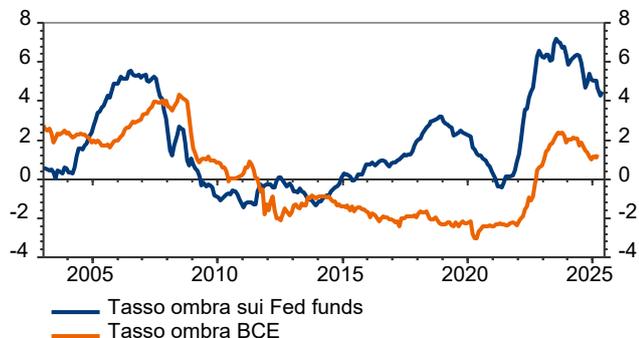
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

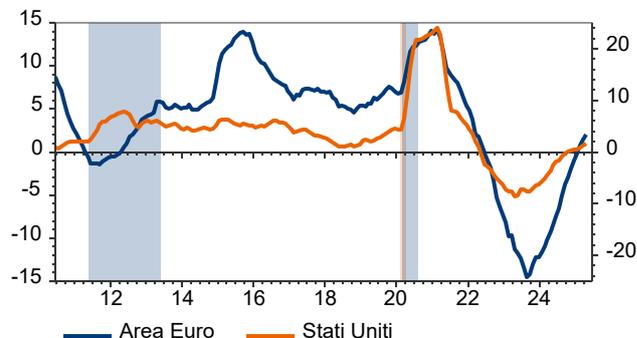
## Condizioni Finanziarie

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



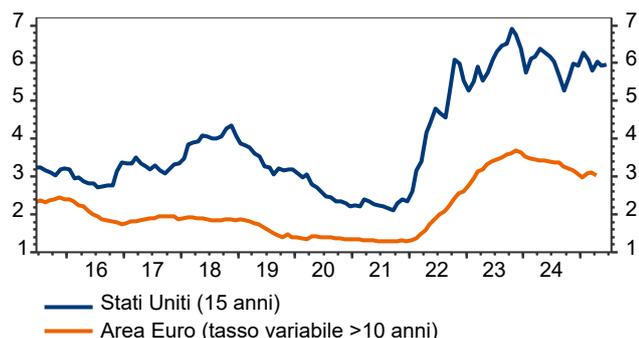
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

**M1 reale, variazione % a/a**



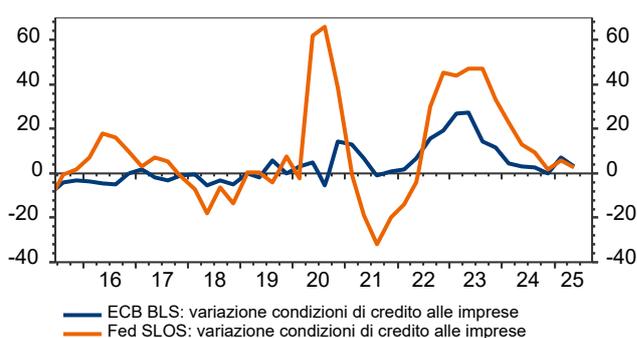
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

