

Weekly Economic Monitor

Il punto

Questa settimana, il Governo tedesco ha presentato un ambizioso budget per il 2025, caratterizzato soprattutto da un forte aumento delle spese per la difesa; pensiamo, però, che l'implementazione del programma, specie in merito ai progetti infrastrutturali, e di conseguenza l'impatto sul ciclo, possano essere inferiori a quanto annunciato. Intanto, le indagini di fiducia di giugno nell'Eurozona suggeriscono una sostanziale stagnazione economica, con la Germania che mostra segnali di ripresa mentre la Francia arranca. La settimana prossima, l'inflazione area euro è attesa in lieve risalita a causa dei rincari dei carburanti (che dovrebbero essere temporanei). Negli Stati Uniti, ci sono segnali di ulteriore distensione sulle politiche commerciali, mentre si moltiplicano le indicazioni di minore forza dell'economia, e in particolare della spesa per consumi.

Area euro

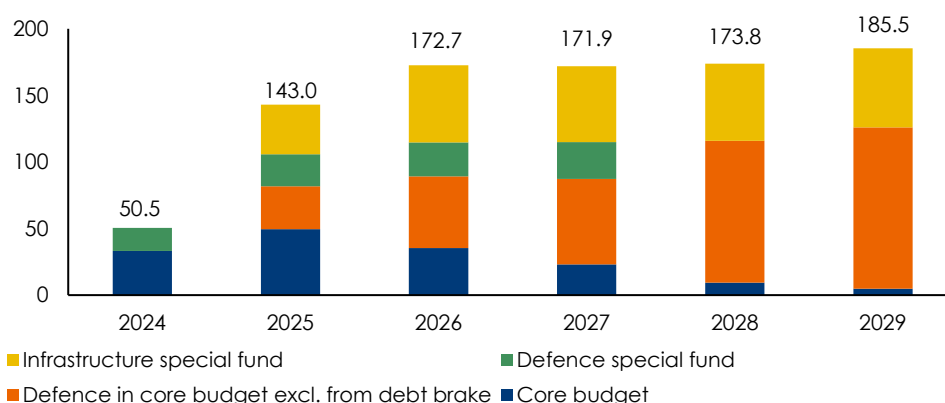
■ Questa settimana:

- **Germania – Il Governo ha presentato il Budget 2025.** Il Consiglio dei Ministri ha approvato il disegno di legge di bilancio per l'anno in corso, che verrà votato dal Parlamento a settembre. La bozza di budget per il prossimo anno è, invece, attesa a fine luglio.

L'aumento di spesa è significativo già quest'anno, con un indebitamento netto programmato pari a 143 miliardi (il 3,2% del PIL), sopra le attese e circa il doppio di quanto previsto nella bozza preliminare del governo precedente. Il disavanzo è previsto poi aumentare in maniera graduale negli anni successivi, fino a raggiungere quasi 190 miliardi di euro nel 2029. L'indebitamento programmato per il 2025 deriva da 81,7 miliardi di disavanzo nel budget "core" (di cui 32,1 miliardi ovvero, ovvero oltre l'1% del PIL, riguardano spese militari escluse dalla regola del debito), cui vanno aggiunti i contributi dei fondi speciali in infrastrutture (37,2 miliardi) e difesa (24,1 miliardi).

La maggior parte del nuovo indebitamento è, pertanto, dovuto alle spese per la difesa, che, nonostante il progressivo esaurimento del fondo straordinario per l'esercito lanciato dopo l'inizio della guerra in Ucraina, raggiungeranno il 2,4% del PIL. Per quanto riguarda, invece, gli investimenti infrastrutturali, in attesa della normativa sul fondo speciale che verrà approvata solo nei prossimi mesi, è difficile che il Governo riesca a centrare l'obiettivo di spesa in nuovi progetti di quasi 40 miliardi di euro nel trimestre finale

Germania: il Governo prevede un ampio aumento dell'indebitamento netto nei prossimi anni



Nota: dati in miliardi di euro; Fonte: Intesa Sanpaolo, Bundesministerium der Finanzen

27 giugno 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

dell'anno. Potrebbero essere finanziati progetti già in essere sul fondo straordinario in modo da liberare risorse sul budget core. In sostanza, è improbabile che la maggiore spesa annunciata, almeno nei primi anni del programma, sia aggiuntiva, e si potrebbe vedere una sostituzione da spesa in conto capitale in spesa corrente. Ciò dovrebbe da un lato ridurre l'impatto sul PIL, ma dall'altro tradursi in una più rapida spesa delle risorse in consumi correnti. Considerando le tempistiche necessarie per preparazione, approvazione e messa a terra dei progetti, **è possibile che la spesa in nuove infrastrutture inizi ad avere impatti tangibili sull'economia prima di fine 2026.**

In sostanza, **l'espansione fiscale annunciata è potenzialmente molto rilevante, ma pensiamo che l'impatto sulla crescita nel 2025-26 possa risultare inferiore rispetto a quanto implicito nei numeri sull'indebitamento.** In attesa di maggiori dettagli su come verrà declinata la spesa nel 2026, e sotto ipotesi caute sulla spesa effettiva e sui moltiplicatori associati, confermiamo una previsione ancora conservativa di crescita del PIL tedesco all'1% nel 2026 (con rischi verso l'alto) dopo lo 0,3% stimato per l'anno in corso. Stimiamo una più decisa accelerazione nel 2027, intorno all'1,6%.

- **Indagini di fiducia. L'indice PMI composito relativo al complesso dell'Eurozona è rimasto invariato a 50,2 a giugno**, un livello coerente con una sostanziale stagnazione dell'economia tra 2° e 3° trimestre. Stabile a 49,4 l'indice manifatturiero (con indicazioni di aumento di ordini e produzione), mentre è tornato in linea con la soglia d'invarianza l'indice relativo ai servizi (che mostra un miglioramento delle aspettative). Dopo un 1° trimestre più forte del previsto, confermiamo la nostra stima di contrazione del PIL su base congiunturale nei mesi primaverili, per via dell'inversione dei fattori straordinari che hanno sostenuto l'espansione a inizio anno. Le componenti più anticipatorie delle indagini iniziano a mostrare qualche segnale più incoraggiante per il 2° semestre ma, dato che non si è ancora visto appieno l'impatto dei dazi, riteniamo che la crescita europea risulterà modesta nei prossimi trimestri. **Tra le principali economie, è stata la Germania a essere trainante** (l'indice composito è salito a 50,4 da 48,5), **a fronte di un calo in Francia** (48,5 da 49,3).

Questa divergenza è stata confermata dalle indagini nazionali: dopo il debole INSEE francese diffuso la scorsa settimana, **in Germania l'IFO è salito (più del previsto) per il sesto mese di fila a giugno, a 88,4 da 87,5, tornando sui livelli di un anno prima.** Il progresso è stato però guidato dalle aspettative (90,7 da 89), sulla scorta degli annunci di stimolo fiscale, a fronte di una valutazione della situazione corrente essenzialmente invariata su livelli compatibili con un ciclo ancora fiacco (86,2 da 86,1). Le misure di sostegno promesse dal Governo si riflettono anche sull'indice di **fiducia dei consumatori GfK di luglio**: i nuclei famigliari tedeschi riportano, infatti, un deciso miglioramento delle aspettative su redditi e clima nazionale anche se restano, almeno per il momento, cauti nelle decisioni di spesa; l'aumento della propensione al risparmio si traduce, infatti, in un leggero calo, a -20,3 da -20, dell'indice composito. In **Francia**, complice l'accentuarsi del dibattito su pensioni e consolidamento fiscale, **l'indice INSEE di fiducia dei consumatori** è risultato stabile a 88, ben al di sotto della media di lungo periodo.

