

Weekly Economic Monitor

Il punto

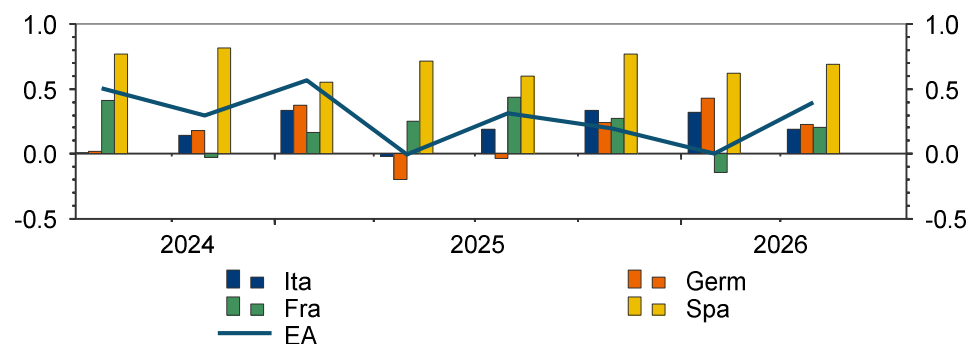
Nelle settimane estive, l'attenzione sarà ancora soprattutto sull'evoluzione delle ostilità in Medio Oriente, per i riflessi che ne derivano sulle prospettive di inflazione nei maggiori paesi e sulle prossime mosse delle principali banche centrali.

La nuova tregua iniziata il 25 luglio tra Stati Uniti e Iran è durata quattro giorni: dopo l'attacco a sorpresa iraniano del 29 luglio con missili balistici contro le basi USA nella regione, sono arrivate le offensive statunitensi contro decine di obiettivi iraniani, seguite da ritorsioni su Kuwait, Bahrein, Qatar e Giordania. Sul piano negoziale, il 28 luglio Teheran ha respinto la proposta omanita sulla gestione dello Stretto ispirata al modello Malacca (contributi volontari e rotte condivise), rivendicando il controllo su Hormuz. Al momento non esiste un tavolo diretto di negoziazione tra USA e Iran (restano le mediazioni di Pakistan e Oman), e Mojtaba Khamenei è tornato a legare la pace alla cessazione delle ostilità in Libano. Nel frattempo, si registrano nuovi attacchi Houthis a petroliere saudite nel Mar Rosso, dove i transiti navali sono ormai calati sotto i livelli del 2025, e un attacco con droni al terminale del gas di Damietta in Egitto (pur senza rivendicazione formale). L'Arabia Saudita ha organizzato una coalizione di 14 paesi per garantire la sicurezza del Mar Rosso.

In questo quadro, come detto le settimane scorse, **il prezzo del petrolio resta su livelli non troppo distanti dalla nostra assunzione di base** per la media del 3° trimestre (88 dollari al barile), mentre sono maggiori i rischi di scostamenti rispetto al nostro scenario centrale per il prezzo del gas naturale, che transita ormai stabilmente in area 60 euro per megawattora. Sul gas, le pressioni sull'offerta derivanti dai colli di bottiglia in Medio Oriente si sommano a temperature ben superiori alla media stagionale, con conseguente assottigliamento delle scorte nella maggior parte dei paesi europei. Di conseguenza, **abbiamo rivisto il nostro profilo previsivo sulle quotazioni del TTF** per la media del trimestre in corso, da 45 a 53 euro per megawattora, confermando la nostra precedente stima di 48 euro per l'ultimo trimestre dell'anno. La principale conseguenza è una (lieve) revisione al rialzo delle previsioni di inflazione Eurozona.

Nell'area euro, i dati comunicati in settimana hanno confermato che l'economia è più resistente del previsto allo shock geopolitico ed energetico: il PIL è cresciuto di 0,4% t/t nel 2° trimestre dopo la stagnazione d'inizio anno, e, al netto del volatile PIL irlandese (che è rimbalzato di 3,9% t/t dopo il -7% del 1° trimestre), è salito di 0,25% t/t, circa in linea con i tre mesi precedenti. Anche le indicazioni iniziali sul trimestre in corso non sono negative, visto che **le indagini di fiducia di luglio hanno segnalato concordemente un miglioramento del morale** delle imprese, visibile, questa

Nell'area euro, il PIL è più resistente del previsto allo shock geopolitico ed energetico



Nota: variazione % t/t del PIL. Fonte: Eurostat

31 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

settimana, dalla ripresa dell'indice ESI della Commissione europea nonché delle principali survey nazionali (IFO in Germania, INSEE in Francia, indagini Istat in Italia). Il livello delle indagini è ai massimi dallo scoppio del conflitto ma resta inferiore ai valori pre-guerra nel Golfo Persico. Inoltre, l'ottimismo emerso dalle survey di luglio è legato alla tregua seguita al raggiungimento del Memorandum of Understanding del 17 giugno, ma la successiva ripresa delle ostilità (a partire dal 7 luglio, e con maggiore intensità dal 12-13 luglio) peserà sui rilevamenti di morale di agosto, e segnala un **possibile rallentamento del PIL area euro nella seconda metà dell'anno** rispetto al dato robusto dei mesi primaverili, anche perché **la risalita delle quotazioni del gas naturale potrebbe rendere più persistenti i rincari dei prezzi e dunque l'impatto su reddito e spesa delle famiglie**. Nel complesso, confermiamo la nostra precedente stima di crescita per l'economia dell'Eurozona per quest'anno, a 0,7%, e limiamo solo marginalmente (di un decimo) la previsione per il 2027 (1,2%).

Le tre principali economie hanno mostrato tutte un tasso di crescita di 0,2% t/t nel 2° trimestre. Nel caso della Francia, si tratta di un rimbalzo in linea con le attese dopo la flessione d'inizio anno, mentre in Germania e Italia il PIL è rallentato rispetto ai tre mesi precedenti ma è stato più forte del previsto. **Continua a sovraperformare la Spagna**, che anzi riaccelera a sorpresa a 0,7% t/t dopo il rallentamento a 0,6% d'inizio anno. Tra le economie che sono cresciute più della media area euro si segnalano anche Portogallo (0,8% t/t) e Olanda (0,4% t/t).

Tra i paesi che hanno sorpreso in positivo c'è l'Italia, dove il PIL è rallentato meno del previsto, a 0,2% t/t dopo lo 0,3% precedente. Il dato segnala che il buon avvio d'anno non era troppo "gonfiato" da fattori una tantum, e che l'economia italiana è più resistente che in passato agli shock energetici. Anche ipotizzando una stagnazione nel resto dell'anno, l'economia crescerebbe, nel 2026, dello 0,8%, circa in linea con le previsioni precedenti alla guerra nel Golfo Persico. Di conseguenza, **rivediamo da 0,5% a 0,8% la nostra stima sul PIL italiano** (sui dati corretti per i giorni lavorativi) quest'anno; la nuova stima è in linea con quanto atteso per il 2027. A nostro avviso, i rischi rispetto a questo nuovo profilo sono (lievemente) al rialzo sul 2026 e al ribasso sul 2027.

Cruciale, per le prospettive del ciclo nell'area euro, sarà l'evoluzione dell'inflazione. I dati sui prezzi al consumo di luglio hanno mostrato una risalita marginale al 2,9% a/a, trainata principalmente dall'energia. **La risalita potrebbe proseguire ad agosto, e l'inflazione potrebbe toccare un picco al 3,3-3,4% tra ottobre e gennaio**. Dista preoccupazione in particolare la risalita dei prezzi del gas, che ha un impatto sull'inflazione europea più ritardato ma più diffuso e persistente rispetto ai rincari del petrolio. **Questo quadro ci pare ancora coerente con un secondo rialzo dei tassi BCE a settembre**, a meno di un rapido rientro delle quotazioni internazionali delle materie prime.

