

Weekly Economic Monitor

Il punto

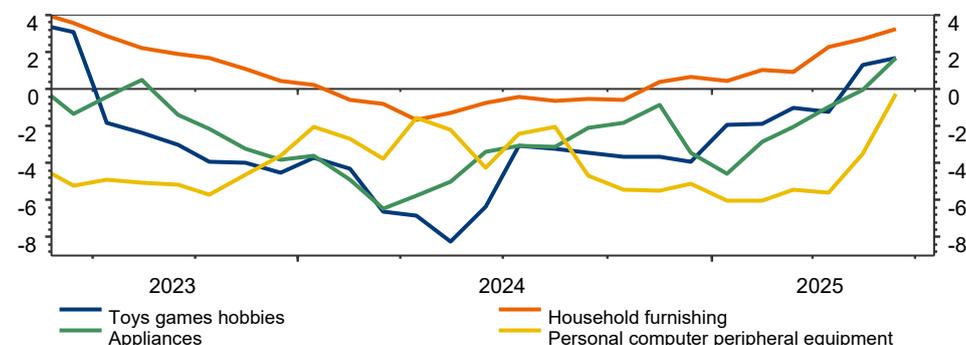
Negli Stati Uniti, l'amministrazione Trump, confortata dall'assuefazione dei mercati e dalle conseguenze finora limitate sull'economia americana, potrebbe voler testare l'uso di dazi aggressivi per coprire il costo dell'agenda fiscale, facendo marcia indietro solo se o le conseguenze su economie e mercati o le reazioni dell'opinione pubblica diventassero troppo negative. Nell'area dell'euro, la BCE la settimana prossima dovrebbe lasciare i tassi invariati: nello scenario centrale in cui UE e USA raggiungessero un accordo basato su un dazio del 10%, la BCE potrebbe tagliare i tassi ancora una volta prima di fine anno; nell'eventualità in cui, invece, venisse applicata l'annunciata tariffa del 30% verso la UE, la politica monetaria nell'Eurozona diverrebbe marcatamente espansiva tra fine 2025 e inizio 2026. Intanto, in Francia, i rischi di instabilità politica e di non pieno controllo sulle finanze pubbliche restano non indifferenti.

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Politiche commerciali: si stringe il cappio dei dazi, è corsa agli accordi.** Dopo aver inviato lettere tariffarie a 22 Paesi e annunciato nuovi dazi settoriali, Trump ha ulteriormente alzato il livello dello scontro commerciale. Il 12 luglio ha minacciato l'introduzione di un dazio generalizzato del 30% su tutte le esportazioni provenienti da Messico e Unione Europea, con entrata in vigore prevista dal 1° agosto. Nel caso del **Messico**, Trump ha riconosciuto i progressi nel controllo dei flussi migratori, ma ha chiesto risultati più incisivi nella lotta al traffico di fentanyl; i prodotti coperti dall'accordo USMCA resteranno esenti, ma l'imposizione di un dazio del 30% sui beni fuori dal perimetro dell'accordo rappresenta una minaccia rilevante per le catene di fornitura statunitensi. Anche i rapporti con l'**Unione Europea** si sono rapidamente deteriorati: Bruxelles ha messo sul tavolo potenziali contromisure, tra le quali sanzioni su prodotti statunitensi per un valore complessivo di 72 miliardi di euro (in particolare, su aerei Boeing e automobili), maggiori controlli all'export e nuovi strumenti per colpire le imprese statunitensi fornitrici di servizi. Per evitare l'escalation, la Commissione ha proposto di azzerare i dazi sulle auto USA (oggi al 10%) se Washington ridurrà le proprie tariffe sull'auto al di sotto del 20% (rispetto al 25% attuale e al 30% minacciato). Il vicepresidente della Commissione Šefčovič è in questi giorni a Washington per colloqui con il Segretario al Commercio Lutnick e il Rappresentante per il

Negli Stati Uniti, l'impatto dei dazi sull'indice generale dei prezzi al consumo è finora limitato, ma si cominciano a vedere effetti sulle componenti a più alto contenuto importato come giocattoli, mobili, elettrodomestici, periferiche per personal computer



Nota: variazione % a/a del CPI nelle categorie citate di beni. Fonte: Bureau of Labor Statistics

18 luglio 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

Commercio Greer. Anche il **Canada**, nonostante le recenti minacce, sembra disponibile ad un negoziato e ha sospeso alcune contromisure tariffarie, ritirando la proposta di una tassa sui servizi digitali. Nel frattempo, aumenta ulteriormente la tensione col **Brasile**: il 15 luglio, l'Ufficio del Rappresentante per il Commercio ha avviato un'indagine formale in base alla Section 301 del Trade Act del 1974, accusando il governo brasiliano di pratiche discriminatorie in settori strategici. Viceversa, **dal fronte asiatico giungono segnali di distensione**. Secondo il Segretario al Commercio Lutnick, la recente decisione di riaprire parzialmente le esportazioni dei chip Nvidia H20 verso la **Cina** sarebbe legata a un'intesa sulle terre rare. Ai (pochi) paesi con i quali è stato raggiunto un accordo (sinora, solo Regno Unito e Vietnam) si è aggiunta l'**Indonesia**, che ha ottenuto un dazio "ridotto" al 19% (dal 32% minacciato a inizio aprile): in cambio, Jakarta si è impegnata ad acquistare dagli USA energia (per un valore di 15 miliardi di dollari), prodotti agricoli per 4,5 miliardi e 50 jet Boeing. Il patto prevede tariffe zero sulle esportazioni statunitensi e pieno accesso al mercato locale. L'Indonesia è tra i maggiori produttori mondiali di rame e dispone di importanti miniere di metalli critici; l'intesa ha quindi valore soprattutto per scongiurare il rincaro al 50% della tariffa sul rame raffinato annunciato per il 1° agosto. Washington ha però chiarito che qualsiasi "transshipment" da altri paesi verso gli USA attraverso l'Indonesia sarà soggetto a dazi aggiuntivi.

Secondo una recente [analisi del Penn Wharton Budget Model](#), **gli importatori**, anticipando gli acquisti (soprattutto di farmaci e metalli preziosi) e modificando le proprie abitudini di consumo, **sono riusciti (sino al mese di maggio) a evitare il 22,8% dei nuovi dazi**, per un valore stimato di circa 12,6 miliardi di dollari. Ciononostante, nel 1° semestre dell'anno le entrate doganali degli Stati Uniti hanno raggiunto i 108 miliardi di dollari (circa il doppio rispetto allo scorso anno), diventando la quarta fonte di gettito dietro alle imposte sulle persone fisiche, ai contributi previdenziali e alle imposte sulle imprese. Nel solo mese di giugno i dazi hanno fruttato circa 27 miliardi, quattro volte di più rispetto allo stesso mese del 2024. Il maggior gettito ottenuto sinora nell'anno fiscale (nei mesi da ottobre a giugno) grazie agli incrementi tariffari potrebbe superare i 60 miliardi. In altri termini, **i dazi sono diventati un'importante fonte di gettito** per finanziare, tra le altre misure, il piano fiscale appena approvato, il che sottolinea che la probabilità di una marcia indietro decisa su questo fronte al momento non è alta.