**Tassi sui mutui residenziali**



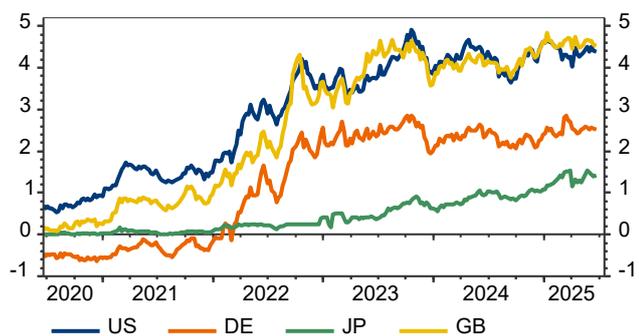
Fonte: Fed, BCE

**Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie**



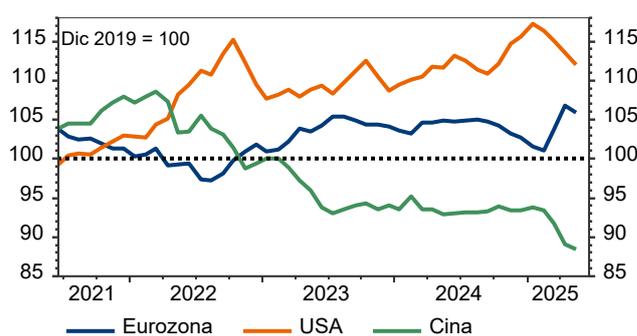
Fonte: Fed, BCE

**Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)**



Fonte: LSEG Datastream

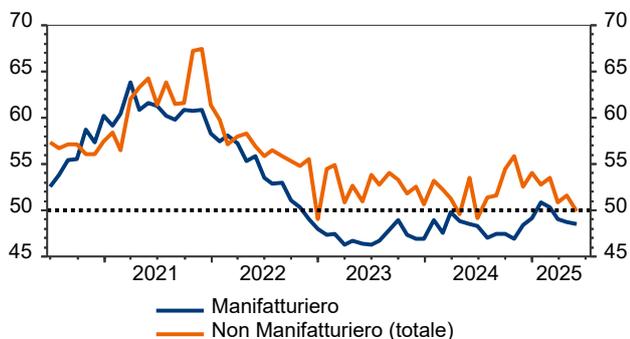
**Cambi reali effettivi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

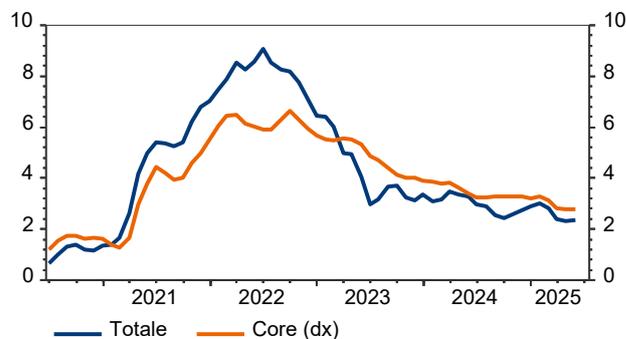
## Stati Uniti

### Indagini ISM



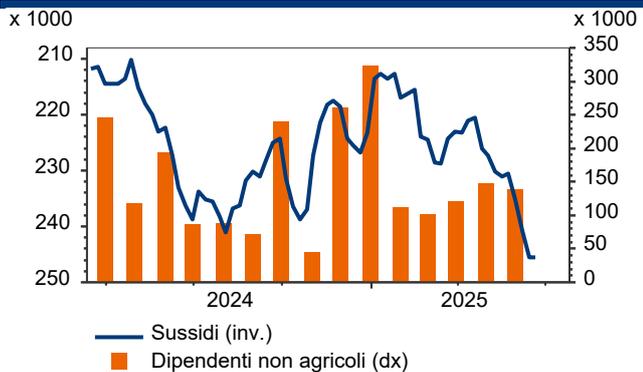
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



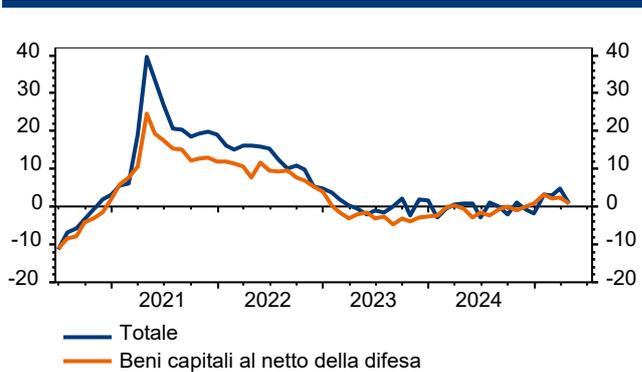
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