Nelle prossime settimane, l'attenzione nell'area euro si concentrerà ancora una volta soprattutto sui prezzi al consumo: i dati preliminari di agosto, che saranno comunicati il 1° settembre, dovrebbero mostrare una risalita a 3,1% dal 2,9% di luglio; l'indice al netto di energia e alimentari freschi è visto stabile al 2,2% a/a. Tra gli altri indicatori in calendario, il 14 agosto sarà comunicata la seconda stima sul dato di PIL del 2° trimestre, mentre **il 21 agosto i PMI flash segneranno l'avvio della tornata di indagini di fiducia di agosto**, che si completerà entro fine mese (il 28 agosto con l'indice ESI) e che, a nostro avviso, vedrà una correzione, in particolare nei servizi, rispetto a luglio.

Negli **Stati Uniti**, la Federal Reserve ha deciso di mantenere invariati i tassi. Tuttavia, i tre dissensi "informali" emersi nel FOMC di giugno si sono tramutati in voti espliciti a favore di un rialzo immediato dei tassi. Il comunicato non presenta novità, il che lascia intendere che lo scenario "centrale", che ha in mente la maggior parte degli esponenti del FOMC, non sia cambiato rispetto a giugno. Warsh continua ad essere volutamente criptico nel suo wording, in linea con una comunicazione più snella rispetto al passato. **Il nostro scenario centrale resta quello di tassi**

invariati sino a fine anno, ma se dalle due prossime tornate di dati sui prezzi non emergesse una chiara tendenza di raffreddamento dell'inflazione, in particolare sugli indici core, i consensi a favore di un rialzo dei tassi a settembre potrebbero crescere.

Il PIL degli Stati Uniti è rallentato più del previsto nel 2° trimestre, attestandosi a 1,5% t/t annualizzato (da 2,1% precedente). I dettagli, tuttavia, mostrano che **la misura di domanda interna preferita dalla Fed**, ovvero le vendite finali reali ad acquirenti domestici privati (la somma di consumi e investimenti fissi privati), **ha registrato un'accelerazione** a 3,9% t/t ann.; i consumi rimangono sostenuti dai rimborsi fiscali, e gli investimenti non residenziali, pur rallentando, mantengono vigore grazie ad attrezzature e proprietà intellettuale; il principale contributo negativo al PIL è arrivato dal commercio estero. Nei prossimi trimestri i consumi dovrebbero frenare con l'esaurirsi dei rimborsi OBBBA (One Big Beautiful Bill Act), ma il PIL potrebbe riaccelerare moderatamente grazie sia alla normalizzazione delle importazioni sia al recupero della spesa governativa. In ogni caso, rivediamo al ribasso di un decimo la nostra previsione sul PIL, rispettivamente a 2,2% nel 2026 e a 2,3% nel 2027. I dati su redditi e consumi personali di giugno hanno mostrato una **moderazione della crescita sia del reddito che della spesa**, che però rimangono in territorio positivo; un segnale di cautela viene dall'ulteriore calo del tasso di risparmio (al 2,7%, vicino ai minimi da 4 anni). **I dati sui deflatori mostrano un rallentamento marcato del PCE headline** (-0,1% m/m, da 4,1% a 3,7% a/a) **ma limitato per il core** (0,1% m/m, da 3,4% a 3,3% a/a).

Nelle prossime settimane, negli Stati Uniti, **l'attenzione si concentrerà sui dati che potranno determinare l'esito della riunione del FOMC di settembre:**

■ **Mercato del lavoro.** Sono attesi due employment report: quello di luglio è in calendario il 7 agosto, mentre i dati di agosto saranno diffusi il 4 settembre. Il numero di occupati non agricoli dovrebbe risalire dopo il dato debole di giugno (57 mila), restando però sotto le 100 mila unità (nell'intervallo 70-90 mila). Il tasso di disoccupazione potrebbe risalire al 4,3%, per effetto di un parziale rimbalzo della partecipazione dopo l'ampio calo di giugno. Il ritmo di crescita dei salari orari dovrebbe risultare poco variato attorno a 0,3% m/m e 3,5% a/a. In sintesi, i dati non segnalerebbero una riaccelerazione del mercato del lavoro, ma nemmeno un brusco rallentamento.

■ **Inflazione.** Dopo le sorprese al ribasso di giugno, i dati di luglio saranno decisivi per capire se la moderazione dell'inflazione vista il mese precedente sia l'inizio di una tendenza o solo una pausa temporanea. Il CPI sarà pubblicato il 12 agosto, il PPI il 13 agosto e i deflatori PCE il 26 agosto. Stimiamo un CPI headline a 0,1 m/m (da -0,4% a giugno) e 3,5% a/a (stabile rispetto al mese scorso), e un core a 0,2% m/m (dopo la stabilità di giugno) e 2,6% a/a (anch'esso invariato sul mese precedente). Il rimbalzo della benzina legato alla nuova escalation in Iran dovrebbe risultare più visibile nel dato di agosto che in quello di luglio. Per la Fed, un quadro di questo tipo sarebbe ancora compatibile con una fase di attesa, a meno che i dati su PPI e CPI di agosto (in calendario il 10 e 11 settembre) non mostrino una riaccelerazione consistente anche nelle componenti core.

■ **Politica monetaria.** Dopo la pubblicazione dei **verbali del FOMC** del 28-29 luglio, in calendario il 19 agosto, l'attenzione sarà sul tradizionale simposio di fine estate a **Jackson Hole**, organizzato dalla Fed di Kansas City dal 27 al 29 agosto. Warsh ha lasciato aperte due possibilità: un discorso di ampio respiro sulle grandi questioni che stanno modificando lo scenario - produttività, demografia, shock globali - oppure un intervento più tradizionale di preparazione alle decisioni dell'autunno. Vista la fase di incertezza, e il nuovo stile di comunicazione "leggera" avviato dal nuovo governatore, pare più plausibile la prima opzione, che potrebbe rendere l'intervento di Jackson Hole di quest'anno meno informativo rispetto al passato.

Nel Regno Unito, la Bank of England ha lasciato il Bank Rate invariato al 3,75%, ma i voti a favore di un rialzo dei tassi da 25pb sono saliti a tre dai due della riunione precedente. Il Monetary Policy

Committee (MPC) è tornato ad adottare uno scenario "centrale", in cui l'inflazione raggiunge un picco al 3,2% nel 4° trimestre 2026, per scendere sotto il 2% solo nel 2028. Bailey ha chiesto ai mercati di non leggere la decisione come "un passo verso un rialzo", sottolineando la flessibilità che il mandato consente nei tempi di rientro dell'inflazione all'obiettivo. L'eventualità di un rialzo dei tassi, come il mercato al momento continua a scontare (anche se con probabilità inferiore rispetto a prima del MPC), è legata all'emergere non solo di impatti indiretti dello shock energetico sull'inflazione core, ma anche di "effetti di seconda battuta" su aspettative e salari, in assenza dei quali la BoE potrebbe mantenere i tassi invariati anche nei prossimi mesi.