Secondo il [Budget Lab](#), i dazi introdotti fino al 13 luglio, incluso l'inasprimento annunciato dal 1° agosto verso UE e Messico, porteranno l'aliquota tariffaria media effettiva al 20,6% nel breve termine (il livello più alto dal 1910) e al 19,7% nel lungo periodo (dopo la riallocazione dell'import verso le nazioni meno colpite; sarebbe in questo caso un massimo dal 1933). **L'impatto sui prezzi al consumo è stimato in +2,1% nel breve termine** (pari a una perdita media di 2.800 dollari per famiglia) **e +1,8% nel lungo periodo** (impatto per famiglia: 2.300 dollari). I rincari colpirebbero beni essenziali come scarpe (+44%), abbigliamento (+40%) e auto (+14%), con effetti persistenti anche dopo gli aggiustamenti delle catene globali. **Il PIL si ridurrebbe di -0,9% nel 2025 e di -0,5% a regime**, con 641 mila occupati in meno e un aumento di cinque decimi del tasso di disoccupazione. Le entrate tariffarie cumulate attese per il periodo 2026-35 ammonterebbero a 3.000 miliardi di dollari, ovvero 2.500 miliardi al netto degli effetti negativi sulla crescita.

La [nostra valutazione](#) è la seguente. **Il nostro scenario di base resta quello di un sostanziale mantenimento dello status quo**, con un dazio generale del 10% e tariffe settoriali destinate a permanere (e quasi certamente ad essere estese almeno a farmaceutici e semiconduttori). Tale ipotesi favorevole presuppone che i nuovi annunci siano un modo per mettere pressione sui paesi che hanno trattative commerciali in corso, per indurli ad accettare condizioni più sfavorevoli. È anche possibile, però, che l'amministrazione abbia tratto conforto dall'assuefazione dei mercati e dalle conseguenze finora limitate sull'economia americana e sull'opinione pubblica, percependo di aver ricevuto una sorta di via libera all'uso aggressivo dei dazi per coprire il costo dell'OBBBA e promuovere la propria controversa agenda di reshoring accelerato della produzione manifatturiera. In tal caso, l'idea sarebbe quella di applicare davvero i

dazi testando fino a dove ci si può spingere nella loro implementazione e poi facendo marcia indietro se o le conseguenze su economie e mercati, o le reazioni dell'opinione pubblica diventassero troppo negative. Secondo le nostre stime, **l'impatto diretto dei dazi al 30% sul PIL italiano e dell'Eurozona si attesta a 0,6/0,7%**, ma, considerando anche gli effetti indiretti, le conseguenze sui mercati finanziari e l'apprezzamento dell'euro, l'impatto sarebbe maggiore e potenzialmente in grado di causare una sostanziale stagnazione del PIL nel 2026.

- **CPI core e PPI sotto le attese anche a giugno.** I prezzi al consumo sono aumentati di 0,3% m/m sull'indice generale, come atteso, e di 0,2% m/m sul core, meno del previsto. L'aumento mensile è stato trainato dall'energia e dai servizi abitativi, ma si sono osservati rincari in alcune categorie di beni ad elevato contenuto importato (specie dalla Cina), come giocattoli, arredamento, elettronica e abbigliamento. Anche il PPI di giugno ha sorpreso al ribasso, restando invariato su base mensile su tutte le metriche. In sintesi, gli effetti dei dazi sui prezzi finali restano per ora contenuti. Tuttavia, la minaccia di un nuovo inasprimento tariffario da agosto, se confermata, rischia di alimentare nuove pressioni inflattive nei prossimi mesi.
- **Torna a crescere la produzione industriale.** Dopo due mesi di stagnazione, la produzione industriale è cresciuta più del previsto a giugno (0,3% m/m), anche se l'incremento dell'output manifatturiero è limitato solo a un decimo (in linea col mese precedente). La **crescita del 3,1% m/m della produzione di metalli** primari potrebbe essere legata all'annuncio di inizio mese del raddoppio dei dazi su acciaio e alluminio. Viceversa, non c'è evidenza di effetti dei dazi sul **settore auto**, che ha visto una correzione di -2,6% m/m dopo il rimbalzo di 4,6% a maggio.
- **Indagini regionali di luglio in miglioramento.** L'indice **Empire Manufacturing** è tornato in territorio positivo a sorpresa per la prima volta da febbraio, attestandosi a +5,5, da -16 del mese scorso. Anche l'indagine della **Fed di Philadelphia** ha registrato una ripresa inattesa, a 15,9 da -4 di giugno (anche in questo caso, ai massimi da febbraio). Tuttavia, entrambe le indagini segnalano anche un marcato **aumento dell'indice sui prezzi pagati**, salito da 46,8 a 56 secondo l'Empire e da 41,4 a 58,8 in base all'indagine della Philly Fed (in quest'ultimo caso, tornando vicino al massimo da quasi tre anni toccato a 59,8 lo scorso maggio).
- **Vendite al dettaglio più forti del previsto.** Dopo la flessione di maggio, le vendite hanno registrato un rimbalzo a giugno (+0,6% da -0,9% m/m il totale e +0,5% da -0,2% al netto delle auto). L'aggregato "control group" è aumentato dello 0,5% m/m dopo lo 0,2% di maggio.
- Il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 30-31 luglio segnala un lieve miglioramento dell'attività economica, con cinque distretti in espansione, cinque stabili e due in calo. Il quadro resta incerto, con le imprese ancora caute nelle decisioni. I consumi al netto delle auto risultano in calo, mentre le vendite di veicoli rallentano dopo l'anticipo di acquisti per evitare i dazi. Anche l'attività manifatturiera registra una lieve contrazione, a fronte di una stabilità nei servizi. Le imprese segnalano **pressioni, oltre che sui prezzi** (in particolare, su materie prime e assicurazioni), **anche sulla disponibilità di manodopera straniera. Le attese sono improntate a neutralità o lieve pessimismo.**
- **Politica monetaria: i dazi dividono ancora il FOMC.** Dai recenti interventi emerge un consenso ampio sulla necessità di mantenere i tassi ancora fermi nel breve termine. Tra i membri votanti, prevalgono toni prudenti: Kugler (Board) ritiene che la Fed non debba ridurre i tassi nel breve, poiché gli effetti dei dazi stanno iniziando a riflettersi sui prezzi al consumo; Williams (New York Fed) considera l'orientamento monetario modestamente restrittivo ma appropriato e stima che le tariffe possano aggiungere circa un 1% all'inflazione tra fine 2025 e inizio 2026; Collins (Boston Fed) prevede che le tariffe spingano l'inflazione core al 3% entro fine anno e frenino le assunzioni. In netto contrasto, Waller (Board) chiede un taglio di 25 pb già a luglio, citando rischi crescenti per l'economia e

segnali di debolezza del mercato del lavoro: ritiene che l'effetto delle tariffe sull'inflazione, pari a 0,75-1% nel 2025, sia temporaneo e destinato a svanire nel 2026; a suo avviso, rinviare i tagli aumenterebbe il rischio di dover intervenire in modo più aggressivo in seguito. In sintesi, le divergenze tra i membri del FOMC si stanno ampliando; in particolare, le posizioni di Waller e Kugler risultano agli antipodi: il primo sollecita un taglio immediato dei tassi di 25 pb, la seconda invita a mantenere i tassi invariati. Con molta probabilità nel meeting di luglio ci sarà il dissenso da parte di Waller (a cui potrebbe aggiungersi quello di Bowman). Gli altri membri del FOMC per ora hanno mantenuto toni cauti che confermano l'orientamento attendista della Fed.

