

Weekly Economic Monitor

Il punto

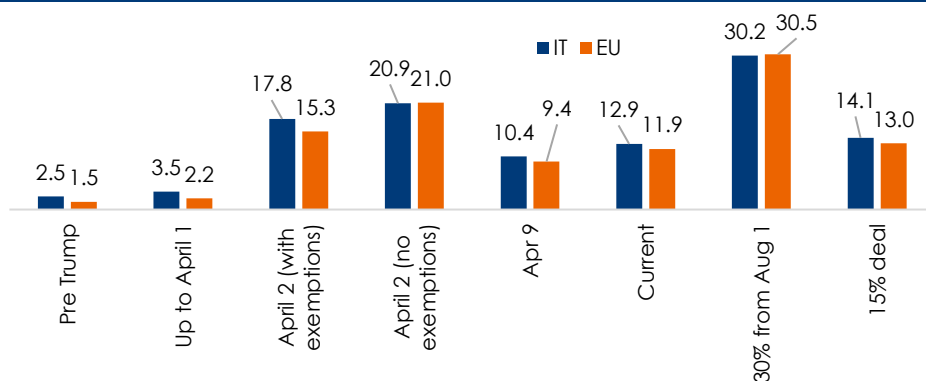
Negli Stati Uniti, gli accordi commerciali raggiunti col Giappone e (con buona probabilità) con la UE implicano che gli scenari più avversi saranno evitati, ma il livello corrente dei dazi salirà ancora rispetto all'attuale aliquota di base del 10%; in questo contesto, la Federal Reserve dovrebbe prendere ancora tempo in attesa della conclusione dei negoziati, nonché dell'impatto effettivo dei dazi su crescita e inflazione domestica, ma nel FOMC di settimana prossima si dovrebbe vedere almeno un dissenso (da parte di Waller, cui potrebbe forse aggiungersi Bowman). Nell'area euro, la BCE ha lasciato i tassi invariati come atteso, senza fornire alcuna indicazione per il futuro, e anzi i toni usati da Lagarde in conferenza-stampa sono sembrati leggermente più restrittivi rispetto al recente passato: un ultimo taglio a settembre non è certo, e l'asticella per vedere un nuovo intervento potrebbe essersi alzata. Intanto, i dati sul PIL del 2° trimestre attesi la settimana prossima dovrebbero vedere un rimbalzo negli Stati Uniti e un calo nell'Eurozona, per via del rientro del balzo dell'export verso gli USA registrato nel 1° trimestre per evitare gli incrementi tariffari.

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Guerra commerciale: proseguono gli accordi con i paesi asiatici, vicina l'intesa con la UE.** Il presidente Trump ha annunciato un accordo con il **Giappone**, che prevede un dazio generale al 15% che si estenderebbe ad auto e componenti (restano esclusi acciaio e alluminio, confermati al 50%). L'accordo include investimenti giapponesi per 550 miliardi di dollari negli Stati Uniti e l'apertura dei mercati nipponici ad auto, camion, riso e specifici prodotti agricoli. Intanto sono stati formalizzati gli accordi con **Indonesia e Filippine**, che prevedono tariffe al 19%. Parallelamente, avanzano i colloqui con la Corea del Sud: Seul sta valutando un fondo da almeno 100 miliardi di dollari (sostenuto da colossi come Samsung, SK, Hyundai e LG) per investimenti negli Stati Uniti, in cambio di un accordo che fisserebbe i dazi al 15% e includerebbe impegni di acquisto di beni statunitensi (aerei, prodotti agricoli, energia), replicando lo schema giapponese. Per quanto riguarda il negoziato con la **Cina**, il Segretario al Tesoro Bessent incontrerà i delegati di Pechino la prossima settimana a Stoccolma per estendere formalmente la tregua oltre il 12 agosto, discutendo anche di acquisti cinesi di beni statunitensi e dell'eccesso di capacità industriale del gigante asiatico. Sul fronte nordamericano, **Messico e Canada** stanno intensificando i colloqui con Washington: Ottawa aveva già sospeso la digital tax e

È vicino un accordo tra USA e UE che eviterebbe il minacciato aumento dei dazi al 30% dal 1° agosto. L'aliquota media effettiva per UE e Italia (al 13% e sopra il 14%, rispettivamente) sarebbe comunque superiore sia a quella corrente, sia soprattutto all'era pre-Trump



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati World Bank

25 luglio 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

avviato un negoziato su legname, metalli e servizi digitali, mentre il governo messicano si è detto fiducioso dopo i progressi riscontrati sul controllo dei flussi migratori e nella lotta al traffico di fentanyl. Per quanto riguarda la **UE**, due diplomatici europei hanno dichiarato che l'intesa sui dazi tra USA e UE è più vicina, con un accordo che ricalcherebbe quello siglato con il Giappone e che dunque includerebbe un dazio del 15%, che dovrebbe estendersi anche al settore auto. In tal caso, ipotizzando che il settore farmaceutico resti esente e che le tariffe su acciaio e alluminio siano confermate al 50%, **l'aliquota media effettiva verso la UE si attesterebbe al 13%, al di sotto del 30% minacciato ma in aumento rispetto all'11,9% attuale (e soprattutto, rispetto all'1,5% medio pre-Trump).**

Secondo il [Budget Lab](#), i dazi statunitensi introdotti fino al 22 luglio – comprese le tariffe "ridotte" per Giappone (15%), Indonesia e Filippine (19%) – spingeranno l'aliquota media effettiva al 20,2% nel breve termine (massimo dal 1911) e al 19,3% nel lungo periodo (livello più alto dal 1933). **L'impatto sui prezzi al consumo è stimato in +2% nel breve periodo e +1,7% a regime.** I rincari colpiscono soprattutto scarpe, abbigliamento e auto. L'impatto sul PIL reale sarebbe di -0,8% nel 2025 e di -0,4% nel lungo periodo, con 594 mila posti di lavoro in meno e tasso di disoccupazione in aumento di quattro decimi. Il gettito tariffario nel 2026-2035 raggiungerebbe 2.900 miliardi di dollari (2.500 mld al netto della minore crescita del PIL).