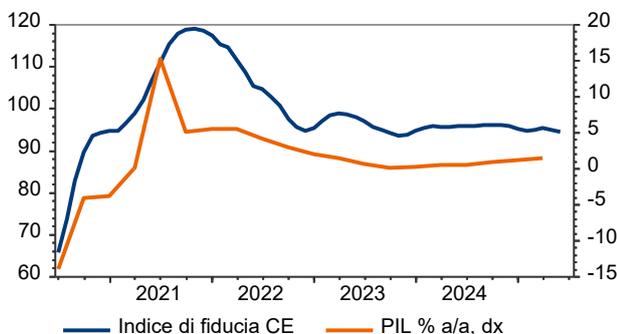
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2026	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.5	1.6	2.7	2.5	2.1	1.8	1.3	0.9	1.3	1.4
- trim./trim. annualizzato				3.1	2.5	-0.2	2.0	0.9	0.7	1.4	2.4
Consumi privati	2.8	2.2	1.3	3.7	4.0	1.2	1.7	1.3	0.8	0.9	1.7
IFL - privati non residenziali	3.6	2.1	3.0	4.0	-2.9	10.3	-3.6	-0.2	2.9	3.0	5.4
IFL - privati residenziali	4.2	0.1	2.3	-4.3	5.5	-0.6	-1.4	0.5	2.0	3.0	4.0
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.6	1.3	5.1	3.1	-0.7	1.0	1.0	0.7	1.1	2.0
Esportazioni	3.3	1.6	3.5	9.6	-0.2	2.4	-1.0	-0.9	2.3	4.7	5.0
Importazioni	5.3	7.9	2.1	10.7	-1.9	42.6	-12.0	-3.0	2.3	4.0	5.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	-0.1	-0.2	-0.8	2.6	-0.7	-0.5	-0.3	0.1	0.2
Parite correnti (% PIL)	-3.9	-4.1	-2.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.6	-6.5	-7.1								
Debito pubblico (% PIL)	138.0	139.0	140.7								
CPI (a/a)	2.9	3.0	2.9	2.6	2.7	2.7	2.5	3.4	3.2	3.0	3.1
Produzione industriale	-0.3	0.8	1.8	-0.1	-0.3	1.1	0.1	-0.4	-0.3	0.6	0.9
Disoccupazione (%)	4.0	4.4	4.4	4.2	4.1	4.1	4.4	4.5	4.4	4.3	4.4

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

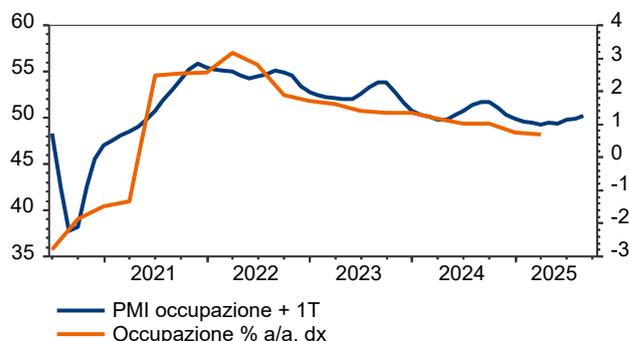
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



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

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex 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	129.2	126.0	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	128.9	125.8	122.4	128.2	1.9	2.3	2.2	1.7
ago-25	129.2	126.2	122.8	128.5	2.0	2.3	2.3	1.9
set-25	129.3	126.3	123.0	128.6	2.1	2.4	2.3	2.0
ott-25	129.5	126.4	123.2	128.8	1.9	2.3	2.3	1.8
nov-25	129.0	125.9	122.6	128.3	1.9	2.3	2.3	1.8
dic-25	129.8	126.3	123.1	129.0	2.1	2.3	2.3	2.0
Media	128.7	125.3	122.0	128.0	2.1	2.4	2.4	2.0

