

Weekly Economic Monitor

**Il punto**

La settimana prossima, la riunione del Consiglio Direttivo della BCE dovrebbe risultare interlocutoria: i dati delle ultime settimane, e in particolare il calo dell'inflazione a marzo (a 2,4% da 2,6% precedente), a nostro avviso non ostacolano il cauto avvicinamento alla fase di tagli dei tassi ufficiali, ma neppure ne rendono impellente un avvio immediato, anche perché vi sono segnali, sia pur timidi per ora, di moderata ripresa del ciclo sia nell'industria che nei servizi. Negli Stati Uniti, i payroll e il CPI di marzo chiariranno se i dubbi sull'avvio del ciclo di politica monetaria espansiva a giugno, che hanno cominciato a emergere tra gli investitori, siano o meno fondati.

**Area euro. La principale novità di questa settimana è stata il calo superiore alle attese dell'inflazione a marzo, a 2,4% da 2,6% a/a precedente.** Come il mese scorso, però, il calo è dovuto soprattutto agli alimentari freschi. È vero che anche l'indice core BCE è sceso (ma un decimo in meno rispetto alle nostre stime), a 3,1% da 3,3% (ai minimi da oltre due anni), ma unicamente per effetto di un ulteriore calo dell'inflazione annua sui beni industriali non energetici, i cui prezzi però hanno mostrato un rimbalzo negli ultimi mesi (+1,9% m/m a marzo). Viceversa, l'inflazione nei servizi non si schiuda dal ritmo del 4% mantenuto a partire dallo scorso novembre, ma è possibile che abbia influito la Pasqua "bassa", e che pertanto si possa vedere un calo dei prezzi ad aprile. Confermiamo la nostra idea che l'inflazione possa scendere stabilmente sotto il 2% a partire da inizio 2025, un percorso che ci appare compatibile con un primo taglio dei tassi BCE a giugno.

**La prossima settimana, la riunione del Consiglio Direttivo della BCE l'11 aprile dovrebbe risultare interlocutoria.** A nostro avviso, i dati dell'ultimo mese non ostacolano il cauto avvicinamento alla fase di taglio dei tassi ufficiali della BCE, ma neppure ne rendono impellente un avvio immediato. L'approccio resterà dipendente dai dati, con decisioni riunione per riunione. Ciò limita la possibilità di fornire indicazioni nette sulle decisioni future, ma non esclude che possa essere fornita una previsione sulla direzione dei tassi, in presenza di un solido consenso interno. A giudicare dalle dichiarazioni delle ultime due settimane, sembra ormai essersi formato un consenso a favore di un allentamento della restrizione a partire dalla riunione del 6 giugno. A nostro giudizio, lo scenario più probabile resta quello di tre tagli dei tassi ufficiali nel 2024. Non è però da escludere che la riduzione sia un po' più ampia (-100pb), con due o tre mosse concentrate tra giugno e settembre, se i dati su inflazione e salari saranno favorevoli.

**Tra i pochi dati congiunturali in calendario la settimana prossima, ci sono i numeri sulla produzione industriale di febbraio in Germania e Italia.** In Germania, l'output potrebbe aumentare ancora, sia pur più modestamente che in gennaio (0,3% m/m da 1%), come suggerito dai dati sul traffico di mezzi pesanti e sulla produzione di automobili, anche grazie a temperature di gran lunga superiori alla media stagionale. In Italia è atteso un rimbalzo di circa mezzo punto percentuale dopo il calo di gennaio (-1,2% m/m), che potrebbe essere stato influenzato da anomalie nei processi di destagionalizzazione. Nel frattempo, questa settimana sono stati diffusi i dati relativi a Francia e Spagna, che hanno visto **un parziale rimbalzo (0,2% m/m) dopo il calo del mese precedente (-0,9% m/m) nell'economia transalpina, e una crescita più sostenuta, per il secondo mese, nel Paese iberico** (0,7% da 0,6% m/m precedente).

In generale, le indagini di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero, pur restando su livelli non certo brillanti, hanno mostrato un recupero coordinato a livello globale di recente, in coerenza con segnali di ripresa, sia pur lenta e irregolare, del commercio mondiale. **Il recupero della domanda di beni, e degli scambi internazionali, potrebbe preludere a un punto di svolta per il settore industriale nei maggiori paesi sviluppati.** Ai segnali di incipiente ripresa del manifatturiero si aggiunge nell'Eurozona una **riaccelerazione nei servizi, in particolare nei paesi mediterranei**, come evidenziato di recente dalla ripresa del PMI servizi in Italia e Spagna (in entrambi i casi in territorio ampiamente espansivo e ai massimi da quasi un anno).