[La Bank of Japan \(BoJ\) ha lasciato il tasso di riferimento invariato all'1%](#), con un solo dissenso a favore di un rialzo. La revisione delle proiezioni macroeconomiche e il tono della conferenza stampa appaiono coerenti con una postura più restrittiva rispetto alle scorse riunioni. Le previsioni di crescita sono state riviste marginalmente al rialzo, e i rischi sull'attività sono ora giudicati bilanciati. La previsione di inflazione per l'anno fiscale 2026 è stata ridotta per effetto del rinnovo dei sussidi energetici, mentre il profilo per gli anni successivi è stato confermato (almeno nelle componenti al netto dell'energia). Per la prima volta, la BoJ ha avvertito che un superamento dell'obiettivo dei prezzi potrebbe danneggiare l'economia. La conferenza stampa ha mostrato toni più restrittivi: il governatore Ueda ha promesso un attento monitoraggio dei rischi al rialzo sui prezzi, e il tasso di cambio è divenuto un fattore più rilevante per l'inflazione dopo l'intervento del Ministero delle Finanze a sostegno dello yen. **Dopo la riunione, abbiamo rivisto le nostre previsioni sui tassi BoJ**, anticipando da dicembre a ottobre il prossimo rialzo da 25pb; alziamo, inoltre, di un quarto di punto il livello di arrivo del tasso di riferimento, all'1,75% entro inizio 2028.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 21 agosto)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 3/8	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 54.7	
	03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	lug	51.7	51.5
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		giu	1.8	%
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m		giu	1.1	%
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	lug	52.2	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		lug	prel 50.0	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 52.2	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	lug	prel 52.0	52.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	lug	52.8	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		lug	53.8	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	lug	53.3	54.0
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		giu	0.1	%
Mar 4/8	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		giu	2.2	%
	14:30	USA	Bilancia commerciale		giu	-77.6	Mld \$
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		giu	-1.3	%
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	giu	prel 0.3	%
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-traspo m/m finale	*	giu	prel 0.6	%
Mer 5/8	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	lug	54.1	
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	giu	-0.1	%
	09:45	ITA	PMI servizi	*	lug	50.2	
	09:50	FRA	PMI servizi finale		lug	prel 49.8	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	lug	prel 49.6	
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	lug	prel 51.6	51.6
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	lug	prel 51.9	51.9
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	lug	51.8	
	11:00	EUR	PPI a/a		giu	5.9	%
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		lug	98	x1000
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		lug	53.6	
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		lug	53.6	
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	lug	54.0	54.3
Gio 6/8	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	giu	1.9	%
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		giu	3.4	%
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	giu	-0.3	%
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		giu	0.2	%
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	197	x1000
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.782	Mln
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T2	1.8	%
	14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T2	0.3	%
Ven 7/8	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	giu	-0.4	%
	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T2	8.1	%
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	giu	0.9	%
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		giu	19.1	Mld €
	10:00	CN	Riserve in valuta estera		lug	3.416	1000Mld \$
	14:30	USA	Salari orari m/m		lug	0.3	%
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	lug	57	x1000
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	lug	4.2	%
Dom 9/8	03:30	CN	CPI m/m		lug	-0.3	%
	03:30	CN	PPI a/a	*	lug	4.1	%
	03:30	CN	CPI a/a	*	lug	1.0	%
Lun 10/8	10:00	CN	M2 a/a	*	lug	8.0	%
	10:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	lug	3360	Mld ¥ CN
	10:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	lug	1610	Mld ¥ CN
Mar 11/8	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		giu	0.8	Mld €
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		giu	4.8	Mld €
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		lug	4.09	Mln

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 21 agosto)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Mer	12/8	08:00	GER	IPCA a/a finale		lug	prel 2.8	%
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	lug	prel 0.9	%
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	lug	prel 0.8	%
		08:00	GER	CPI a/a finale		lug	prel 2.8	%
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	lug	0.0	%
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		lug	3.0	%
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		lug	3.0	%
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	lug	0.0	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	lug	0.0	%
		14:30	USA	CPI m/m	*	lug	-0.4	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		lug	2.6	%
		14:30	USA	CPI a/a		lug	3.5	%
Gio	13/8	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T2	0.6	%
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		giu	-18.7	Mld £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		giu	-7.1	Mld £
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	giu	-0.5	%
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		lug	prel 3.8	%
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	giu	-0.2	%
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln
		14:30	USA	PPI m/m		lug	-0.3	%
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	lug	0.2	%
Ven	14/8	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	lug	prel 0.6	%
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		lug	prel 2.4	%
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	lug	-0.3	%
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T2	prel 1.0	%
		11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T2	0.1	%
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T2	prel 0.4	%
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	lug	-0.2	%
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	lug	0.2	%
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		giu	0.3	%
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		ago	prel 58.2	
Lun	17/8	01:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T2	0.5	%
		01:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T2	1.8	%
		04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	lug	1.0	%
		04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	lug	-5.7	%
		04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		lug	1.3	%
		04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		lug	5.4	%
		04:00	CN	Produzione industriale a/a		lug	5.3	%
		06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		giu	prel 1.3	%
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ago	15.6	
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ago	34	
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (I/term.)		giu	232.7	Mld \$

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 21 agosto)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Mar	18/8	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO	giu	4.9	%
		08:00	GB	Retribuzioni medie	giu	4.3	%
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)	ago	-77.6	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ago	26.3	
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		lug	0.3	%
	14:30	USA	Licenze edilizie		lug	1.374	Mln
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	lug	1.427	Mln
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		lug	0.1	%
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		lug	76.1	%
Mer	19/8	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m	giu	-12.4	%
		08:00	GB	CPI a/a	*	lug	2.6
		08:00	GB	CPI m/m		lug	0.1
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	lug	2.8
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		lug	2.2
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	lug	%
Gio	20/8	01:50	GIA	Bilancia commerciale		lug	-409.9 (-406.9) Mld ¥ JP
		03:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	ago	3.5
		03:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	ago	3.0
		08:00	GER	PPI a/a		lug	1.8
		08:00	GER	PPI m/m		lug	-0.3
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	Mln
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ago	41.4
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		lug	-0.2
Ven	21/8	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	lug	1.6
		01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	lug	1.7
		02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		ago	54.7
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		lug	4.2
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	lug	1.0
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	ago	101
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	ago	46.8
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	ago	51.2
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	ago	49.6
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	ago	52.2
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	ago	51.6
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	ago	52.0
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	ago	51.9

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 (3 – 21 agosto)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mer	5/8	01:50 22:05	GIA USA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di giugno Discorso di Cook (Fed)
Gio	6/8	10:00 23:30	EUR USA	* La BCE pubblica il Bollettino Economico Discorso di Musalem (Fed)
Ven	7/8	16:00	USA AUT	Discorso di Barkin (Fed) S&P si pronuncia sul debito sovrano dell'Austria
Lun	10/8	01:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di luglio
Gio	13/8	14:40	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Ven	14/8		AUT	Moody's si pronuncia sul debito sovrano dell'Austria
Mer	19/8	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Ven	21/8		IRL OLA	Moody's si pronuncia sul debito sovrano dell'Irlanda Moody's si pronuncia sul debito sovrano dei Paesi Bassi

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	giu	-4.0 (-4.5)	%	2.4	0.3
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	giu	1.8 (1.4)	%	0.8	0.6
Bilancia commerciale dei beni prelim	giu	-105.9	Mld \$	-100.0	-101.5
Indice dei prezzi delle case m/m	mag	-0.1	%		0.3
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mag	1.2 (1.1)	%	1.3	1.6
Fiducia consumatori (CB)	lug	92.2 (91.2)		92.3	90.8
Richieste di sussidio	settim	188 (187)	x1000	200	197
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.789 (1.796)	Mln	1.798	1.782
PLI t/t ann. advance	T2	2.1	%	2.1	1.5
Deflatore consumi (core) a/a	giu	3.4	%	3.3	3.3
Spesa per consumi (nominale) m/m	giu	0.9 (0.7)	%	0.3	0.3
Redditi delle famiglie m/m	giu	0.7	%	0.3	0.2
Deflatore consumi a/a	giu	4.1	%	3.7	3.7
Deflatore consumi (core) m/m	giu	0.3	%	0.2	0.1
Costo del lavoro	T2	0.9	%	0.8	
PMI (Chicago)	lug	56.7		56.0	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	lug	54.4		54.0	