■ La prossima settimana:

- **Ordini di beni durevoli in calo a giugno.** È prevista una correzione (-10,5% m/m) dopo il balzo di maggio (+16,4%). Al netto dei trasporti, le commesse dovrebbero risultare ferme dopo l'incremento di mezzo punto del mese precedente. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono attesi poco variati (0,2% m/m) dopo il rimbalzo di maggio (1,7%).
- **Mercato immobiliare ancora debole.** A giugno, le vendite di case esistenti sono attese in calo di -0,7% m/m dopo l'incremento di +0,8% a maggio, mentre le vendite di nuove abitazioni dovrebbero vedere un rimbalzo solo parziale a giugno (4,3% m/m) dopo l'ampia flessione di maggio (-13,7%).

Area euro

■ Questa settimana:

- **Francia: il governo Bayrou presenta la prima proposta di budget per il 2026.** È stata ribadita la volontà di confermare il percorso di consolidamento fiscale delineato nell'aggiornamento di aprile del Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine, con un indebitamento netto programmatico che dovrebbe scendere dal 5,4% del PIL atteso per quest'anno al 4,6% nel 2026, al 4,1% nel 2027, al 3,4% nel 2028 e al 2,8% nel 2029. Il saldo programmatico per il 2026 è compatibile con un disavanzo primario intorno al 2% del PIL dopo il 3,1% atteso per quest'anno: **la restrizione fiscale corretta per il ciclo l'anno prossimo si attesterebbe a circa un punto di PIL.**

Poiché in uno scenario tendenziale il disavanzo salirebbe verso quasi il 6% del PIL nel 2026, **la manovra per il prossimo anno dovrebbe reperire risorse per circa 40 miliardi** di euro. Vanno inoltre coperti i 3,6 miliardi di euro di spese aggiuntive per la difesa rispetto al piano pluriennale militare, portando il totale di risorse da reperire a 43,8 miliardi (1,4% del PIL).

La manovra si declina per circa il 60% in una diminuzione delle spese e per il restante 40% in un aumento delle entrate. Dal lato delle **spese**, si intende ricorrere alla misura di "emergenza" dell'*année blanche*, con il mancato adeguamento all'inflazione di salari pubblici, pensioni e prestazioni sociali, nonché degli scaglioni fiscali per l'imposta sul reddito. Sono anche previsti tagli alle amministrazioni centrali e locali e una riduzione della spesa sanitaria. In sostanza, il livello della spesa primaria nominale al netto della difesa dovrebbe risultare sostanzialmente invariato. Dal lato delle **entrate**, si prevede un aumento della tassazione e della lotta alle frodi e all'evasione, nonché la cancellazione di due giorni festivi (l'8 maggio e il lunedì dopo Pasqua). Il Governo è intenzionato anche ad aprire un confronto con le parti sociali per una riforma dell'*Assurance Chômage* e del mercato del lavoro, insieme a un taglio alle sovvenzioni alle imprese a fronte di uno sfoffimento della burocrazia.

La nostra valutazione preliminare è che gli obiettivi sui tagli di spesa, così come quelli sugli aumenti delle entrate, siano ottimistici e non semplici da realizzare. Inoltre, alcune delle misure annunciate sembrano essere temporanee. La reazione delle opposizioni è stata immediata: sia a destra che a sinistra sono emerse minacce di censura. **È improbabile che il budget venga approvato nella forma attuale**, visto che in Parlamento il Governo

non gode della maggioranza assoluta dei seggi. A nostro avviso, **i rischi sulla finanza pubblica francese nei prossimi anni restano significativi.**

- **In Germania, l'indagine ZEW ha registrato un miglioramento delle valutazioni degli analisti finanziari circa l'economia tedesca a luglio.** Le aspettative sono salite per il terzo mese raggiungendo un massimo da tre anni (52,7, da 47,5 di giugno), e anche le valutazioni sulla situazione corrente sono meno pessimistiche, raggiungendo il livello più alto da due anni (-59,5 da -72). L'indagine ha beneficiato della presentazione del budget (a fine giugno) nonché della de-escalation sul fronte dei dazi (non incorporando, per ragioni di calendario, la minaccia di tariffe al 30% verso la UE, resa nota lo scorso 12 luglio).
- **Nell'Eurozona, a maggio, la produzione industriale è cresciuta circa in linea con quanto anticipato dai dati nazionali già pubblicati, di 1,7% m/m (3,7% a/a) da -2,2% precedente.** Il dato è stato condizionato dal rimbalzo registrato in Irlanda (+12,4% m/m da -12,5% di aprile), ma l'output è tornato a crescere anche in Germania (2,2% da -1,9%), in presenza di un calo sia in Francia (-0,5% da -1,4%) che in Italia (-0,7% da 0,9%). Il dato è compatibile con un apporto positivo del settore industriale alla crescita del valore aggiunto nel 2° trimestre. **Le esportazioni dell'Eurozona sono calate per il secondo mese a maggio (-0,5% m/m da un precedente -8,4%),** dopo la forte crescita di inizio anno dovuta all'anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti. Tuttavia, tale processo appare ancora in corso nei pochi comparti non ancora soggetti a dazi (in primis, il farmaceutico). Le importazioni sono scese anch'esse (-1% m/m da -4,1% di aprile). I dati sono compatibili con un contributo negativo del canale estero netto alla crescita del PIL durante il trimestre primaverile. **Confermiamo la nostra previsione di una contrazione del PIL area euro nel 2° trimestre, per effetto degli scambi con l'estero, ma dati migliori delle attese sulla domanda domestica sembrano suggerire la presenza di rischi al rialzo sulla nostra stima di -0,3% t/t.**

■ La prossima settimana:

- **Il Consiglio Direttivo della BCE dovrebbe lasciare il tasso sui depositi invariato alla riunione del 23-24 luglio.** Anche se l'approccio riunione per riunione e basato sui dati non esclude alcuna opzione, nelle scorse settimane diversi membri del Consiglio Direttivo hanno segnalato una preferenza per un atteggiamento di attesa, ora che il tasso sui depositi è arrivato al 2%. Il rinvio della scadenza per l'introduzione dei dazi 'reciproci' al 1° agosto e la reazione relativamente tranquilla dei mercati rende ancora più probabile che i tassi non siano toccati. **Analisti e mercato sono sostanzialmente unanimi nel prevedere una riunione interlocutoria.** Nello scenario centrale in cui UE e USA raggiungessero un accordo basato su un dazio del 10% o poco più, la BCE potrebbe tagliare i tassi ancora una volta prima di fine anno, forse alla riunione di settembre, in coincidenza con l'aggiornamento delle proiezioni, o forse a ottobre/dicembre, come i mercati ritengono attualmente più probabile. In caso di escalation della guerra commerciale, invece, la politica monetaria potrebbe diventare più marcatamente espansiva tra fine 2025 e il 1° semestre 2026.
- **Gli indici PMI flash di luglio dovrebbero vedere un morale manifatturiero sostanzialmente invariato (49,6 da 49,5),** incorporando solo in parte la minaccia di tariffe al 30% verso la UE diffusa lo scorso 12 luglio. L'indagine negli ultimi mesi ha registrato un'inattesa tenuta, grazie probabilmente alla stabilizzazione della domanda domestica sulla scia dei tagli dei tassi nonché di attese di un incisivo sostegno fiscale in Germania. Continuiamo però a ritenere che nei prossimi mesi l'inasprimento delle barriere commerciali non possa non frenare la ripresa di un comparto che, pur avendo superato il punto di minimo, resta fiacco. **I servizi, che tra aprile e maggio avevano registrato un'inattesa frenata coerente con una sostanziale stagnazione del settore, potrebbero restare sul sentiero di moderata espansione avviato a giugno,** a 50,8 da 50,5. Stimiamo dunque che il PMI composito possa migliorare lievemente per il secondo mese, portandosi a 50,9 da 50,6 di giugno.
- **In Germania, nonostante il recente intensificarsi delle tensioni commerciali, l'indagine IFO di luglio dovrebbe continuare a mostrare un maggior ottimismo prospettico guidato dallo**

stimolo fiscale promesso dal Governo. Il miglioramento dovrebbe essere diffuso sia alle aspettative (92,5 da 90,7) che, in minor misura, alla valutazione della situazione corrente (86,4 da 86,2), grazie all'entrata in vigore, già a inizio luglio, di regole più favorevoli per gli ammortamenti finalizzate a incentivare gli investimenti delle imprese. L'indice composito IFO è dunque atteso salire di un punto a 89,4.