- **Fiducia dei consumatori in ripresa a luglio.** La rilevazione preliminare dell'Università del Michigan è salita più del previsto a 61,8, il livello più alto da cinque mesi, da 60,7 di giugno. Le aspettative di inflazione sono arretrate da 5% a 4,4% sull'orizzonte a 1 anno e da 4% a 3,6% a 5-10 anni (entrambe ai minimi da febbraio, pur in aumento rispetto a fine 2024).
- **Segnali di diffusa debolezza sul mercato immobiliare.** A giugno le vendite di case esistenti sono diminuite assai più del previsto (-2,7% m/m da +1% precedente). Sia le vendite di nuove abitazioni (+4,3% m/m da -13,7%), sia i permessi edilizi (+0,2% m/m da -2%) sia le aperture di nuovi cantieri (+4,6% m/m da -9,7%) hanno registrato un rimbalzo solo parziale a giugno dopo la flessione di maggio.

■ La prossima settimana:

- [Dalla riunione del FOMC del 30-31 luglio non dovrebbero emergere sorprese sui tassi, attesi rimanere fermi al 4,25-4,50%.](#) Lo scenario macroeconomico resta incerto, con segnali di moderato rallentamento della crescita e dati di inflazione sinora favorevoli, ma che sono attesi risentire nei prossimi mesi dell'impatto dei dazi. Il sentiment all'interno del FOMC si è mantenuto in media su posizioni moderatamente restrittive, ma le divisioni appaiono crescenti. È assai probabile che si registri almeno un dissenso da parte di chi (come Waller, cui potrebbe aggiungersi Bowman) preferirebbe tagliare i tassi già alla riunione di luglio. Il nostro scenario di base resta quello di due riduzioni entro fine anno, con una prima mossa tra settembre e ottobre.
- **PIL del 2° trimestre atteso in ripresa sulla scia del calo dell'import.** Ci aspettiamo un rimbalzo attorno al 2% t/t ann., con qualche rischio verso l'alto. La stima è incerta perché dipenderà dall'entità della flessione delle importazioni dopo l'impennata vista a inizio anno per evitare i dazi. I consumi sono visti in moderata riaccelerazione dopo la frenata del 1° trimestre, mentre gli investimenti dovrebbero flettere dopo il balzo dei primi mesi dell'anno. A nostro avviso, **dopo il rimbalzo "tecnico" dei mesi primaverili, il PIL è destinato a tornare a rallentare nella seconda metà dell'anno.**
- **Redditi e spesa personale tornano a crescere a giugno, ma riaccelerano anche i deflatori.** A giugno, il reddito personale dovrebbe rimbalzare di 0,3% m/m, dopo il calo di -0,4% a maggio (il primo dal 2021); la spesa è attesa crescere di 0,4% m/m dopo il -0,1% del mese precedente. Anche i deflatori dei consumi sono visti in riaccelerazione, entrambi a 0,3% m/m.
- **Employment report (luglio): attesi segnali più evidenti di rallentamento del mercato del lavoro.** Il ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro dovrebbe frenare a luglio a 115 mila

unità dopo le 147 mila di giugno, e il tasso di disoccupazione è atteso risalire di un decimo al 4,2%. I salari orari sono visti in riaccelerazione a 0,3% m/m, dopo la moderazione a 0,2% di giugno.

- **ISM manifatturiero di luglio visto in ripresa a 49,8 da 49 di giugno.** Sarà importante in particolare monitorare, oltre che l'indice dei nuovi ordini, le indicazioni delle imprese sull'occupazione (in territorio di contrazione per quasi tutto l'ultimo anno) e sui prezzi pagati (che a giugno restavano molto vicini ai massimi da quasi tre anni).

Area euro

■ Questa settimana:

- **BCE: tassi invariati, nessuna indicazione per il futuro.** Come ampiamente atteso, il Consiglio Direttivo della BCE ha lasciato i tassi di riferimento invariati (il tasso sui depositi al 2%). Il comunicato stampa è stato eccezionalmente breve e non contiene grandi novità, sottolineando che le pressioni sui prezzi interni "hanno continuato ad attenuarsi, con una crescita più lenta dei salari" e che l'economia "ha finora dato prova di resilienza" in un contesto globale "difficile", ma le prospettive "rimangono eccezionalmente incerte".

I toni adottati da Christine Lagarde in conferenza stampa sono stati neutrali o meno dovish di quanto ci si potesse attendere: in primo luogo, si è mostrata più fiduciosa rispetto al passato riguardo alle prospettive di crescita, affermando che l'attività sta "evolvendo leggermente meglio del previsto" e che la resilienza dell'economia a inizio anno non è dovuta solo all'anticipo delle consegne verso gli USA, ma anche al rafforzamento di consumi e investimenti. Inoltre, ha ribadito che le proiezioni dello staff di giugno (che vedono un'inflazione all'1,6% prossimo anno) implicano che la BCE non si discosterà "in modo significativo" dall'obiettivo. Infine, le osservazioni sulle future mosse dei tassi di interesse, sia pur vaghe, sono state leggermente più restrittive rispetto alle precedenti conferenze stampa: Lagarde ha ribadito che la BCE si trova "in una buona posizione" e che dovrà attendere nuovi dati prima di intraprendere ulteriori azioni. In sintesi, **manteniamo per ora la previsione di un ultimo taglio dei tassi a settembre, che però, visti i toni usati in conferenza-stampa dalla Lagarde, non è affatto certo.** Nulla è predeterminato, anzi l'asticella per vedere nuovi tagli, come dichiarato da Isabel Schnabel di recente, sembra essere più alta: una nuova riduzione appare ora possibile solo in caso di ulteriore flessione dell'inflazione, o di inaspettato indebolimento dell'attività economica.

- **Indagini di fiducia di luglio. Il PMI composito è salito, circa in linea con le attese, a 51 da 50,6 precedente,** trainato più dai servizi (51,2 da 50,5), che hanno ormai assorbito il rallentamento visto in aprile e maggio, che dal settore manifatturiero (49,8 da 49,5). Le prospettive rimangono incerte, tra il supporto della politica monetaria nonché dall'annunciata espansione fiscale in Germania e il freno dalla restrizione delle politiche commerciali negli Stati Uniti. Nel complesso, le indagini restano compatibili con ritmi di crescita ancora fiacchi per l'area euro nel trimestre in corso. **In Germania l'IFO è salito per l'ottavo mese consecutivo, raggiungendo un massimo da oltre un anno.** In Francia l'indice composito **INSEE** di fiducia delle imprese è rimasto invariato a 96, ancora ben al di sotto sia della media storica che dei livelli del 2024, frenato dalla restrizione fiscale e dall'incertezza di politica economica; l'indagine registra un calo del morale nell'industria (a 96 da 97) e nel commercio al dettaglio, a fronte di una stabilizzazione negli altri settori. **In Italia le indagini ISTAT sono risultate miste,** avendo registrato da un lato un rimbalzo per la fiducia dei consumatori nonché delle imprese del commercio al dettaglio e del manifatturiero, dall'altra una correzione del morale delle aziende dei servizi e delle costruzioni. Infine, la stima flash dell'indice di **fiducia dei consumatori della Commissione Europea** ha messo a segno un rialzo più ampio del previsto, a -14,7 da -15,3 precedente, tornando molto vicina al livello dello scorso marzo ovvero azzerando le perdite registrate dopo l'annuncio dei dazi americani di inizio aprile; a meno di nuovi shock, è possibile che

il morale delle famiglie possa riprendere un trend di recupero riallineandosi ai fondamentali piuttosto solidi su occupazione e reddito.

