

Weekly Economic Monitor

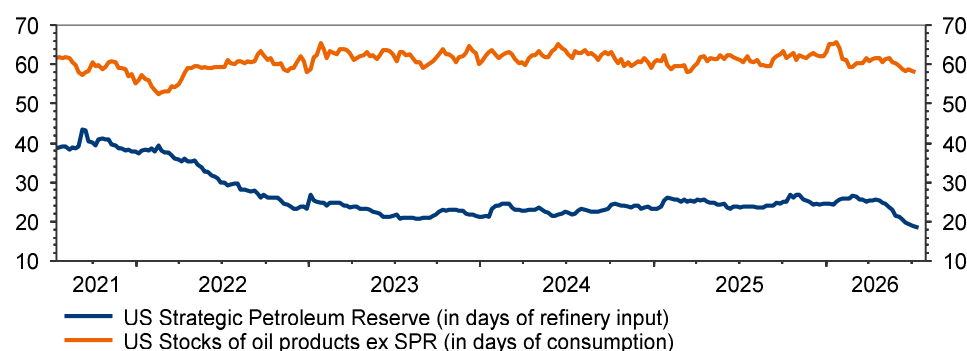
Il punto

Le ostilità nello stretto di Hormuz sono di nuovo al centro dell'attenzione, ma il nostro scenario centrale già incorporava il rischio che vi potessero essere delle battute d'arresto nel processo di normalizzazione e, pertanto, gli eventi recenti non ci inducono a revisioni del nostro quadro previsivo; i rischi sono però in aumento, soprattutto sul prezzo del gas. Negli Stati Uniti, i dati su CPI e PPI di giugno hanno ridotto drasticamente le aspettative di rialzi dei tassi Fed, almeno nel breve termine. La settimana prossima è in calendario la riunione BCE: non sembra esserci sostegno all'interno del Consiglio Direttivo per un rialzo dei tassi, che però non si può escludere in occasione della revisione delle proiezioni dello staff a settembre, specie se la situazione in Medio Oriente non fosse ancora normalizzata per allora.

Nell'ultima settimana c'è stato un netto **passo indietro sul fronte della normalizzazione del commercio internazionale**: Stati Uniti ed Iran hanno ripreso le ostilità, con il risultato che il traffico navale, che era tornato a circa il 40-50% dei livelli normali per qualche giorno, si è di nuovo sostanzialmente arrestato. Gli Stati Uniti hanno ripristinato il blocco alle navi dirette o provenienti dai porti iraniani, e Teheran ha chiesto agli Houthis di tenersi pronti a bloccare la rotta di esportazione del Mar Rosso.

Le nostre previsioni di base sul prezzo del petrolio già scontavano il rischio che vi potessero essere delle battute d'arresto nel processo di normalizzazione: la stima per il prezzo medio del Brent nel 3° trimestre era di 88 dollari al barile, circa in linea con i valori correnti. In altri termini, se la situazione restasse quella attuale, seguita da una riapertura dello stretto nel corso del mese di agosto o addirittura a settembre, non vi sarebbero motivi per cambiare le nostre attuali previsioni di base per il prezzo del petrolio e, di conseguenza, le stime sulle principali variabili macroeconomiche. **Sul gas naturale, però, il riaccendersi delle tensioni in Medio Oriente si somma a una dinamica delle temperature, soprattutto in Europa ma anche in Asia, particolarmente avversa**, il che determina un bilancio del mercato meno favorevole rispetto al petrolio. La nostra previsione sul prezzo del TTF è di 45 euro per megawattora per la media del 3° trimestre e di 48 per il 4°: i valori correnti sono già superiori a questi livelli, e si collocano tra il nostro scenario di base e quello che avevamo catalogato come scenario sfavorevole. Pertanto, sul gas i rischi sono più alti, ma la necessità di revisione delle proiezioni di inflazione e crescita si materializzerebbe solo nel caso in cui lo scostamento dei prezzi rispetto al nostro scenario centrale sia di entità più ampia e, soprattutto, di durata significativa. Il maggiore rischio è che la

Se le scorte petrolifere dovessero continuare ad assottigliarsi, gli investitori potrebbero essere meno disposti a considerare la carenza di offerta come temporanea



Fonte: US Energy Information Administration

17 luglio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Riccardo Bellesia
Economista

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

Andrea Volpi
Economista - Area euro

disponibilità del mercato a guardare oltre la crisi possa a un certo punto diventare insostenibile, se l'erosione delle scorte petrolifere continuasse nei prossimi mesi.

La settimana prossima il principale evento è la riunione di politica monetaria della BCE. Al momento, l'impostazione adottata della banca centrale consente di accomodare ogni genere di rischio dallo scenario del Golfo Persico. L'andamento dei prezzi energetici è stato finora molto favorevole rispetto alle ipotesi tecniche BCE per il petrolio; più sfavorevole per il gas naturale, ma soltanto sull'orizzonte fine 2026 – fine 2027. Il vero problema della BCE era la totale mancanza di visibilità su rapidità ed entità della propagazione dello shock energetico al resto del paniere dei prezzi; in tal senso, le informazioni che sono arrivate nelle ultime settimane hanno raffreddato i timori di un nuovo shock inflattivo simile a quello del 2022-23, e la maggior parte dei governatori delle banche centrali nazionali ha cercato di attenuare le aspettative di un rialzo dei tassi alla riunione di luglio. Tuttavia, i fatti degli ultimi giorni mostrano che l'incertezza resta molto elevata: **al momento, un rialzo dei tassi ufficiali a luglio non sembra godere di sostegno all'interno del Consiglio Direttivo**, ma per quanto riguarda i mesi successivi nulla è già scritto. Dalle previsioni dello staff a giugno emergeva la possibilità che sarebbe stato necessario forse un altro ritocco di 25 punti base, in linea con quanto scontano oggi i mercati. Tra settembre e dicembre, gli investitori attribuiscono poi una probabilità ancora inferiore al 50% di un ultimo ritocco a 2,75%. Quest'ultimo rialzo è ancora possibile, ma appare oggi molto meno probabile alla luce delle indicazioni incoraggianti che sono arrivate dai dati di inflazione nelle ultime settimane. Data l'incertezza del contesto, la BCE continuerà a non fornire alcun indirizzo sui tassi ufficiali, mantenendo l'approccio riunione per riunione e limitandosi ad aggiornare i mercati sulla propria funzione di reazione. **Sempre nell'Eurozona, la settimana prossima cominceranno a essere diffuse le indagini di fiducia relative al mese di luglio**, che potrebbero - come già il mese scorso - evidenziare un rallentamento nel manifatturiero e un recupero nei servizi.