5 aprile 2024

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

**Paolo Mameli**  
Economista

**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

**Mario Di Marcantonio**  
Economista - USA

International Research Network

**Silvia Guizzo**  
Economista – Asia Ex Giappone



**In Italia, la settimana prossima (verosimilmente, martedì 9) è prevista la diffusione del DEF**, che delinea il trend atteso per i principali aggregati di finanza pubblica nei prossimi anni. Tuttavia, **dovrebbe trattarsi di un documento "leggero"**, in quanto il Governo non è obbligato a presentare gli orientamenti di politica economica per gli anni futuri, poiché vi è un accordo a livello UE per presentare i primi piani pluriennali previsti dalle nuove regole a settembre. Pertanto, sarà la NADEF di fine settembre a delineare con ogni probabilità gli obiettivi programmatici per il 2025-27, che saranno poi dettagliati nella manovra di bilancio da presentare a ottobre. **Le assunzioni sulla crescita del PIL saranno verosimilmente riviste al ribasso, con effetti per ora contenuti sul deficit, ma difficilmente il nuovo quadro di finanza pubblica potrà evitare una risalita del rapporto debito/PIL** già a partire da quest'anno (sia pure su livelli inferiori a quelli indicati nella NADEF di settembre).

**Stati Uniti.** In attesa dell'employment report di marzo – che dovrebbe mostrare una minor crescita dei payroll (attorno a 215 mila unità, dalle 275 mila di febbraio), un tasso di disoccupazione stabile al 3,9% dopo la salita di febbraio e salari orari in riaccelerazione a 0,3% m/m (dopo che la frenata a 0,1% del mese precedente era dovuta all'effetto delle condizioni meteo tra gennaio e febbraio) – **il dato più importante in calendario la prossima settimana è il CPI** di marzo, atteso rallentare a 0,3% da 0,4% m/m del mese precedente sia sull'indice headline che sul core; anche il PPI dovrebbe mostrare un aumento di 0,3% (da 0,6% precedente), con il PPI core atteso a 0,2%, da 0,3%. La stima preliminare di aprile sulla fiducia dei consumatori diffusa dall'Università del Michigan è vista in modesta ripresa. Infine, saranno pubblicati i verbali del FOMC di marzo.

**Questa settimana, l'ISM di marzo ha visto una ripresa superiore al previsto dell'indice manifatturiero**, tornato in territorio espansivo (a 50,3) come non accadeva da settembre del 2022, **e viceversa un rallentamento a sorpresa nei servizi** (a 51,4 da 52,6). **Venerdì scorso, i dati su spesa e reddito personale nel mese di febbraio hanno mostrato un rallentamento del reddito ma una riaccelerazione della spesa** (con conseguente calo del tasso di risparmio), con un rimbalzo dei consumi reali di 0,4% m/m da -0,1% di gennaio; il deflatore dei consumi core si è attestato come atteso a 0,3% m/m, 2,8% a/a, ma il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo.

**Nei giorni scorsi, il flusso di discorsi da parte degli esponenti Fed ha confermato che è in atto uno spostamento del consenso all'interno del FOMC verso una posizione più prudente in merito ai tagli dei tassi.** Lo stesso Powell si è detto favorevole a una gestione molto cauta della politica monetaria, sottolineando l'importanza di attendere ulteriori conferme del processo disinflazionistico prima di considerare riduzioni dei tassi, e affermando che la Fed non procederà a tagli precipitosi. **Kashkari (Minneapolis Fed, non votante) ha affermato che alla riunione della banca centrale statunitense del mese scorso aveva previsto due tagli dei tassi per quest'anno, ma, se l'inflazione continuerà a muoversi lateralmente, potrebbe non essere necessario alcun taglio entro la fine dell'anno.** Mester (Cleveland Fed) ha messo in guardia contro i rischi di tagli prematuri, e Barkin (Richmond Fed) è convinto che mantenere i tassi a un livello elevato possa contribuire a ricondurre l'inflazione verso l'obiettivo desiderato. D'altra parte, sul fronte dovish, Goolsbee (Chicago Fed, non votante) ha espresso preoccupazione per le ripercussioni negative sull'occupazione di una politica eccessivamente restrittiva, Kugler (esponente del Board) prevede un calo dell'inflazione che non dovrebbe pesare sull'occupazione, e Daly (San Francisco Fed) continua a considerare ragionevoli tre tagli dei tassi quest'anno.