Nell'Eurozona, l'indice composito di fiducia economica della Commissione Europea è calato a sorpresa a 94 da 94,8 precedente, per via del calo del morale dei consumatori e delle imprese industriali e del commercio al dettaglio, mentre si nota un recupero nei servizi e nelle costruzioni. In **Italia**, le indagini Istat di giugno hanno mostrato **una correzione solo lieve per la fiducia dei consumatori dopo il balzo di maggio, e un recupero, per il secondo mese, del morale delle imprese** (con la sola eccezione del commercio al dettaglio).

- **Inflazione.** I primi dati d'inflazione di giugno hanno registrato un'accelerazione della crescita annua armonizzata dei prezzi in **Francia** (0,8% a/a da 0,6%) e **Spagna** (2,2% a/a da 2%). In entrambi i paesi, i listini hanno risentito dell'aumento dei prezzi dei carburanti dopo lo scoppio delle tensioni in Medio Oriente e una leggera riaccelerazione degli alimentari. Per quanto riguarda le componenti sottostanti, l'inflazione core dovrebbe

essere rimasta stabile poco sopra il 2% in Spagna e tornata a salire in Francia, dove la riaccelerazione dei servizi dovrebbe aver prevalso su prezzi dei beni industriali non energetici stabilmente in territorio negativo.

■ La prossima settimana:

- **Inflazione in Eurozona, Germania e Italia.** A giugno, l'IPCA nell'area euro potrebbe risultare in salita di un decimo a 2% a/a, per via dei rincari dei carburanti in corrispondenza del picco del prezzo del petrolio (poi rientrato); gli indici al netto delle componenti più volatili sono visti stabili, a 2,3% il core e a 2,4% il core BCE. L'IPCA è atteso in salita di un decimo al 2,2% a/a in Germania e di due decimi all'1,9% in Italia.
- **Dati sull'industria nelle principali economie: atteso un (modesto) incremento.** Ci aspettiamo che in **Francia** la produzione industriale possa registrare un rimbalzo parziale a maggio (+0,4% m/m), dopo il tonfo di -1,4% m/m visto ad aprile, che era stato condizionato da fattori una tantum come la flessione dell'energia (attesa in recupero); la tendenza, però, dovrebbe rimanere debole, in coerenza con le indicazioni di Banque de France sul basso grado di utilizzo della capacità produttiva. In **Spagna**, ci attendiamo un lieve rimbalzo, a +0,3% m/m (da -0,8% m/m di aprile), anche in questo caso grazie al recupero dell'energia viste le temperature superiori alla media; il dato sarà tuttavia frenato dal calo della produzione di auto segnalato dai dati ANFAC. In **Germania**, gli **ordinativi all'industria** sono attesi continuare a mostrare segnali di recupero della domanda di beni, in linea con quanto suggerito dalle indagini di fiducia: dopo l'aumento di 0,6% m/m ad aprile, stimiamo un incremento più modesto (0,2% m/m) a maggio.
- **Mercato del lavoro stabile (ancora robusto).** A maggio, il **tasso di disoccupazione** è atteso rimanere invariato sia in **Italia** che in **area euro**, rispettivamente a 5,9% e 6,2%. Per quanto riguarda il dato italiano, sarà importante valutare se, come nel 1° trimestre, la tendenza di calo del tasso dei senza lavoro sarà ancora guidata dall'aumento da un lato degli occupati over-50, dall'altro degli inattivi.
- **Seconda lettura dei PMI di giugno in area euro, Germania e Francia, e prime stime per Italia e Spagna.** In Italia, stimiamo che il PMI servizi rimanga in territorio espansivo, anche se in rallentamento (51,1 da 53,2), e che, invece, il PMI manifatturiero risulti poco variato e ancora in territorio recessivo (49 da 49,2): l'indice composito dovrebbe perciò mantenersi in espansione, anche se in frenata rispetto al mese precedente (51 da 52,5).

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Guerra commerciale: segnali di distensione.** Si profila un accordo tra USA e Messico sull'acciaio: le importazioni fino a 2,8 milioni di tonnellate (calcolate sulla media 2015-2017) potrebbero pagare un dazio ridotto al 10%, con il 50% applicato solo sopra tale soglia. Intanto, sul fronte sino-americano, la tregua tariffaria del 12 maggio, che ha sospeso per 90 giorni l'applicazione reciproca di nuovi dazi, sta producendo effetti tangibili: secondo il Ministero dei Trasporti di Pechino, i porti cinesi hanno registrato la settimana più intensa di sempre, con 6,7 milioni di TEU movimentati (+6% rispetto all'ottava precedente); il balzo riflette la corsa degli esportatori cinesi a spedire merci verso gli Stati Uniti prima della fine della tregua. Il segretario al commercio Lutnick ha comunque dichiarato che è stata raggiunta una nuova intesa con la Cina per la rimozione di alcune restrizioni commerciali reciproche. Per quanto riguarda la **scadenza del 9 luglio per l'applicazione dei dazi bilaterali**, la portavoce Leavitt, il segretario al Tesoro Bessent e Stephen Miran, in sedi diverse, hanno dichiarato che **potrebbe essere rinviata** per i paesi che stanno negoziando "in buona fede". L'Unione Europea ha ricevuto ieri una proposta dagli Stati Uniti.