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

FOMC ancora in pausa, ma il Comitato è spaccato. Il FOMC di luglio si è concluso, come atteso, con tassi invariati nell'intervallo 3,50-3,75%, ma ben tre sono stati i dissensi a favore di un rialzo dei tassi da 25pb (Logan, Hammack e Kashkari). Il comunicato è sostanzialmente invariato e Warsh in conferenza-stampa non ha fornito chiare indicazioni circa le prossime mosse. Cruciale, per il FOMC, sarà valutare dai prossimi dati se gli effetti dei rincari legati a energia, dazi e investimenti nell'IA rimarranno circoscritti o si propagheranno al resto del paniere. Dopo il FOMC, le aspettative di mercato di rialzi dei tassi si sono in parte ridimensionate rispetto ai livelli pre-meeting.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T2	0.2	%		0.0
EUR	M3 dest. a/a	giu	3.2	%	3.3	3.3
EUR	PIL t/t 1a stima	T2	-0.2	%	0.2	0.4
EUR	PIL a/a 1a stima	T2	0.3	%	0.5	1.0
EUR	Fiducia consumatori finale	lug	-15.9		-15.9	-15.9
EUR	Fiducia servizi	lug	4.2	{3.2}	3.8	4.7
EUR	Fiducia industria	lug	-7.5	{-7.7}	-7.0	-6.1
EUR	Indice di fiducia economica	lug	95.4	{95}	96.0	96.9
EUR	Tasso di disoccupazione	giu	6.3	{6.2}	6.2	6.3
EUR	CPI a/a stima flash	lug	2.8	%	2.9	2.9
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	lug	2.1	%	2.3	2.2
FRA	Fiducia consumatori	lug	84		85	86
FRA	PIL t/t 1a stima	T2	-0.1	%	0.2	0.2
FRA	Spese per consumi m/m	giu	0.3	{0.5}	-0.1	0.4
FRA	Occupati non agricoli prelim	T2	0.0	%		-0.1
FRA	IPCA a/a prelim	lug	2.0	%	2.1	2.4
GER	IFO	lug	85.7	{85.6}	86.0	86.6
GER	IFO (sit. corrente)	lug	87.0		87.3	86.5
GER	IFO (attese)	lug	84.3	{84.1}	84.8	86.7
GER	Prezzi import a/a	giu	6.8	%	6.0	6.1
GER	PIL s.a. t/t prelim	T2	0.3	%	0.1	0.2
GER	PIL s.a. a/a prelim	T2	0.4	%	0.6	0.9
GER	IPCA m/m prelim	lug	-0.2	%	0.8	0.90
GER	CPI (Lander) a/a prelim	lug	2.3	%	2.7	2.80
GER	IPCA a/a prelim	lug	2.4	%	2.8	2.80
GER	CPI (Lander) m/m prelim	lug	-0.3	%	0.7	0.80
GER	Variazione n° disoccupati	lug	-1	x1000	5	6
GER	Tasso di disoccupazione	lug	6.3	%	6.3	6.4
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	giu	3.84	Mld €		2.55
ITA	Fatturato industriale a/a	mag	2.7	{3.2}	%	5.3
ITA	Fatturato industriale m/m	mag	-0.2	{0.3}	%	0.6
ITA	PIL a/a prelim	T2	0.8	%	0.7	1.0
ITA	PIL t/t prelim	T2	0.3	%	0.1	0.2
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	giu	5.3	{5}	%	5.1
ITA	Fiducia delle imprese manif.	lug	88.6	{88.4}	88.9	89.6
ITA	Fiducia consumatori	lug	92.4		92.5	94.2
ITA	IPCA m/m prelim	lug	0.0	%	-1.0	-1.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	lug	3.0	%	2.8	2.8
ITA	IPCA a/a prelim	lug	3.0	%	2.8	2.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	lug	0.0	%	0.3	0.2
SPA	PIL t/t prelim	T2	0.6	%	0.6	0.7
SPA	IPCA a/a prelim	lug	3.6	%	3.7	3.8

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

PIL più forte del previsto sia in Italia che nell'area euro. Sorprese al rialzo rispetto alle attese sono venute dai dati sul PIL del 2° trimestre sia in Italia che nell'Eurozona. In Italia, la nostra attuale previsione sulla variazione annua del PIL 2026 sarà con ogni probabilità rivista al rialzo da 0,5% a un range di 0,7-0,9%. In generale, l'economia europea si sta dimostrando più resistente del previsto allo shock geopolitico ed energetico, ma un impatto più tangibile su reddito e spesa delle famiglie si potrebbe vedere nella seconda metà dell'anno, se dovessero proseguire le ostilità in Medio Oriente e i recenti rincari dei prezzi soprattutto del gas naturale.

Inflazione in linea con le attese sia nell'Eurozona che in Italia. L'inflazione area euro è salita in linea con le attese di un decimo al 2,9% a/a a luglio, trainata dalla risalita dell'inflazione energetica. A nostro avviso il dato non cambia molto per la BCE: se anche ad agosto vi sarà una lieve salita, sia pure ancora indotta dall'energia, il quadro potrebbe essere ancora coerente con un secondo rialzo dei tassi BCE a settembre (a meno di un rapido rientro delle quotazioni internazionali delle materie prime nelle prossime settimane). In Italia, l'inflazione è calata lievemente a luglio, ma potrebbe tornare a salire nei prossimi mesi (con un picco in autunno).

Germania: IFO ai massimi dallo scoppio della guerra. La salita dell'indice IFO a luglio (per il terzo mese consecutivo) è più forte delle attese. I livelli della fiducia delle imprese tedesche sono ai massimi da febbraio ma restano inferiori alla media del 1° trimestre. Il miglioramento è trainato dalle aspettative, e l'indagine, in particolare nel settore manifatturiero, presenta luci e ombre. Dopo un secondo trimestre stagnante, pensiamo che il PIL possa tornare a crescere ma solo a ritmi molto modesti nella seconda metà del 2026: un cambio di passo si dovrebbe vedere solo l'anno prossimo, grazie a una accelerazione nell'implementazione dei piani di maggiore spesa nella difesa e nelle infrastrutture. Le sorti del ciclo nel breve termine però continueranno a dipendere dall'evoluzione della crisi in Medio Oriente.

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Credito al consumo	giu	1.723 (1.662) Mld £	1.700	1.807

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

Bank of England: tassi fermi con tre dissensi, ma il Governatore Bailey frena le attese di rialzo. La Bank of England ha lasciato il Bank Rate al 3,75% con tre voti a favore di un rialzo da 25pb (erano due nella riunione precedente). Il MPR torna ad adottare uno scenario "centrale", in cui l'inflazione raggiunge un picco al 3,2% nel 4° trimestre 2026, per scendere sotto il 2% solo nel 2028. Bailey ha chiesto ai mercati di non leggere la decisione come "un passo verso un rialzo", sottolineando la flessibilità che il mandato consente nei tempi di rientro dell'inflazione all'obiettivo. La possibilità di un rialzo dei tassi, come il mercato al momento sconta, è legata all'emergere non solo di impatti indiretti dello shock energetico sull'inflazione core, ma anche di "effetti di seconda battuta" su aspettative e salari, in assenza dei quali la Boe potrebbe mantenere i tassi invariati anche nei prossimi mesi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Fiducia delle famiglie	lug	33.8		34.9
Job to applicant ratio	giu	1.2	1.17	1.18
Tasso di disoccupazione	giu	2.5	% 2.5	2.5
Vendite al dettaglio a/a	giu	5.0 (5.3)	% 3.1	0.5
Produzione industriale m/m prelim	giu	0.1	% 0.7	1.3

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

La BoJ resta ferma, ma rischi sui prezzi e yen debole mantengono viva la possibilità di un rialzo in ottobre. La Bank of Japan (BoJ) ha lasciato il tasso di riferimento invariato all'1,00%, con un solo dissenso a favore di un rialzo. L'Outlook di luglio e il tono della conferenza stampa indicano una direzione più restrittiva rispetto alle scorse riunioni. Le previsioni di crescita sono state riviste marginalmente al rialzo, abbandonando gli scenari più avversi, e i rischi sull'attività sono ora giudicati bilanciati. La previsione di inflazione per l'anno fiscale 2026 è stata ridotta per effetto dei rinnovati sussidi energetici, mentre il profilo successivo è stato confermato. Per la prima volta, la Banca ha avvertito che un superamento dell'obiettivo dei prezzi potrebbe danneggiare l'economia. La conferenza stampa ha assunto un tono più restrittivo, con Ueda che ha promesso un attento monitoraggio dei rischi al rialzo sui prezzi. Il cambio è divenuto un fattore più rilevante per l'inflazione dopo l'intervento del Ministero delle Finanze a sostegno dello yen. Ci attendiamo il prossimo rialzo da 25pb in ottobre e un tasso terminale dell'1,75% conseguito entro inizio 2028.

