

Weekly Economic Monitor

Il punto

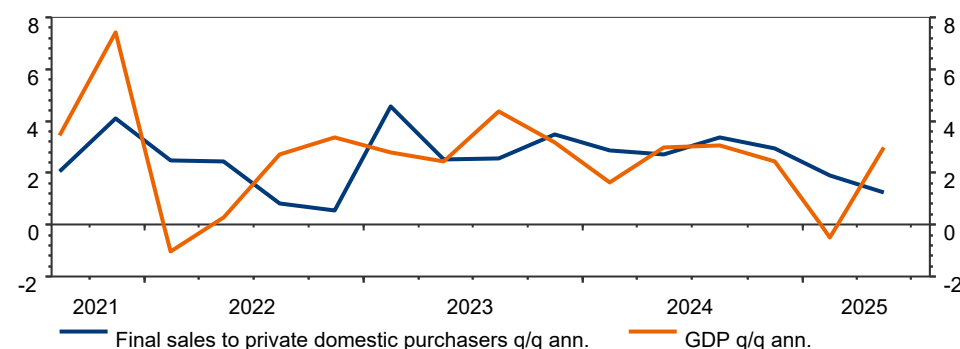
Negli Stati Uniti, il FOMC ha lasciato i tassi invariati ma ha registrato due dissensi di membri del Board per la prima volta dal 1993; i toni di Powell sono stati molto cauti, lasciando intendere che la decisione se tagliare i tassi a settembre sarà totalmente dipendente dai dati in arrivo. Nel frattempo, l'economia mostra segnali di moderazione della domanda interna che potrebbero essere coerenti con una riduzione dei tassi, a patto però che l'inflazione non salga troppo. Maggiori evidenze in tal senso si avranno, oltre che dall'employment report di oggi pomeriggio, dai dati in uscita in agosto su ISM e CPI/PPI; Jackson Hole sarà come al solito un appuntamento molto importante per capire le mosse della Fed a settembre. Nell'area euro, il PIL è rallentato nel 2° trimestre, ma meno del previsto, e l'inflazione è stabile al 2%. In ogni caso, l'impatto dei dazi sull'economia europea non si è ancora visto appieno, e potrebbe essere massimo tra fine 2025 e inizio 2026. I dati dei prossimi mesi (specie le indagini di fiducia e i dati sull'IPCA di agosto) saranno cruciali per definire le probabilità di un ultimo taglio dei tassi da parte della BCE alla riunione di settembre.

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Fed ancora in stand-by, ma il Comitato si divide.** La riunione del FOMC del 30-31 luglio si è conclusa, come previsto, con un target sui fed funds invariato a 4,25-4,50%. Bowman e Waller hanno votato contro, preferendo un taglio di 25 punti base: è la prima volta che due membri del Board dissentono dal 1993. L'unica novità di rilievo del comunicato è il riconoscimento della moderazione della crescita nella prima metà dell'anno. Il tono della conferenza stampa è stato prudente: Powell ha confermato che l'inflazione resta elevata anche al netto dei dazi e ha segnalato il rischio che le pressioni sui prezzi si rivelino più persistenti del previsto. In questo contesto, Powell considera la Fed ben posizionata per attendere, ma non ha escluso la possibilità di un taglio a settembre. Dopo il FOMC, i mercati hanno rivisto al ribasso le attese di tagli entro fine anno (da 45 a 37 punti base). Il nostro scenario centrale continua a vedere due tagli nel 2025, ma il rischio che gli interventi possano essere procrastinati è in crescita.
- **Guerra commerciale: UE e Corea del Sud raggiungono un accordo, dazi reciproci dal 7 agosto, proroga per il Messico.** Con un [ordine esecutivo](#) firmato il 31 luglio, il presidente Donald Trump ha ufficializzato la nuova ondata di dazi "reciproci", imponendo tariffe

Stati Uniti: rimbalza più del previsto il PIL nel 2° trimestre, ma le vendite finali ad acquirenti privati domestici (la misura di domanda interna preferita dalla Fed) è rallentata ai minimi da fine 2022



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bureau of Economic Analysis

1 agosto 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

comprese tra il 10% e il 41% a quasi 70 Paesi. Le nuove misure entreranno in vigore il 7 agosto. Per l'**Unione Europea**, che ha raggiunto un'intesa politica il 27 luglio, analizzata nel nostro approfondimento [Accordo US-UE: protezionismo e propaganda](#), viene confermato il dazio fisso del 15% sulla maggior parte delle importazioni europee, con eccezioni per acciaio e alluminio (50%, con possibile sistema di quote) e per le merci già soggette in precedenza a dazi superiori; aeromobili, apparecchiature per semiconduttori, alcune materie prime e prodotti agricoli, oltre a specifici prodotti chimici e farmaci generici saranno esentati. La **Corea del Sud** ha raggiunto un'intesa che prevede un dazio del 15% su tutte le merci, incluse auto e componenti auto, ma con esenzioni specifiche per acciaio, rame e prodotti agricoli. Come già avvenuto con il Giappone, anche gli accordi con Unione Europea e Corea prevedono aumenti degli acquisti di materie prime energetiche americane e degli investimenti diretti negli Stati Uniti. Il **Messico** ha ottenuto una proroga di 90 giorni dell'attuale regime tariffario, con l'obiettivo di negoziare un nuovo patto bilaterale; invece, le importazioni dal **Canada** saranno assoggettate a dazi del 35%. Nei confronti del **Brasile**, la Casa Bianca ha annunciato ieri l'introduzione di un dazio del 50%, ma con esenzioni per alcuni prodotti, tra i quali succo d'arancia, minerali di ferro, carbone, diversi oli minerali e solventi, aeromobili e componenti aeronautiche, ma non caffè e cacao. Infine, sul fronte del **rame**, è stata introdotta un'esenzione dal dazio del 50% per minerali grezzi, rottami e altri semilavorati; il nuovo perimetro che sarà soggetto alla tariffa, che include derivati e componenti elettrici, è stimato in 8 miliardi di dollari rispetto ai 17 iniziali; dopo l'annuncio, il prezzo del rame sul mercato Comex di New York è calato del 16%. Infine, con ordine [esecutivo firmato il 30 luglio 2025](#), il Presidente degli Stati Uniti ha disposto la **sospensione dell'esenzione "de minimis"** (19 U.S.C. 1321), che permetteva l'ingresso duty-free per beni sotto gli 800 dollari, anche per paesi di provenienza diversi dalla Cina, introducendo un regime provvisorio di dazi in somma fissa molto oneroso per le spedizioni di piccolo importo.

Le **nuove stime del Budget Lab** aggiornate al 27 luglio 2025 (che includono l'accordo con la UE, ma non gli sviluppi più recenti) vedono un'aliquota tariffaria media effettiva del 18,2% nel breve periodo e 17,3% nel lungo termine (da 20,2% e 19,3% rispettivamente stimati la settimana scorsa). L'effetto sui prezzi al consumo domestici si riduce a +1,8% nel breve termine e +1,5% nel lungo periodo (da +2% e +1,7%) e l'impatto sul PIL a -0,5% nel 2025-26 da -0,8% precedente (l'effetto a regime resta -0,4%).