- **In Francia, l'indice INSEE manifatturiero potrebbe stabilizzarsi a 96 a luglio (dopo due mesi di calo).** L'indagine della Banque de France diffusa a inizio mese ha registrato un andamento dell'attività migliore rispetto a quanto anticipato dalle imprese a giugno, e aspettative di progresso per luglio. La stessa indagine ha riportato come al momento solo l'8% delle imprese si dichiara impattato negativamente dai dazi statunitensi (l'effetto più forte è stato registrato nell'agro-alimentare).
- **In Italia le indagini Istat dovrebbero registrare un miglioramento del morale** di famiglie e imprese a luglio. Poiché la raccolta dei dati avviene entro i primi 15 giorni del mese, l'indagine non dovrebbe risentire della minaccia di dazi al 30% da parte degli USA (resa nota il 12 luglio). La fiducia dei consumatori, dopo la flessione a sorpresa a 96,1 il mese precedente, dovrebbe tornare all'incirca al livello di maggio (96,5). L'indice IESI potrebbe salire per il terzo mese a 94,5 da 93,9; il morale delle imprese manifatturiere è atteso a 87,9 da 87,3. Tuttavia, la nuova escalation sui dazi, in assenza di un accordo, potrebbe innescare una correzione degli indici di fiducia ad agosto.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (21-25 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso			
Lun	21/7	03:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	lug	3.5	%		
		03:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	lug	3.0	%		
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		giu	-0.1	%	-0.1	
Mer	23/7	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	lug	-15.3		-15.2	
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		giu	4.03	Mln	4.00	
Gio	24/7	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		lug	50.1			
		08:00	GER	Fiducia consumatori		ago	-20.3		-19.0	
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	lug	96		97	
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	lug	49.6		49.4	
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	lug	48.1		48.5	
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	lug	49.7		50.0	
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	lug	49.0		49.5	
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	lug	50.5		50.8	
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	lug	49.5		49.7	
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	lug	50.6		50.9	
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	lug	47.7		48.0	
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	lug	52.8		52.9	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.954	(1.956)	Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	228	(221)	x1000	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	lug	52.9			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	lug	52.9			
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.	*	lug	52.9			
16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	giu	0.623		Mln	0.650		
Ven	25/7	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		giu	-1.3	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	-2.7	%	1.1	
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		lug	88			
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		lug	96.1			
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	lug	87.3			
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	giu	3.9	%	3.8	
		10:30	GER	Ifo (attese)		lug	90.7		91.2	
		10:30	GER	Ifo (sit. corrente)		lug	86.2		86.7	
		10:30	GER	Ifo	**	lug	88.4		89.2	
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	giu	0.5	%	-0.2	
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	giu	16.4	%	-11.0	
15:00	BEL	Indice ciclico BNB		lug	-10.1					

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 (21-25 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	22/7	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Bank Lending Survey
		14:30	USA	* Powell (Fed) presenta il rapporto semestrale sulla politica monetaria
Mer	23/7	03:30	GIA	Discorso di Uchida (BoJ)
Gio	24/7	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate invariato a 2,00%)
		14:45	EUR	* Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven	25/7	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
			BEL	DBRS si pronuncia sul debito sovrano del Belgio

Note: (**) molto importante; (*) importante
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	giu	0.1		%	0.3	0.3
CPI a/a	giu	2.4		%	2.6	2.7
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	giu	2.8		%	3.0	2.9
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	giu	0.1		%	0.3	0.2
Indice Empire Manufacturing	lug	-16.0			-9.0	5.5
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	giu	0.4	(0.1)	%	0.2	0.0
PPI m/m	giu	0.3	(0.1)	%	0.2	0.0
Produzione industriale m/m	giu	0.0	(-0.2)	%	0.1	0.3
Impiego capacità produttiva	giu	77.5	(77.4)	%	77.4	77.6
Richieste di sussidio	settim	228	(227)	x1000	235	221
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.954	(1.965)	Mln	1.965	1.956
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	giu	-0.2	(-0.3)	%	0.3	0.5
Vendite al dettaglio m/m	giu	-0.9		%	0.1	0.6
Prezzi all'import m/m	giu	-0.4	(0)	%	0.3	0.1
Indice Philadelphia Fed	lug	-4.0			-1.0	15.9
Scorte delle imprese m/m	mag	0.0		%	0.0	0.0
Indice Mercato Immobiliare NAHB	lug	32			33	33
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mag	-8.2	(-7.8)	Mld \$		259.4
Licenze edilizie	giu	1.4		Mln	1.4	
Nuovi cantieri residenziali	giu	1.256		Mln	1.300	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	lug	60.7			61.5	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	mag	-2.2	(-2.4)	%	0.9	1.7
EUR	CPI a/a finale	giu	2.0		%	2.0	2.0
EUR	CPI m/m finale	giu	0.0		%	0.3	0.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	giu	2.4		%	2.4	2.4
GER	ZEW (Sit. corrente)	lug	-72.0			-66.0	-59.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	lug	47.5			50.3	52.7
GER	PPI a/a	giu	-1.2		%	-1.3	-1.3
GER	PPI m/m	giu	-0.2		%	0.0	0.1
ITA	IPCA a/a finale	giu	1.7		%	1.7	1.8
ITA	IPCA m/m finale	giu	0.2		%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	giu	0.2		%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	giu	1.7		%	1.7	1.7
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mag	2.448	(2.482)	Mld €		6.163
ITA	Bilancia commerciale (UE)	mag	0.128	(0.162)	Mld €		0.776
SPA	IPCA a/a finale	giu	2.2		%	2.2	2.3

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

Dazi 'reciproci' stagione 2: quali effetti? Il governo statunitense ha ulteriormente rinviato al 1° agosto l'applicazione dei dazi bilaterali introdotti il 2 aprile, ma modificandone alcuni. Potrebbe trattarsi di un tentativo di forzare la mano nelle trattative in corso, ma è bene non escludere nulla: l'amministrazione americana ha bisogno delle entrate che derivano dai dazi per finanziare la sua agenda fiscale. Quali sarebbero le conseguenze economiche se fossero davvero applicati? Sotto ipotesi severe di impatto su export e fiducia, in Europa potrebbe anche verificarsi una modesta recessione tra fine 2025 e inizio 2026. A quel punto, la BCE taglierebbe i tassi ben sotto il 2%, aiutando la successiva ripresa della crescita economica.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	mag	-9.1	%	-1.5	-0.6
Produzione industriale m/m finale	mag	0.5	%		-0.1
Bilancia commerciale	giu	-638.6	(-637.6) Mld ¥ JP	353.9	153.1
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	giu	3.7	%	3.3	3.3
CPI (naz.) a/a	giu	3.5	%		3.3

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T2	1.2	%	0.9	1.1
PIL cumulato a/a	T2	5.4	%		5.3
PIL a/a	T2	5.4	%	5.1	5.2
Produzione industriale cumulata a/a	giu	6.3	%		6.4
Vendite al dettaglio cumulate a/a	giu	4.1	%		4.0
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	giu	3.7	%	3.6	2.8
Produzione industriale a/a	giu	5.8	%	5.7	6.8
Vendite al dettaglio a/a	giu	6.4	%	5.4	4.8