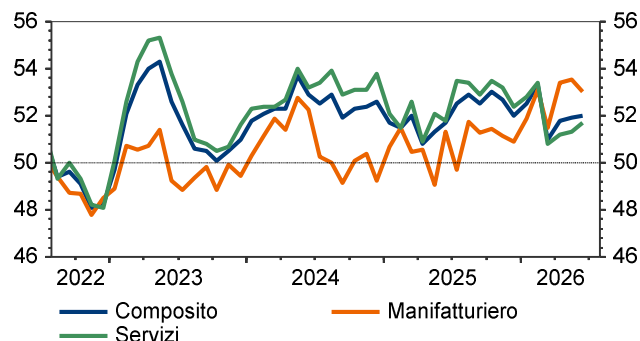
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	lug	50.6		49.3
PMI manifatturiero - NBS	lug	50.3	50.0	49.2
PMI non manifatturiero - NBS	lug	50.2		49.0

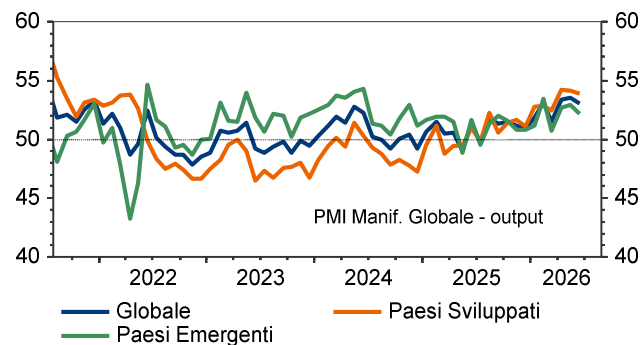
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: LSEG Datastream

Ciclo Reale

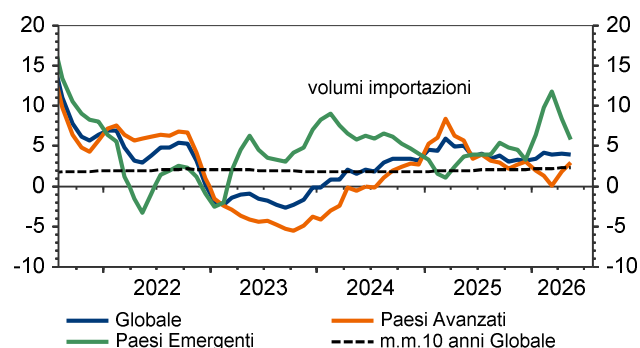
PMI globale: manifatturiero e servizi



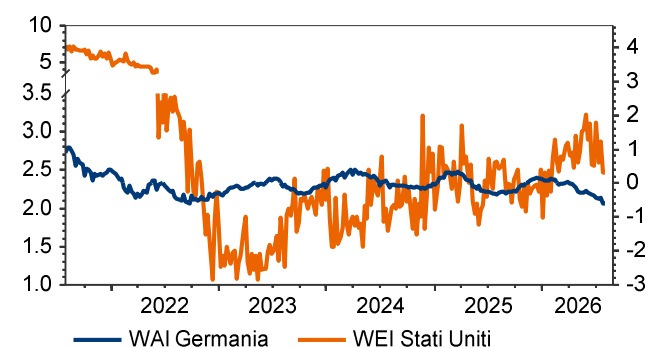
PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



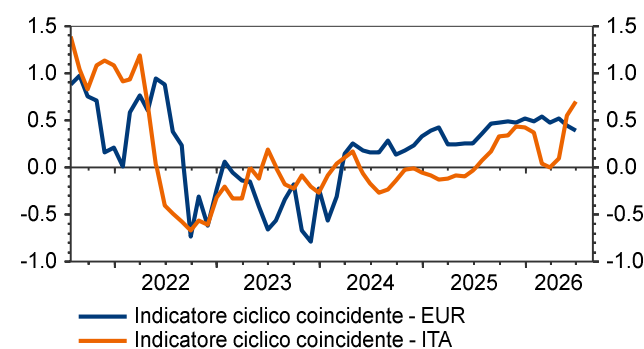
Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



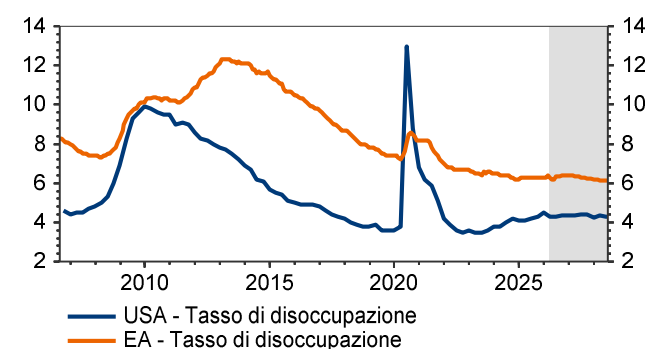
Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia

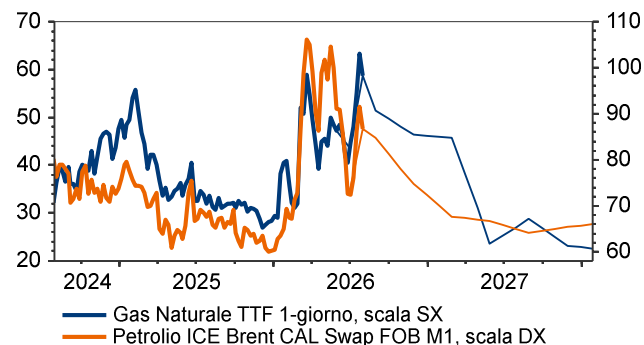


Tasso di disoccupazione (ILO)



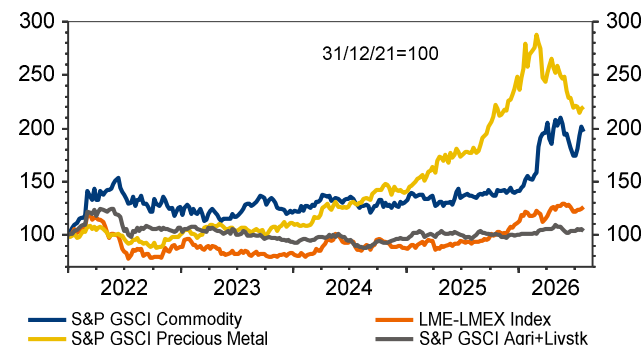
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



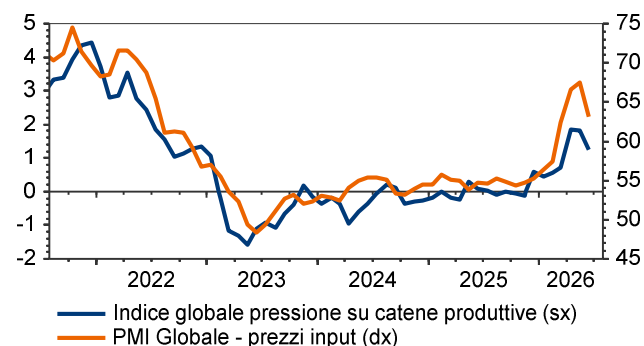
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