**Nel complesso, la resilienza dell'economia e la vischiosità dell'inflazione rendono più incerto un primo taglio dei tassi a giugno: a differenza che per la BCE, è in aumento il rischio che quest'anno si possano vedere solo due tagli da 25pb, anziché tre** come indicato nell'ultimo grafico a punti, e che di conseguenza l'avvio del ciclo espansivo possa essere spostato al trimestre estivo.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (8 – 12 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	8/4	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		feb	Mld €	26.0	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	feb	%	0.2	
Mar	9/4	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		mar		39.1	
Mer	10/4	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		feb	%		
		14:30	USA	CPI a/a		mar	%		
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mar	%	0.3	
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mar	%		
Gio	11/4	14:30	USA	CPI m/m	*	mar	%	0.3	
		00:00	CN	M2 a/a	*	mar	%		
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	mar	Mld ¥ CN		
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	mar	Mld ¥ CN		
		03:30	CN	CPI a/a	*	mar	%		
		03:30	CN	PPI a/a	*	mar	%		
		03:30	CN	CPI m/m	*	mar	%		
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	feb	%		
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	Mln		
		14:30	USA	PPI m/m		mar	%	0.3	
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mar	%	0.2	
		Ven	12/4	05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	mar	Mld \$
05:00	CN			Esportazioni in USD a/a	*	mar	%		
05:00	CN			Importazioni in USD a/a	*	mar	%		
06:30	GIA			Produzione industriale m/m finale		feb	prel -0.1	%	
08:00	GER			CPI a/a finale		mar	prel 2.2	%	2.2
08:00	GER			IPCA a/a finale		mar	prel 2.3	%	2.3
08:00	GER			IPCA m/m finale	*	mar	prel 0.6	%	0.6
08:00	GER			CPI m/m finale	*	mar	prel 0.4	%	
08:00	GB			Bilancia commerciale (totale - GBP)		feb	-14.5	Mld £	
08:00	GB			Bilancia commerciale (non UE - GBP)		feb	-3.4	Mld £	
08:00	GB			Produzione industriale m/m	*	feb	-0.2	%	0.0
08:45	FRA			CPI m/m Ex Tob	*	mar	0.8	%	
08:45	FRA			IPCA m/m finale	*	mar	prel 0.3	%	0.3
08:45	FRA			IPCA a/a finale		mar	prel 2.4	%	2.4
09:00	SPA			IPCA a/a finale		mar	prel 3.2	%	
14:30	USA			Prezzi all'import m/m		mar	0.3	%	0.2
16:00	USA			Fiducia famiglie (Michigan) prelim		apr	79.4		

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 (8 – 12 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	8/4	GB	Discorso di Breeden (BoE)	
Mar	9/4	01:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		10:00	EUR	* La BCE pubblica la Bank Lending Survey
		--	ITA	* Il Governo presenta il Documento di Economia e Finanza
Mer	10/4	14:45	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		18:45	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	11/4	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 4,50%, depo rate 4,00%)
		14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		14:45	USA	Discorso di Williams (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Collins (Fed)
		19:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		20:00	GB	Discorso di Greene (BoE)
Ven	12/4	--	EUR	* Riunione Eurogruppo
		10:00	EUR	La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		20:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		21:30	USA	Discorso di Daly (Fed)
--	EUR	* Riunione Ecofin		

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Markit PMI Manif. finale	mar	52.5		51.9	
Spesa in costruzioni	feb	-0.2	%	0.7	
Indice ISM manifatturiero	mar	47.8	48.4	50.3	
Ordinativi industriali m/m	feb	-3.8	(-3.6)	%	1.0
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	feb	1.4	%	1.3	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	feb	0.5	%	0.3	
Nuovi occupati: stima ADP	mar	155	(+140)	x1000	148
Markit PMI Composito finale	mar	52.2		52.1	
Markit PMI Servizi finale	mar	51.7		51.7	
Indice ISM non manifatturiero composito	mar	52.6	52.7	51.4	
Richieste di sussidio	settim	212	(210)	x1000	214
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.810	(1.819)	Mln	1.813
Bilancia commerciale	feb	-67.6	(-67.4)	Mld \$	-67.3
Tasso di disoccupazione	mar	3.9	%	3.9	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mar	275	x1000	200	
Salari orari m/m	mar	0.1	%	0.3	

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	PMI manifatturiero finale	mar	45.7	45.7	46.1	
EUR	Tasso di disoccupazione	feb	6.5	(6.4)	%	6.4
EUR	CPI a/a stima flash	mar	2.6	%	2.6	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mar	3.3	%	3.2	
EUR	PMI servizi finale	mar	51.1	51.1	51.5	
EUR	PMI composito finale	mar	49.9	49.9	50.3	
EUR	PPI a/a	feb	-8.0	(-8.6)	%	-8.6
EUR	Vendite al dettaglio m/m	feb	0.0	(0.1)	%	-0.4
FRA	PMI manifatturiero finale	mar	45.8	45.8	46.2	
FRA	PMI servizi finale	mar	47.8	47.8	48.3	
FRA	Produzione industriale m/m	feb	-0.9	(-1.1)	%	0.5
GER	PMI manifatturiero finale	mar	41.6	41.6	41.9	
GER	IPCA m/m prelim	mar	0.6	%	0.7	
GER	IPCA a/a prelim	mar	2.7	%	2.4	
GER	CPI (Lander) a/a prelim	mar	2.5	%	2.2	
GER	CPI (Lander) m/m prelim	mar	0.4	%	0.6	
GER	PMI servizi finale	mar	49.8	49.8	50.1	
GER	Prezzi import a/a	feb	-5.9	%	-4.6	
GER	Ordini all'industria m/m	feb	-11.4	(-11.3)	%	0.8
ITA	PMI manifatturiero	mar	48.7	48.8	50.4	
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	feb	7.3	(7.2)	%	7.2
ITA	PMI servizi	mar	52.2	53.2	54.6	
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T4	6.1	(5.0)	%	5.5
SPA	Produzione industriale a/a	feb	0.3	(-0.6)	%	-0.5

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

**Cala più del previsto l'inflazione area euro a marzo.** L'inflazione area euro a marzo è calata un decimo più del previsto, a 2,4% da 2,6% di febbraio. Come il mese scorso, il calo è dovuto soprattutto agli alimentari freschi. Anche l'indice core BCE è sceso (ma un decimo in meno rispetto alle nostre stime), a 3,1% da 3,3% (ai minimi da oltre due anni). Nei servizi, l'inflazione non si schioda dal ritmo del 4% mantenuto a partire dallo scorso novembre, ma è possibile che abbia influito la Pasqua "bassa", e che pertanto si possa vedere un calo dei prezzi ad aprile. Confermiamo la nostra idea che l'inflazione possa scendere stabilmente sotto il 2% a partire da inizio 2025, un percorso che ci appare compatibile con un primo taglio dei tassi BCE a giugno.