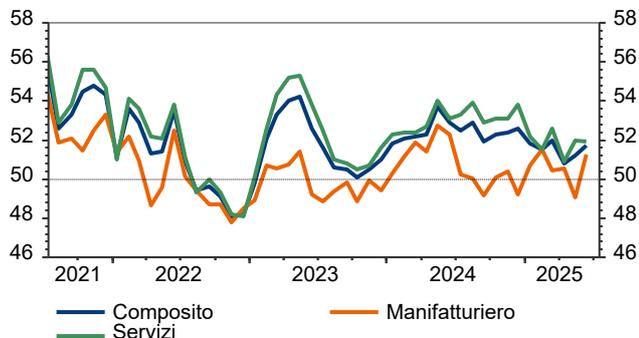
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: LSEG Datastream

Cina: commercio estero giugno 2025. L'andamento del commercio estero è stato migliore alle attese in giugno. L'export (+5,8% a/a) è stato ancora agevolato dall'anticipo degli ordini seguito alla tregua di Ginevra. La crescente difficoltà delle imprese cinesi a ridurre ulteriormente i prezzi per conquistare quote di mercato e la probabilità di avere dazi ancora elevati nonostante l'accordo quadro di Londra continuano, tuttavia, a puntare ad un rallentamento dell'export nella seconda parte dell'anno. L'import è tornato a crescere (1,1% a/a) dopo il calo di maggio e dovrebbe continuare a trovare supporto dall'atteso aumento degli investimenti in infrastrutture sostenuti dall'avanzamento dello stimolo fiscale.

Cina: dati di giugno 2025 e PIL del 2° trimestre. La crescita del PIL è rimasta ancora superiore al 5% anche nel 2° trimestre del 2025 (5,2% a/a), trainata dall'accelerazione dei servizi e del settore agricolo. Una crescita del PIL al 5,3% nella prima metà del 2025 contribuirà ad avvicinare la dinamica annuale al target del Governo nonostante il rallentamento atteso nella seconda metà dell'anno. I dati relativi al mese di giugno evidenziano già un indebolimento dell'attività economica alla fine del 2° trimestre, guidato dalla decelerazione di consumi e investimenti. Con l'atteso rallentamento delle esportazioni e l'esaurirsi degli effetti positivi delle misure di sostegno fiscale, la crescita dovrebbe infatti indebolirsi ulteriormente nella seconda parte dell'anno.

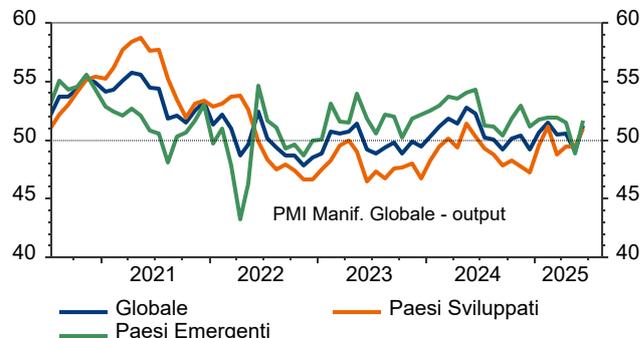
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



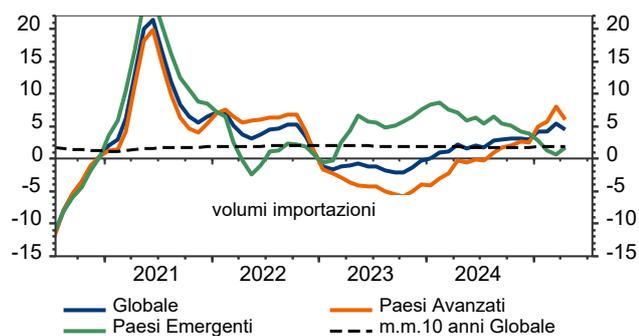
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



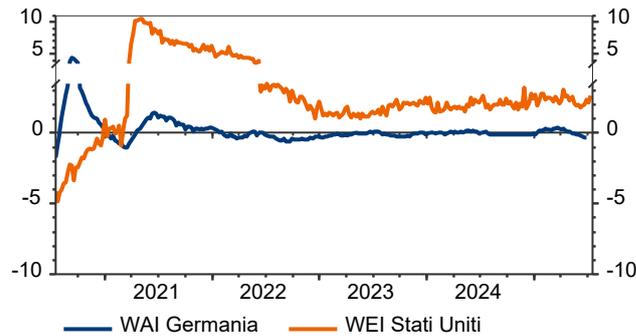
Fonte: S&P Global

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



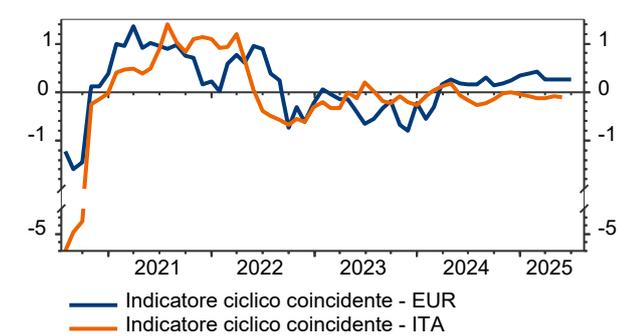
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



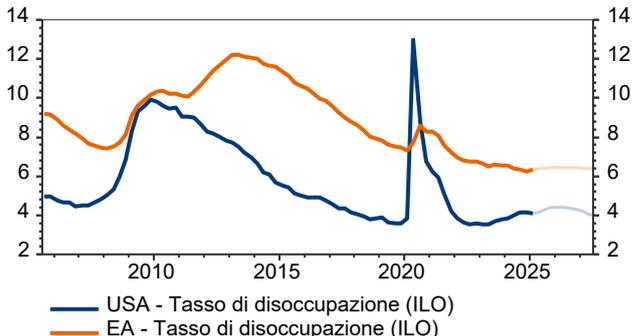
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

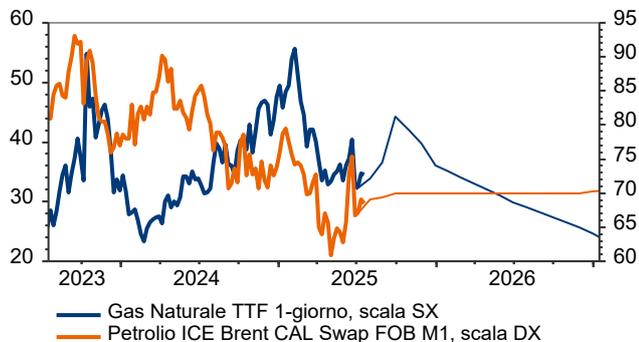
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

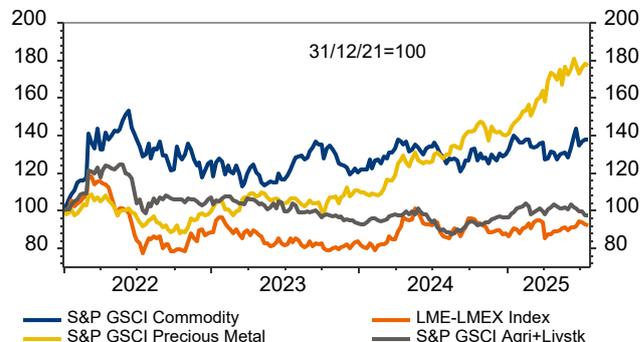
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