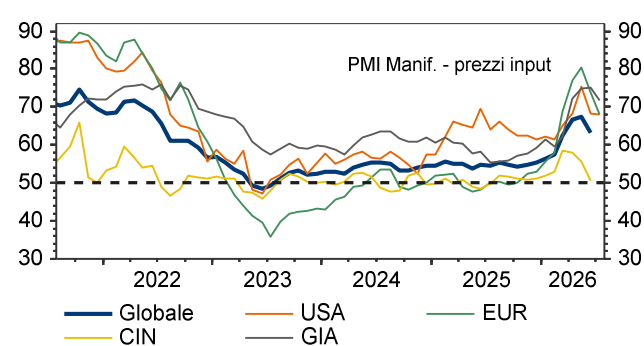
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



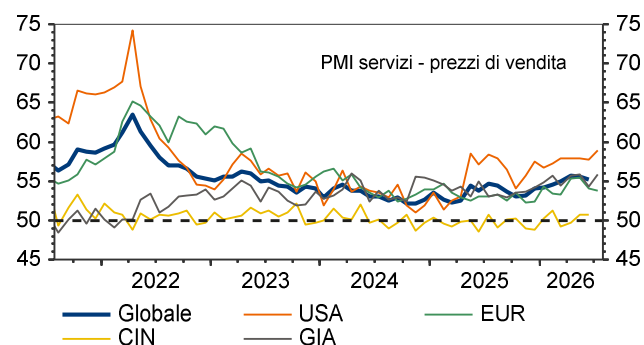
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



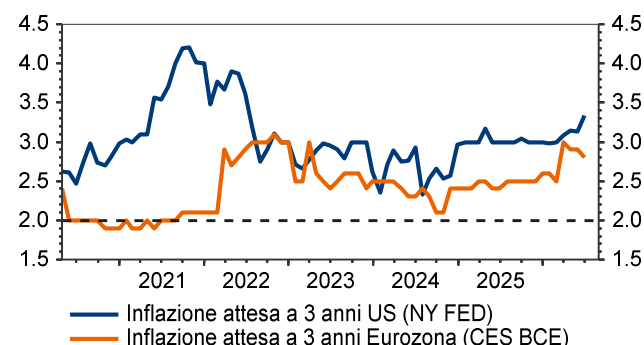
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

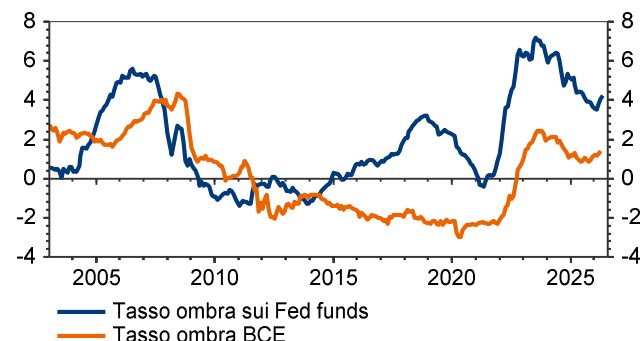
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

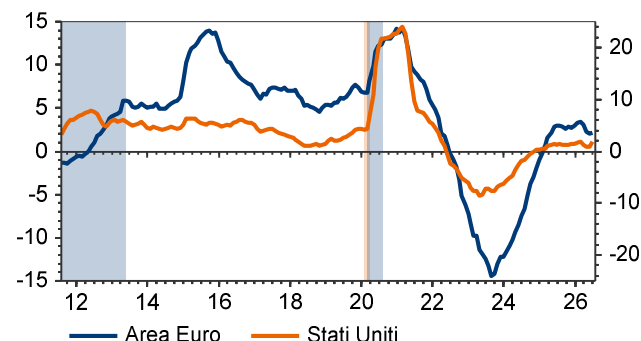
Condizioni Finanziarie

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



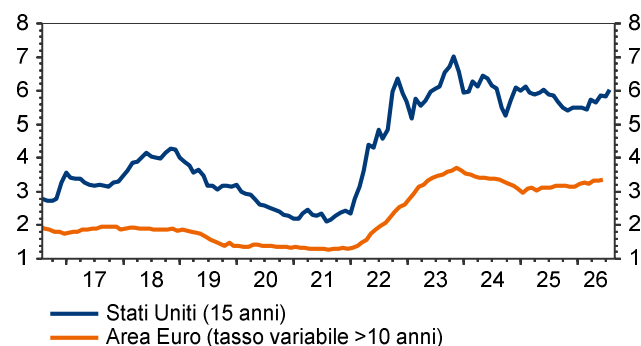
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



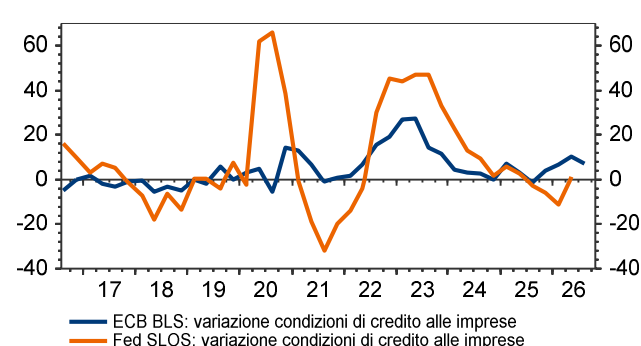
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



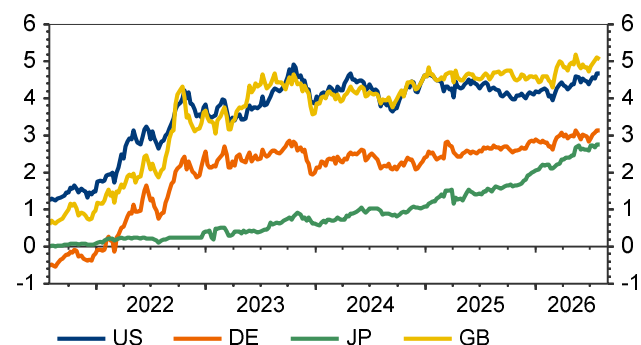
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



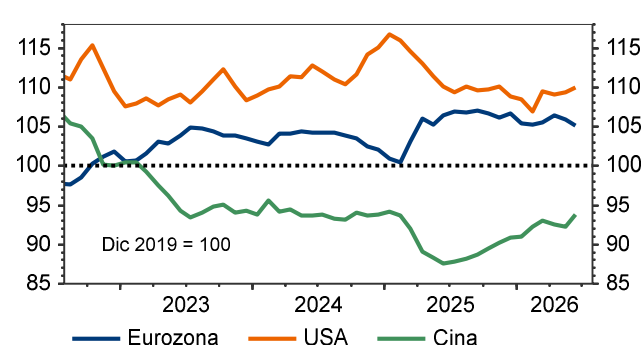
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

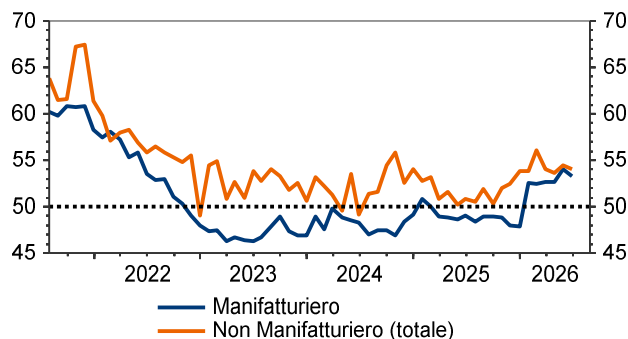
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