Nel caso della Federal Reserve, resta incerta non solo l'entità ma anche la direzione dei prossimi interventi di politica monetaria. La maggior parte delle misure di inflazione suggerirebbero la necessità di alzare i tassi di interesse; tuttavia, **i dati di giugno su CPI e PPI hanno sorpreso al ribasso**, evidenziando soprattutto un calo dei prezzi al consumo dei servizi non abitativi, nonché un'attenuazione dell'effetto dei dazi sui beni core, sebbene restino pressioni selettive sui prezzi alla produzione derivanti soprattutto dal boom dell'Intelligenza Artificiale; i dati sono coerenti con un PCE core a 0,16% m/m (da 0,3% di maggio) e a 3,3% a/a (da 3,4%). Gli indicatori recenti sul mercato del lavoro hanno mostrato una rinnovata debolezza, pur a fronte di un'economia reale nel complesso più che resiliente. Questo scenario non è di facile lettura nemmeno per i partecipanti al FOMC, che difatti è apparso "spaccato" nella riunione del mese scorso: circa metà dei membri pensava che i tassi dovessero rimanere fermi e poi più avanti calare, mentre un'altra metà era a favore di un rialzo dei tassi ufficiali. Come nel caso della BCE, che da tempo sta adottando un approccio riunione per riunione basato sui dati, anche la Fed si sta muovendo nella stessa direzione (questa sembra essere la linea adottata dal nuovo governatore Warsh, emersa anche nella sua prima testimonianza al Congresso di martedì). **Manteniamo per il momento l'idea che i tassi Fed possano rimanere invariati nel corso della seconda parte del 2026**, e che a 2027 inoltrato il raffreddamento dell'inflazione possa creare condizioni favorevoli ad un limitato allentamento della politica monetaria.

Nel Regno Unito, Andy Burnham sarà nominato Primo Ministro lunedì 20 luglio; Shabana Mahmood è la candidata più probabile alla carica di Cancelliere dello Scacchiere. Esponente dell'ala "Blue Labour" del partito e di orientamento economico liberale, Mahmood arriverebbe al Tesoro con un buon track record di policy-making, in particolare la riforma dell'immigrazione al Ministero dell'Interno. La reazione dei mercati è stata moderatamente positiva: i Gilt hanno sovraperformato e la sterlina ha toccato i massimi da un anno, anche grazie al sollievo per l'esclusione di profili più interventisti e alla probabile continuità con le attuali regole fiscali. **Tuttavia, non ci attendiamo che l'economia possa aiutare il nuovo Primo Ministro.** La stima

mensile sul PIL di maggio ha sorpreso al rialzo con una crescita di 0,1% m/m e 0,7% su base trimestrale (dopo un primo trimestre già robusto: 0,6% t/t, un record nel G7). Tuttavia, l'espansione è dovuta esclusivamente ai servizi, mentre sempre il mese di maggio registra una contrazione per la produzione sia nell'industria che nelle costruzioni (-0,5% e -0,8% m/m, rispettivamente). Inoltre, **parte della forza di inizio anno appare di natura statistica**: dal 2022 i dati britannici mostrano una chiara stagionalità, con una crescita del PIL in media a 0,6% t/t a inizio anno e stagnante nei mesi estivi, che potrebbe essere legata alle distorsioni statistiche post-pandemiche; le indagini congiunturali indicano un momentum di fondo più contenuto (0,2-0,3% t/t). **Ci attendiamo un rallentamento dell'attività nella seconda metà dell'anno. Il mercato del lavoro si sta indebolendo in misura significativa**: gli occupati dipendenti sono in calo di -119 mila unità a/a a maggio, la disoccupazione è salita di mezzo punto (attorno al 5%) nell'ultimo anno, le posizioni vacanti sono ai minimi dalla primavera del 2021 e la crescita salariale è in moderazione al 3,4%. Inoltre, l'incertezza potrebbe salire in vista di un Budget autunnale che porterà verosimilmente nuovi aumenti d'imposta. Ci aspettiamo una crescita del PIL sotto l'1% quest'anno, con rischi al ribasso. In questo contesto, **la Bank of England dovrebbe mantenere il Bank Rate al 3,75% il 30 luglio e restare in attesa fino al prossimo anno**, quando l'indebolimento del mercato del lavoro e il contro-shock energetico dovrebbero riaprire spazi per un moderato allentamento.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (20 – 24 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	20/7	03:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	lug	3.50	%	
		03:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	lug	3.00	%	
		08:00	GER	PPI a/a		giu	2.2	%	
		08:00	GER	PPI m/m		giu	0.3	%	-0.2
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		giu	0.1	%	
Mar	21/7	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mag	4.9	%	
		08:00	GB	Retribuzioni medie		mag	4.4	%	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		lug	-81.0		-77.8
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	lug	10.5		18.0
Mer	22/7	01:50	GIA	Bilancia commerciale		giu	-391.8	Mld ¥ JP	-120.0
		08:00	GB	CPI a/a	*	giu	2.8	%	
		08:00	GB	CPI m/m		giu	0.2	%	
Gio	23/7	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	lug	100		
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	208	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.805	Mln	
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	lug	-17.7		-16.9
Ven	24/7	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	giu	1.4	%	1.6
		01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	giu	1.5	%	
		02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		lug	54.8		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		giu	3.2	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	1.2	%	
		09:00	GER	Fiducia consumatori		ago	-29.2		-28.5
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	lug	46.8		
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	lug	51.2		
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	lug	48.6		49.2
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	lug	50.3		50.5
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	lug	49.4		50.0
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	lug	51.4		51.5
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	lug	50.0		
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	lug	48.8		
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	lug	52.5		
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		lug	-12.4		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	lug	53.9		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	lug	51.2		
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		lug	51.9		
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	giu	0.580	Mln	