### **Francia - Rimbalza la produzione industriale a febbraio, ma probabilmente l'industria frenerà il PIL nel 1° trimestre.**

In Francia la produzione industriale è aumentata meno del previsto a febbraio. L'output è diminuito nel settore energetico e cresciuto in quello manifatturiero, ma non abbastanza da compensare il calo del mese precedente. I dati sulla produzione suggeriscono che il settore industriale contribuirà negativamente alla formazione di valore aggiunto all'inizio del 2024, ma ci aspettiamo che questa debolezza sia compensata dai servizi. I nostri modelli di nowcasting segnalano una crescita del PIL dello 0,2% t/t nel 1° trimestre.

### **Italia - Consumi sostenuti dal recupero di potere d'acquisto ma il tasso di risparmio tornerà a salire.**

Nel 2023 i consumi privati sono cresciuti dell'1,2% in media annua, in rallentamento dal 4,9% del 2022, ma a un ritmo sostanzialmente in linea con la media dei cinque anni precedenti la pandemia. Nonostante la perdita di potere d'acquisto registrata nel biennio 2022-23, il calo del tasso di risparmio ha sostenuto le spese delle famiglie. La crescita dei redditi disponibili reali dovrebbe tornare in positivo a partire dal 2024, grazie alla resilienza del mercato del lavoro e a una crescita ancora sostenuta delle retribuzioni, sulla scorta dei rinnovi contrattuali. Stimiamo un rallentamento dei consumi in media annua nel 2024, a 0,3%, prima di una riaccelerazione, a 1,3%, l'anno prossimo compatibilmente con una risalita del tasso di risparmio verso la media pre-Covid. In scenari alternativi più ottimistici, dove ipotizziamo un utilizzo dell'extra risparmio accumulato, le spese delle famiglie potrebbero accelerare fino a oltre il 2% nel 2025. Manteniamo però previsioni relativamente caute, vista l'incertezza, e considerato che condizioni creditizie ancora restrittive potrebbero limitare la propensione al consumo.

### **Italia - Verso un DEF "leggero", scelte rimandate a settembre.**

Nel DEF in uscita settimana prossima, le assunzioni sulla crescita del PIL potrebbero essere riviste moderatamente al ribasso, con effetti per ora contenuti sul deficit, ma difficilmente il nuovo quadro di finanza pubblica potrà evitare una risalita del rapporto debito/PIL già a partire da quest'anno (sia pure su livelli inferiori a quelli indicati nella NADEF di settembre). Le scelte sugli obiettivi programmatici per il 2025 dovrebbero essere rimandate alla negoziazione con la Commissione prevista dopo le elezioni europee, in ottemperanza al nuovo quadro regolatorio emerso dalla riforma della governance UE, che peraltro non dovrebbe implicare né una manovra correttiva per il 2024 né un maggiore aggiustamento per il 2025 rispetto a quanto già previsto a politiche invariate.

### **Area Euro - BCE: in aprile, riunione interlocutoria del Consiglio direttivo.**

L'11 aprile, il Consiglio direttivo BCE non modificherà ancora il posizionamento della politica monetaria. Poiché l'approccio resterà dipendente dai dati, l'indicazione che a giugno i tassi saranno probabilmente tagliati potrebbe affacciarsi come previsione, o restare confinata alla parte meno ufficiale della comunicazione.

#### **Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T1	13 (+2)	10	11
Tankan, grandi imprese non manifat.	T1	32 (+30)	33	34
PMI manifatturiero finale	mar	48.2		48.2
Consumi delle famiglie a/a	feb	-6.3	%	-3.0

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

#### **Cina**

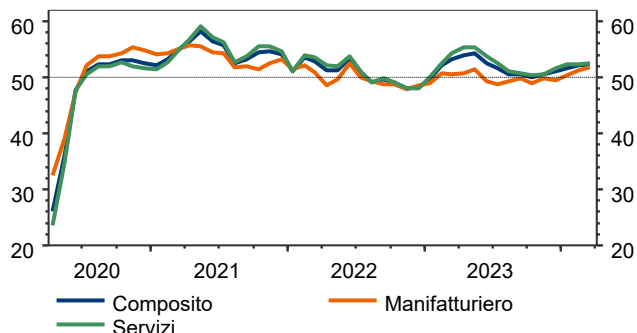
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	mar	50.9	51.0	51.1
PMI servizi - Caixin	mar	52.5		52.7
Riserve in valuta estera	mar	3.226	1000Mld \$	3.210

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

**Cina: indici PMI marzo 2024.** Gli indici PMI del settore manifatturiero e dei servizi sono saliti oltre le aspettative di consenso in marzo, segnalando un miglioramento dell'attività economica in entrambi i settori - con un ritmo di espansione più marcato per quello dei servizi - seppur ancora accompagnato da una stagnante domanda di lavoro da parte delle imprese.