Stop giudiziario ai dazi: caso verso la Corte Suprema? Dopo la sentenza di maggio della US Court of International Trade, che aveva dichiarato illegittimo l'uso dell'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) per imporre tariffe su scala globale, **il caso è ora all'esame della Corte d'Appello del Federal Circuit. La prima udienza si è tenuta il 31 luglio**. È probabile che i giudici confermino l'illegittimità dei dazi "reciproci", mentre le misure legate all'emergenza fentanyl avrebbero maggiori possibilità di sopravvivere. In caso di stop, l'Amministrazione potrebbe perseguire la strada del ricorso alla Corte Suprema. In caso di ulteriore bocciatura, l'Amministrazione potrebbe ricorrere ad altri strumenti: alla Section 122 del Trade Act del 1974 (tariffe fino al 15% per 150 giorni), a nuove indagini ex Section 301 su pratiche scorrette, all'estensione della Section 232 (oggi applicata ad acciaio, alluminio e auto) a settori come farmaci e semiconduttori, o persino alla Section 338 del Trade Act del 1930 (mai utilizzata dal dopoguerra), che consente di imporre dazi fino al 50% contro paesi con pratiche commerciali particolarmente discriminatorie, senza necessità di indagini preventive.

- **Rimbalza il PIL, ma la domanda interna è debole.** Il PIL è rimbalzato del 3% t/t ann. nel secondo trimestre, superando le aspettative, dopo il calo di -0,5% registrato nei primi tre mesi dell'anno. La ripresa è dovuta principalmente al crollo delle importazioni (-30,3%), dopo il balzo del 37,9% nel primo trimestre; anche le esportazioni sono diminuite (-1,8%), ma nel complesso il contributo del commercio estero è stato pari a +5%; tale apporto è solo in parte compensato dalle scorte, che hanno sottratto -3,2%. Sul fronte della domanda interna, i consumi privati sono risaliti, rimanendo però su ritmi modesti (1,4% da

0,5%), mentre gli investimenti privati hanno visto una ampia correzione (-15,6%) dopo il balzo del trimestre precedente (23,8%), affossati in particolare dalle costruzioni (-10,3% il non residenziale e -4,6% il residenziale). Le vendite finali ad acquirenti domestici privati (somma di consumi e investimenti privati, la misura di domanda interna preferita dalla Fed) sono rallentate ai minimi da due anni e mezzo (1,2% da 1,9% nei tre mesi precedenti e da 3% medio nel 2024). A nostro avviso, il PIL è destinato a tornare a rallentare nella seconda metà dell'anno.

- **Fiducia dei consumatori (Conference Board) in ulteriore recupero** (più forte del previsto) a luglio, a 97,2 da 95,2 di giugno. Il miglioramento è però interamente dovuto alle aspettative, mentre l'indice sulla situazione attuale è sceso: in particolare, la quota di intervistati che giudica i posti di lavoro "difficili da trovare" è salita al 18,9%, un massimo da oltre 4 anni.
- **Redditi e spesa personale tornano a crescere, riaccelerano i deflatori.** A giugno, il reddito personale è cresciuto di 0,3% m/m, dopo il calo di -0,4% a maggio, grazie all'aumento sia dei trasferimenti pubblici che delle retribuzioni. Anche la spesa ha registrato un rimbalzo in termini sia nominali (0,3% m/m dopo la stabilità di maggio) che reali (0,1% da -0,2%). I deflatori hanno visto una riaccelerazione di un decimo a 0,3% m/m (in linea con le attese); su base annua l'indice headline è salito di due decimi al 2,6%, mentre il PCE core è rimasto stabile al 2,8%.

■ A partire da oggi pomeriggio, nelle **prossime settimane** verranno diffusi importanti dati:

- **Employment report** (in calendario oggi pomeriggio): attesi segnali più evidenti di rallentamento del mercato del lavoro. Il ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro dovrebbe frenare a luglio a poco più di 100 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 di luglio:** è attesa una ripresa a 49,5 da 49 di giugno per il manifatturiero e a 51,4 da 50,8 per i servizi. Sarà importante monitorare le indicazioni delle imprese sull'occupazione (attualmente in territorio recessivo) e sui prezzi pagati (vicine a massimi pluriennali).
- **CPI e PPI di luglio** (in calendario rispettivamente il 12 e 14 agosto). Per i prezzi al consumo stimiamo un aumento mensile di 0,3% sull'indice headline (come a giugno) e di 0,25% sul core (in aumento dallo 0,2% di giugno), con variazioni annue in salita di due decimi, rispettivamente a 2,9% e 3,1%. L'impatto dei dazi dovrebbe essere più ampio e diffuso rispetto ai mesi scorsi. Anche il PPI è atteso in ripresa, in coerenza con le indicazioni emerse dalle indagini di fiducia delle imprese sui prezzi pagati.
- **Politica monetaria.** Dopo la pubblicazione dei **verbali del FOMC** del 30-31 luglio (in calendario il 20 agosto), l'attenzione sarà sul simposio di **Jackson Hole** organizzato dalla Fed di Kansas City (21-23 agosto): in quell'occasione, la Fed potrebbe fornire segnali più espliciti in merito alla decisione sui tassi attesa nella riunione del 16-17 settembre.

Area euro

■ **Questa settimana:**

- **Nel 2° trimestre il PIL Eurozona è cresciuto di 0,1% t/t dopo lo 0,6% di inizio anno: il dato è in rallentamento, ma è migliore del previsto.** Non è ancora disponibile lo spaccato per componenti, ma l'inversione del cosiddetto "frontloading" (l'anticipo di consegne verso gli USA d'inizio anno per evitare i dazi) ha pesato sull'export (un effetto che dovrebbe essere stato solo in parte compensato da ricostituzione di scorte); segnali di tenuta sono venuti dalla domanda interna. L'inversione del frontloading ha colpito soprattutto le economie che più esportano verso gli USA, come Germania e Italia (-0,1% t/t per entrambe), oltre all'Irlanda (-1%). Al netto di Dublino, il PIL area euro sarebbe cresciuto di 0,2% t/t nel 2° trimestre, dopo lo 0,3% di inizio anno. In **Italia** il comunicato stampa dell'Istat suggerisce che dal lato della produzione la flessione del valore aggiunto sia dovuta

all'industria in senso lato (comprensiva delle costruzioni), a fronte di una stagnazione nei servizi; dal lato della domanda, il commercio estero dovrebbe aver agito da freno, in presenza di un contributo positivo della componente nazionale. Anche il comunicato stampa di Destatis in **Germania** segnala un calo degli investimenti a fronte di un aumento dei consumi. In **Francia** la crescita più forte delle attese (0,3% t/t) è dovuta alle scorte, a fronte di una domanda interna stagnante. La **Spagna** (0,7% t/t) continua invece a sovraperformare, con solidi ritmi di espansione sia per i consumi che per gli investimenti. In prospettiva, l'effetto pieno dei dazi non si è ancora visto, e sarà tangibile solo a partire dal 3° trimestre (con un picco tra fine 2025 e inizio 2026). Assumendo un'economia poco più che stagnante nella seconda metà di quest'anno, e una ripresa moderata nella prima parte del prossimo, la crescita media nel 2025 salirebbe a 1,1% e quella per il 2026 calerebbe a 0,8% (da 0,9% e 1% rispettivamente stimati in precedenza).