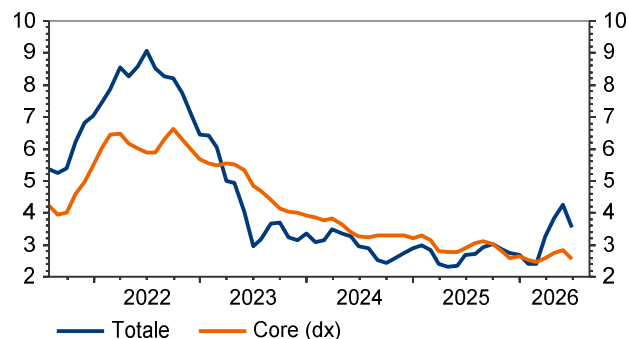
Stati Uniti

Indagini ISM



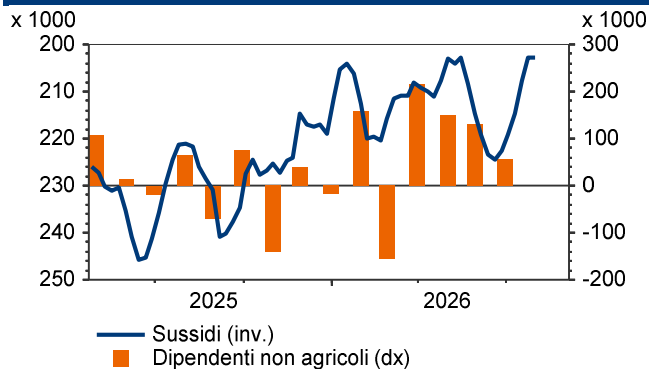
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



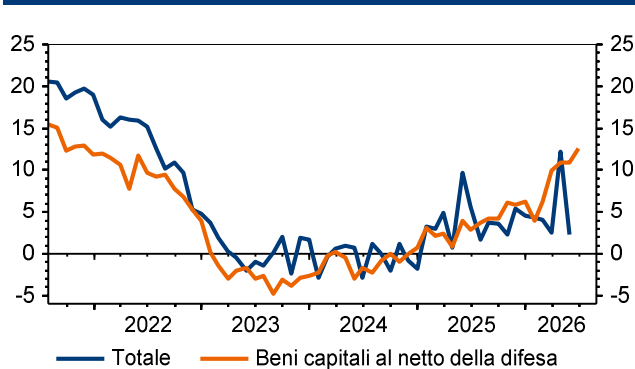
Fonte: BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: Census Bureau

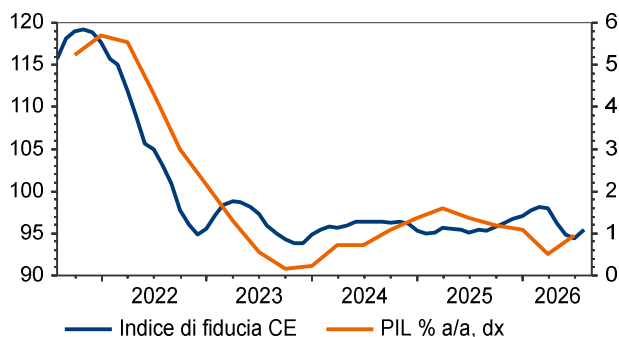
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027		2025	2026	2027	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	2.2	2.3	2.3	2.0	2.7	2.1	1.7	2.2	2.2	2.4
- trim./trim. annualizzato				4.4	0.5	2.1	1.5	2.6	2.4	2.2	2.4
Consumi privati	2.6	2.1	2.0	3.5	1.9	0.5	3.2	2.2	1.9	1.9	1.8
IFL - privati non residenziali	4.1	6.2	3.6	3.2	2.4	10.6	8.4	4.0	3.7	2.6	2.9
IFL - privati residenziali	-2.2	-2.8	3.6	-7.1	-1.7	-7.8	1.5	2.7	3.0	5.0	4.0
Consumi e inv. pubblici	1.1	0.6	1.6	2.2	-5.6	4.4	-0.8	3.0	2.0	1.5	1.6
Esportazioni	1.6	4.4	4.1	9.6	-3.2	10.9	4.5	3.0	2.0	4.5	5.0
Importazioni	2.7	2.2	3.2	-4.4	-1.0	11.8	11.5	2.0	1.7	3.0	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	-0.3	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.6	0.3	0.1	0.1	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	2.2	2.9	2.7	2.7	3.9	3.4	3.0	2.7	1.9
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

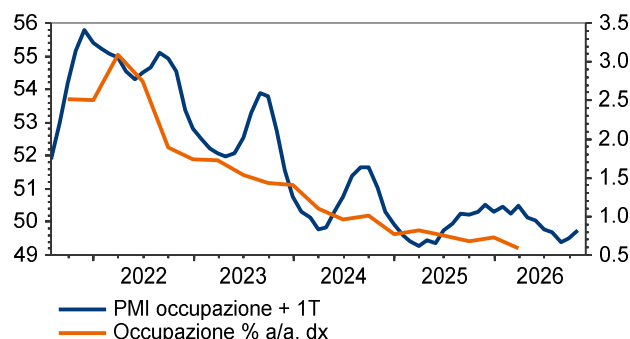
Area euro

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	102.6	102.8	103.2	2.9	2.2	2.5	2.9
ago-26	103.5	102.9	103.2	103.4	3.1	2.2	2.6	3.0
set-26	103.8	103.1	103.3	103.7	3.2	2.3	2.5	3.2
ott-26	104.1	103.3	103.6	104.0	3.3	2.3	2.5	3.2
nov-26	103.7	103.0	103.1	103.6	3.2	2.4	2.6	3.1
dic-26	103.9	103.3	103.5	103.8	3.2	2.4	2.5	3.2
Media	102.8	102.3	102.4	102.8	2.8	2.3	2.4	2.8

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	103.5	102.5	102.5	103.3	3.4	2.5	2.7	3.3
feb-27	104.0	103.1	103.2	103.8	3.2	2.5	2.6	3.2
mar-27	104.6	103.9	104.1	104.5	2.6	2.5	2.7	2.5
apr-27	105.4	104.7	105.1	105.3	2.3	2.5	2.7	2.2
mag-27	105.3	104.7	105.2	105.2	2.1	2.2	2.4	2.0
giu-27	105.4	104.9	105.4	105.3	2.3	2.3	2.5	2.2
lug-27	105.1	104.8	105.3	105.0	1.9	2.2	2.4	1.8
ago-27	105.3	105.1	105.6	105.2	1.8	2.1	2.3	1.7
set-27	105.5	105.2	105.7	105.4	1.7	2.1	2.3	1.6
ott-27	105.7	105.5	106.0	105.6	1.6	2.1	2.3	1.6
nov-27	105.4	105.0	105.5	105.2	1.6	2.0	2.3	1.6
dic-27	105.6	105.3	105.8	105.4	1.6	2.0	2.3	1.6
Media	105.1	104.6	104.9	104.9	2.2	2.3	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.

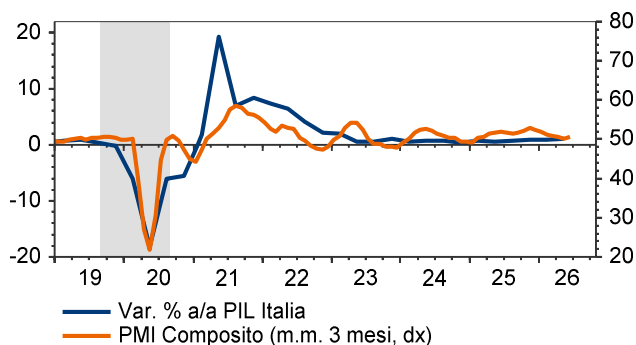
Previsioni

	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	0.7	1.2	1.2	1.1	0.5	0.9	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0
- t/t				0.3	0.2	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.5	0.9	1.0	0.2	0.4	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	3.1	1.4	2.2	1.0	0.8	-0.3	0.8	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7
Consumi pubblici	1.5	2.0	1.4	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	2.0	-0.3	1.8	0.4	0.0	-0.4	-0.4	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6
Importazioni	3.6	1.6	2.2	1.0	0.3	0.3	0.5	0.0	0.4	0.7	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.4	0.0	0.1	-0.2	0.1	0.5	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
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	3.0	3.1	3.2	3.1	2.2	2.2
Produzione industriale (a/a)	1.6	-0.7	0.9	1.5	1.9	-1.7	-0.4	-0.4	-0.3	0.4	0.6	0.6
Disoccupazione (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3
Euribor 3 mesi	2.18	2.35	2.81	2.01	2.04	2.05	2.24	2.48	2.65	2.69	2.88	2.88