La **Bank Lending Survey** della BCE ha registrato una sostanziale stabilità delle condizioni creditizie sul credito alle imprese ma una **restrizione su mutui e prestiti al consumo** (comunque minore rispetto a quanto anticipato nella precedente rilevazione). Le banche intervistate segnalano che l'incertezza geopolitica e le tensioni commerciali non hanno contribuito particolarmente alla stretta. Le istituzioni finanziarie si aspettano che gli standard di credito nel trimestre in corso rimarranno invariati per i prestiti alle imprese, si allentino per i mutui e si restringano ulteriormente sul credito al consumo. Le banche riportano un lieve aumento della domanda di credito da parte delle imprese (dopo il calo del trimestre precedente), ma la domanda finalizzata a finanziare nuovi investimenti e le esigenze del capitale circolante è rimasta sostanzialmente stagnante. **Prosegue invece a ritmi sostenuti la ripresa della domanda di mutui**, sulla scia del calo dei tassi. La crescita della domanda dovrebbe proseguire, sia tra le imprese che tra le famiglie (ma solo per quanto riguarda le abitazioni), anche nel 3° trimestre.

■ La prossima settimana:

- **PIL decisamente meno brillante nel 2° trimestre rispetto a inizio anno.** Il 1° trimestre, nell'aggregato dell'**area euro** (e in alcuni paesi come Germania e Italia), è risultato più forte delle attese per via di fattori temporanei legati all'anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti in vista del Liberation Day; tale processo dovrebbe essersi invertito nei mesi primaverili (tranne che in quei settori, come la farmaceutica, che non sono ancora soggetti all'aumento dei dazi), determinando un contributo negativo del commercio estero al PIL nel 2° trimestre. Sul fronte della domanda domestica, viceversa, i dati sulla produzione nell'industria e nelle costruzioni, nonché quelli su commercio al dettaglio e immatricolazioni di auto, hanno offerto segnali incoraggianti. In sintesi, l'ampio calo dell'export potrebbe essere parzialmente compensato da una ripresa di consumi e investimenti domestici: il PIL area euro potrebbe quindi registrare una contrazione (stimiamo di -0,3%, per effetto di paesi minori altamente esposti verso gli USA come l'Irlanda), dopo il +0,6% t/t di inizio anno (su cui aveva inciso per tre decimi proprio l'economia irlandese). In **Germania** negli ultimi anni i primi due trimestri dell'anno hanno registrato un'accentuata volatilità stagionale, con un progresso a inizio anno che tipicamente si inverte nei mesi primaverili: questa dinamica potrebbe essere stata accentuata dal balzo dell'export, soprattutto verso gli Stati Uniti, a inizio anno, che dovrebbe essere tornato a calare durante la primavera; prevediamo quindi una stagnazione dopo il progresso di 0,3% t/t a inizio anno. In **Italia** si registra di recente un andamento divergente tra PMI in miglioramento e indagini Istat in calo, mentre i dati reali segnalano una sostanziale stagnazione dell'attività manifatturiera ma un progresso nell'edilizia; il calo dell'export dovrebbe però tradursi in un rallentamento della crescita del PIL a 0,1% t/t da 0,3% precedente. Francia e Spagna hanno beneficiato meno del processo di front-loading nel 1° trimestre; perciò, dovrebbero registrare un andamento meno volatile rispetto a inizio anno. In **Francia** stimiamo una stabilizzazione della crescita al ritmo di 0,1% t/t: sia le indagini che i dati reali più recenti confermano la debolezza corrente del ciclo, appesantito dalla restrizione fiscale e dall'incertezza politica interna. La **Spagna** dovrebbe continuare a performare meglio della media dell'Eurozona (il blackout di fine aprile non dovrebbe aver avuto un impatto significativo sull'attività economica): ci aspettiamo una stabilizzazione del ritmo di espansione allo 0,6% t/t messo a segno nei primi tre mesi del 2025.
- **Inflazione di luglio attesa in calo.** L'IPCA in area euro potrebbe tornare a calare, stimiamo di un decimo a 1,9% a/a. Anche le misure sottostanti sono attese cedere un decimo: al 2,3% a/a l'indice al netto di energia e alimentari freschi e al 2,2% a/a escludendo energia, alimentari, alcool e tabacco. Anche in Italia ci aspettiamo una flessione, a 1,6% a/a da 1,8% su base armonizzata e a 1,5% a/a da 1,7% sull'indice nazionale.

- I dati sul **mercato del lavoro** di giugno sono attesi mostrare un tasso di disoccupazione invariato al 6,3% in Eurozona e in calo di due decimi al 6,3% in Italia. A maggio la brusca e inattesa risalita del tasso dei senza lavoro italiano era dovuta a un aumento della forza lavoro per via di un ampio calo degli inattivi, in un contesto di crescita piuttosto sostenuta degli occupati.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (28 luglio – 1° agosto)