- **Tetto del debito e OBBBA: incombe il giorno X, aumenta la pressione sul Congresso.** Il Tesoro USA ha esteso fino al prossimo 24 luglio il periodo di attivazione delle misure contabili straordinarie necessarie a rispettare il vincolo del tetto del debito. In una lettera indirizzata allo Speaker Mike Johnson, il Segretario al Tesoro Scott Bessent ha sollecitato il Congresso ad agire prima della pausa di agosto. Secondo le stime più accreditate, il "giorno X", ovvero il momento in cui il Tesoro esaurirà la liquidità per onorare i propri obblighi, potrebbe cadere tra metà agosto e metà settembre. Sul piano politico, l'urgenza di intervenire si intreccia con le trattative in corso al Senato sul One Big Beautiful Bill Act (OBBBA, la maxi-riforma fiscale voluta da Trump), che si vorrebbe approvare entro il 4 luglio. Come evidenziato dal CBO e da altri istituti indipendenti (Penn Wharton, Tax Foundation, Budget Lab, Tax Policy Center), l'OBBBA comporterebbe un significativo peggioramento del profilo di finanza pubblica, spingendo il debito federale su un percorso che potrebbe portarlo tra i 51,8 e i 56,7 trilioni di dollari entro il 2034.
- **FOMC resta in attesa: i dazi dividono il Comitato e restano il principale ostacolo ai tagli.** Nella sua testimonianza semestrale al Congresso, Powell ha ribadito che la Fed è ben posizionata per restare in attesa, grazie alla solidità dell'economia e all'assenza di segnali di debolezza nel mercato del lavoro. Ha inoltre spiegato che il motivo per cui i tassi non sono stati tagliati è che le previsioni sia interne che esterne alla Fed vedono un aumento significativo dell'inflazione, in quanto gli effetti dei dazi sui prezzi finali si dovrebbero vedere tra giugno e agosto. Tuttavia, ha aperto all'ipotesi che il pass-through possa essere più contenuto del previsto. Powell ha precisato che un'inflazione inferiore alle attese o un mercato del lavoro più debole spingerebbero il FOMC "verso una riduzione dei tassi in tempi più rapidi", mentre se il mercato del lavoro rimanesse forte e si registrasse un aumento dell'inflazione, il FOMC "procederebbe comunque alla riduzione, ma in un secondo momento". Intanto, tra i membri votanti del FOMC, si rafforza il fronte dovish: Waller (Board) ha dichiarato che la Fed è nella posizione di ridurre i tassi già da luglio, e Bowman (Board), finora su posizioni hawkish, si è detta aperta a un taglio nella prossima riunione. Toni più cauti sono invece arrivati da Williams (Fed di New York), Collins (Fed di Boston), Barr (Board) e Schmid (Fed di Kansas City); Goolsbee (Fed di Chicago) ha aperto all'ipotesi di un taglio, ma solo se l'impatto dei dazi resterà contenuto. Tra i non votanti, Daly (San Francisco) guarda all'autunno per un eventuale intervento, Hammack (Fed di Cleveland), Kashkari (Fed di Minneapolis) e Bostic (Fed di Atlanta) escludono tagli imminenti.
- **PMI di giugno in lieve rallentamento:** l'indice composito è sceso a 52,8 da 53 di maggio (in espansione per il 29° mese consecutivo). La flessione è dovuta ai servizi (53,1 da 53,7), mentre il manifatturiero è risultato stabile a 52. I prezzi nel manifatturiero accelerano, ad un massimo da luglio 2022. Le indicazioni sull'occupazione restano in territorio espansivo.
- **Fiducia dei consumatori in netto calo a giugno.** L'indice del Conference Board è sceso a sorpresa a 93 da 98,4, cancellando quasi la metà del rimbalzo registrato a maggio. Il peggioramento ha riguardato soprattutto la situazione attuale, che ha raggiunto il secondo livello più basso dal 2021. Il saldo tra chi considera facile e chi difficile trovare un posto di lavoro è sceso ai minimi da inizio 2021, quando il tasso di disoccupazione superava il 6%. Le aspettative sono calate a 69, ben al di sotto di 80, la soglia che storicamente anticipa una recessione.
- **Segnali positivi dagli ordini di beni durevoli.** A maggio, si registra un balzo di +16,4% m/m (più forte delle attese e un massimo da luglio 2014), dopo il -6,6% di aprile. Trainanti i trasporti (+48,3% m/m) e in particolare gli aerei non militari (+230,8%). Al netto dei trasporti, si registra comunque una crescita (+0,5% m/m). In netto rimbalzo anche le commesse di beni capitali al netto di difesa e aerei (+1,7% m/m da -1,4% di aprile).
- **Il deficit commerciale è tornato ad ampliarsi a maggio** a -96,6 miliardi, dopo la forte contrazione di aprile (-86,9 miliardi). L'export si è contratto di -5,2% m/m, in presenza di un import stabile (dopo la contrazione di quasi il 20% del mese precedente).

- **PIL 1° trimestre (terza stima): revisione al ribasso per crescita e consumi.** La crescita del PIL è stata rivista al ribasso a -0,5% t/t ann. (da -0,2% della stima precedente). In particolare, è assai più debole la lettura per i consumi (+0,5% da +1,2%), soprattutto di servizi (+0,6% da +1,7%). Gli investimenti sono stati rivisti al ribasso di due decimi, in gran parte per effetto della componente residenziale. La misura di domanda interna preferita dalla Fed, le vendite finali ad acquirenti domestici privati (somma di consumi e investimenti privati), è stata rivista da +2,5% a +1,9% t/t ann..

■ **La prossima settimana:**

- **Employment report (giugno):** atteso un ulteriore rallentamento nella creazione di nuovi posti di lavoro, a 120 mila occupati dopo i 139 mila di maggio. Il tasso di disoccupazione è visto in aumento di un decimo al 4,3%. I salari orari dovrebbero tornare a rallentare, a 0,3% m/m (da 0,4% a maggio).
- **ISM di giugno atteso stabile a 48,5 nel manifatturiero e in recupero a 50,4 da 49,9 nei servizi.** L'attenzione sarà rivolta in particolare alle indicazioni sull'occupazione e sui prezzi, che nei mesi recenti in entrambi i settori avevano toccato un massimo dal 2022.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (30 giugno – 4 luglio)... continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	30/6	01:50	GIA		mag	-1.1	%	3.5	
		03:30	CN	Produzione industriale m/m prelim		giu	50.4		
		03:30	CN	PMI composito - Caixin		giu	50.3		
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS	*	giu	49.5		49.7
		08:00	GB	PMI manifatturiero - NBS		T1	prel 0.7	%	0.7
		08:00	GER	PIL t/t finale		mag	-0.4	%	
		08:00	GER	Prezzi import a/a		mag	2.3	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a	*	mag	-1.1	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m		T1	-0.4	%	
		10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	*	mag	3.9	%	4.0
		10:00	EUR	M3 dest. a/a		mag	1.580	Mld £	
		10:30	GB	Credito al consumo	*	giu	1.7	%	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	**	giu	-0.1	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	giu	-0.1	%	
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	*	giu	1.6	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim		mag	2.2	Mld €	
		12:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	**	giu	0.1	%	
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	*	giu	2.1	%	
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	**	giu	0.2	%	
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	*	giu	2.1	%	
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	giu	40.5		
15:45	USA	PMI (Chicago)							
Mar	1/7	01:50	GIA	**	T2	12		10	
		01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T2	35		34
		02:30	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.		giu	prel 50.4		
		03:45	CN	PMI manifatturiero finale	*	giu	48.3		49.0
		07:00	GIA	PMI manifatturiero - Caixin		giu	32.8		
		09:45	ITA	Fiducia delle famiglie	*	giu	49.2		
		09:50	FRA	PMI manifatturiero		giu	prel 47.8		
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	giu	34	x1000	
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati		giu	6.3	%	
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione	*	giu	prel 49.0		
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	giu	prel 49.4		49.4
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	giu	47.7		
		11:00	EUR	PMI manifatturiero finale	**	giu	1.9	%	
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	*	giu	2.4	%	
		15:45	USA	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash		giu	52.0		
		16:00	USA	Markit PMI Manif. finale		mag	-0.4	%	
16:00	USA	Spesa in costruzioni	**	giu	48.5				
Mer	2/7	10:00	ITA	*	mag	5.9	%		
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione mensile	*	mag	6.2	%	6.2
		14:15	USA	Tasso di disoccupazione		giu	37	x1000	
Gio	3/7	03:45	CN		giu	51.1			
		09:45	ITA	PMI servizi - Caixin	*	giu	53.2		
		09:50	FRA	PMI servizi	*	giu	prel 48.7		
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	giu	prel 49.4		
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	giu	prel 50.0		50.0
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	giu	prel 50.2		50.2
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	giu	51.3		
		10:30	GB	PMI composito finale	*	giu	51.3		
		14:30	USA	PMI servizi finale	*	settim	1.937	(1.974) Mln	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	246	(236) x1000	
		14:30	USA	Richieste di sussidio		mag	-61.6	Mld \$	
		14:30	USA	Bilancia commerciale		giu	0.4	%	0.3
		14:30	USA	Salari orari m/m	**	giu	139	x1000	129
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	giu	4.2	%	4.2
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione		giu	53.1		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		giu	52.8		
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		mag	-3.7	%	
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m	*	mag	prel 16.4	%	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mag	prel 0.5	%	
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	giu	49.9		50.3
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito					

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (30 giugno – 4 luglio)