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 (20 – 24 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	21/7	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Bank Lending Survey
Gio	23/7	14:15	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate invariato a 2,25%)
		14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven	24/7	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		17:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
			BEL	DBRS si pronuncia sul debito sovrano del Belgio

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	giu	0.2	%	0.2	0.0
CPI m/m	giu	0.5	%	-0.1	-0.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	giu	2.9	%	2.8	2.6
CPI a/a	giu	4.2	%	3.8	3.5
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mag	104.8 (103.1)	Mld \$		232.7
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	giu	0.1 (0.4)	%	0.4	0.2
PPI m/m	giu	0.6 (1.1)	%		-0.3
Indice Empire Manufacturing	lug	5.7		8.8	15.6
Richieste di sussidio	settim	216 (215)	x1000	217	208
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.821 (1.814)	Mln	1.815	1.805
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	giu	1.0 (0.8)	%	-0.1	-0.2
Vendite al dettaglio m/m	giu	1.0 (0.9)	%	0.2	0.2
Indice Philadelphia Fed	lug	10.3		13.0	41.4
Indice Mercato Immobiliare NAHB	lug	36 (35)		35	34
Scorte delle imprese m/m	mag	0.6 (0.5)	%	0.3	0.3
Prezzi all'import m/m	giu	1.9	%	-0.7	
Licenze edilizie	giu	1.410	Mln		1.4
Nuovi cantieri residenziali	giu	1.177	Mln	1.310	
Produzione industriale m/m	giu	0.1	%	0.2	
Impiego capacità produttiva	giu	76.2	%	76.2	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	lug	49.5		51.0	

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

Fonte: LSEG Datastream

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	mag	0.3 (0.1)	%	0.2	-0.2
EUR	CPI a/a finale	giu	2.8	%	2.8	2.8
EUR	CPI m/m finale	giu	0.1	%	-0.1	-0.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	giu	2.2	%		2.1
ITA	IPCA a/a finale	giu	3.1	%	3.1	3.0
ITA	IPCA m/m finale	giu	0.1	%	0.1	0.0
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	giu	0.0	%		0.0
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	giu	3.0	%	3.0	3.0
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mag	4.421 (4.293)	Mld €		4.793
ITA	Bilancia commerciale (UE)	mag	0.443 (0.316)	Mld €		0.845
SPA	IPCA a/a finale	giu	3.6	%	3.6	3.6

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

Fonte: LSEG Datastream

Focus Area Euro - IA in Europa e in Italia: l'ultima chance di crescita. L'Intelligenza Artificiale si è affermata come una delle principali tecnologie abilitanti della trasformazione digitale, con impatti trasversali su produttività e organizzazione del lavoro. Dal 2022, con l'adozione su larga scala dell'IA generativa, l'adozione e gli investimenti nella tecnologia sono aumentati esponenzialmente. In Europa, il fenomeno si è sviluppato a un ritmo più lento rispetto agli Stati Uniti; in Italia il ritardo nel processo di adozione è influenzato dalle caratteristiche del tessuto produttivo del Paese. Nonostante i ritardi, l'IA può ancora rappresentare una leva cruciale per la crescita nel Vecchio Continente: nel medio-lungo termine, potrebbe compensare gli effetti negativi sul PIL potenziale derivanti dalla contrazione della forza lavoro dovuta all'invecchiamento.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	mag	0.5	%		0.1
Ordinativi di macchinari m/m	mag	8.7	%	-4.2	-12.4

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

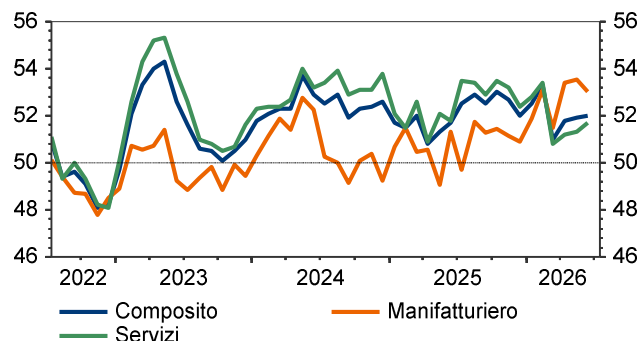
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T2	1.3	%	0.9	0.9
PIL cumulato a/a	T2	5.0	%		4.7
PIL a/a	T2	5.0	%	4.5	4.3
Produzione industriale cumulata a/a	giu	5.4	%		5.4
Vendite al dettaglio cumulate a/a	giu	1.4	%		1.33
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	giu	-4.1	%	-4.9	-5.7
Produzione industriale a/a	giu	4.5	%	4.7	5.3
Vendite al dettaglio a/a	giu	-0.6	%	-0.1	1.0
M2 a/a	giu	8.6	%	8.5	8.0
Nuovi prestiti bancari (flusso)	giu	520	Mld ¥ CN	2000	1610
Finanza sociale aggregata (flusso)	giu	2030	Mld ¥ CN	3500	3360

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

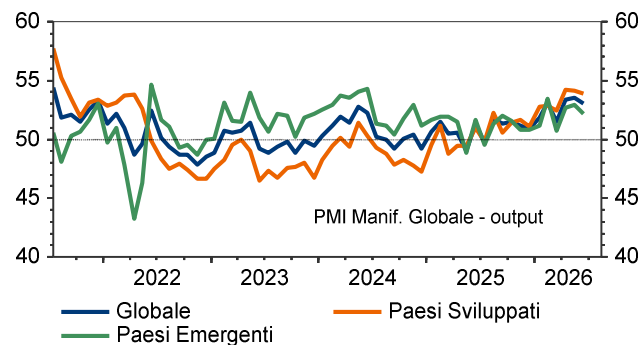
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



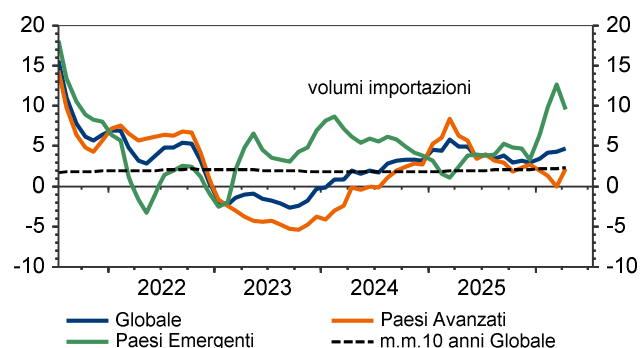
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