		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Mar	29/7	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T2	0.6	%	0.6
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		giu	5.3	Mld €	
		10:30	GB	Credito al consumo		giu	0.859	Mld £	
		11:00	BEL	PIL t/t prelim		T2	0.4	%	
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		giu	-96.6	Mld \$	-94.5
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		mag	3.4	%	
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mag	-0.4	%	
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	lug	93.0		
Mer	30/7	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T2	0.1	%	0.1
		07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	giu	0.2	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		giu	1.6	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	-1.6	%	0.5
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		lug	2.3	%	
		09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T2	0.4	%	
		09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T2	2.5	%	
		10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T2	0.7	%	
		10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T2	0.3	%	0.1
		10:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T2	0.4	%	-0.1
		10:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T2	0.0	%	0.2
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T2	0.6	%	0.0
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T2	1.5	%	1.2
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	lug	94.0		94.5
		11:00	EUR	Fiducia industria		lug	-12.0		-11.0
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		lug	prel -14.7		
		11:00	EUR	Fiducia servizi		lug	2.9		3.4
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mag	1.5	%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mag	1.1	%	
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		lug	-33	x1000	
		14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T2	-0.5	%	2.5
Gio	31/7	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		giu	1.9	(2-2) %	1.8
		01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		giu	-0.1	%	-0.6
		03:30	CN	PMI composito - Caixin		lug	50.7		
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		lug	50.5		
		03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	lug	49.7		49.7
		07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		lug	34.5		
		08:00	GER	Prezzi import a/a		giu	-1.1	%	
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	lug	0.9	%	
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	lug	11	x1000	15
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		lug	6.3	%	6.4
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	giu	6.5	%	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	lug	1.8	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	lug	0.2	%	
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	lug	0.2	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	lug	1.7	%	
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	giu	6.3	%	6.3
		12:00	ITA	PPI m/m	0	giu	-0.7	%	
		12:00	ITA	PPI a/a	0	giu	1.7	%	
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	lug	0.0	%	0.2
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	lug	2.0	%	1.8
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	lug	0.1	%	
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	lug	2.0	%	1.9
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.951	(1.955) Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	217	x1000	
		14:30	USA	Costo del lavoro	*	T2	0.9	%	0.8
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	giu	0.2	%	0.3
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	giu	2.3	%	
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	giu	-0.1	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	giu	2.7	%	
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		giu	-0.4	%	0.2
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	lug	40.4		

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 (28 luglio – 1° agosto)

Calendario dei dati macroeconomici (20 luglio - 1 agosto)									
Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Ven	1/8	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		giu	2.5	%	2.5
		01:30	GIA	Job to applicant ratio		giu	1.2		1.3
		02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 48.8		
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	lug	50.4		50.5
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	lug	48.4		
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 48.4		
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 49.2		
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 49.8		
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		giu	1.3	%	
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	lug	48.2		
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	lug	2.0	%	1.9
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	lug	2.4	%	
		14:30	USA	Salari orari m/m		lug	0.2	%	0.3
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	lug	147	x1000	102
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	lug	4.1	%	4.2
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		lug	49.5		
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		lug	prel 61.8		
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		giu	-0.3	%	
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	lug	49.0		49.6

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 (28 luglio – 1° agosto)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	28/7	09:30	EUR	Discorso di Escrivá (BCE)
Mer	30/7	20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione ISP: tasso fed funds invariato a 4,25%-4,50%)
Gio	31/7	GIA	** Riunione BoJ (previsione ISP: tasso a breve invariato a 0,50%)	
		08:30	GIA	* Conferenza stampa del Governatore Ueda (BoJ)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice anticipatore m/m	giu	0.0 (-0.1)	%	-0.2	-0.3
Vendite di case esistenti (mln ann.)	giu	4.04 (4.03)	Mln	4.00	3.93
Richieste di sussidio	settim	221	x1000	226	217
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.951 (1.956)	Mln	1.960	1.955
Markit PMI Manif. prelim.	lug	52.9		52.7	49.5
Markit PMI Servizi prelim.	lug	52.9		53.0	55.2
Markit PMI Composito prelim.	lug	52.9			54.6
Vendite di nuove case (mln ann.)	giu	0.623	Mln	0.650	0.627
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	giu	16.4	%	-10.8	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	giu	0.5	%	0.1	

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

Fonte: LSEG Datastream

Fed in stand-by, aumentano le divisioni interne. Dalla riunione del FOMC del 30-31 luglio non dovrebbero emergere sorprese sui tassi, attesi rimanere fermi al 4,25-4,50%. Lo scenario macroeconomico resta incerto, con segnali di moderato rallentamento della crescita e dati di inflazione sinora favorevoli, ma che sono attesi risentire dell'impatto dei dazi nei prossimi mesi. Il sentiment all'interno del FOMC si è mantenuto in media su posizioni moderatamente restrittive, ma le divisioni appaiono crescenti. È probabile che si registri almeno un dissenso da parte di chi (come Waller, cui potrebbe aggiungersi Bowman) preferirebbe tagliare i tassi già alla riunione di luglio. Il nostro scenario di base resta quello di due riduzioni entro fine anno, con una prima mossa tra settembre e ottobre.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	lug	-10.1			
EUR	Fiducia consumatori flash	lug	-15.3		-15.0	-14.7
EUR	PMI servizi prelim	lug	50.5		50.7	51.2
EUR	PMI composito prelim	lug	50.6		50.8	51.0
EUR	PMI manifatturiero prelim	lug	49.5		49.7	49.8
EUR	M3 dest. a/a	giu	3.9	%	3.7	3.3
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	lug	97 (96)		96	96
FRA	PMI servizi prelim	lug	49.6		49.6	49.7
FRA	PMI manifatturiero prelim	lug	48.1		48.5	48.4
FRA	Fiducia consumatori	lug	88		88	89
GER	Fiducia consumatori	ago	-20.3		-19.2	-21.5
GER	PMI servizi prelim	lug	49.7		50.0	50.1
GER	PMI manifatturiero prelim	lug	49.0		49.5	49.2
GER	IFO	lug	88.4		89.0	88.6
GER	IFO (sit. corrente)	lug	86.2		86.7	86.5
GER	IFO (attese)	lug	90.6 (90.7)		91.1	90.7
ITA	Fiducia delle imprese manif.	lug	87.3 (87.3)		87.7	87.8
ITA	Fiducia consumatori	lug	96.1		96.0	97.2

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

Fonte: LSEG Datastream

PMI area euro: miglioramento in linea con le attese. A luglio il PMI composito rileva un'espansione coerente con le nostre attese, più in virtù dei servizi, che hanno ormai assorbito il rallentamento dei dati di aprile-maggio, che per via della manifattura. La prospettiva su quest'ultimo settore rimane incerta, in quanto divisa tra lo stimolo alla domanda aggregata - derivante dalla politica monetaria e dalle attese per il supporto fiscale tedesco - e l'incertezza relativa alla politica commerciale americana, che potrebbe frustrare la domanda globale. I progressi rilevati nell'Eurozona sembrano essere stati trainati più da Italia e Spagna, che da Francia e Germania. I dati sui prezzi confermano il proseguimento del percorso di normalizzazione per l'inflazione

servizi. Il nostro scenario di ripresa a ritmi ancora contenuti, intorno all'1% nel biennio 2025-26, rimane invariato.