Calendario dei dati macroeconomici (per giorno - Paese)									
Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Ven	4/7	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	mag	-0.1	%	1.2
		08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	mag	0.6	%	
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	mag	-1.4	%	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		mag	0.6	%	
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mag	3.7	%	
		11:00	EUR	PPI a/a		mag	0.7	%	

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (30 giugno – 5 luglio)

CALENDARIO DEGLI EVENTI (dal giugno all'agosto)				
Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	30/6	16:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		21:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		-	EUR	* BCE: Forum annuale delle banche centrali
Mar	1/7	09:30	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		10:40	EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		12:40	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		15:30	EUR,USA,GB,GIA	** Discorsi di Lagarde (BCE), Powell (Fed), Bailey (BoE) e Ueda (BoJ)
		-	EUR	* BCE: Forum annuale delle banche centrali
Mer	2/7	10:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		11:00	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
		12:30	EUR,GB	Discorsi di Lane (BCE) e Taylor (BoE)
		16:15	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		-	EUR	* BCE: Forum annuale delle banche centrali
Gio	3/7	03:30	GIA	Discorso di Takata (BoJ)
		13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di giugno
		17:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Ven	4/7	14:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		19:30	GB	Discorso di Taylor (BoE)
Sab	5/7	11:00	EUR	Discorsi di Centeno, Makhlof e Stournaras (BCE)
		17:40	GB	* Discorso di Bailey (BoE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. prelim.	giu	52.0		51.0	52.0
Markit PMI Servizi prelim.	giu	53.7		53.0	53.1
Markit PMI Composito prelim.	giu	53.0			52.8
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mag	4.00	Mln	3.95	4.03
Saldo partite correnti	T1	-312.0 (-303.9)	Mld \$	-443.3	-450.2
Indice dei prezzi delle case m/m	apr	0.0 (-0.1)	%		-0.4
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	apr	4.1	%	4.0	3.4
Fiducia consumatori (CB)	giu	98.4 (-98.0)		100.0	93.0
Vendite di nuove case (mln ann.)	mag	0.722 (-0.743)	Mln	0.693	0.623
Richieste di sussidio	settim	246 (-245)	x1000	245	236
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.937 (-1.945)	Mln	1.950	1.974
PIL t/t ann. finale	T1	-0.2	%	-0.2	-0.5
Deflatore consumi core t/t finale	T1	3.4	%	3.4	3.5
PIL, deflatore t/t ann. finale	T1	3.7	%	3.7	3.8
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mag	-6.6 (-6.3)	%	8.5	16.4
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mag	0.0 (-0.2)	%	0.0	0.5
Bilancia commerciale dei beni prelim	mag	-86.97	Mld \$	-88.50	-96.59
Deflatore consumi (core) a/a	mag	2.5	%	2.6	
Deflatore consumi a/a	mag	2.1	%	2.3	
Spesa per consumi (nominale) m/m	mag	0.2	%	0.1	
Redditi delle famiglie m/m	mag	0.8	%	0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	mag	0.1	%	0.1	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	giu	60.5		60.5	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	giu	-13.5			-10.1
EUR	PMI servizi prelim	giu	49.7		50.0	50.0
EUR	PMI composito prelim	giu	50.2		50.5	50.2
EUR	PMI manifatturiero prelim	giu	49.4		49.8	49.4
EUR	Fiducia consumatori finale	giu	-15.3		-15.3	-15.3
EUR	Fiducia servizi	giu	1.8 (-1.5)		1.6	2.9
EUR	Fiducia industria	giu	-10.4 (-10.3)		-9.9	-12.0
EUR	Indice di fiducia economica	giu	94.8		95.1	94.0
FRA	PMI servizi prelim	giu	48.9		49.2	48.7
FRA	PMI manifatturiero prelim	giu	49.8		50.0	47.8
FRA	IPCA a/a prelim	giu	0.6	%	0.7	0.8
FRA	Spese per consumi m/m	mag	0.5 (-0.3)	%	0.1	0.2
GER	PMI servizi prelim	giu	47.1		47.5	49.4
GER	PMI manifatturiero prelim	giu	48.3		49.0	49.0
GER	IFO	giu	87.5		88.2	88.4
GER	IFO (sit. corrente)	giu	86.1		86.5	86.2
GER	IFO (attese)	giu	89.0 (-88.9)		90.0	90.7
GER	Fiducia consumatori	lug	-20.0 (-19.9)		-19.3	-20.3
ITA	Fiducia delle imprese manif.	giu	86.6 (-86.5)		87.0	87.3
ITA	Fiducia consumatori	giu	96.5		97.0	96.1
ITA	Fatturato industriale a/a	apr	-1.2 (-1.1)	%		1.1
ITA	Fatturato industriale m/m	apr	-1.6	%		1.5
SPA	PIL t/t finale	T1	0.6	%	0.6	0.6
SPA	IPCA a/a prelim	giu	2.0	%	2.0	2.2

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

PMI Eurozona: economia ferma a giugno. A giugno l'indice PMI composito flash è rimasto invariato a 50,2. Stabile a 49,4 l'indice manifatturiero ma con indicazioni di aumento dell'attività produttiva per il quarto mese consecutivo. Il PMI servizi torna sulla soglia d'invarianza dopo il calo del mese precedente con un miglioramento anche delle aspettative per l'attività futura. La Germania risulta trainante, grazie al maggior ottimismo per il sostegno fiscale, mentre rallenta

l'espansione nel resto dell'Eurozona. Il livello medio del PMI composito è compatibile con un'economia stagnante in area euro nel 2° trimestre. Ci aspettiamo però che la crescita del PIL possa risultare leggermente negativa durante la primavera per via dell'inversione del processo di anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti che ha sostenuto l'attività a inizio anno. Anche sui trimestri successivi, per quanto le rilevazioni tedesche siano incoraggianti e le componenti più anticipatorie offrano spunti favorevoli, le indagini puntano verso un'area euro ancora fiacca e in crescita a ritmi solo modesti nella seconda metà dell'anno.

Eurozona: l'indagine ESI invita alla cautela. A giugno l'indice composito di fiducia economica della Commissione Europea è calato, a sorpresa, a 94 da 94,8 precedente. Dopo che i PMI flash sono risultati compatibili con una sostanziale stagnazione dell'attività economica anche le indagini della Commissione Europea invitano alla cautela e suggeriscono come il ciclo europeo potrebbe rimanere debole nei trimestri centrali dell'anno. Su base settoriale torna a calare la fiducia industriale, una possibile prima evidenza dell'impatto dei dazi, e nel commercio mentre risale nei servizi e nelle costruzioni. Confermata la lieve correzione del morale dei nuclei famigliari che restano cauti nelle decisioni di spesa.

Germania: le aspettative trainano l'IFO a giugno. A giugno l'indice IFO è salito a 88,4 da 87,5 precedente trainato dal miglioramento delle aspettative (90,7 da 89). Sostanzialmente invariata la valutazione della situazione corrente (86,2 da 86,1) dopo la correzione del mese precedente. Nel complesso sia l'IFO che il PMI offrono segnali di stabilizzazione per il ciclo tedesco. Tuttavia, nonostante i recenti miglioramenti, le indagini restano compatibili con ritmi di espansione ancora piuttosto fiacchi nei trimestri centrali dell'anno. Le imprese si stanno però facendo progressivamente più ottimiste circa l'attività futura, incoraggiate dalle prospettive di stimolo fiscale che dovrebbero spingere la crescita ad almeno l'1% l'anno prossimo dopo lo 0,3% che prevediamo per quest'anno.