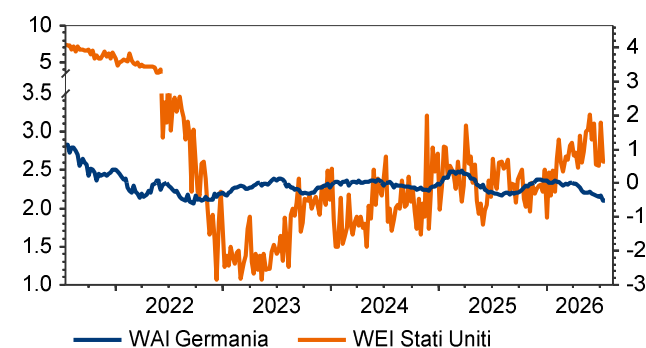
Fonte: S&P Global

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



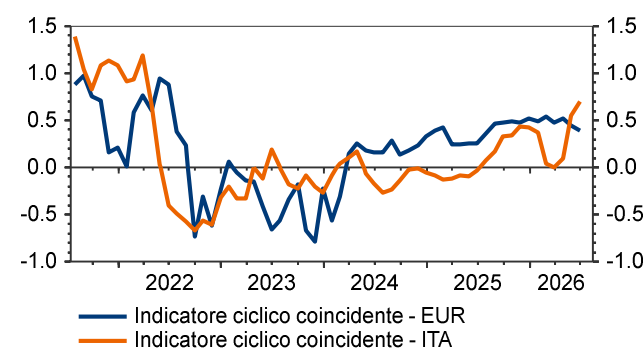
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



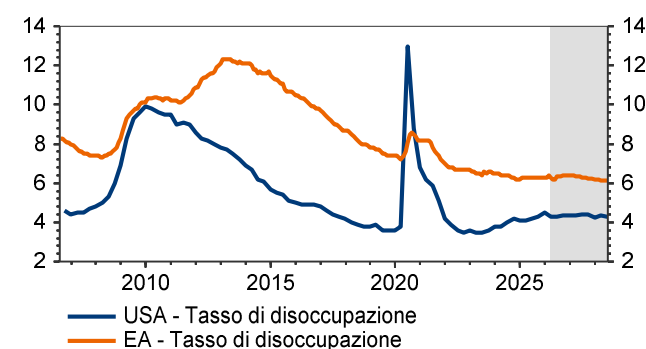
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

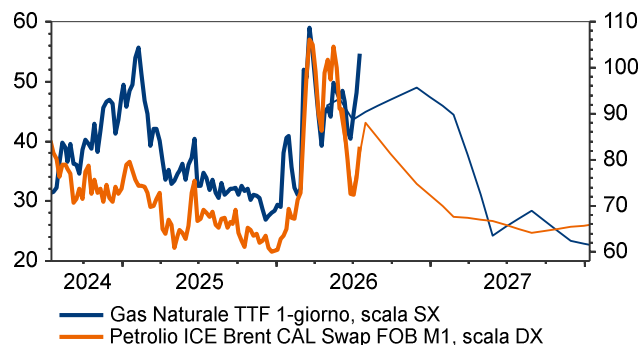
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

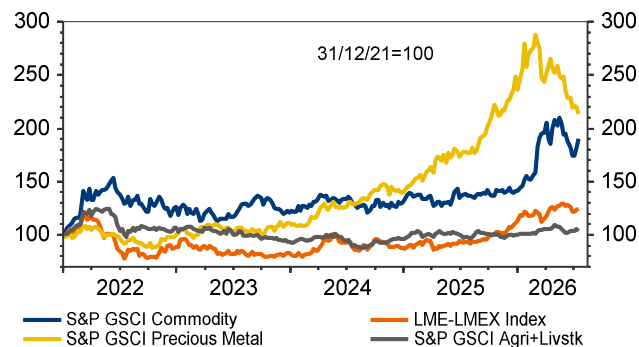
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



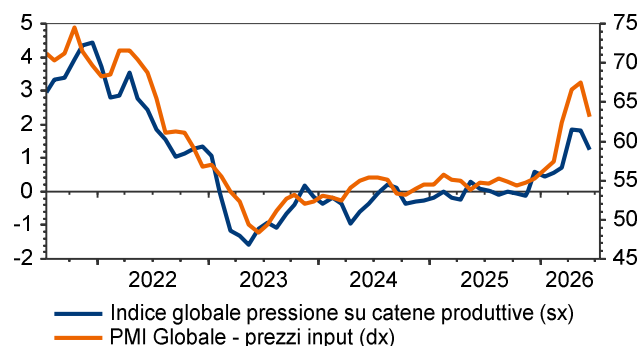
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



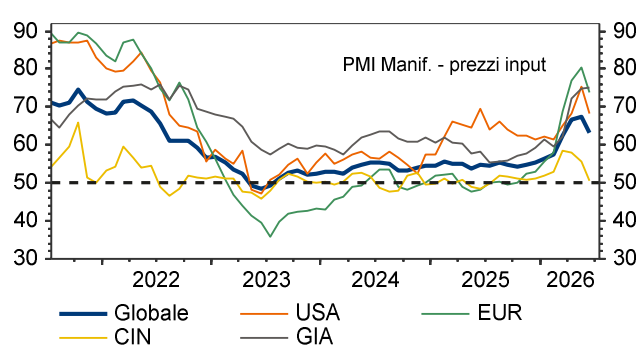
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



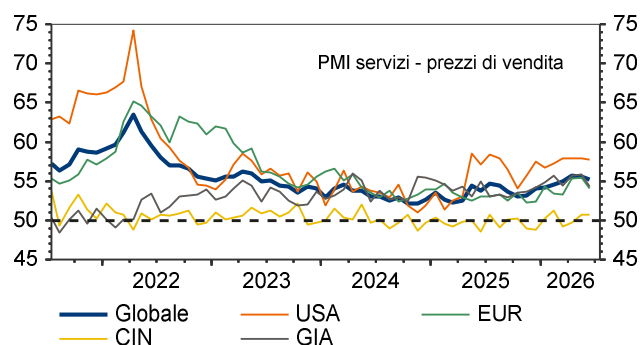
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