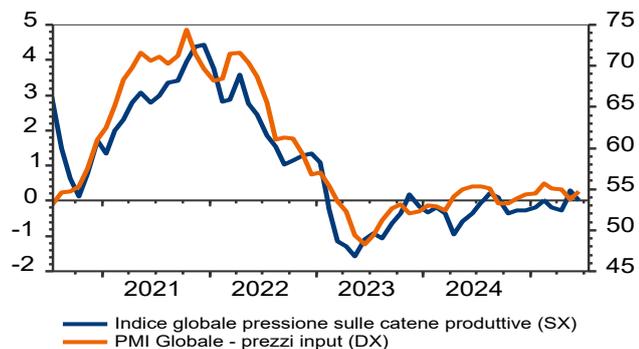
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



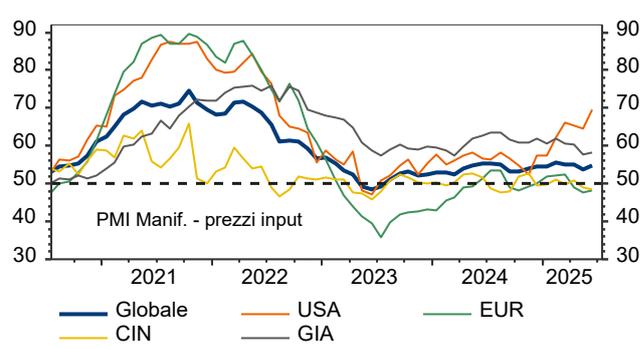
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



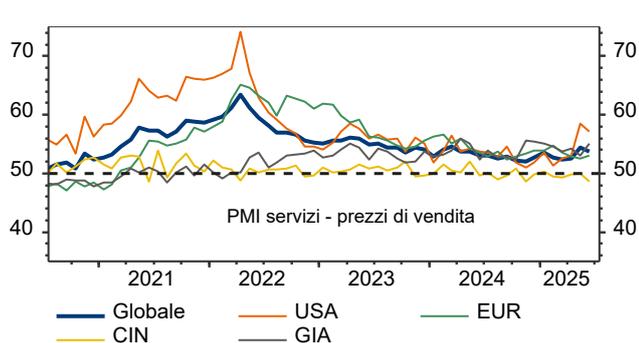
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



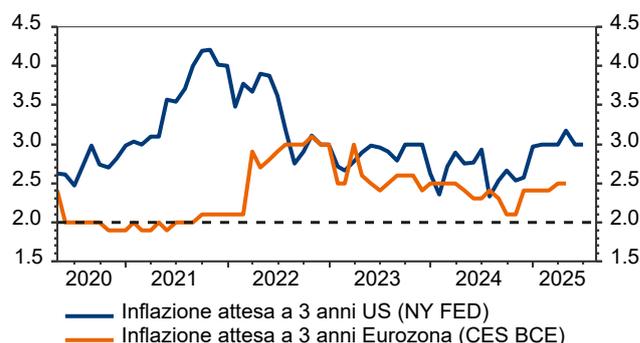
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

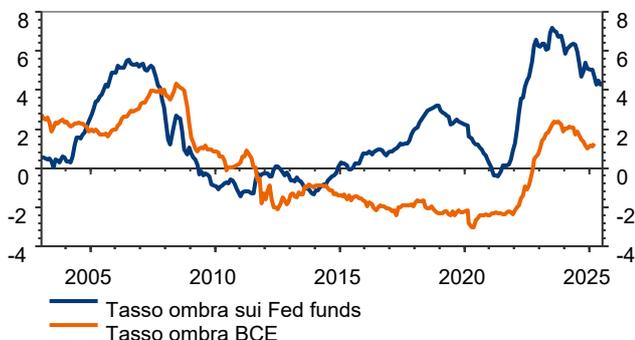
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

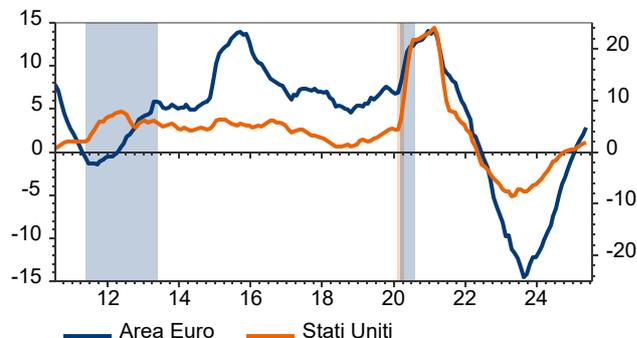
Condizioni Finanziarie

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



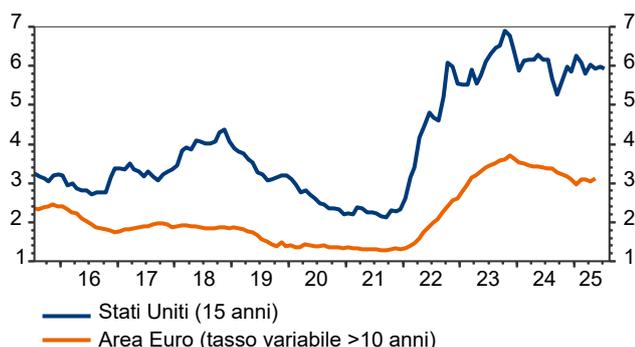
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



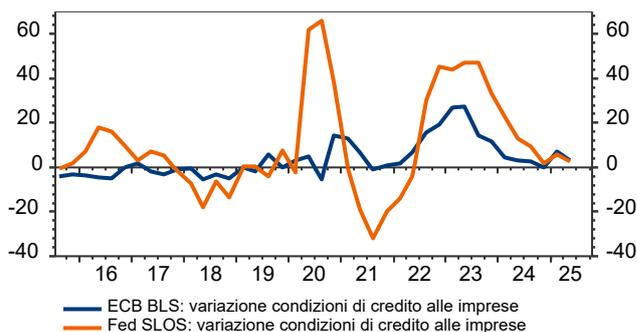
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



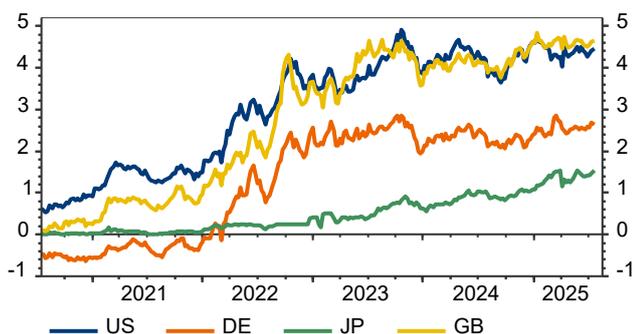
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



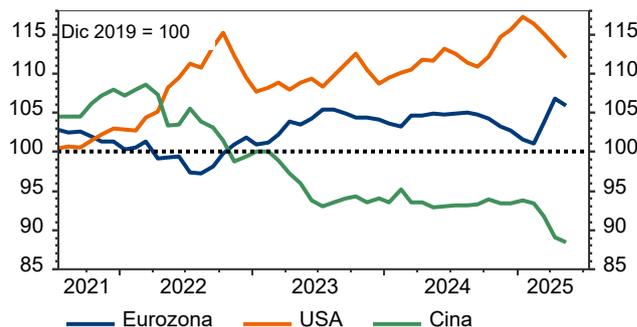
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