Italia: corregge la fiducia delle famiglie, migliora quella delle imprese. Il morale dei consumatori ha corretto in misura solo lieve (mostrando un miglioramento delle attese sia sull'occupazione che sull'inflazione), e la fiducia delle imprese è migliorata in tutti i settori a giugno, con la sola eccezione del commercio al dettaglio. In media, le indagini confermano il trend di recupero visto a partire dal mese scorso, probabilmente sulla scia della de-escalation sul fronte dei dazi, e ci paiono coerenti con la nostra stima di un PIL ancora in territorio marginalmente positivo nei trimestri centrali del 2025, sia pur in rallentamento dallo 0,3% t/t d'inizio anno.

Giappone

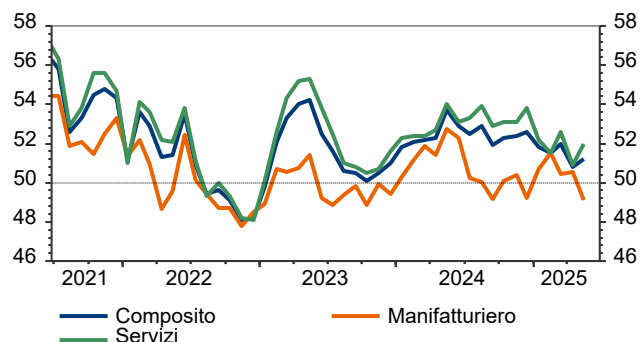
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	giu	49.4		50.4
Job to applicant ratio	mag	1.26	1.26	1.24
Tasso di disoccupazione	mag	2.5	%	2.5
Vendite al dettaglio a/a	mag	3.5 (3.3)	%	2.7

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

Fonte: LSEG Datastream

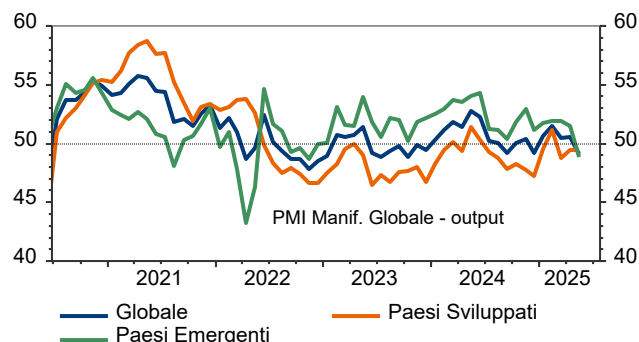
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



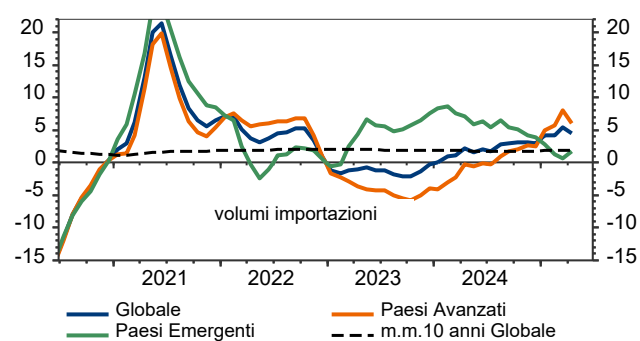
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



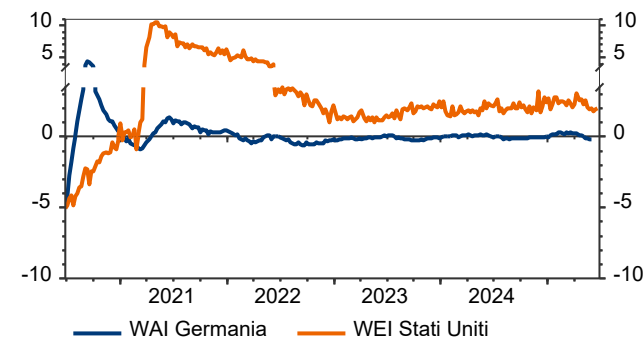
Fonte: S&P Global

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



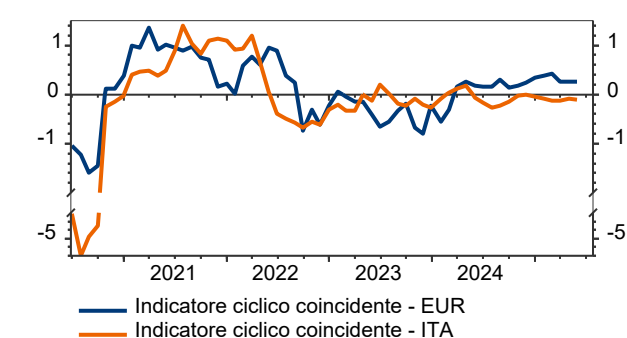
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



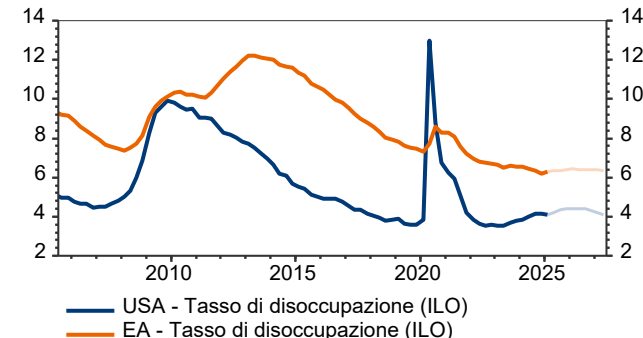
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

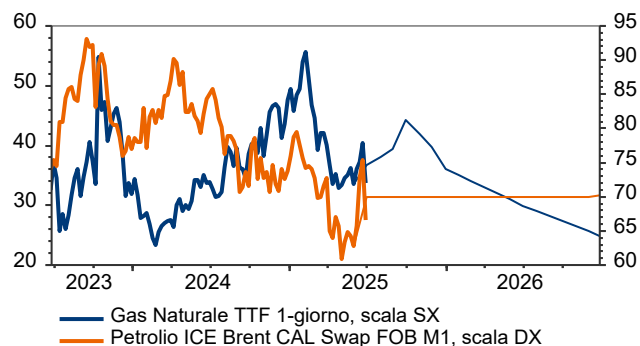
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

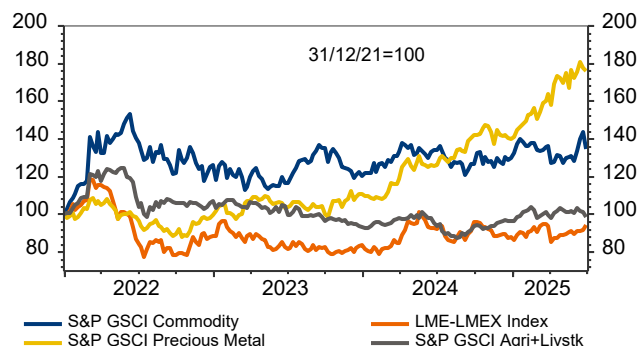
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



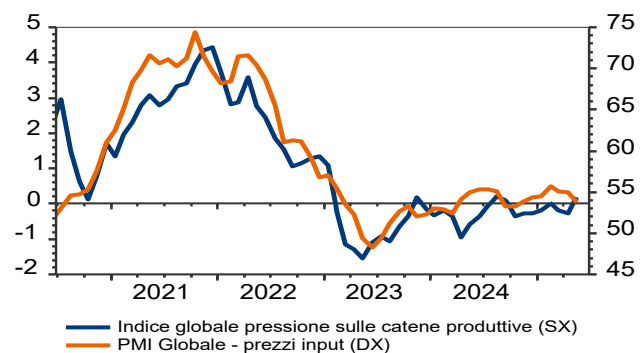
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