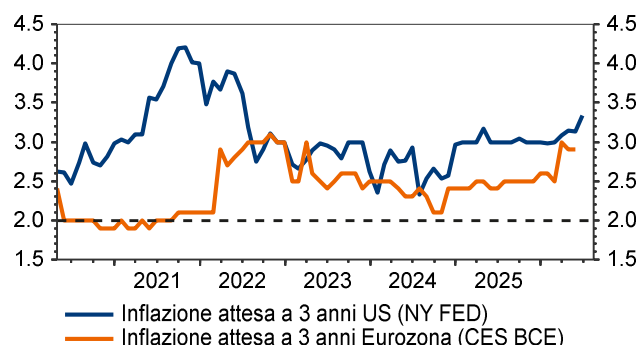
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

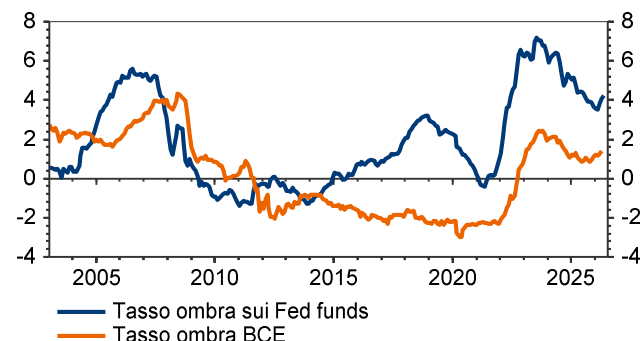
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

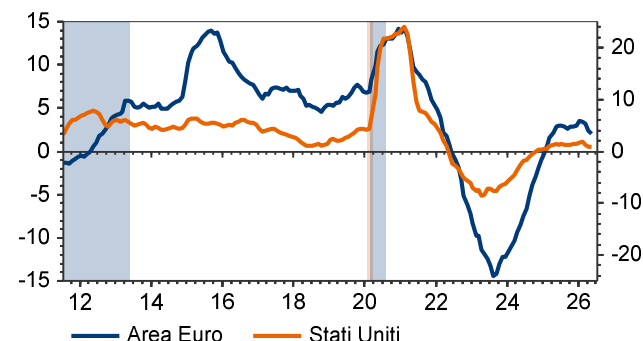
Condizioni Finanziarie

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



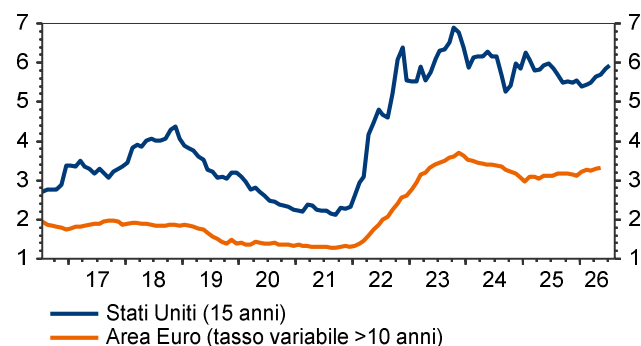
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



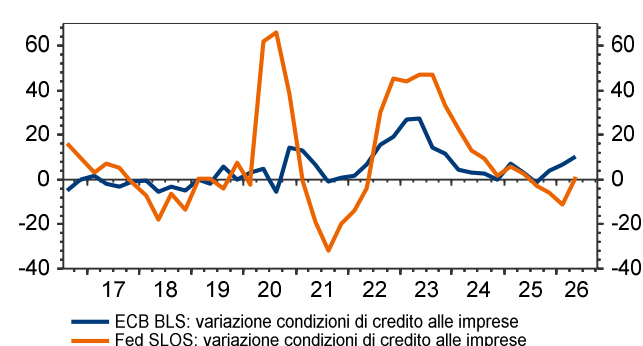
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



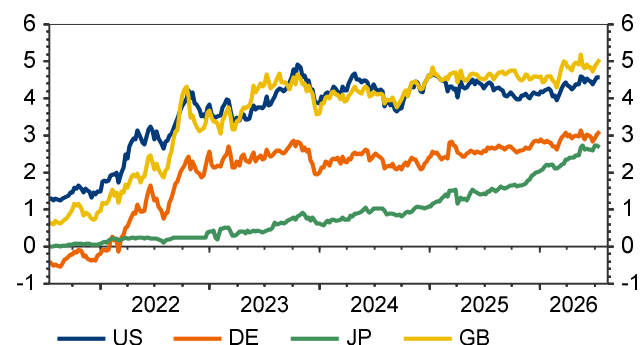
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



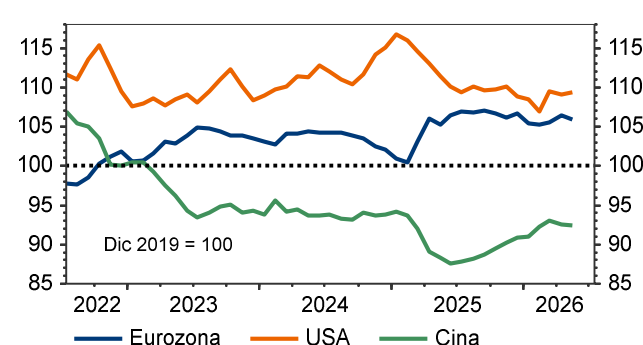
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

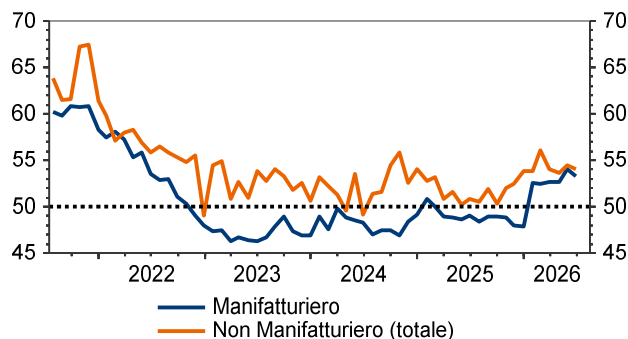
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