□ I dati sui prezzi al consumo hanno registrato un'**inflazione area euro stabile al 2%, con gli indici core anch'essi invariati rispetto al mese precedente (poco sopra il 2%)**. Stimiamo nei prossimi mesi un'inflazione annua poco variata attorno al target BCE, mentre l'indice al netto di energia e alimentari freschi potrebbe rallentare lievemente a 2,2-2,3%. In media annua, stimiamo per il 2025 un IPCA al 2,1% e un indice core BCE al 2,4%. Entrambe le misure sono viste in media annua al 2% nel 2026. **In Italia, l'inflazione è risultata poco variata a luglio** (1,7% a/a, stabile sul NIC e in calo di un decimo sull'IPCA). L'aspetto più preoccupante continua ad essere la tendenza al rialzo nel comparto alimentare, che influisce sull'inflazione dei beni ad alta frequenza di acquisto e sul cosiddetto "carrello della spesa", il che può avere impatto sull'inflazione percepita dai consumatori e di conseguenza sulle intenzioni di spesa delle famiglie. In generale, tuttavia, la tendenza sia dell'inflazione generale che di quella sottostante appare ampiamente in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Per i prossimi mesi ci aspettiamo un'inflazione italiana in graduale risalita, specie negli ultimi mesi dell'anno quando gli effetti base sull'energia potrebbero spingere l'inflazione qualche decimo al di sopra del 2%, prima di una nuova moderazione nel 2026. Nel complesso, stimiamo per l'IPCA una media annua a 1,9% nel 2025 e 1,6% nel 2026.

□ **Mercato del lavoro.** In **area euro** nel mese di giugno il tasso di disoccupazione si è attestato al 6,2%, invariato rispetto ai due mesi precedenti (che sono stati rivisti al ribasso). In **Italia** il tasso dei senza-lavoro è calato di due decimi al 6,3%, dopo l'inatteso aumento a 6,5% a maggio. L'incremento del mese precedente era dovuto a un ampio calo degli inattivi che si è in parte invertito a giugno, in un contesto di ulteriore crescita occupazionale (pur modesta e ancora trainata dagli over-50). In prospettiva le assunzioni potrebbero rallentare nei prossimi trimestri e, assumendo una progressiva risalita della partecipazione, anche il tasso di disoccupazione potrebbe aumentare gradualmente, rimanendo però su livelli storicamente compressi.

■ Nelle **prossime settimane** i dati economici saranno cruciali per definire le probabilità di un ultimo taglio dei tassi da parte della BCE alla riunione di settembre:

□ **Indagini di fiducia di agosto.** I **PMI flash** dovrebbero confermare un quadro di attività economica ancora piuttosto fiacca nel 3° trimestre. Prevediamo una correzione di un decimo a 49,7 dell'indice manifatturiero, come suggerito dalle componenti più anticipatorie delle indagini di luglio. Ci aspettiamo un PMI poco variato anche nei servizi (51,3 da 51,2 precedente). Il PMI composito dovrebbe quindi risultare circa stabile a 51,1 da 51 precedente, su livelli solo modestamente espansivi. Le **indagini nazionali** dovrebbero confermare la sottoperformance dell'economia francese, appesantita dall'incertezza di politica economica, a fronte di un maggiore ottimismo da parte delle imprese tedesche sulla scia di attese di stimolo fiscale. Al momento le indagini di fiducia non sembrano risentire particolarmente dell'impatto dei dazi, e la maggiore chiarezza sullo scenario in seguito all'accordo del 27 luglio potrebbe contribuire a ridurre l'incertezza. Nel complesso, però, ci attendiamo che l'inasprimento delle barriere commerciali possa comunque limitare la ripresa nei prossimi trimestri.

- **Ad agosto l'inflazione in Eurozona potrebbe rimanere stabile al 2%:** le misure sottostanti sono attese in calo di un decimo rispetto a luglio (2,3% a/a al netto di energia e alimentari freschi e 2,2% a/a escludendo energia, alimentari, alcool e tabacco). Anche in **Italia** vediamo un'inflazione stabile sull'IPCA (a 1,7% a/a), e in calo di un decimo a 1,6% a/a sull'indice nazionale.
- **La crescita dei salari negoziali potrebbe aver riaccelerato temporaneamente verso il 4% a/a nel 2° trimestre** dopo che il brusco rallentamento al 2,5% registrato a inizio anno era dovuto a un effetto base sfavorevole legato ai contratti collettivi tedeschi. Il dato non dovrebbe essere preoccupante: nei prossimi trimestri le pressioni salariali sono attese tornare a raffreddarsi.
- I dati di giugno sulla **produzione industriale** dovrebbero risentire dell'ondata di caldo che ha colpito l'Europa. Le temperature record, infatti, potrebbero aver contribuito a ridurre le ore lavorate nella manifattura e nelle costruzioni, a fronte di un balzo nella produzione di energia. Nel complesso, si dovrebbe vedere un calo dell'output sia in Germania che in Italia che nell'intera Eurozona.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (4 – 9 agosto)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun	4/8	16:00	USA		giu	8.2	%
		16:00	USA	*	giu	prel -9.3	%
		16:00	USA	*	giu	prel 0.3	%
Mar	5/8	03:45	CN	*	lug	50.6	
		08:45	FRA	*	giu	-0.5	%
		09:00	SPA		giu	1.7	%
		09:45	ITA	*	lug	52.1	52.6
		09:50	FRA		lug	prel 49.7	49.7
		09:55	GER	*	lug	prel 50.1	50.1
		10:00	EUR	*	lug	prel 51.2	51.2
		10:00	EUR	*	lug	prel 51.0	51.0
		10:30	GB	*	lug	51.2	
		11:00	EUR		giu	0.3	%
		14:30	USA		giu	-71.5	Mld \$
		15:45	USA		lug	55.2	
		15:45	USA		lug	54.6	
		16:00	USA	*	lug	50.8	
Mer	6/8	08:00	GER	*	giu	-1.4	%
		08:45	FRA		T2	-0.2	%
		10:00	ITA	**	giu	-0.7	%
		11:00	EUR		giu	-0.7	%
Gio	7/8	08:00	GER	**	giu	1.2	%
		08:00	GER		giu	18.4	Mld €
		14:30	USA	*	settim	1.946 (1.946)	Mln
		14:30	USA	*	settim	218	x1000
		14:30	USA		T2	6.6	%
		14:30	USA		T2	-1.5	%
Ven	8/8	01:30	GIA	*	giu	4.7	%
		07:30	FRA		T2	7.4	%
Sab	9/8	03:30	CN		lug	-0.1	%
		03:30	CN	*	lug	-3.6	%
		03:30	CN	*	lug	0.1	%