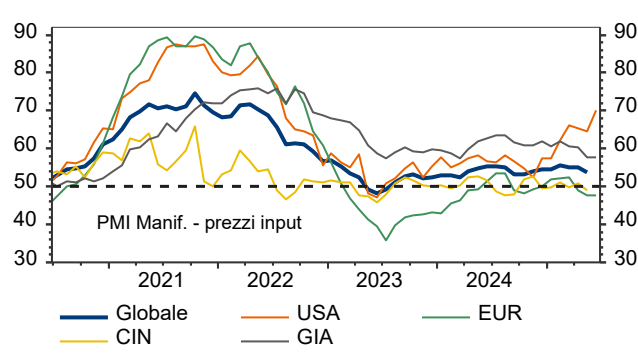
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



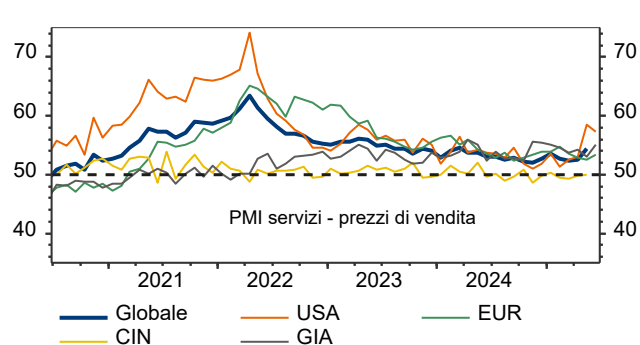
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



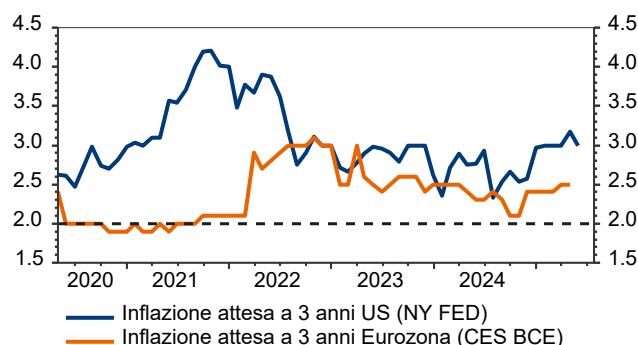
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

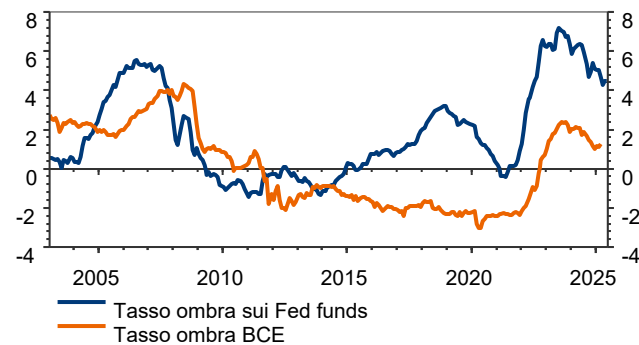
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

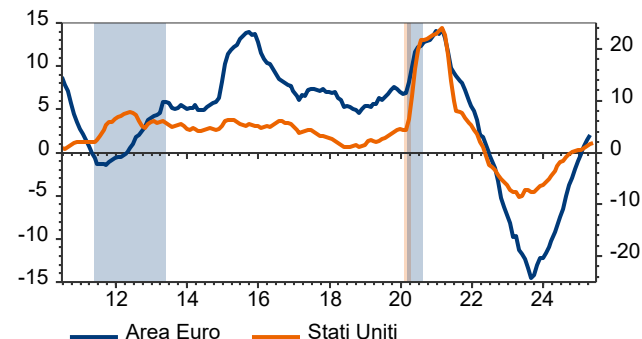
Condizioni Finanziarie

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



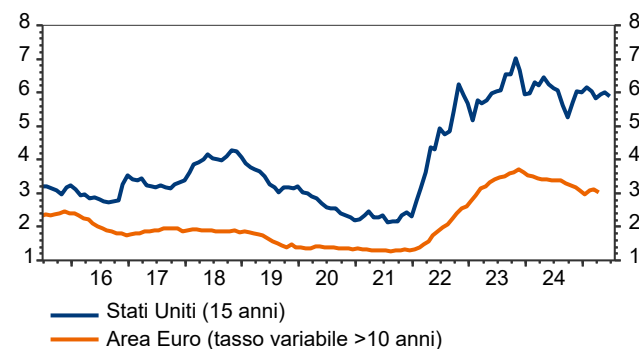
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



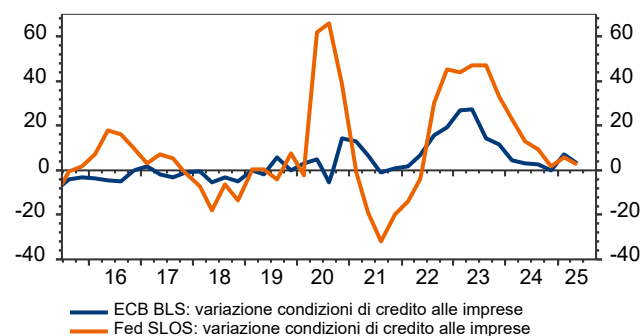
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



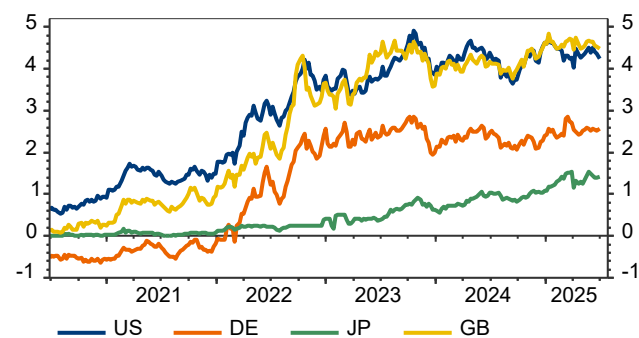
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



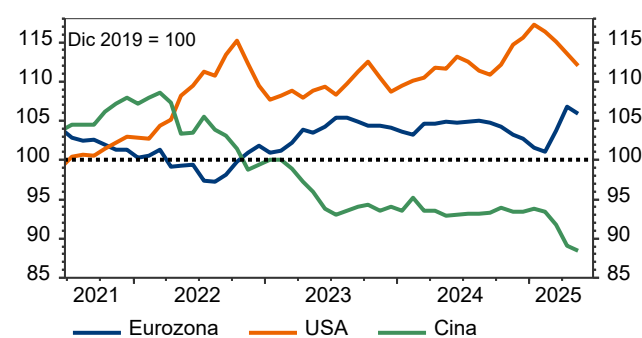
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

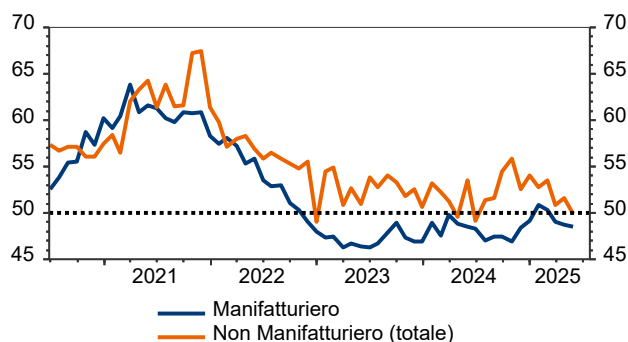
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