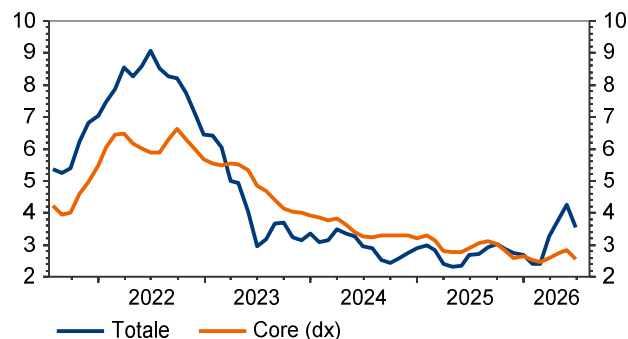
Stati Uniti

Indagini ISM



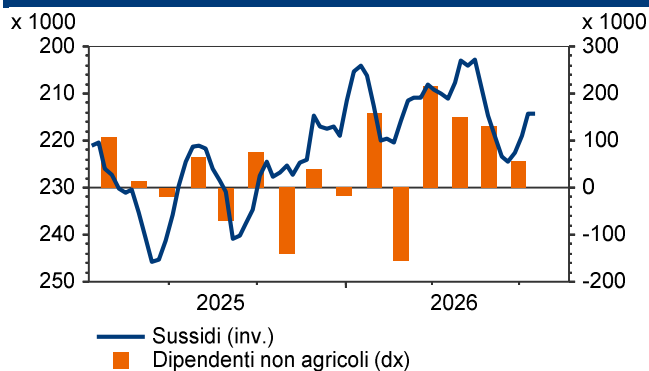
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



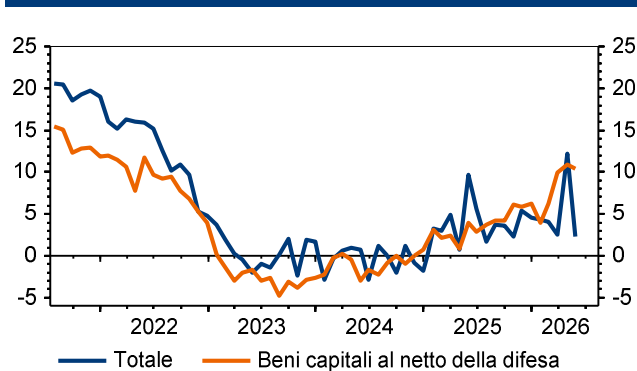
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

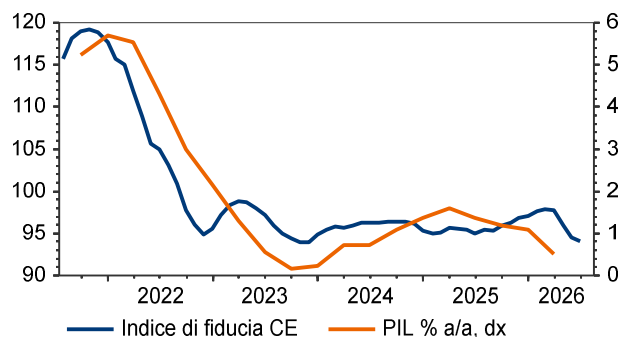
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2027	2027
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.3	2.4	2.3	2.0	2.7	2.4	1.9	2.4	2.5	2.4
- trim./trim. annualizzato				4.4	0.5	2.1	2.7	2.3	2.6	2.3	2.5
Consumi privati	2.6	1.9	1.9	3.5	1.9	0.5	2.3	2.1	2.2	1.8	2.0
IFL - privati non residenziali	4.1	5.5	4.6	3.2	2.4	10.6	5.3	3.2	3.6	5.1	5.0
IFL - privati residenziali	-2.2	-2.8	3.9	-7.1	-1.7	-7.8	1.9	2.1	3.0	5.0	5.0
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.2	1.8	2.2	-5.6	4.4	3.0	2.1	2.5	1.5	1.6
Esportazioni	1.6	3.8	2.8	9.6	-3.2	10.9	1.8	1.8	2.2	3.0	1.5
Importazioni	2.7	0.3	2.6	-4.4	-1.0	11.8	1.0	1.6	1.7	3.0	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.4	-3.5								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-8.5	-7.7								
Debito pubblico (% PIL)	137.0	139.5	141.1								
CPI (a/a)	2.7	3.2	2.1	2.9	2.7	2.7	3.9	3.3	3.0	2.7	1.8
Produzione industriale	1.1	1.4	2.2	0.5	-0.5	0.3	1.0	0.4	0.5	0.5	0.4
Disoccupazione (%)	4.3	4.3	4.4	4.3	4.5	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4

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

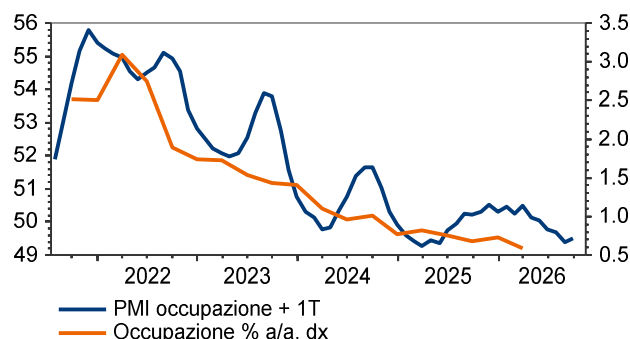
Area euro

PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: 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-26	100.1	100.0	99.8	100.0	1.7	2.2	2.2	1.6
feb-26	100.7	100.6	100.6	100.7	1.9	2.3	2.4	1.8
mar-26	102.0	101.3	101.4	102.0	2.6	2.2	2.3	2.5
apr-26	103.0	102.1	102.4	103.0	3.0	2.1	2.2	3.0
mag-26	103.1	102.4	102.7	103.1	3.2	2.3	2.6	3.1
giu-26	103.0	102.6	102.9	103.0	2.8	2.1	2.4	2.7
lug-26	103.2	102.8	102.9	103.1	2.9	2.5	2.5	2.8
ago-26	103.5	103.2	103.2	103.3	3.0	2.5	2.6	2.9
set-26	103.7	103.4	103.4	103.6	3.2	2.7	2.6	3.1
ott-26	103.9	103.7	103.7	103.8	3.1	2.6	2.6	3.1
nov-26	103.5	103.2	103.2	103.4	3.0	2.6	2.7	2.9
dic-26	103.7	103.5	103.5	103.6	3.1	2.6	2.6	3.0
Media	102.8	102.4	102.5	102.7	2.8	2.4	2.5	2.7