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

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	129.0	125.3	121.6	128.3	1.8	2.2	2.0	1.7
feb-26	129.5	125.9	122.2	128.7	1.8	2.1	2.0	1.6
mar-26	130.4	127.0	123.4	129.6	1.8	2.1	2.0	1.7
apr-26	131.1	127.8	124.5	130.4	1.8	1.9	1.9	1.7
mag-26	131.3	128.0	124.6	130.5	2.0	2.0	2.0	1.9
giu-26	131.5	128.4	125.0	130.7	1.8	1.9	1.9	1.7
lug-26	131.3	128.2	124.8	130.4	1.8	1.9	2.0	1.7
ago-26	131.5	128.5	125.2	130.6	1.8	1.9	1.9	1.7
set-26	131.6	128.6	125.3	130.7	1.8	1.8	1.9	1.7
ott-26	131.7	128.7	125.5	130.8	1.7	1.8	1.9	1.6
nov-26	131.2	128.2	124.9	130.3	1.7	1.8	1.9	1.6
dic-26	131.9	128.6	125.4	131.0	1.6	1.8	1.9	1.5
Media	131.0	127.8	124.4	130.2	1.8	1.9	1.9	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.

### Previsioni

	2024	2025	2026	2024		2025			2026		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.9	1.0	0.9	1.2	1.5	1.0	0.7	0.6	0.3	0.9
- t/t				0.4	0.3	0.6	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
Consumi privati	1.1	1.2	1.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	-1.8	1.4	1.8	1.8	0.7	1.8	-1.9	0.3	0.5	0.7	0.7
Consumi pubblici	2.5	1.2	1.1	0.7	0.4	-0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	1.0	-0.4	0.4	-1.6	-0.0	1.9	-1.6	-1.3	-0.3	0.3	1.0
Importazioni	0.1	2.7	2.7	0.5	-0.1	1.4	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	1.2	0.6	0.6	-0.2	-0.1	0.9	0.7	0.3	0.0	-0.2
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6								
Debito pubblico (% PIL)	87.4	88.6	89.0								
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.1	1.8	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.4	1.9	-1.8	-1.5	1.4	1.2	1.3	1.9	0.6	1.8
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.3	6.2	6.3	6.3	6.3	6.3
Euribor 3 mesi	3.6	2.1	1.8	3.6	3.0	2.6	2.1	1.9	1.7	1.8	1.8