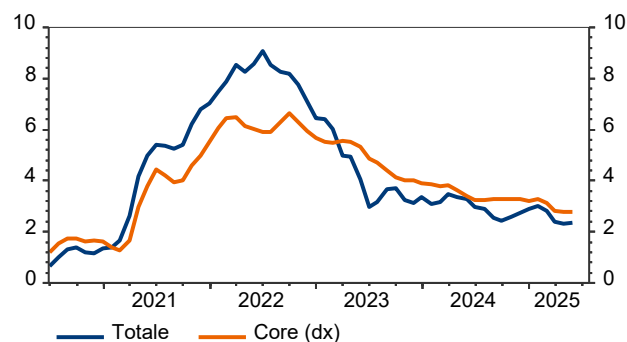
Stati Uniti

Indagini ISM



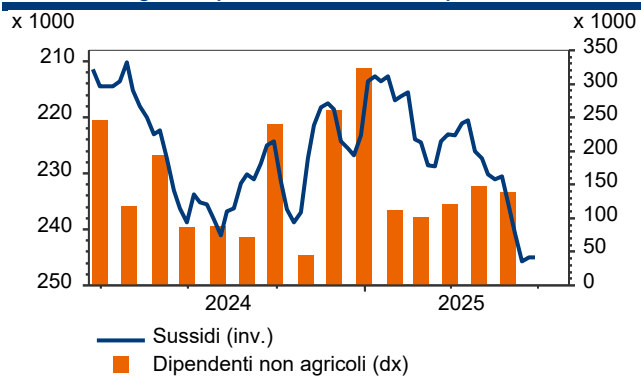
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



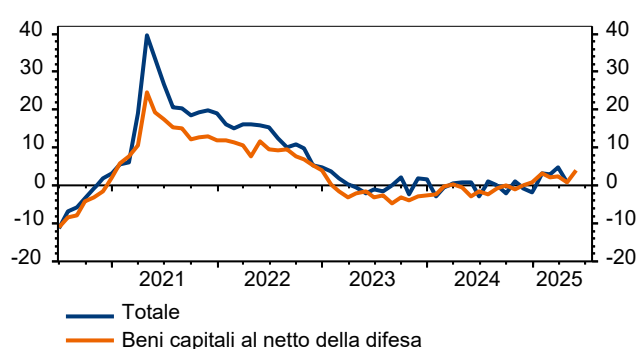
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

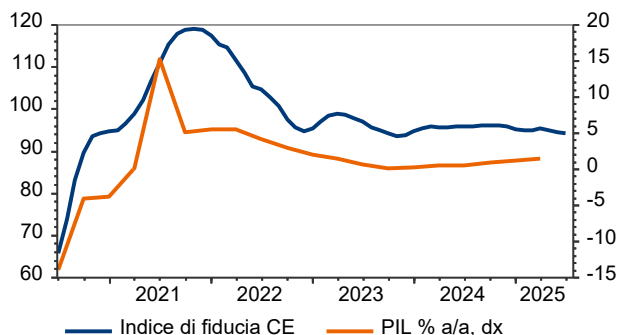
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.5	1.6	2.7	2.5	2.0	1.8	1.3	0.8	1.3	1.4	
- trim./trim. annualizzato				3.1	2.5	-0.5	2.0	1.0	0.7	1.4	2.4	
Consumi privati	2.8	2.0	1.3	3.7	4.0	0.5	1.7	1.4	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	-1.3	-1.4	0.5	2.0	3.0	4.0	
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.6	1.3	5.1	3.1	-0.6	1.0	1.0	0.7	1.1	2.0	
Esportazioni	3.3	1.1	3.5	9.6	-0.2	0.4	-1.0	-0.9	2.3	4.7	5.0	
Importazioni	5.3	7.0	2.1	10.7	-1.9	38.0	-12.0	-3.0	2.3	4.0	5.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	0.0	-0.2	-0.8	2.6	-0.7	-0.4	-0.3	0.1	0.2	
Partite 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

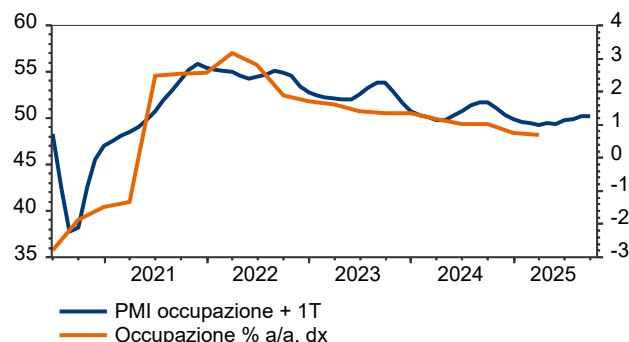
Area euro

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 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	128.4	2.0	2.4	2.3	1.8
lug-25	128.8	125.7	122.4	128.1	1.8	2.3	2.3	1.7
ago-25	129.0	126.1	122.8	128.4	1.8	2.3	2.3	1.7
set-25	129.1	126.2	123.0	128.4	2.0	2.3	2.3	1.9
ott-25	129.3	126.4	123.2	128.6	1.8	2.2	2.3	1.7
nov-25	128.9	125.9	122.6	128.2	1.8	2.3	2.4	1.7
dic-25	129.3	126.3	123.1	128.6	1.7	2.3	2.3	1.6
Media	128.6	125.3	122.0	127.9	2.0	2.4	2.4	1.9

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.8	125.2	121.4	128.1	1.6	2.1	1.9	1.6
feb-26	129.3	125.8	122.1	128.6	1.6	2.0	1.9	1.5
mar-26	130.1	126.8	123.3	129.4	1.6	2.0	1.9	1.6
apr-26	130.9	127.7	124.4	130.2	1.7	1.8	1.8	1.6
mag-26	131.0	127.9	124.5	130.3	1.8	1.9	1.9	1.8
giu-26	131.4	128.2	124.9	130.7	1.8	1.8	1.8	1.8
lug-26	131.1	128.1	124.8	130.4	1.8	1.9	1.9	1.8
ago-26	131.4	128.5	125.2	130.6	1.8	1.9	1.9	1.8
set-26	131.5	128.6	125.4	130.7	1.8	1.9	1.9	1.8
ott-26	131.7	128.8	125.6	130.9	1.8	1.9	2.0	1.7
nov-26	131.3	128.4	125.1	130.5	1.8	2.0	2.0	1.8
dic-26	131.6	128.8	125.7	130.9	1.8	2.0	2.1	1.8
Media	130.8	127.7	124.4	130.1	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.