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

Previsioni 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-27	103.1	102.6	102.4	103.0	3.1	2.6	2.6	3.0
feb-27	103.6	103.1	103.1	103.5	2.9	2.5	2.5	2.8
mar-27	104.2	103.8	103.9	104.1	2.2	2.5	2.5	2.1
apr-27	105.0	104.7	104.9	104.9	1.9	2.5	2.5	1.9
mag-27	105.2	104.9	105.1	105.0	2.0	2.4	2.4	1.9
giu-27	105.2	105.1	105.4	105.1	2.1	2.4	2.4	2.0
lug-27	105.3	105.2	105.2	105.1	2.0	2.3	2.3	2.0
ago-27	105.6	105.5	105.6	105.4	2.1	2.3	2.3	2.0
set-27	105.7	105.8	105.7	105.6	2.0	2.3	2.3	1.9
ott-27	105.9	106.0	106.0	105.8	1.9	2.2	2.2	1.9
nov-27	105.5	105.4	105.5	105.3	1.9	2.2	2.2	1.9
dic-27	105.6	105.7	105.8	105.5	1.8	2.2	2.2	1.8
Media	105.0	104.8	104.9	104.9	2.2	2.4	2.4	2.1

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

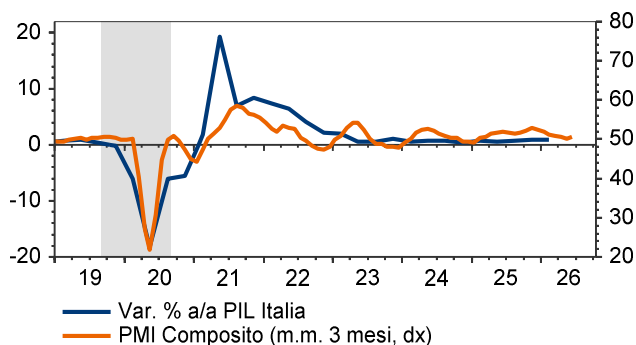
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	0.7	1.3	1.2	1.1	0.5
- t/t	0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	1.5	0.8	1.0	0.2	0.4	0.3
Investimenti fissi	3.1	1.5	2.3	1.0	0.8	-0.3
Consumi pubblici	1.5	2.0	1.4	0.7	0.6	0.6
Esportazioni	2.0	-0.2	1.8	0.4	0.0	-0.4
Importazioni	3.6	1.6	2.2	1.0	0.3	0.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.3	0.1	0.1	-0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	2.2	1.7	1.8			
Deficit pubblico (% PIL)	-2.9	-3.4	-3.2			
Debito pubblico (% PIL)	87.4	89.8	90.4			
Prezzi al consumo (a/a)	2.1	2.8	2.2	2.1	2.1	2.0
Produzione industriale (a/a)	1.6	-0.7	0.9	1.5	1.9	-1.7
Disoccupazione (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
Euribor 3 mesi	2.18	2.35	2.81	2.01	2.04	2.05

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

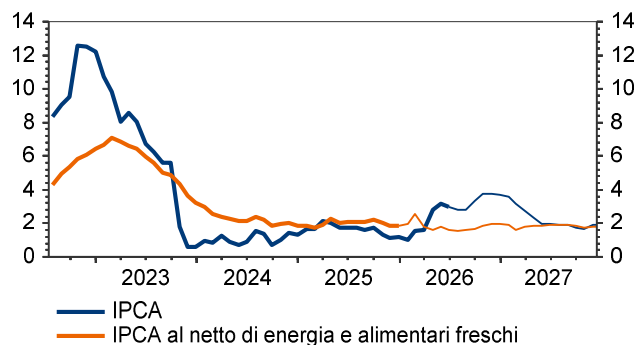
Italia

PIL



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

Inflazione



Nota: var. % a/a. 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-26	99.5	100.4	100.4	100.4	1.0	1.0	0.8	0.8
feb-26	100.0	101.1	101.0	100.9	1.5	1.5	1.2	1.1
mar-26	101.7	101.6	101.5	101.5	1.6	1.7	1.4	1.5
apr-26	103.3	102.7	102.6	102.5	2.8	2.7	2.6	2.6
mag-26	103.6	103.1	102.8	102.8	3.2	3.2	3.0	3.0
giu-26	103.7	103.1	102.8	102.8	3.1	3.0	2.8	2.9
lug-26	102.4	103.1	102.9	102.8	2.7	2.6	2.6	2.5
ago-26	102.3	103.4	103.2	103.0	2.8	2.8	2.8	2.7
set-26	104.0	103.7	103.5	103.4	3.3	3.3	3.3	3.2
ott-26	104.4	103.8	103.8	103.6	3.7	3.7	3.7	3.6
nov-26	104.1	103.6	103.7	103.6	3.8	3.8	3.8	3.7
dic-26	104.2	103.7	103.8	103.7	3.7	3.7	3.7	3.6
Media	102.8	102.8	102.7	102.6	2.8	2.8	2.6	2.6

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-27	103.0	103.9	104.0	103.8	3.5	3.5	3.5	3.4
feb-27	103.2	104.3	104.3	104.1	3.2	3.2	3.2	3.1
mar-27	104.5	104.6	104.4	104.3	2.7	2.9	2.9	2.8
apr-27	105.7	105.1	104.9	104.7	2.3	2.3	2.3	2.2
mag-27	105.6	105.2	104.7	104.7	1.9	2.0	1.9	1.8
giu-27	105.7	105.1	104.7	104.6	2.0	2.0	1.9	1.8
lug-27	104.4	105.2	104.8	104.7	2.0	2.0	1.9	1.8
ago-27	104.2	105.2	104.9	104.6	1.9	1.7	1.6	1.5
set-27	105.8	105.5	105.2	105.0	1.7	1.7	1.6	1.5
ott-27	106.1	105.5	105.4	105.2	1.7	1.6	1.6	1.5
nov-27	106.0	105.4	105.4	105.2	1.9	1.7	1.7	1.6
dic-27	106.2	105.6	105.6	105.4	1.9	1.7	1.7	1.6
Media	105.0	105.0	104.9	104.7	2.2	2.2	2.1	2.1