Germania: migliora l'IFO, ma crescita anemica. A luglio l'indice IFO è salito a 88,6 da 88,4 precedente, con progressi modesti sia per la situazione corrente (a 86,5 da 86,2) che per le aspettative (a 90,7 da 90,6 rivisto): il primo indicatore registra comunque un massimo da agosto 2024, mentre il secondo rileva un massimo da più di due anni a questa parte. Nel complesso, sia l'IFO che il PMI offrono segnali di ripresa del ciclo tedesco, seppur da bassi livelli di partenza e sotto il vincolo di una crescita anemica nei trimestri centrali dell'anno. Su base settoriale a luglio il miglioramento è limitato alla manifattura e alle costruzioni, mentre correggono servizi e commercio. Il nostro scenario prevede una crescita del PIL allo 0,3% nel 2025 e un'accelerazione ad almeno l'1% nell'anno seguente quando l'impatto dello stimolo fiscale potrebbe iniziare a trasferirsi all'economia reale.

Italia: in recupero la fiducia delle famiglie, corregge quella delle imprese. A luglio le indagini Istat sono risultate miste, in quanto mostrano da un lato un rimbalzo per la fiducia dei consumatori nonché delle imprese del commercio al dettaglio e del settore manifatturiero, dall'altra una correzione del morale delle aziende dei servizi e delle costruzioni. I dati non contraddicono la nostra idea di un PIL poco più che stagnante nei trimestri centrali del 2025. L'eventuale accordo commerciale USA-UE consentirebbe di evitare gli scenari più avversi in tema dazi, ma l'economia italiana si troverebbe comunque a fronteggiare un livello di tariffe verso gli USA più elevato non solo di quello degli anni scorsi ma anche di quello corrente.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	lug	50.1		48.8

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

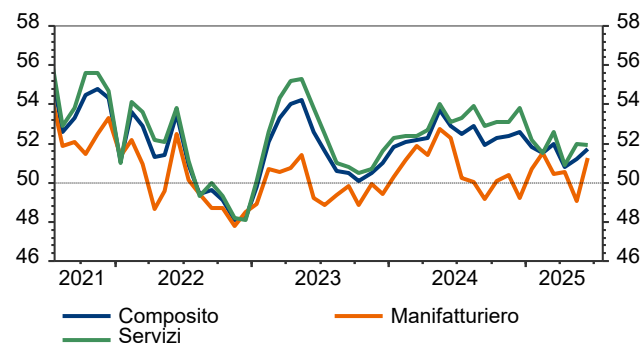
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	lug	3.00	%	3.00
Tasso prime rate a 5 anni	lug	3.50	%	3.50

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

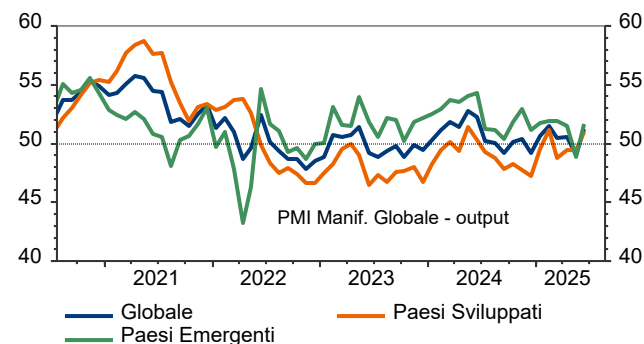
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



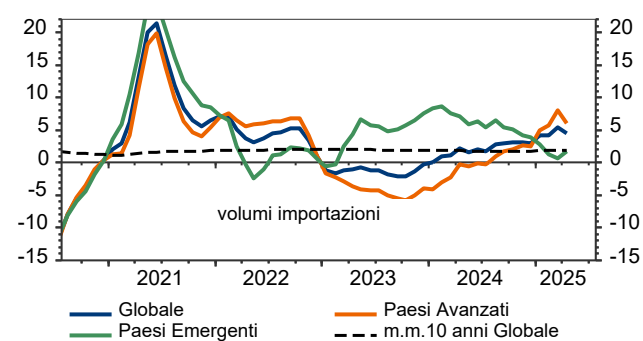
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



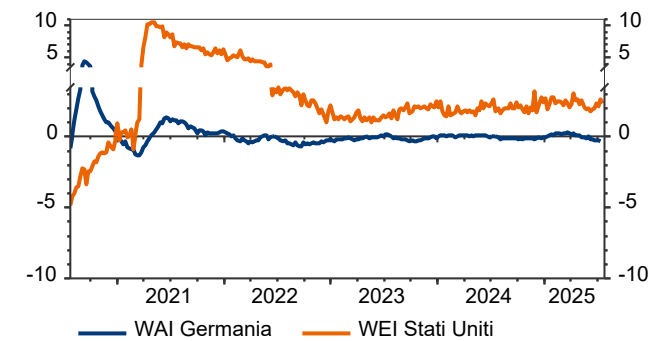
Fonte: S&P Global

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



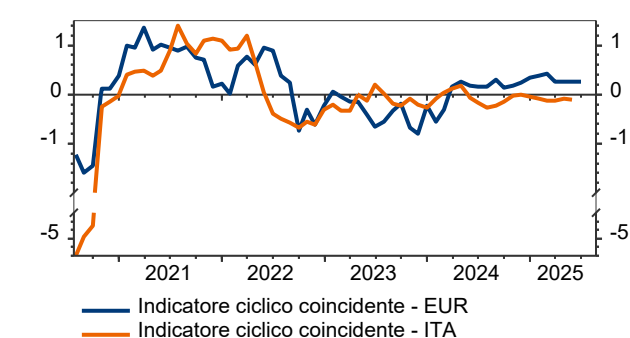
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



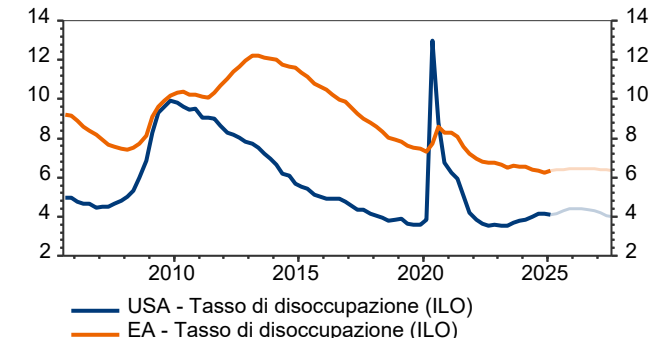
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

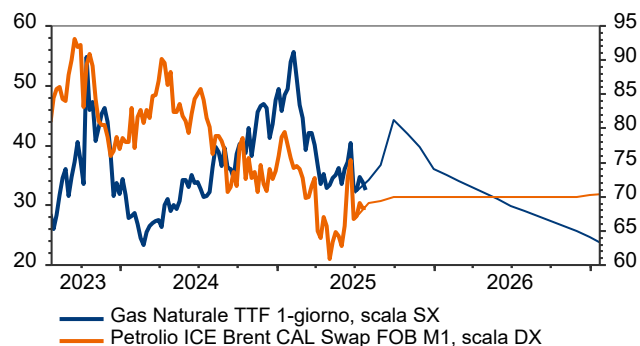
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