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 (4 – 8 agosto)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar	5/8	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di giugno
Gio	7/8	10:00	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		12:00	* Discorso di Rehn (BCE)
		13:00	** Riunione BoE (previsione ISP: bank rate -0,25% a 4,00%)
		15:00	Discorso di Rehn (BCE) e Mervyn King (BoE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale dei beni prelim	giu	-96.42	Mld \$	-98.20	-85.99
Indice dei prezzi delle case m/m	mag	-0.3 (-0.4)	%		-0.2
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mag	3.4	%	3.0	2.8
Fiducia consumatori (CB)	lug	95.2 (93.0)		95.0	97.2
Nuovi occupati: stima ADP	lug	-23 (-33)	x1000	75	104
PIL t/t ann. advance	T2	-0.5	%	2.4	3.0
Richieste di sussidio	settim	217	x1000	224	218
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.946 (1.955)	Mln	1.955	1.946
Costo del lavoro	T2	0.9	%	0.8	0.9
Deflatore consumi (core) a/a	giu	2.8 (2.7)	%	2.7	2.8
Deflatore consumi a/a	giu	2.4 (2.3)	%	2.5	2.6
Spesa per consumi (nominale) m/m	giu	0.0 (-0.1)	%	0.4	0.3
Redditi delle famiglie m/m	giu	-0.4	%	0.2	0.3
Deflatore consumi (core) m/m	giu	0.2	%	0.3	0.3
PMI (Chicago)	lug	40.4		42.0	47.1
Tasso di disoccupazione	lug	4.1	%	4.2	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	lug	147	x1000	110	
Salari orari m/m	lug	0.2	%	0.3	
Markit PMI Manif. finale	lug	49.5			
Fiducia famiglie (Michigan) finale	lug	61.8		62.0	
Spesa in costruzioni	giu	-0.3	%	0.0	
Indice ISM manifatturiero	lug	49.0		49.5	

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

Fonte: LSEG Datastream

Fed ancora in standby, il Comitato si divide. La riunione del FOMC del 30-31 luglio si è conclusa, come previsto, con un target sui fed funds invariato a 4,25–4,50%. Bowman e Waller hanno votato contro, preferendo un taglio di 25 punti base: è la prima volta che due membri del Board dissentono dal 1993. L'unica novità di rilievo del comunicato è il riconoscimento della moderazione della crescita nella prima metà dell'anno. Il tono della conferenza stampa è stato prudente: Powell ha confermato che l'inflazione resta elevata anche al netto dei dazi e ha segnalato il rischio che le pressioni sui prezzi si rivelino più persistenti del previsto. In questo contesto, Powell considera la Fed ben posizionata per attendere, ma non ha escluso la possibilità di un taglio a settembre. Dopo il FOMC, i mercati hanno rivisto al ribasso le attese di tagli entro fine anno (da 45 a 37 punti base). Il nostro scenario centrale continua a vedere due tagli nel 2025, ma il rischio che gli interventi possano essere procrastinati è in crescita.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T2	0.4	%	0.3	0.2
EUR	PIL t/t 1a stima	T2	0.6	%	0.0	0.1
EUR	PIL a/a 1a stima	T2	1.5	%	1.2	1.4
EUR	Fiducia consumatori finale	lug	-14.7		-14.7	-14.7
EUR	Fiducia servizi	lug	3.1	{2.9}	3.3	4.1
EUR	Fiducia industria	lug	-11.8	{-12.0}	-11.0	-10.4
EUR	Indice di fiducia economica	lug	94.2	{94.0}	94.5	95.8
EUR	Tasso di disoccupazione	giu	6.2	{6.3}	6.3	6.2
EUR	PMI manifatturiero finale	lug	49.8		49.8	49.8
EUR	CPI a/a stima flash	lug	2.0	%	1.9	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	lug	2.4	%	2.3	
FRA	PIL t/t 1a stima	T2	0.1	%	0.1	0.3
FRA	Spese per consumi m/m	giu	0.1	{0.2}	-0.2	0.6
FRA	IPCA a/a prelim	lug	0.9	%	0.8	0.9
FRA	PMI manifatturiero finale	lug	48.4		48.4	48.2
GER	Vendite al dettaglio m/m	giu	-0.6	{-1.6}	0.5	1.0
GER	Vendite al dettaglio a/a	giu	4.6	{1.6}	2.3	4.9
GER	PIL s.a. t/t prelim	T2	0.4	%	-0.1	-0.1
GER	PIL s.a. a/a prelim	T2	0.0	%	0.2	0.4
GER	Prezzi import a/a	giu	-1.1	%	-1.6	-1.4
GER	Tasso di disoccupazione	lug	6.3	%	6.4	6.3
GER	Variazione n° disoccupati	lug	10	{11} x1000	15	2
GER	IPCA m/m prelim	lug	0.1	%	0.4	0.4
GER	CPI (Lander) a/a prelim	lug	2.0	%	1.9	2.0
GER	CPI (Lander) m/m prelim	lug	0.0	%	0.2	0.3
GER	IPCA a/a prelim	lug	2.0	%	1.9	1.8
GER	PMI manifatturiero finale	lug	49.2		49.2	49.1
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	giu	5.26	Mld €		5.39
ITA	PIL a/a prelim	T2	0.7	%	0.6	0.4
ITA	PIL t/t prelim	T2	0.3	%	0.1	-0.1
ITA	Fatturato industriale a/a	mag	0.9	{1.1}		-1.8
ITA	Fatturato industriale m/m	mag	1.4	{1.5}		-2.2
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	giu	6.5	%	6.4	6.3
ITA	IPCA m/m prelim	lug	0.2	%	-1.0	-1.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	lug	1.7	%	1.5	1.7
ITA	IPCA a/a prelim	lug	1.8	%	1.6	1.7
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	lug	0.2	%	0.1	0.4
ITA	PMI manifatturiero	lug	48.4		49.0	49.8
ITA	Vendite al dettaglio a/a	giu	1.4	{1.3}		1.0
SPA	PIL t/t prelim	T2	0.6	%	0.6	0.7
SPA	IPCA a/a prelim	lug	2.3	%	2.7	2.7

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

Accordo US-UE: protezionismo e propaganda. Il regime commerciale scaturito dalle trattative US-UE stabilisce un innalzamento unilaterale dei dazi americani. L'aumento del dazio medio effettivo rispetto al regime in vigore fino a luglio è modesto e non comporta revisione alla previsione macroeconomica. Altri punti dell'accordo (come i presunti impegni ad aumentare le importazioni di prodotti energetici americani e gli investimenti diretti negli Stati Uniti) appaiono puramente propagandistici.

Eurozona: rallenta il PIL nel 2° trimestre. Nel 2° trimestre il PIL in Eurozona è cresciuto di 0,1% t/t dopo lo 0,6% di inizio anno, un dato complessivamente migliore rispetto alle attese, nostre e di consenso. Non è ancora disponibile lo spaccato per componenti, ma è possibile che il calo dell'export imputabile all'inversione del processo di frontloading (che dovrebbe aver pesato per esempio sui dati tedeschi e italiani) sia stato compensato da una tenuta della domanda interna. Al momento manteniamo un approccio cauto e continuiamo a prevedere ritmi di crescita ancora modesti per l'Eurozona nel 2° semestre del 2025. Tra le principali economie sono tornate

a contrarsi Germania e Italia. In Francia la crescita più forte delle attese è dovuta alle scorte a fronte di una domanda interna stagnante. La Spagna continua invece a sovraperformare il resto dell'Eurozona con solidi ritmi di espansione per consumi e investimenti.

Inflazione Eurozona stabile al 2% a luglio. L'IPCA nell'area euro è risultato stabile al 2% a/a, e gli indici core sono rimasti anch'essi invariati su minimi da oltre tre anni. Al momento, le maggiori spinte al rialzo sui prezzi continuano a venire dagli alimentari non lavorati (5,4% a/a), in un contesto in cui l'energia resta in territorio negativo su base annua (-2,5% a/a). Stimiamo nei prossimi mesi un'inflazione annua poco variata attorno al 2%, mentre l'indice al netto di energia e alimentari freschi potrebbe rallentare lievemente a 2,2-2,3%. In media annua, stimiamo per il 2025 un IPCA al 2,1% e un indice core BCE al 2,4%. Entrambe le misure sono viste in media annua al 2% nel 2026.