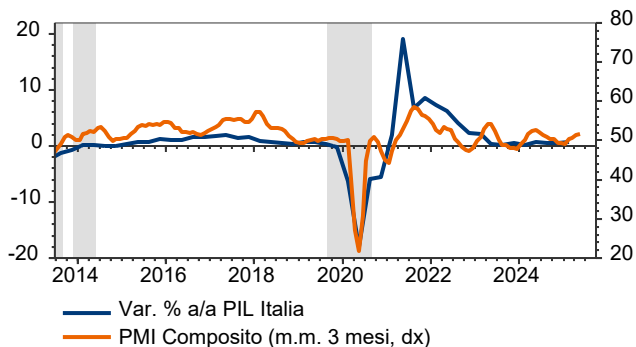
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
				T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.9	1.0	0.9	1.2	1.5	1.0	0.7	0.6
- t/t				0.4	0.3	0.6	-0.3	0.1	0.2
Consumi privati	1.1	1.2	1.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	-1.8	1.4	1.8	1.8	0.7	1.8	-1.9	0.3	0.5
Consumi pubblici	2.5	1.2	1.1	0.7	0.4	-0.0	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	1.0	-0.4	0.4	-1.6	-0.0	1.9	-1.6	-1.3	-0.3
Importazioni	0.1	2.7	2.7	0.5	-0.1	1.4	0.3	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	1.2	0.6	0.6	-0.2	-0.1	0.9	0.7	0.3
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	2.0	1.8	2.2	2.2	2.3	2.0	1.9	1.8
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.4	1.9	-1.8	-1.5	1.4	1.2	1.3	1.9
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.3	6.2	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

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

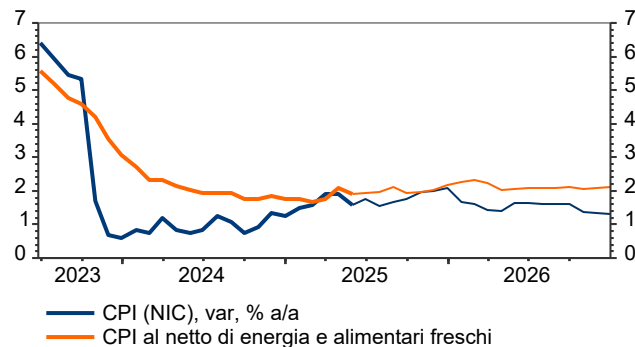
Italia

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	123.9	123.1	121.8	121.8	1.7	1.6	1.5	1.5
ago-25	123.8	123.4	122.1	122.1	1.8	1.7	1.7	1.7
set-25	125.3	123.3	122.0	122.0	1.9	1.7	1.7	1.7
ott-25	126.0	123.6	122.2	122.2	2.1	2.0	1.8	1.7
nov-25	125.9	123.5	122.2	122.2	2.1	2.0	1.8	1.7
dic-25	126.1	123.7	122.5	122.5	2.2	2.1	1.9	1.9
Media	124.6	122.9	121.7	121.7	1.9	1.8	1.7	1.6

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	122.7	122.7	1.8	1.7	1.5	1.5
feb-26	124.6	124.1	122.9	122.9	1.7	1.6	1.4	1.5
mar-26	126.3	124.2	123.1	123.1	1.6	1.4	1.3	1.4
apr-26	126.8	124.3	123.0	123.0	1.5	1.4	1.3	1.4
mag-26	127.0	124.5	123.1	123.1	1.8	1.6	1.6	1.6
giu-26	127.4	124.8	123.4	123.4	1.8	1.7	1.6	1.6
lug-26	126.0	125.1	123.7	123.7	1.7	1.6	1.6	1.6
ago-26	125.9	125.4	124.0	124.0	1.7	1.6	1.6	1.6
set-26	127.5	125.3	123.9	123.9	1.7	1.6	1.6	1.6
ott-26	127.9	125.2	123.9	123.9	1.5	1.4	1.4	1.4
nov-26	127.8	125.2	123.9	123.9	1.5	1.3	1.4	1.4
dic-26	128.0	125.3	124.1	124.1	1.4	1.3	1.3	1.3
Media	126.7	124.8	123.5	123.5	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)	0.5	0.7	1.0	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
- t/t				-0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
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)	-3.4	-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	2.1	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

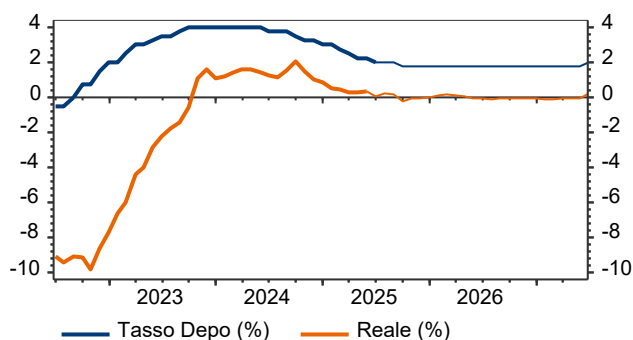
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	26/6	giu	set	dic	mar
Deposit rate	3.50	3.00	2.50	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	3.35	2.85	2.36	1.92	2.00	1.80	1.72	1.72
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	1.94	2.02	1.76	1.72	1.77

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

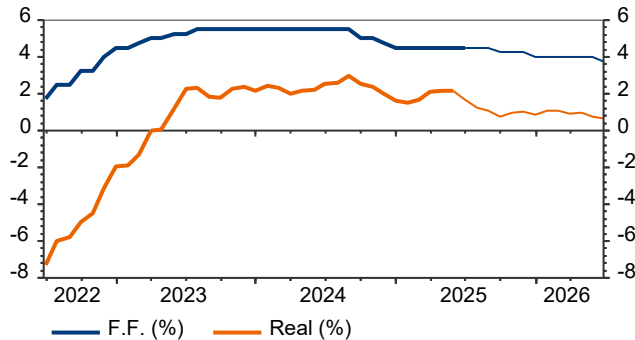


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	26/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00
OIS 3m	4.59	4.32	4.30	4.29	4.32	4.20	4.03	4.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

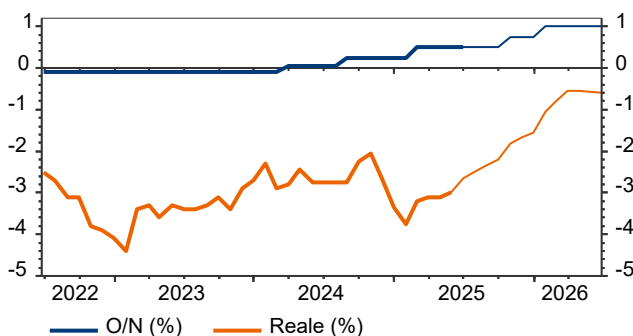


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	26/6	giu	set	dic	mar
O/N target	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00
OIS 3m	0.25	0.32	0.53	0.48	0.49	0.55	0.90	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

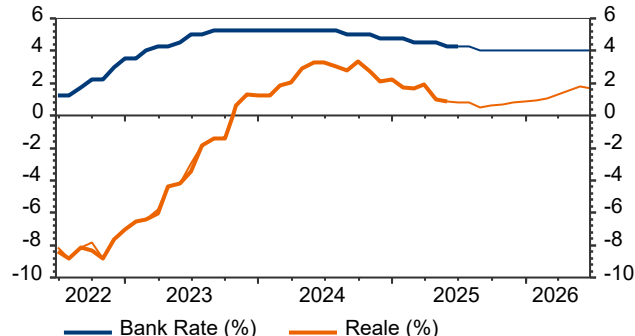


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	26/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.00	4.75	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	4.82	4.62	4.36	4.12	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	27/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.07	1.04	1.08	1.14	1.1718	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18
USD/JPY	144	161	158	151	144	144.25	146	142	140	138	136
GBP/USD	1.27	1.26	1.26	1.30	1.35	1.3745	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
EUR/CHF	0.98	0.96	0.94	0.95	0.94	0.9349	0.93	0.94	0.95	0.96	0.97
EUR/JPY	157	172	165	163	164	169.06	166	163	162	161	160
EUR/GBP	0.86	0.85	0.83	0.83	0.84	0.8522	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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – 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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com