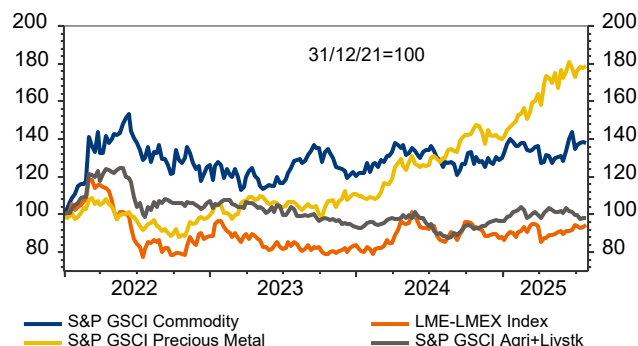
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



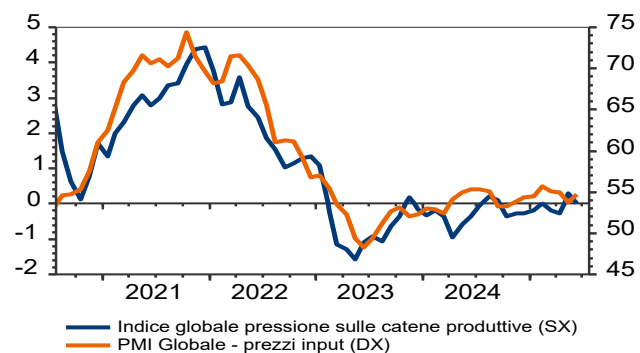
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



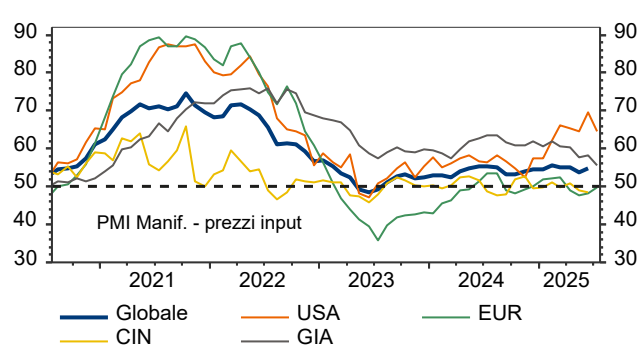
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



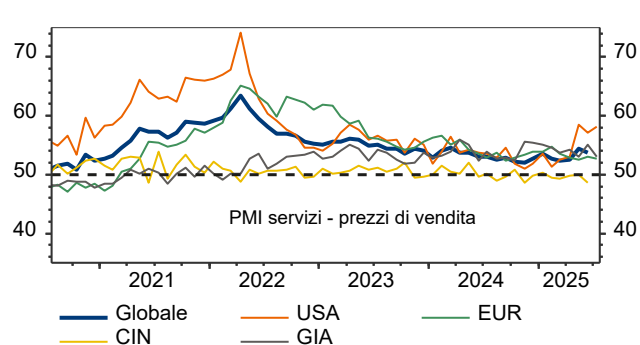
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



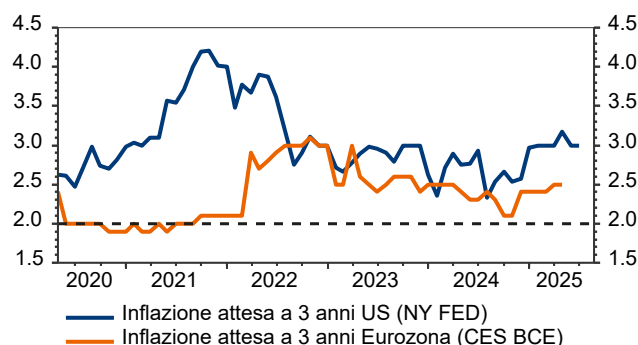
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

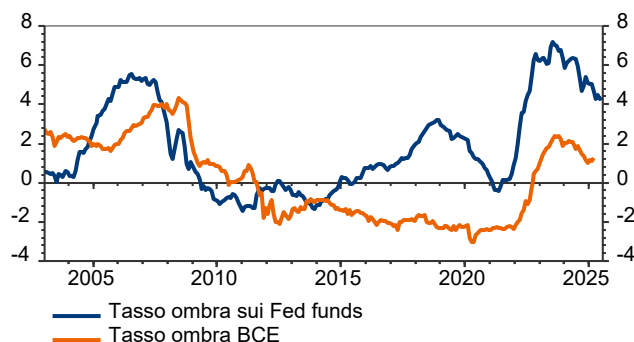
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

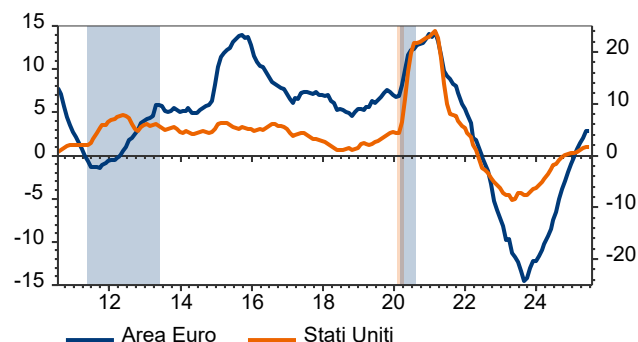
Condizioni Finanziarie

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



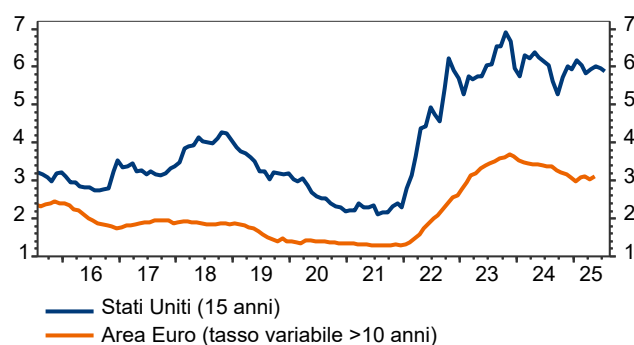
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