PIL italiano in calo, affossato da industria ed export. Il calo a sorpresa del PIL nel 2° trimestre appare dovuto in buona parte all'inversione dell'anticipo delle consegne verso gli USA che aveva "gonfiato" l'export a inizio anno. Ma anche i servizi deludono, mostrando una sostanziale stagnazione per il secondo trimestre di fila. L'economia italiana nel 2025 crescerà meno di quanto da noi atteso in precedenza, e sono in netta crescita anche i rischi al ribasso sull'ipotesi di accelerazione nel 2026.

Italia: poco variata l'inflazione a luglio. A luglio, l'inflazione annua si è attestata all'1,7% a/a (in calo di un decimo sull'IPCA, stabile sull'indice nazionale). Il dato è superiore alle attese di consenso, specie per quanto concerne l'indice domestico. L'aspetto più preoccupante continua ad essere rappresentato dai rincari degli alimentari, che stanno avendo impatto sull'inflazione percepita dai consumatori e di conseguenza sulle intenzioni di spesa delle famiglie. Per i prossimi mesi ci aspettiamo un'inflazione in graduale risalita, specie negli ultimi mesi dell'anno quando gli effetti base sull'energia potrebbero spingere l'inflazione qualche decimo al di sopra del 2%, prima di una nuova moderazione nel 2026.

Consolidamento fiscale sotto pressione? Le prospettive per Italia, Germania, Francia e Spagna.

In questo documento analizziamo le prospettive per la finanza pubblica nelle principali economie dell'area euro. In Italia e Spagna nel biennio 2025-26 il percorso di consolidamento fiscale dovrebbe rimanere nel solco tracciato. In Francia, al contrario, i rischi sono significativi, alla luce dell'instabilità politica e della necessità di un'ampia correzione. Infine, la Germania, archiviata la stagione della frugalità, ha presentato un budget con programmi di spesa molto ambiziosi già a partire da quest'anno, che dovrebbero tradursi in un rilevante aumento di indebitamento e debito pubblico nei prossimi anni. Nel più lungo periodo le regole fiscali europee impongono che il debito pubblico mantenga una tendenza discendente, ma la nostra analisi di sostenibilità suggerisce che i rischi non solo in Francia, ma anche in Italia e Spagna, siano rivolti prevalentemente verso l'alto.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	giu	1.9 (2.2)	%	1.8
Produzione industriale m/m prelim	giu	-0.1	%	-0.6
Fiducia delle famiglie	lug	34.5		33.7
Job to applicant ratio	giu	1.2		1.3
Tasso di disoccupazione	giu	2.5	%	2.5
PMI manifatturiero finale	lug	48.8		48.9

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

Fonte: LSEG Datastream

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	lug	50.7		50.2
PMI manifatturiero - NBS	lug	49.7	49.7	49.3
PMI non manifatturiero - NBS	lug	50.5		50.1
PMI manifatturiero - Caixin	lug	50.4	50.4	49.5

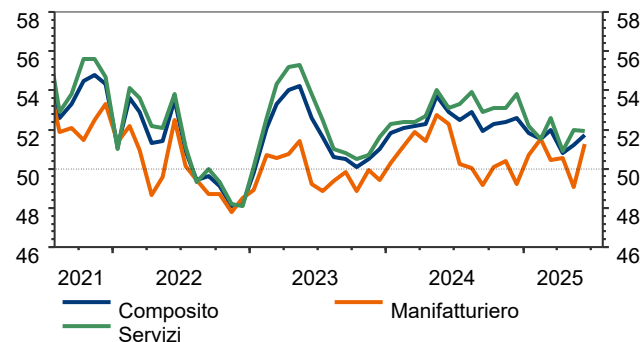
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: LSEG Datastream

Cina: PMI NBS luglio 2025. Gli indici PMI rilevati dal NBS hanno registrato un'ulteriore perdita di slancio dell'attività economica all'inizio del 3° trimestre, diffusa a tutti i settori.

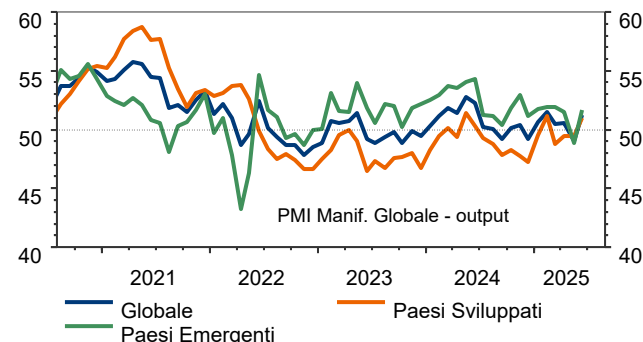
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



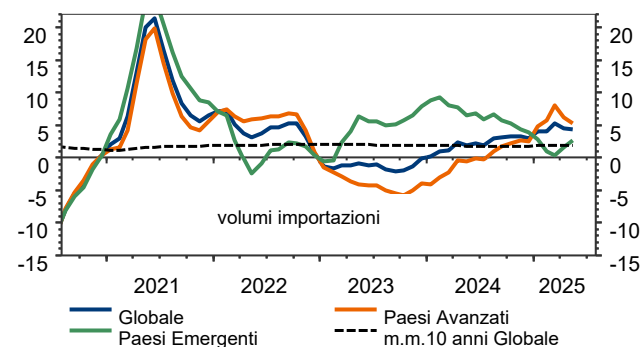
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



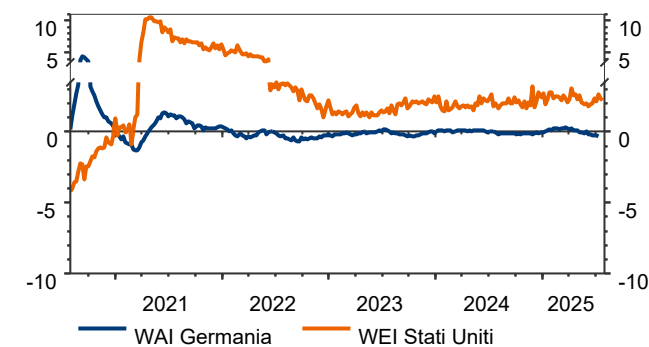
Fonte: S&P Global

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



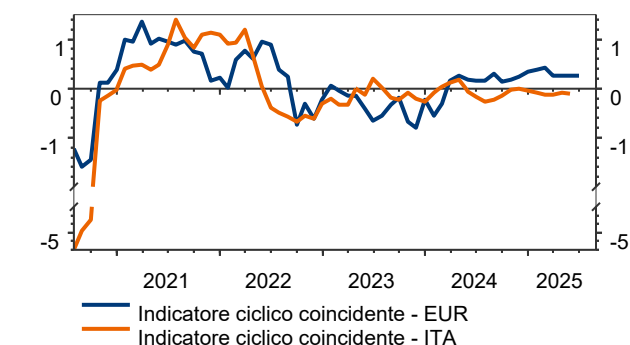
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