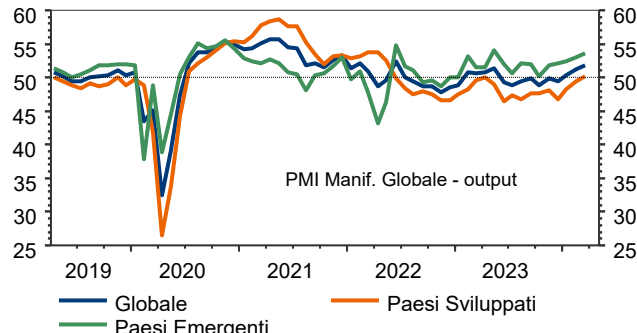
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



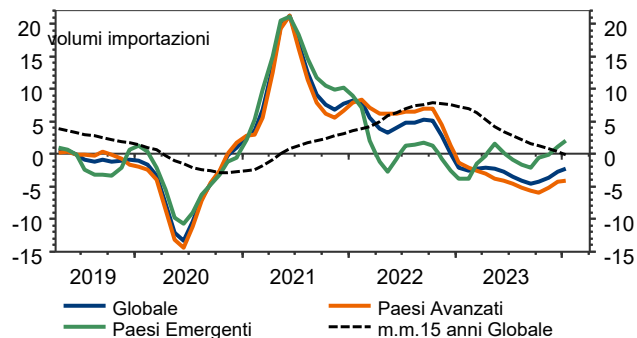
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



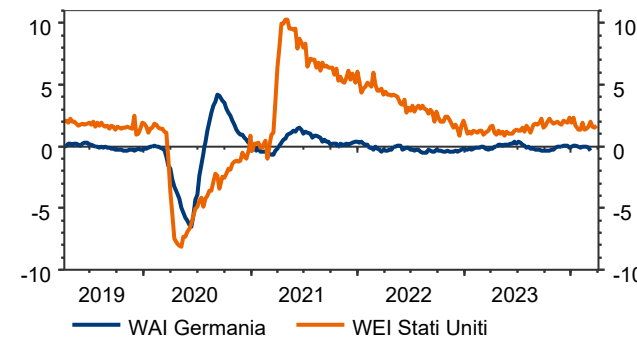
Fonte: S&P Global

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



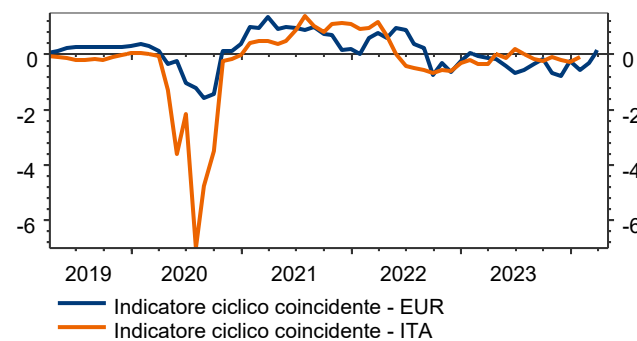
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



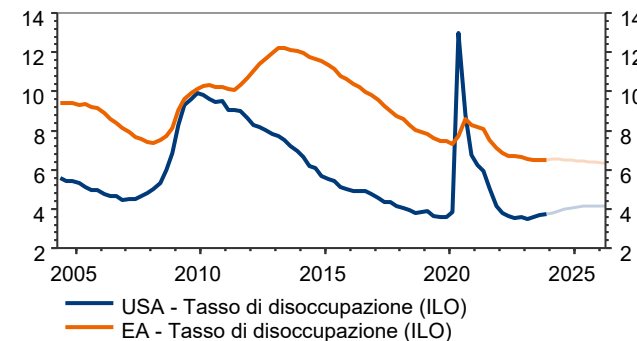
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

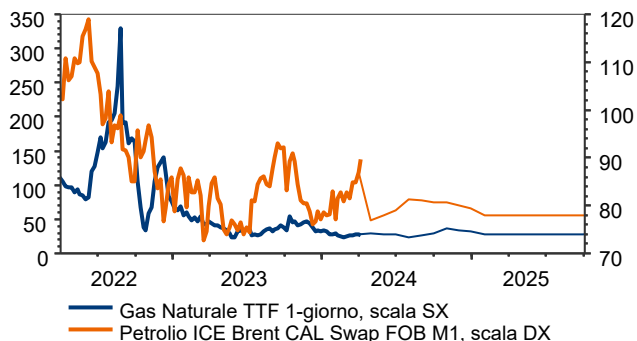
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