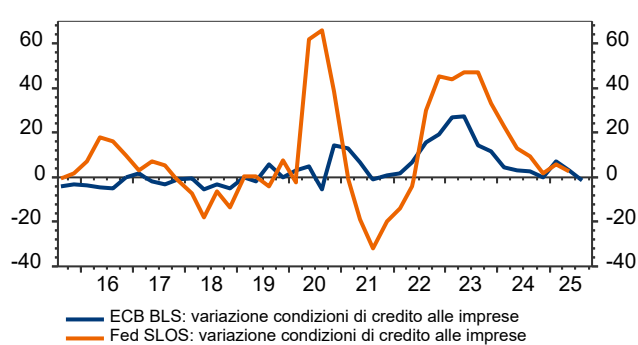
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



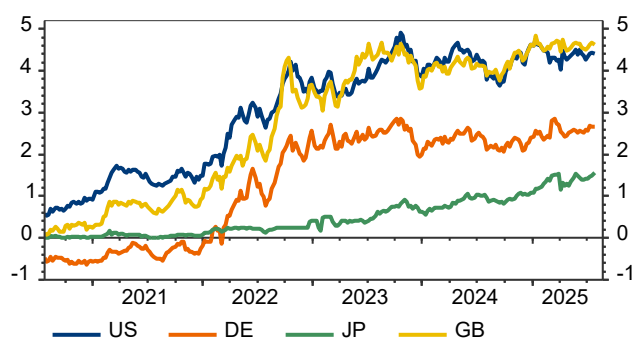
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



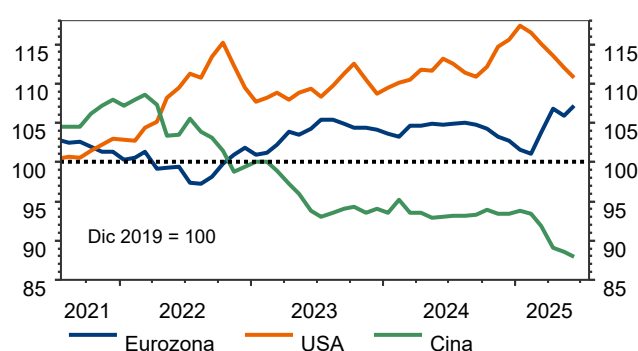
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

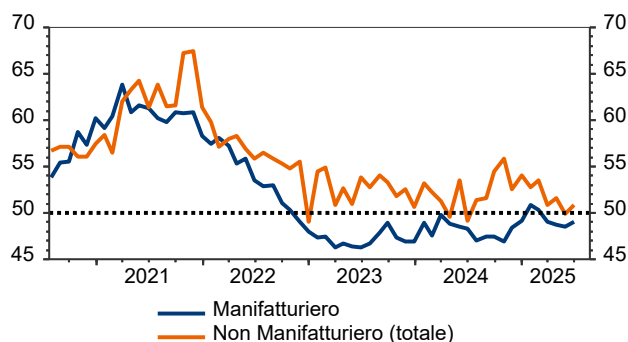
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

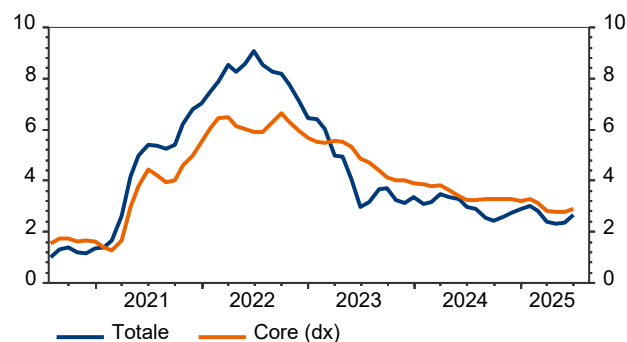
Stati Uniti

Indagini ISM



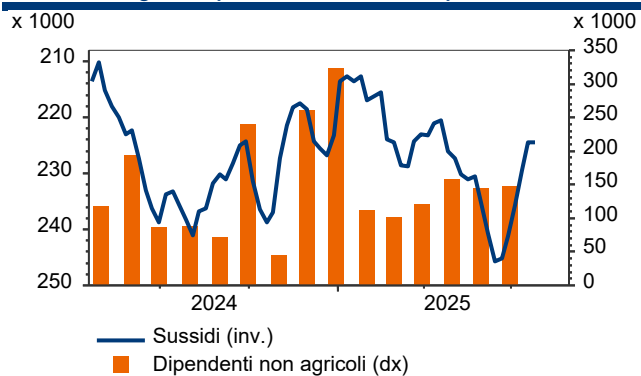
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



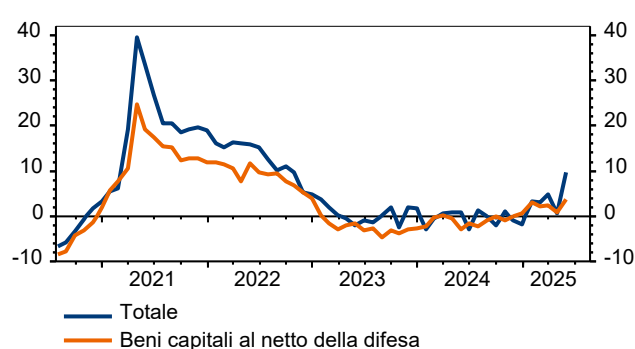
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

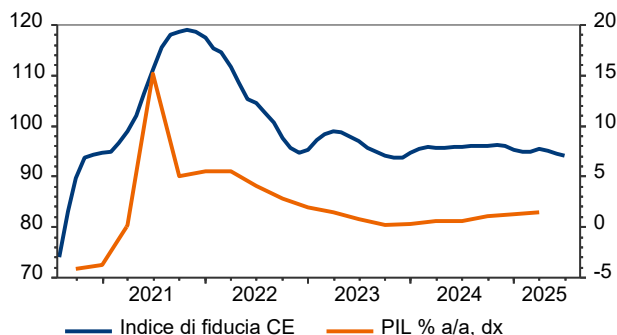
Previsioni

	2024	2025	2026								
				2024	2025	2025	2025	2025	2025	2026	2026
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.5	1.6	2.7	2.5	2.0	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	2.4	3.4	3.4	3.1	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
Disoccupazione (%)	4.0	4.3	4.4	4.2	4.1	4.1	4.2	4.5	4.5	4.4	4.4

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

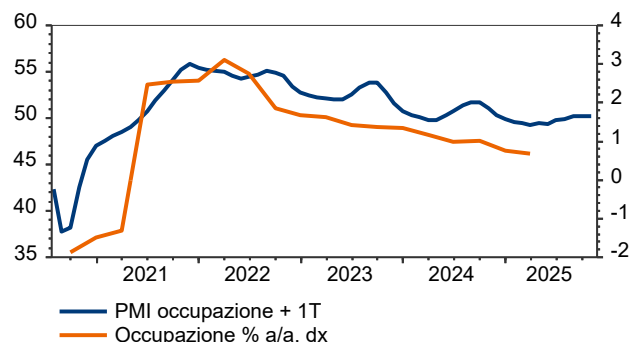
Area euro

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
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	128.2	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	128.9	2.0	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	2.2	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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex tob	IPCA
gen-26	129.1	125.2	121.4	128.4	1.8	2.0	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	2.0	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	132.0	128.8	125.6	131.3	1.9	1.9	2.0	1.8
nov-26	131.7	128.5	125.1	130.9	2.0	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.