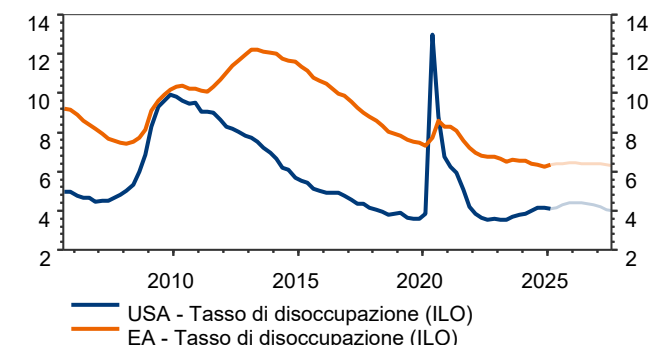
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

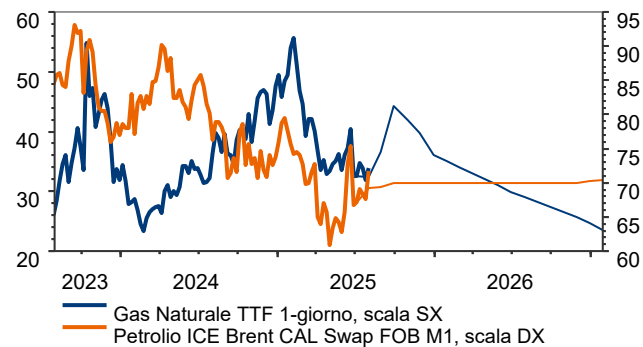
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

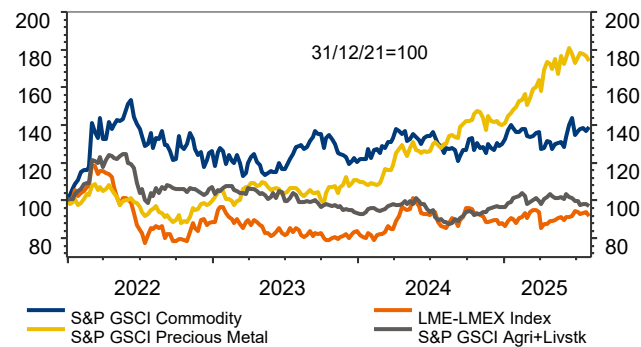
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



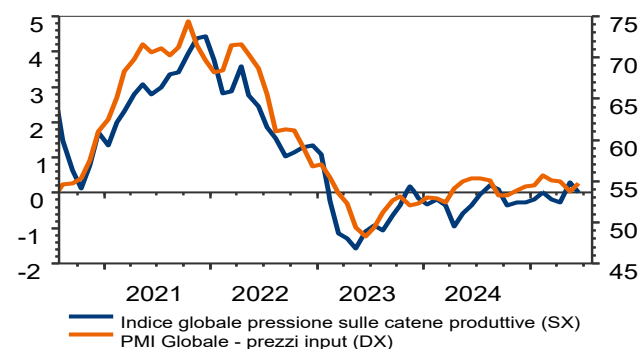
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



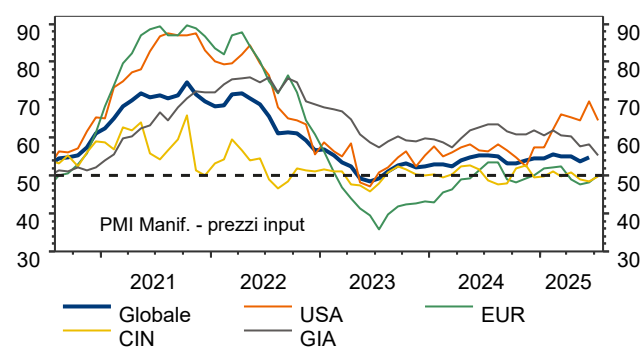
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



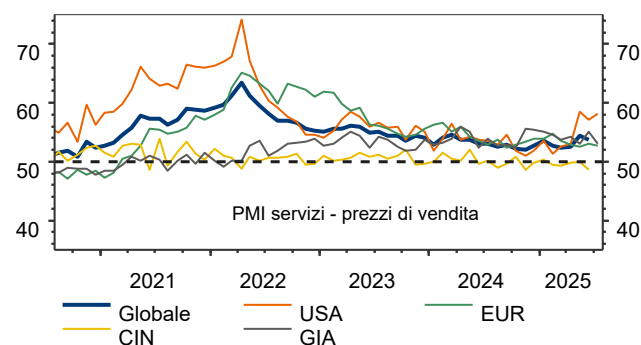
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



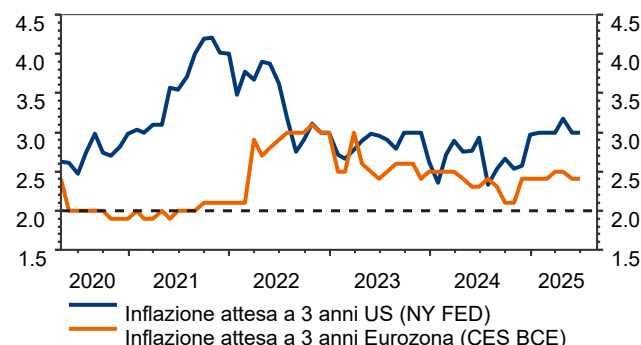
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

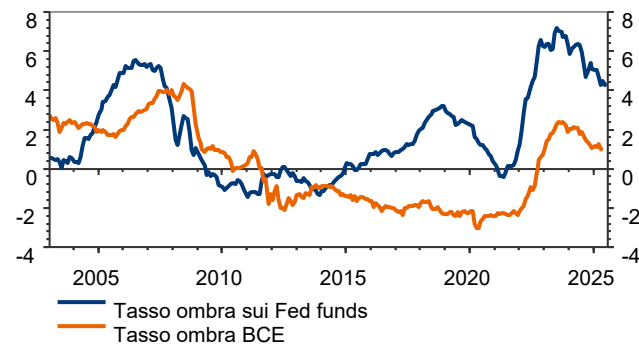
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

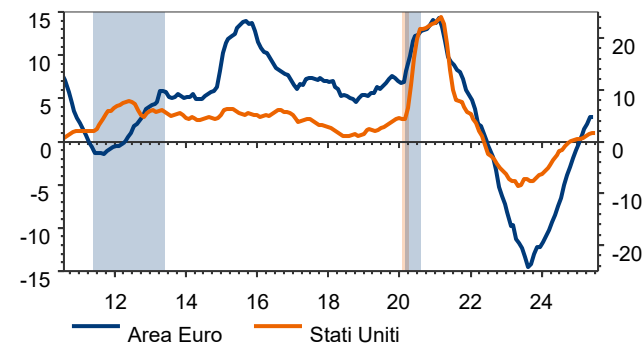
Condizioni Finanziarie

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



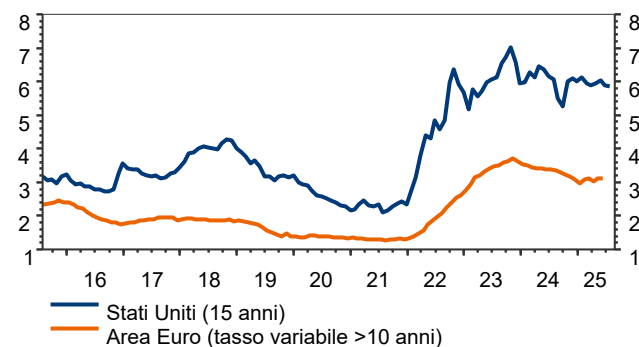
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