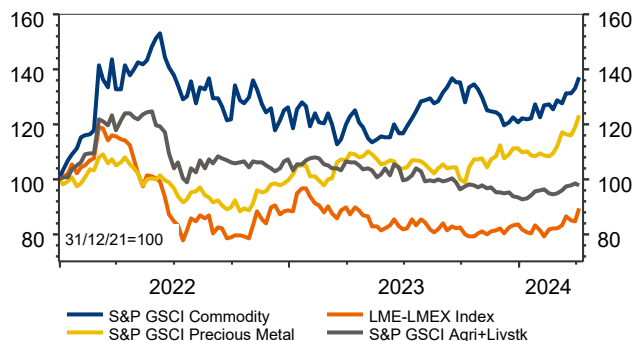
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



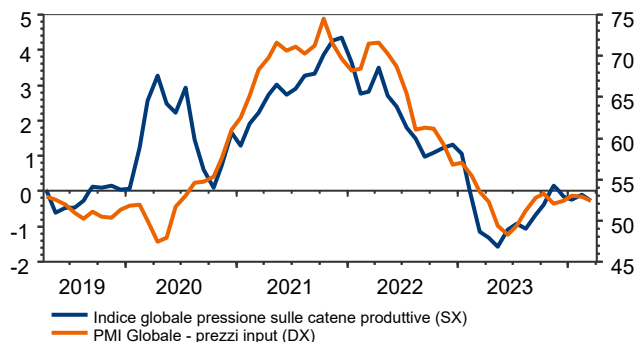
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



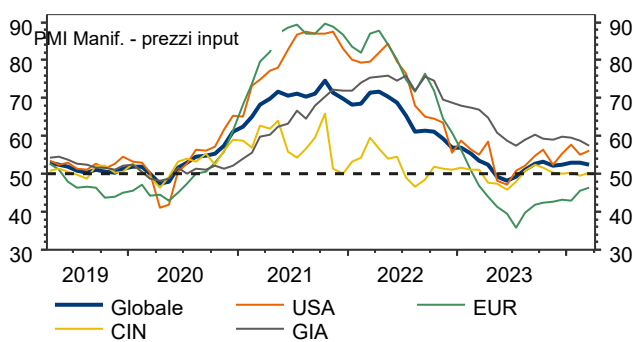
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



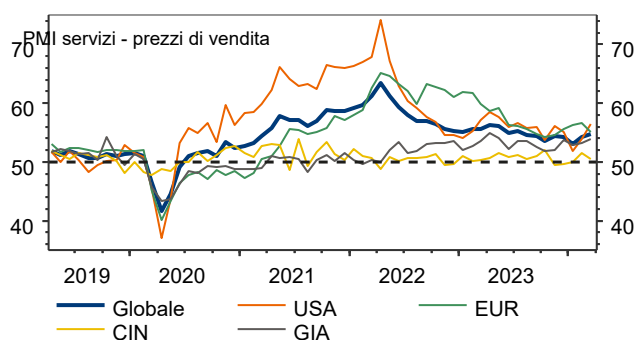
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



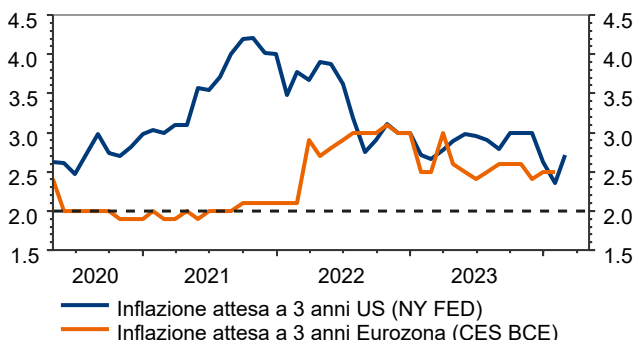
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

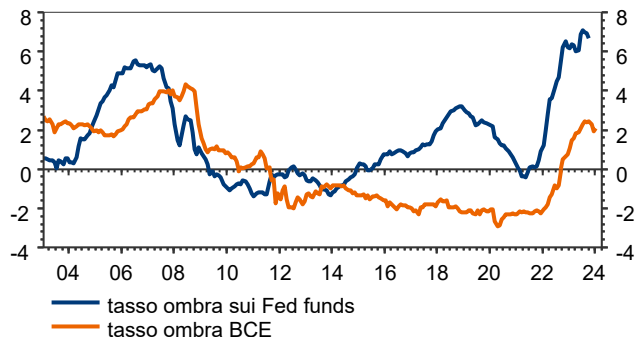
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

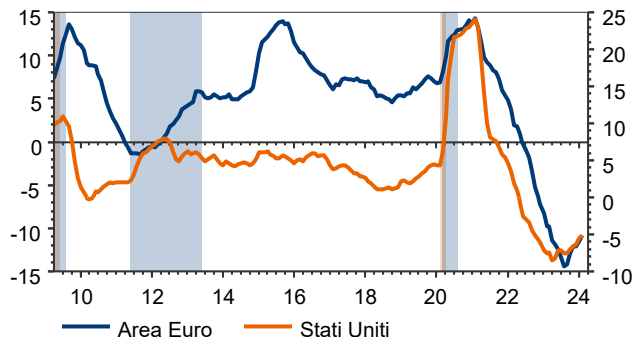
## Condizioni Finanziarie

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



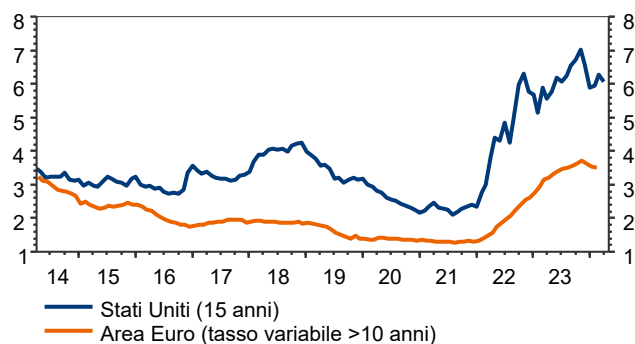
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