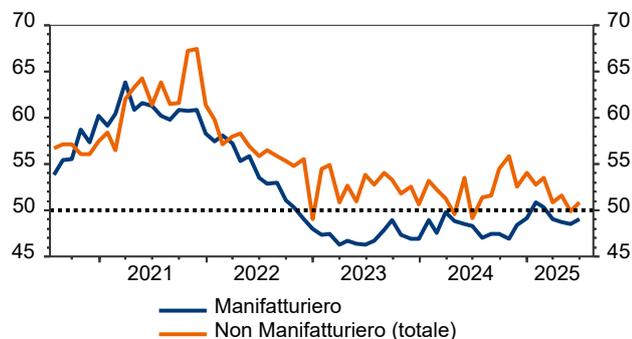
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

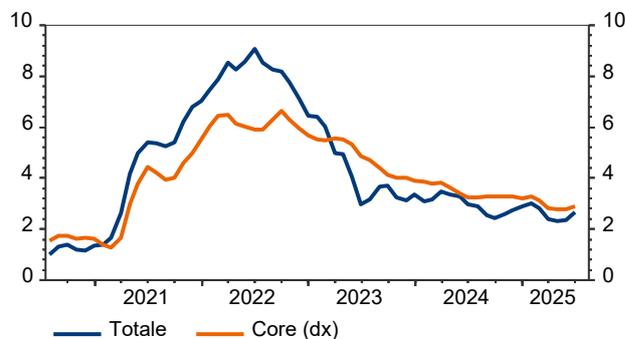
Stati Uniti

Indagini ISM



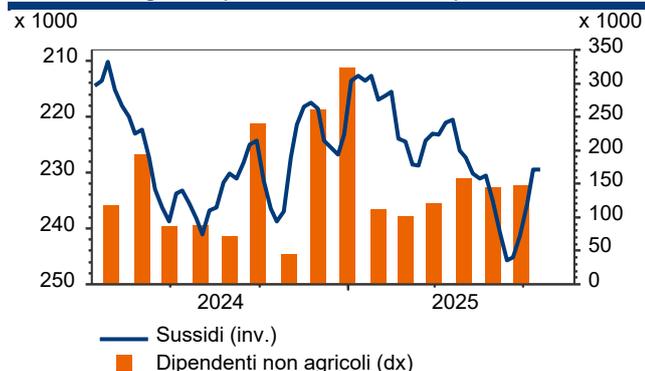
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



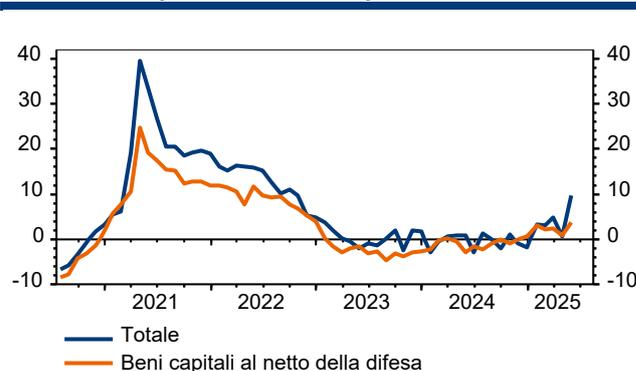
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

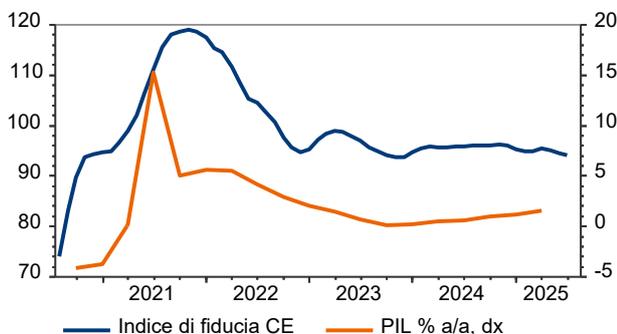
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	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	1.4
- trim./trim. annualizzato				3.1	2.5	-0.5	2.0	1.0	0.7	1.4	2.4	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	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	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	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	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	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	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	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	2.4	3.4	3.4	3.1	3.3	3.3
Produzione industriale	-0.3	0.8	1.8	-0.1	-0.3	1.1	0.1	-0.4	-0.3	0.6	0.9	0.9
Disoccupazione (%)	4.0	4.3	4.4	4.2	4.1	4.1	4.2	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4

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

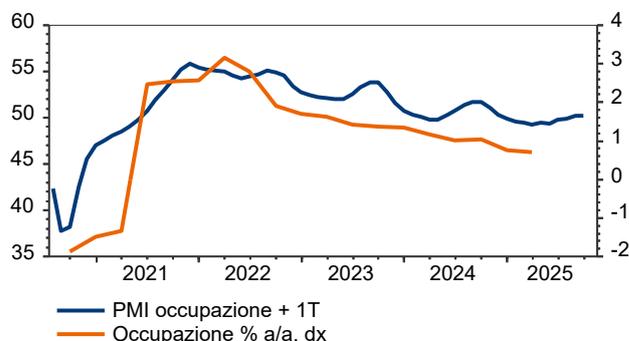
Area euro

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	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA
	BCE	ex AEAT	ex tob	BCE	ex AEAT	ex tob	BCE	ex AEAT
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	128.9	125.7	122.4	128.3	1.9	2.3	2.2	1.8
ago-25	129.3	126.1	122.8	128.6	2.0	2.3	2.2	1.9
set-25	129.4	126.2	122.9	128.7	2.2	2.3	2.3	2.1
ott-25	129.6	126.4	123.2	129.0	2.1	2.2	2.2	2.0
nov-25	129.2	125.9	122.6	128.5	2.0	2.3	2.3	1.9
dic-25	129.6	126.3	123.1	128.9	2.0	2.3	2.3	1.9
Media	128.7	125.3	122.0	128.1	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	Core	IPCA	IPCA	Core	Core	IPCA
	BCE	ex AEAT	ex tob	BCE	ex AEAT	ex tob	BCE	ex AEAT
gen-26	129.1	125.2	121.4	128.4	1.9	2.1	1.8	1.8
feb-26	129.6	125.8	122.1	128.9	1.8	2.0	1.9	1.8
mar-26	130.5	126.8	123.3	129.8	1.9	2.0	1.9	1.8
apr-26	131.3	127.7	124.3	130.6	1.9	1.8	1.7	1.9
mag-26	131.4	127.9	124.5	130.7	2.1	1.9	1.9	2.0
giu-26	131.7	128.2	124.9	131.0	2.0	1.8	1.8	1.9
lug-26	131.4	128.0	124.7	130.7	1.9	1.9	1.9	1.9
ago-26	131.8	128.5	125.2	131.0	1.9	1.9	1.9	1.9
set-26	131.8	128.6	125.3	131.1	1.9	1.9	1.9	1.8
ott-26	132.1	128.8	125.6	131.3	1.9	1.9	2.0	1.8
nov-26	131.7	128.5	125.1	130.9	1.9	2.0	2.1	1.9
dic-26	132.1	128.9	125.6	131.3	1.9	2.1	2.1	1.9
Media	131.2	127.7	124.3	130.5	1.9	1.9	1.9	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.