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

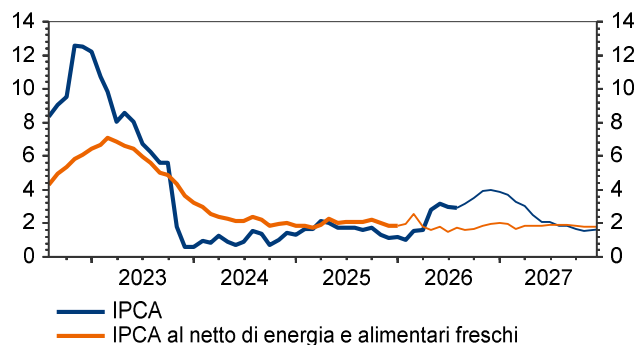
Italia

PIL



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

Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-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	103.6	103.1	102.8	102.8	3.0	3.0	2.8	2.9
lug-26	102.6	103.3	103.0	103.0	2.9	2.8	2.7	2.7
ago-26	102.7	103.7	103.5	103.3	3.2	3.1	3.1	3.0
set-26	104.2	103.9	103.8	103.7	3.5	3.5	3.6	3.5
ott-26	104.6	104.0	104.0	103.8	3.9	3.9	3.9	3.8
nov-26	104.3	103.8	103.9	103.8	4.0	4.0	4.0	3.9
dic-26	104.4	103.9	104.0	103.9	3.9	3.9	3.9	3.8
Media	102.9	102.9	102.8	102.7	2.9	2.9	2.8	2.7

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	103.2	104.0	104.1	104.0	3.7	3.6	3.6	3.5
feb-27	103.3	104.4	104.3	104.2	3.3	3.3	3.3	3.2
mar-27	104.8	104.6	104.5	104.4	3.0	3.0	3.0	2.9
apr-27	105.9	105.2	105.0	104.9	2.5	2.4	2.4	2.3
mag-27	105.7	105.3	104.9	104.8	2.1	2.1	2.0	2.0
giu-27	105.8	105.3	104.9	104.8	2.1	2.1	2.0	2.0
lug-27	104.5	105.3	104.9	104.8	1.9	1.9	1.8	1.7
ago-27	104.6	105.4	105.1	104.9	1.8	1.6	1.5	1.5
set-27	106.0	105.6	105.3	105.2	1.7	1.6	1.5	1.4
ott-27	106.2	105.5	105.5	105.2	1.6	1.5	1.4	1.3
nov-27	106.0	105.5	105.5	105.3	1.6	1.6	1.5	1.5
dic-27	106.1	105.6	105.7	105.5	1.6	1.7	1.6	1.6
Media	105.2	105.2	105.0	104.8	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	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	1.0	0.8	0.6	0.4	0.6
- t/t				0.2	0.3	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3
Consumi privati	1.1	1.0	0.8	0.3	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2
Investimenti fissi	3.8	2.7	1.1	1.3	1.0	0.7	0.4	-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	-0.3	0.2	-0.4	0.7	-1.0	0.4	0.2	0.0	-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	2.9	2.2	1.7	1.2	1.4	3.0	3.2	3.9	3.3	2.2
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

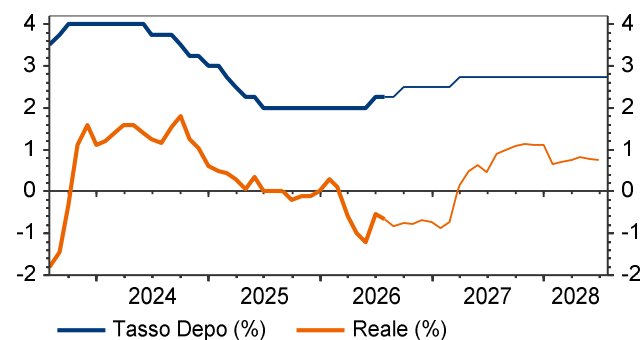
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	28/7	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	2.18	2.39	2.52	2.61	2.77
Euribor 3m	2.03	2.08	2.32	2.45	2.58	2.66	2.74	2.86

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

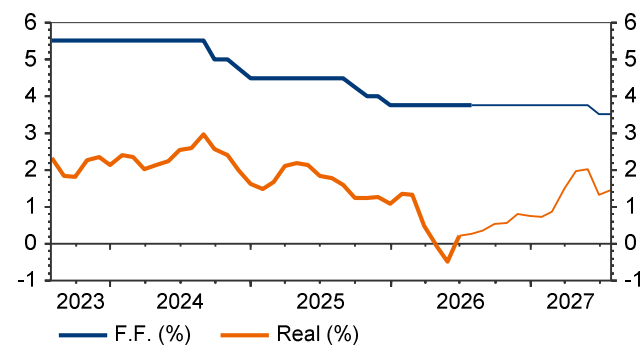


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	28/7	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	3.80	3.68	3.68	3.69	3.51

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

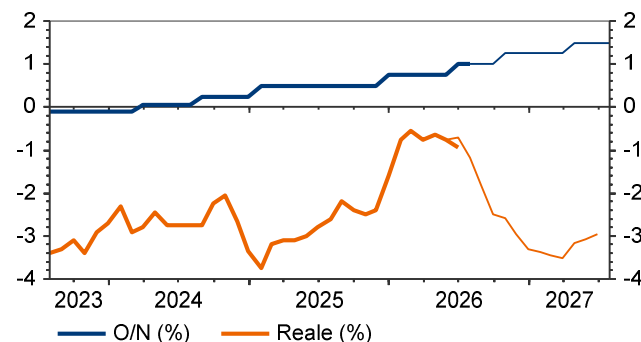


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	28/7	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	1.01	1.02	1.27	1.27	1.27

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

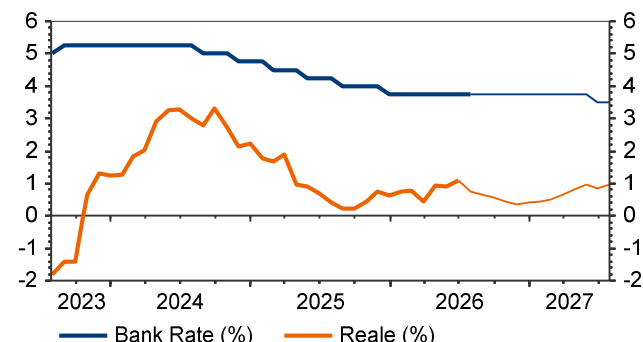


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	28/7	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	3.80	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

	31/7	2026 T1	2026 T2	2026 T3	2026 T4	2027 T1	2027 T2	2027 T3	2027 T4
EUR/USD	1.1386	1.17	1.16	1.15	1.15	1.16	1.16	1.17	1.17
USD/JPY	163.72	157	160	161	160	159	157	156	154
GBP/USD	1.3318	1.35	1.34	1.32	1.31	1.30	1.30	1.30	1.30
USD/CAD	1.4078	1.37	1.38	1.42	1.41	1.41	1.40	1.40	1.39
AUD/USD	0.6988	0.69	0.71	0.72	0.72	0.72	0.73	0.73	0.73
NZD/USD	0.5783	0.59	0.58	0.60	0.60	0.62	0.64	0.65	0.66
USD/CHF	0.8164	0.78	0.79	0.81	0.81	0.80	0.80	0.80	0.79
USD/SEK	9.7333	9.14	10.88	10.78	10.91	10.75	10.57	10.41	10.26
USD/NOK	9.6032	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