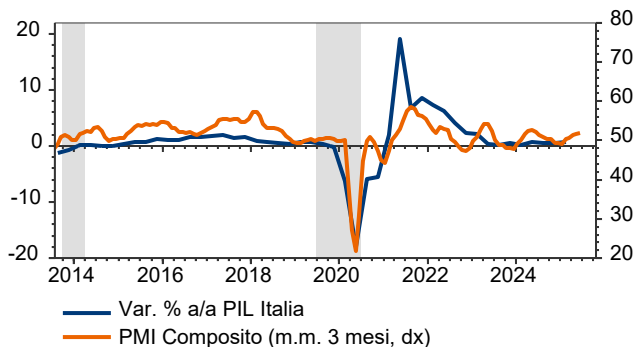
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	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	2.1	1.9	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.8	1.4	-1.8	-1.5	1.4	1.9	1.7	2.1
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

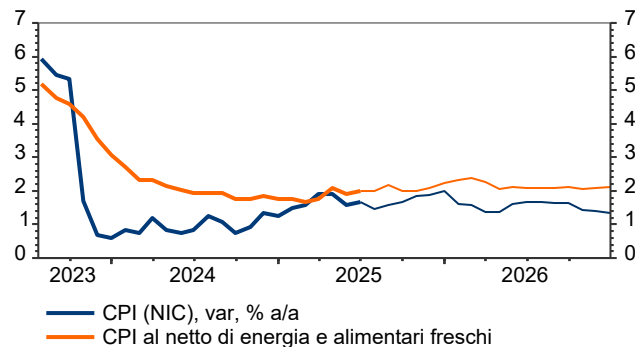
Italia

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	125.1	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	1.7	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	124.7	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	125.3	123.7	123.6	1.8	1.6	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	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	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	0.8	0.9
- t/t	-0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	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	0.3	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	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	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	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	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	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	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	-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	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	4.0

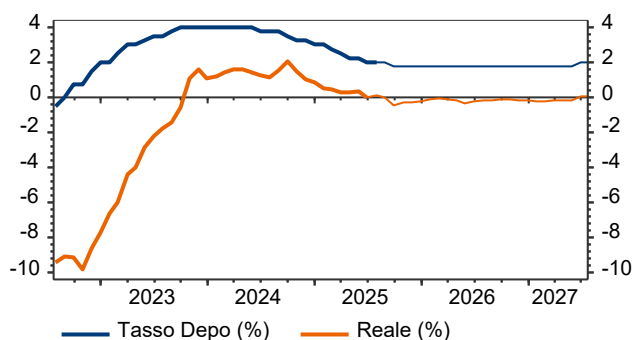
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	24/7	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	1.97	1.76	1.72	1.77	1.78

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

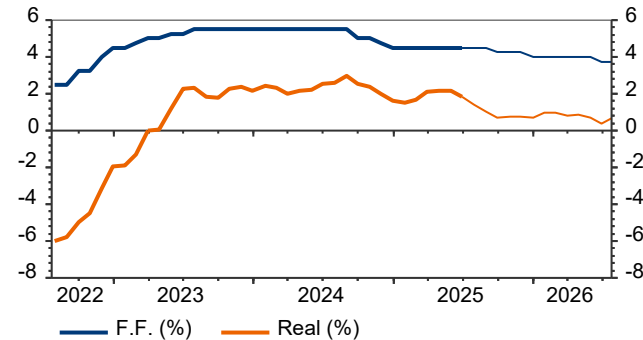


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	24/7	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	4.28	4.20	4.03	4.02	3.85

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

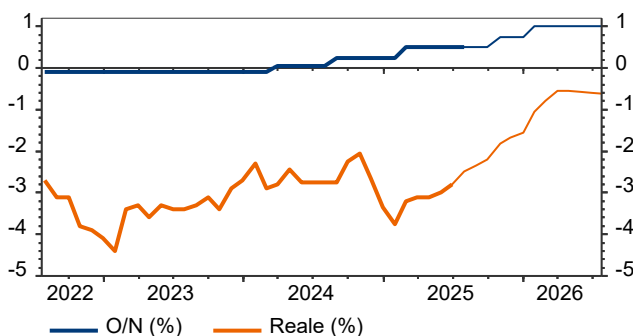


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	24/7	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	0.52	0.55	0.90	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

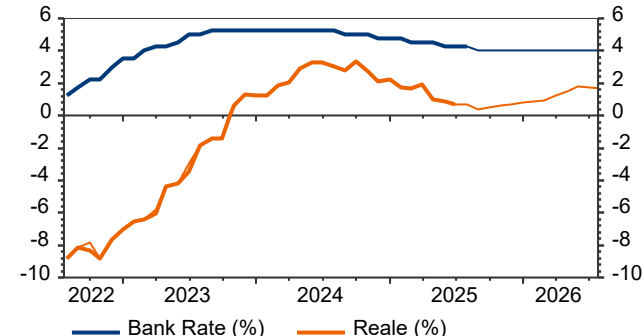


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	24/7	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	4.03	3.95	3.90	3.90	3.80

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	25/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.09	1.05	1.14	1.16	1.1736	1.16	1.15	1.16	1.17	1.18
USD/JPY	141	154	156	144	146	147.86	146	142	140	138	136
GBP/USD	1.29	1.29	1.25	1.33	1.36	1.3459	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
EUR/CHF	0.96	0.95	0.95	0.94	0.94	0.9348	0.93	0.94	0.95	0.96	0.97
EUR/JPY	156	166	164	163	169	173.56	169	163	162	161	160
EUR/GBP	0.86	0.84	0.84	0.85	0.85	0.8718	0.87	0.85	0.86	0.86	0.86

Fonte: elaborazioni e previsioni 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