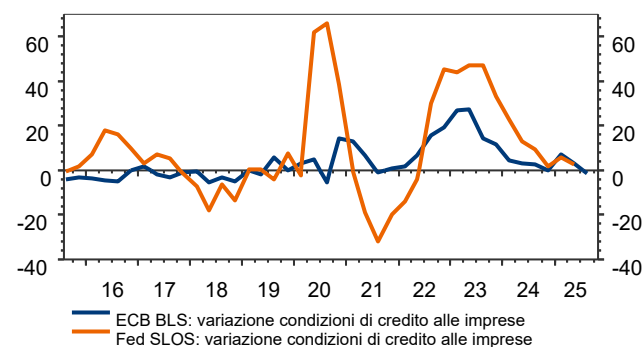
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



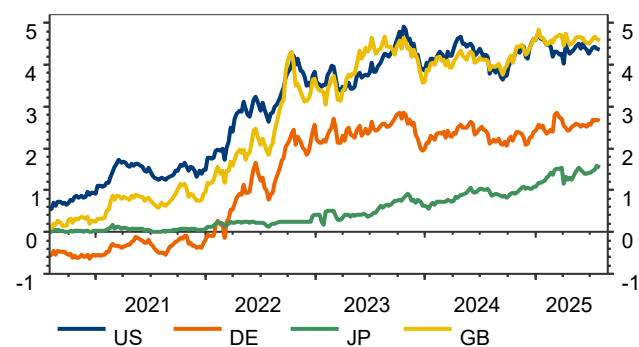
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



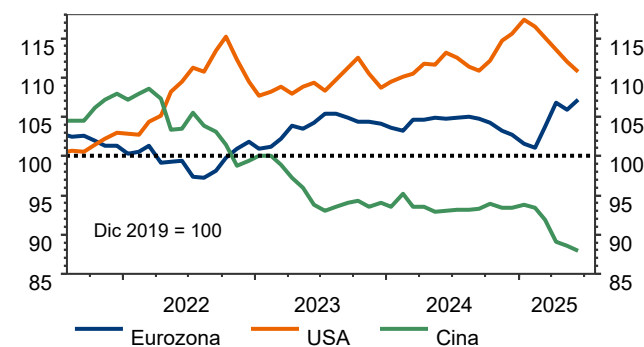
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

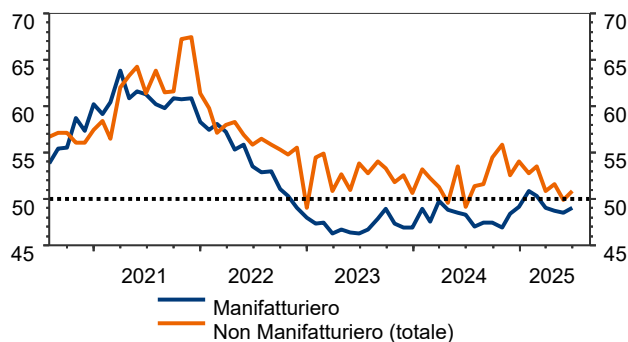
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

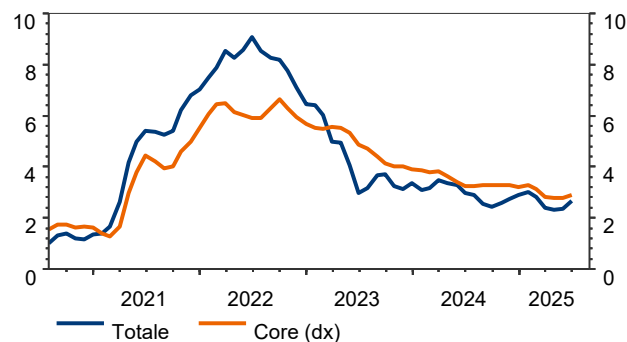
Stati Uniti

Indagini ISM



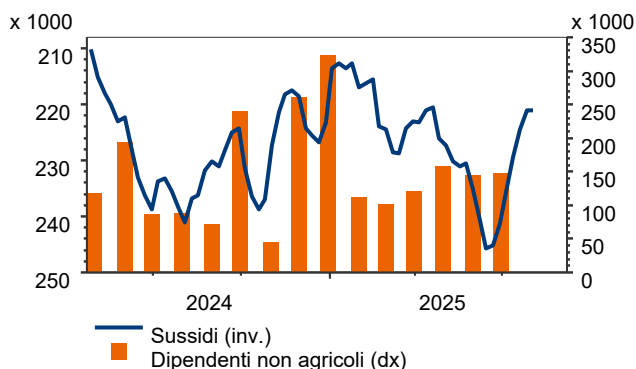
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



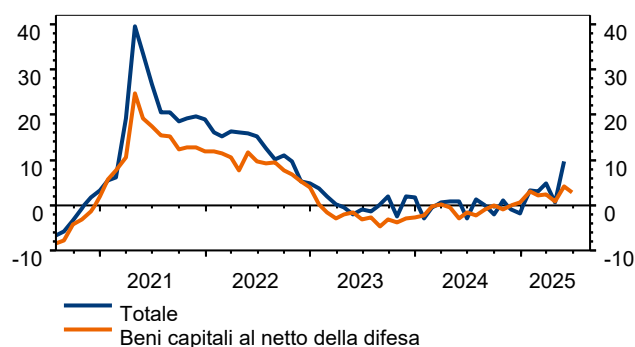
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

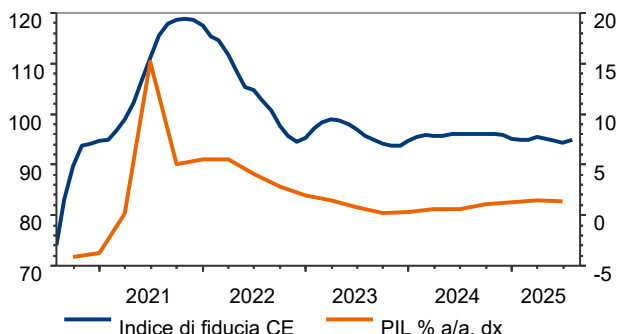
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.6	1.7	2.7	2.5	2.0	2.0	1.5	1.0	1.5	1.4	
- trim./trim. annualizzato				3.1	2.5	-0.5	3.0	1.0	0.7	1.4	2.4	
Consumi privati	2.8	2.0	1.3	3.7	4.0	0.5	1.4	1.2	1.0	0.9	1.7	
IFL - privati non residenziali	3.6	3.4	3.5	4.0	-2.9	10.3	1.9	1.4	2.8	3.0	5.4	
IFL - privati residenziali	4.2	-0.8	1.9	-4.3	5.5	-1.3	-4.6	0.5	1.0	3.0	4.0	
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.5	1.2	5.1	3.1	-0.6	0.4	0.7	0.7	1.1	2.0	
Esportazioni	3.3	0.8	3.1	9.6	-0.2	0.4	-1.8	-1.9	1.0	4.7	5.0	
Importazioni	5.3	2.5	0.5	10.7	-1.9	38.0	-30.3	-3.0	2.0	4.0	5.0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.8	2.6	-3.2	-0.3	-0.4	0.1	0.2	
Partite correnti (% PIL)	-4.1	-4.3	-2.8									
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-6.6	-7.4									
Debito pubblico (% PIL)	138.2	139.2	141.0									
CPI (a/a)	2.9	3.0	2.9	2.6	2.7	2.7	2.4	3.2	3.8	3.3	3.2	
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