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

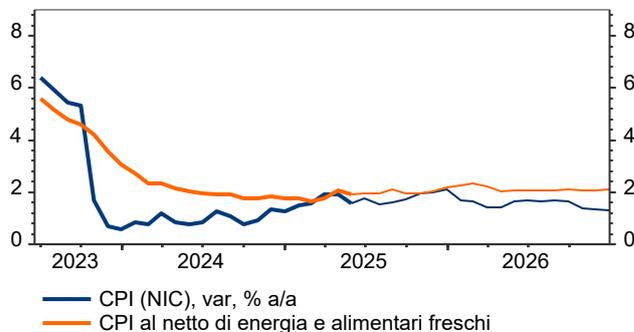
## Italia

### PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-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	125.2	122.8	121.5	121.5	1.9	1.7	1.7	1.7
lug-25	123.8	123.1	121.8	121.8	1.7	1.5	1.5	1.5
ago-25	123.7	123.4	122.1	122.1	1.8	1.6	1.7	1.7
set-25	125.3	123.3	122.1	122.1	1.9	1.7	1.8	1.8
ott-25	126.0	123.6	122.3	122.3	2.1	2.0	1.9	1.8
nov-25	125.9	123.5	122.3	122.3	2.1	2.0	1.9	1.8
dic-25	126.2	123.7	122.6	122.6	2.2	2.1	2.0	2.0
Media	124.6	122.9	121.7	121.7	1.9	1.8	1.7	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	124.6	123.9	122.8	122.8	1.8	1.7	1.6	1.6
feb-26	124.7	124.1	123.0	123.0	1.8	1.6	1.5	1.6
mar-26	126.4	124.3	123.2	123.2	1.6	1.4	1.4	1.5
apr-26	126.8	124.3	123.1	123.1	1.6	1.4	1.4	1.5
mag-26	127.0	124.5	123.2	123.2	1.8	1.7	1.7	1.7
giu-26	127.5	124.9	123.5	123.5	1.8	1.7	1.6	1.6
lug-26	126.0	125.1	123.8	123.8	1.8	1.6	1.6	1.6
ago-26	126.0	125.4	124.1	124.1	1.8	1.7	1.6	1.6
set-26	127.5	125.3	124.0	124.0	1.8	1.6	1.6	1.6
ott-26	127.9	125.3	124.0	124.0	1.5	1.4	1.4	1.4
nov-26	127.8	125.2	124.0	124.0	1.5	1.3	1.4	1.4
dic-26	128.0	125.4	124.2	124.2	1.4	1.3	1.3	1.3
Media	126.7	124.8	123.6	123.6	1.7	1.5	1.5	1.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2024	2025	2026	2024		2025		2026			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a) - t/t	0.5	0.7	1.0	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
Consumi privati	0.4	1.0	1.1	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
Investimenti fissi	0.0	1.9	1.1	-1.4	1.6	1.6	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
Consumi pubblici	1.1	0.3	0.5	0.3	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	-0.3	1.1	0.0	-0.4	-0.1	2.8	-1.0	-0.5	0.0	0.1	0.2
Importazioni	-1.5	3.3	1.7	1.3	-0.2	2.6	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.2	0.5	0.5	-0.3	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.5	-3.3	-2.6								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	137.5	138.4								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	1.9	1.7	1.2	1.3	1.8	1.9	1.8	2.2	1.7	1.7
Produzione industriale (a/a)	-4.0	-0.2	0.8	-4.5	-4.3	-1.8	-0.4	0.5	1.0	0.7	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.1	6.5	6.3	6.1	6.1	5.9	6.0	6.2	6.4	6.4
Tasso a 10 anni (%)	3.7	3.7	4.0	3.7	3.5	3.7	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0

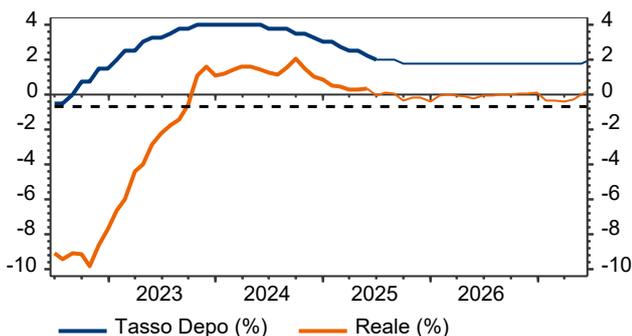
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	set	dic	mar	19/6	giu	set	dic	mar
<b>Deposit rate</b>	3.50	3.00	2.50	<b>2.00</b>	2.00	1.75	1.75	1.75
<b>Euribor 1m</b>	3.35	2.85	2.36	<b>1.90</b>	2.00	1.80	1.72	1.72
<b>Euribor 3m</b>	3.28	2.71	2.34	<b>2.04</b>	2.02	1.76	1.72	1.77