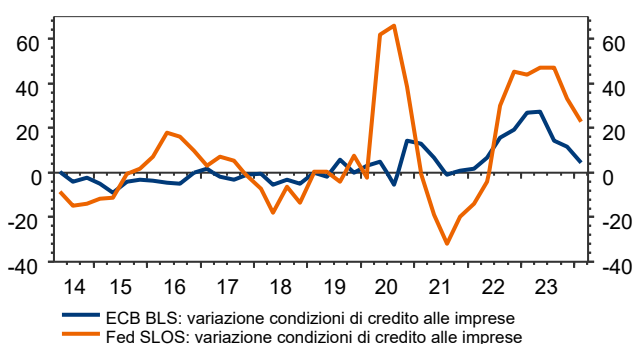
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



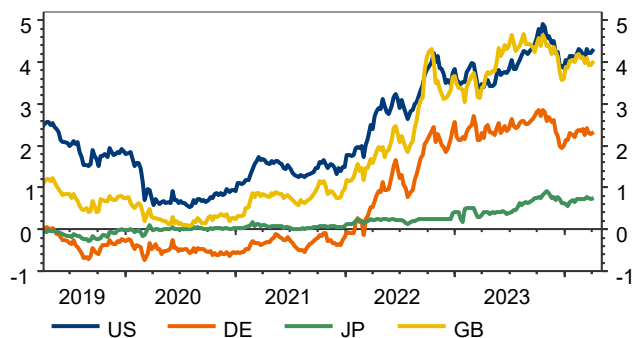
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



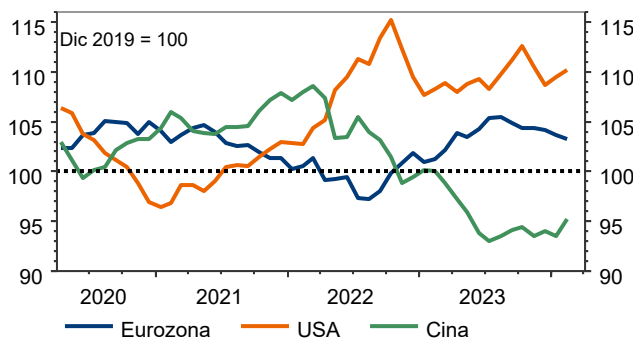
Fonte: Fed, BCE

### Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Cambi reali effettivi

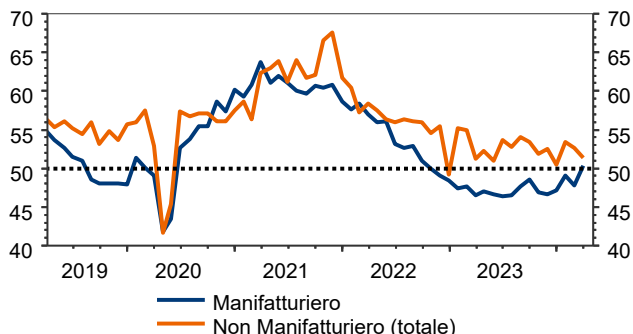


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



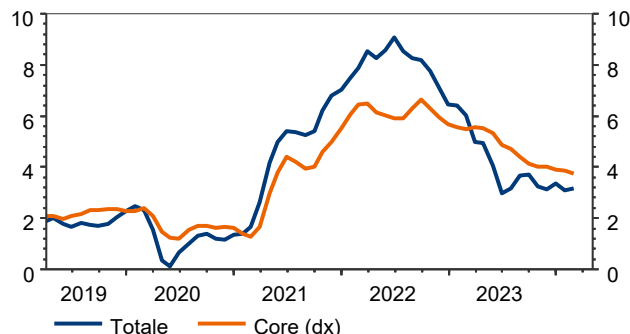
## Stati Uniti

### Indagini ISM



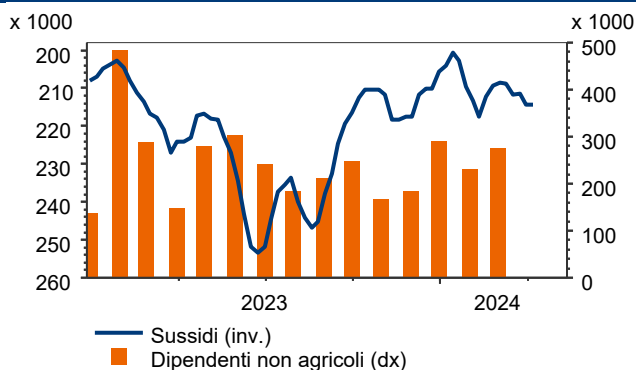
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