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027					
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.5	0.8	0.7	0.9	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3	0.9
- t/t				0.2	0.3	0.3	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	1.1	0.7	0.7	0.3	0.1	0.5	-0.2	0.0	0.1	0.3	0.2
Investimenti fissi	3.8	2.4	1.0	1.3	1.0	0.7	-0.1	-0.2	0.3	0.4	0.4
Consumi pubblici	0.6	0.7	0.6	0.1	0.2	0.0	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	1.4	1.1	0.5	2.2	-1.0	2.2	-1.0	-0.6	0.2	0.3	0.4
Importazioni	3.9	1.8	1.5	2.0	1.3	-0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.4	0.4	-0.4	0.7	-1.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.1	0.5	0.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-3.0	-2.8								
Debito pubblico (% PIL)	137.1	139.1	138.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.6	2.8	2.2	1.7	1.2	1.4	3.0	3.0	3.7	3.2	2.1
Produzione industriale (a/a)	-0.3	0.5	1.0	0.2	1.2	0.4	0.8	0.5	0.4	1.1	0.7
Disoccupazione (ILO, %)	6.1	5.2	5.4	6.0	5.7	5.2	5.0	5.1	5.2	5.3	5.3
Tasso a 10 anni (%)	3.57	3.89	4.20	3.55	3.46	3.54	3.88	4.05	4.10	4.03	4.10

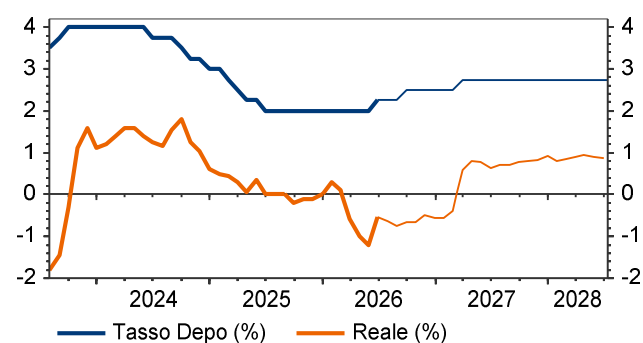
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	16/7	set	dic	mar	giu
Deposit rate	2.00	2.00	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75
Euribor 1m	1.94	1.89	2.20	2.21	2.39	2.52	2.61	2.77
Euribor 3m	2.03	2.08	2.32	2.48	2.58	2.66	2.74	2.86

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

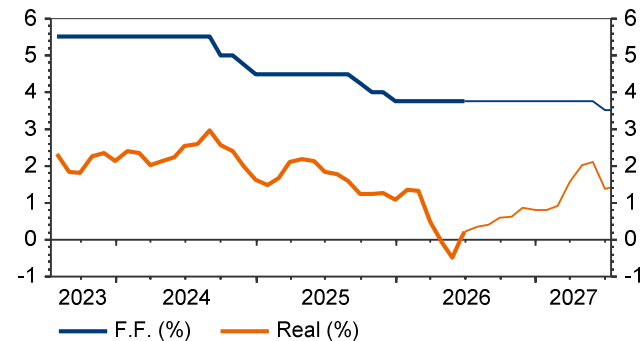


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	16/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50
OIS 3m	3.60	3.66	3.72	3.71	3.68	3.68	3.69	3.51

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

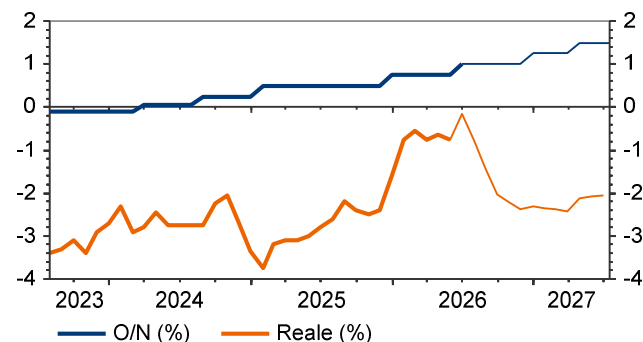


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	16/7	set	dic	mar	giu
O/N target	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50
OIS 3m	0.73	0.86	0.99	1.00	1.02	1.02	1.27	1.27

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

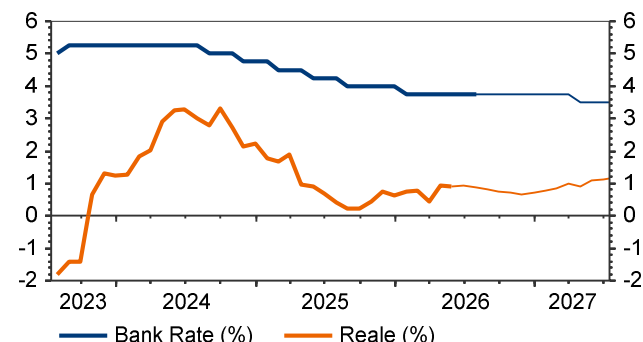


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	16/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50
OIS 3m	3.72	3.84	3.77	3.81	3.65	3.65	3.65	3.40

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	17/7	2026 T1	2026 T2	2026 T3	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4
EUR/USD	1.143	1.17	1.16	1.15	1.15	1.16	1.16	1.17	1.17
USD/JPY	162.3	157	160	161	160	159	157	156	154
GBP/USD	1.344	1.35	1.34	1.32	1.31	1.30	1.30	1.30	1.30
USD/CAD	1.404	1.37	1.38	1.42	1.41	1.41	1.40	1.40	1.39
AUD/USD	0.697	0.69	0.71	0.72	0.72	0.72	0.73	0.73	0.73
NZD/USD	0.583	0.59	0.58	0.60	0.60	0.62	0.64	0.65	0.66
USD/CHF	0.807	0.78	0.79	0.81	0.81	0.80	0.80	0.80	0.79
USD/SEK	9.658	9.14	10.88	10.78	10.91	10.75	10.57	10.41	10.26
USD/NOK	9.668	9.73	10.96	11.26	11.13	10.99	10.88	10.79	10.72

Fonte: 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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com