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

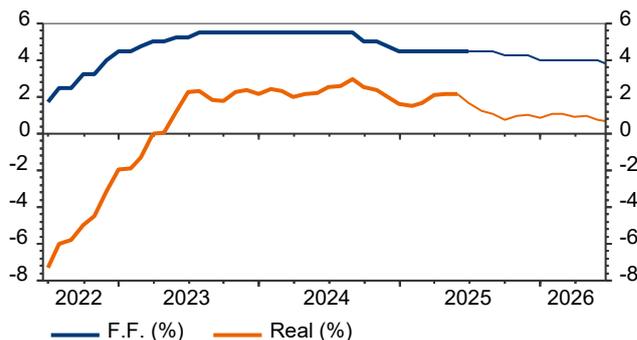


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	19/6	giu	set	dic	mar
<b>Fed Funds</b>	5.00	4.50	4.50	<b>4.50</b>	4.50	4.25	4.00	4.00
<b>OIS 3m</b>	4.59	4.32	4.30	<b>4.33</b>	4.32	4.20	4.03	4.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

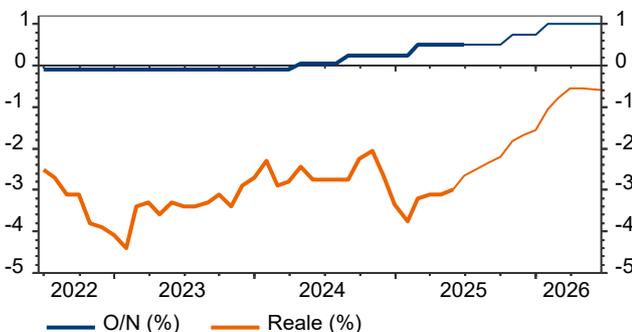


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	19/6	giu	set	dic	mar
<b>O/N target</b>	0.25	0.25	0.50	<b>0.50</b>	0.50	0.50	0.75	1.00
<b>OIS 3m</b>	0.25	0.32	0.53	<b>0.48</b>	0.49	0.55	0.90	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

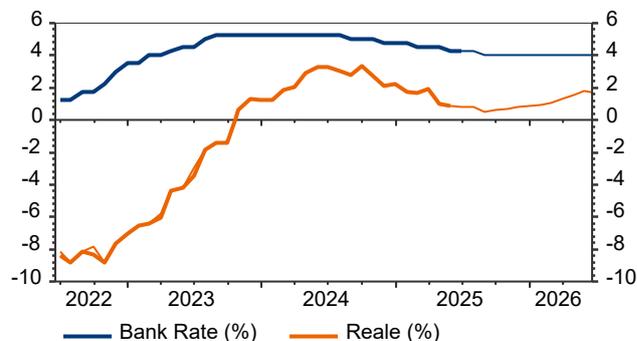


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	19/6	giu	set	dic	mar
<b>Bank rate</b>	5.00	4.75	4.50	<b>4.25</b>	4.25	4.00	4.00	4.00
<b>OIS 3m</b>	4.82	4.62	4.36	<b>4.15</b>	4.15	3.95	3.90	3.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	20/6	1m	3m	6m	12m	24m
<b>EUR/USD</b>	1.09	1.07	1.04	1.08	1.12	<b>1.1526</b>	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18
<b>USD/JPY</b>	141	159	157	149	145	<b>145.40</b>	146	142	140	138	136
<b>GBP/USD</b>	1.27	1.27	1.25	1.30	1.34	<b>1.3486</b>	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
<b>EUR/CHF</b>	0.98	0.95	0.93	0.96	0.94	<b>0.9408</b>	0.93	0.94	0.95	0.96	0.97
<b>EUR/JPY</b>	155	170	163	161	163	<b>167.59</b>	166	163	162	161	160
<b>EUR/GBP</b>	0.86	0.85	0.83	0.84	0.84	<b>0.8542</b>	0.85	0.85	0.86	0.86	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A..

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 S.p.A. 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 Banca - Q&A on Investor Protetico 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 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.

### 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 da Research Department di Intesa Sanpaolo, 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 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 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 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.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. – Macroeconomic Analysis, 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.

### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com