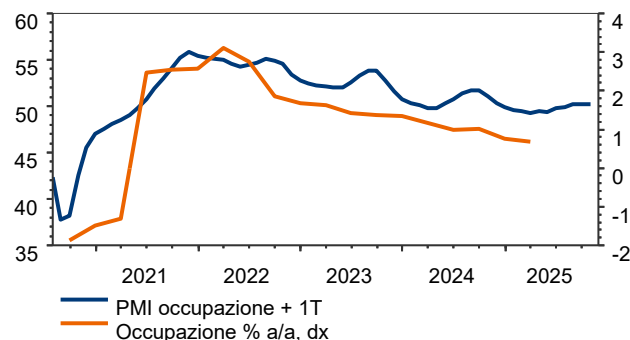
Area euro

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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.7	125.5	122.2	128.1	1.9	2.4	2.3	1.8
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
lug-25	129.1	125.8	122.4	128.4	2.0	2.4	2.3	1.9
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	129.7	126.4	123.2	129.0	2.1	2.2	2.2	2.0
nov-25	129.2	125.9	122.6	128.5	2.1	2.3	2.3	2.0
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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
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	1.9	2.1	1.9	1.8
mar-26	130.5	126.9	123.3	129.8	1.9	2.0	1.9	1.9
apr-26	131.3	127.8	124.3	130.6	2.0	1.9	1.7	1.9
mag-26	131.5	127.9	124.5	130.7	2.1	1.9	1.9	2.1
giu-26	131.7	128.3	124.9	131.0	2.0	1.9	1.8	2.0
lug-26	131.6	128.2	124.7	130.9	2.0	1.9	1.9	1.9
ago-26	131.8	128.5	125.2	131.1	1.9	2.0	1.9	1.9
set-26	131.9	128.7	125.3	131.1	1.9	2.0	1.9	1.9
ott-26	132.1	128.9	125.6	131.4	1.9	2.0	2.0	1.9
nov-26	131.8	128.5	125.1	131.0	2.0	2.1	2.1	1.9
dic-26	132.2	129.0	125.7	131.4	2.0	2.1	2.1	1.9
Media	131.3	127.8	124.3	130.5	2.0	2.0	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)	0.9	1.1	0.8	1.0	1.3	1.5	1.4	0.9	0.7
- t/t				0.4	0.3	0.6	0.1	0.0	0.1
Consumi privati	1.1	1.3	1.5	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	-1.9	2.2	1.9	1.6	0.5	2.7	-1.9	0.4	0.5
Consumi pubblici	2.5	1.2	1.2	0.7	0.5	-0.1	0.2	0.2	0.3
Esportazioni	0.8	0.4	0.9	-1.5	-0.1	2.2	-1.3	-0.7	-0.2
Importazioni	-0.2	3.5	2.8	0.4	-0.3	2.0	0.8	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	1.1	0.2	0.6	-0.2	-0.3	1.3	0.3	0.1
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	2.0	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1	2.0
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.6	1.2	-1.8	-1.5	1.4	1.7	1.6	1.7
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.4	6.3	6.2	6.3	6.2	6.2	6.3
Euribor 3 mesi	3.6	2.1	1.8	3.6	3.0	2.6	2.1	2.0	1.9

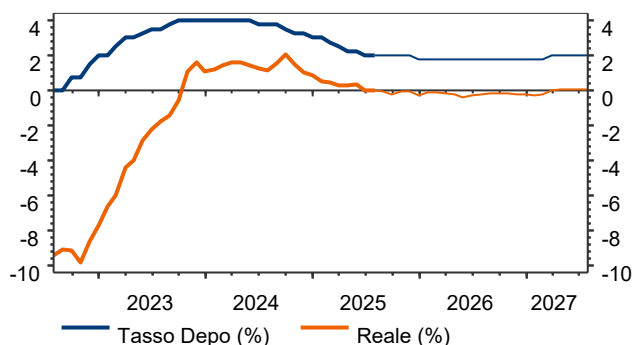
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	31/7	set	dic	mar	giu
Deposit rate	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	2.85	2.36	1.93	1.89	1.90	1.83	1.71	1.71
Euribor 3m	2.71	2.34	1.94	1.99	1.93	1.82	1.76	1.77

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

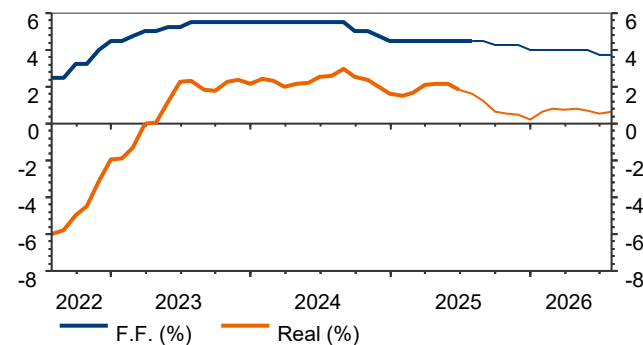


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	31/7	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	4.29	4.20	4.03	4.02	3.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

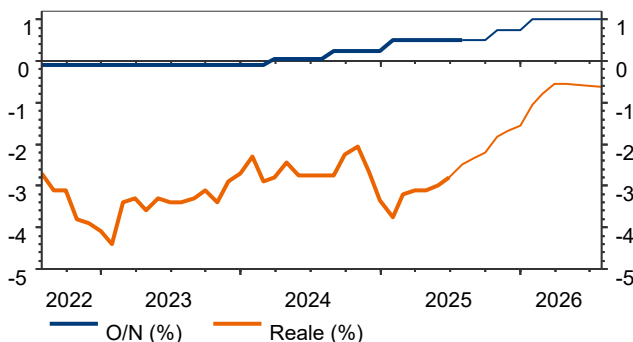


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	31/7	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	0.51	0.55	0.90	1.02	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

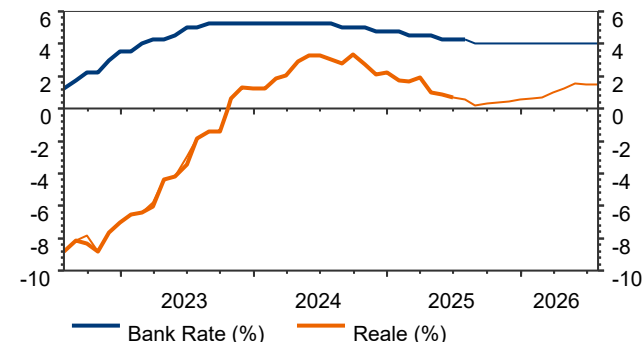


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	31/7	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	4.01	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	1/8	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.08	1.04	1.14	1.18	1.1693	1.16	1.15	1.16	1.17	1.18
USD/JPY	143	150	155	145	143	146.97	146	142	140	138	136
GBP/USD	1.28	1.28	1.24	1.33	1.37	1.3543	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
EUR/CHF	0.96	0.95	0.94	0.94	0.93	0.9306	0.93	0.94	0.95	0.96	0.97
EUR/JPY	157	163	161	163	169	171.87	169	163	162	161	160
EUR/GBP	0.86	0.84	0.84	0.85	0.86	0.8629	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)

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