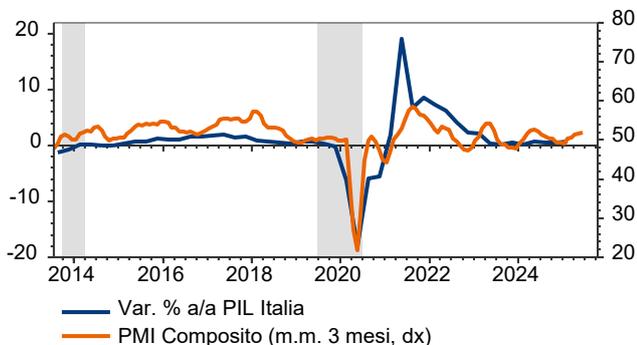
Previsioni

	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	1.9	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.8	1.4	-1.8	-1.5	1.4	1.9	1.7	2.1	0.5	1.1
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

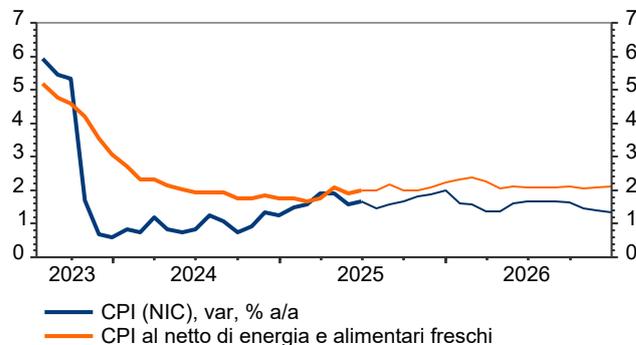
Italia

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	125.1	122.7	121.4	121.3	1.8	1.7	1.6	1.5
lug-25	123.7	123.0	121.7	121.6	1.6	1.5	1.4	1.3
ago-25	123.7	123.3	122.0	121.9	1.7	1.6	1.6	1.5
set-25	125.2	123.2	121.9	121.8	1.8	1.7	1.6	1.5
ott-25	125.8	123.4	122.0	121.9	2.0	1.8	1.7	1.5
nov-25	125.8	123.4	122.0	121.9	2.0	1.9	1.7	1.5
dic-25	126.0	123.6	122.3	122.2	2.1	2.0	1.7	1.7
Media	124.5	122.9	121.6	121.5	1.9	1.7	1.6	1.5

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	124.5	123.9	122.5	122.4	1.8	1.6	1.3	1.2
feb-26	124.6	124.0	122.7	122.6	1.7	1.6	1.2	1.2
mar-26	126.3	124.2	122.9	122.8	1.5	1.4	1.2	1.2
apr-26	126.8	124.3	122.8	122.7	1.5	1.4	1.2	1.2
mag-26	127.0	124.5	122.9	122.8	1.7	1.6	1.4	1.3
giu-26	127.4	124.8	123.1	123.0	1.8	1.7	1.4	1.4
lug-26	126.0	125.0	123.4	123.3	1.8	1.7	1.4	1.4
ago-26	125.9	125.4	123.7	123.6	1.8	1.7	1.4	1.4
set-26	127.4	125.2	123.6	123.5	1.8	1.6	1.4	1.4
ott-26	127.8	125.2	123.6	123.5	1.6	1.4	1.3	1.3
nov-26	127.7	125.1	123.6	123.5	1.5	1.4	1.3	1.3
dic-26	127.9	125.3	123.8	123.7	1.5	1.3	1.2	1.2
Media	126.6	124.7	123.2	123.1	1.7	1.5	1.3	1.3

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)	-3.4	-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	1.8	1.7	2.0	1.7	1.7
Produzione industriale (a/a)	-3.9	-0.5	0.3	-4.5	-4.3	-1.8	-0.6	0.1	0.2	0.0	-0.1
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.3	6.5	6.2	6.1	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	6.5
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

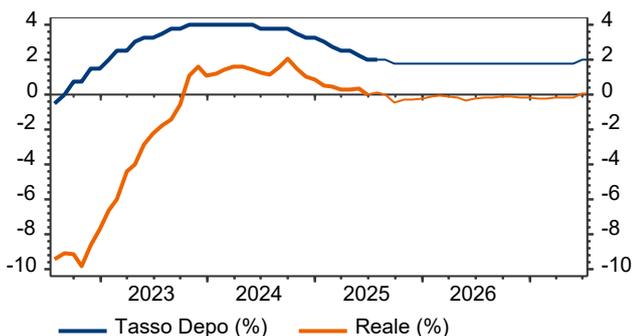
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	17/7	set	dic	mar	giu
Deposit rate	3.00	2.50	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	2.85	2.36	1.93	1.88	1.80	1.72	1.72	1.72
Euribor 3m	2.71	2.34	1.94	2.00	1.76	1.72	1.77	1.78

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

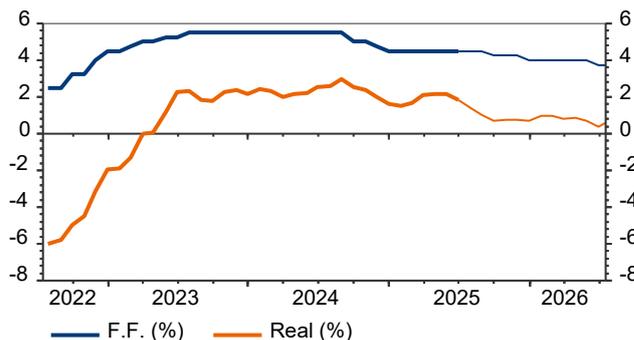


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	17/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75
OIS 3m	4.32	4.30	4.28	4.30	4.20	4.03	4.02	3.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

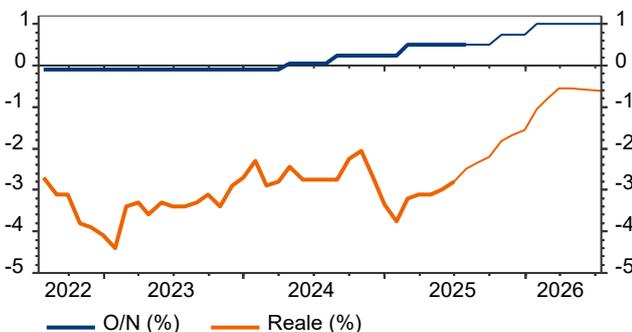


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	17/7	set	dic	mar	giu
O/N target	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00
OIS 3m	0.32	0.53	0.48	0.49	0.55	0.90	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

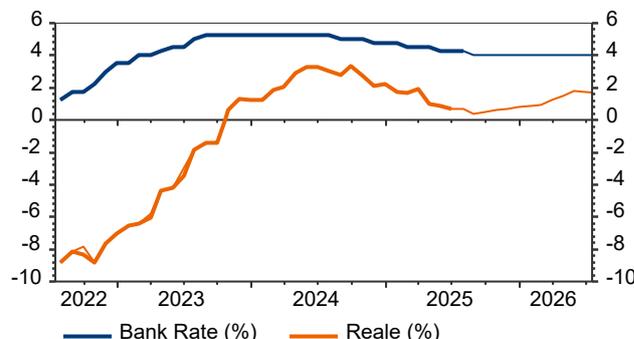


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	17/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	4.75	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	4.62	4.36	4.10	4.05	3.95	3.90	3.90	3.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	18/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.09	1.03	1.14	1.15	1.1634	1.16	1.15	1.16	1.17	1.18
USD/JPY	139	157	156	142	145	148.59	146	142	140	138	136
GBP/USD	1.31	1.30	1.22	1.32	1.35	1.3436	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
EUR/CHF	0.96	0.97	0.94	0.93	0.94	0.9330	0.93	0.94	0.95	0.96	0.97
EUR/JPY	155	171	160	162	167	172.89	169	163	162	161	160
EUR/GBP	0.86	0.84	0.84	0.86	0.86	0.8655	0.87	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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com