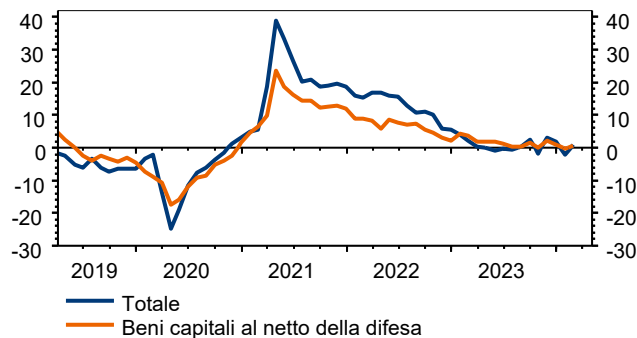
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

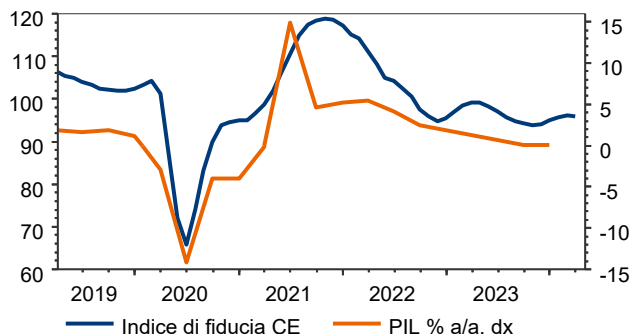
### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.3	1.8	2.9	3.1	3.2	2.9	1.7	1.2	1.1	1.5
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	2.6	0.8	0.1	1.2	2.2	2.7
Consumi privati	2.2	2.1	1.8	3.1	3.3	2.7	1.0	0.8	1.4	2.4	2.5
IFL - privati non residenziali	4.5	2.3	5.6	1.4	3.7	-0.1	1.0	3.9	5.8	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	1.9	1.3	6.7	2.8	1.5	0.9	0.9	0.9	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	2.1	1.1	5.8	4.6	0.5	0.5	0.7	0.9	1.3	1.6
Esportazioni	2.6	2.0	3.6	5.4	5.1	1.3	1.1	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.7	1.6	6.6	4.2	2.2	-2.0	3.1	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.1	1.1	-0.4	0.2	0.3	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.3	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.7	-7.2	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	136.7	138.6								
CPI (a/a)	4.1	2.9	2.1	3.5	3.2	3.1	2.9	2.8	2.6	2.3	2.1
Produzione industriale	0.2	-0.1	1.6	0.4	-0.4	-0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	3.6	4.0	4.1	3.7	3.7	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1

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

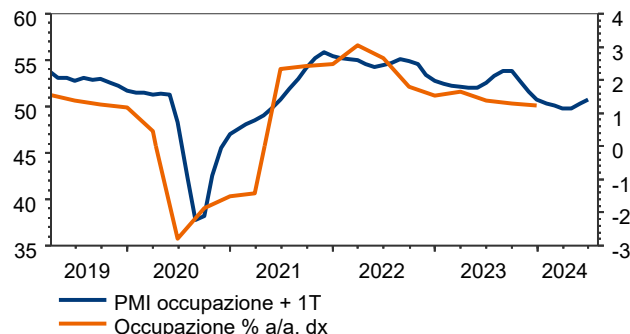
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	ex tob
gen-24	123.6	119.5	116.1	123.2	2.8	3.6	3.3	2.7
feb-24	124.4	120.2	116.8	123.9	2.6	3.3	3.1	2.5
mar-24	125.3	121.4	118.1	124.7	2.4	3.1	2.9	2.2
apr-24	125.9	121.9	118.9	125.3	2.3	2.6	2.6	2.1
mag-24	126.2	122.2	119.2	125.6	2.5	2.6	2.6	2.3
giu-24	126.6	122.6	119.3	126.0	2.5	2.5	2.4	2.3
lug-24	126.3	122.3	118.9	125.7	2.4	2.3	2.2	2.2
ago-24	126.5	122.6	119.1	125.9	2.0	2.2	2.0	1.8
set-24	126.8	122.8	119.3	126.2	1.9	2.2	1.9	1.7
ott-24	127.1	122.8	119.3	126.5	2.0	2.1	1.7	1.9
nov-24	126.7	122.3	118.7	126.0	2.3	2.1	1.8	2.1
dic-24	127.0	122.6	118.9	126.4	2.4	2.0	1.5	2.2
<b>Media</b>	<b>126.0</b>	<b>121.9</b>	<b>118.5</b>	<b>125.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>

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

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	ex tob
gen-25	125.7	121.8	118.1	125.0	1.7	2.0	1.8	1.5
feb-25	126.1	122.1	118.3	125.5	1.4	1.6	1.3	1.2
mar-25	127.1	123.2	119.6	126.4	1.4	1.5	1.3	1.4
apr-25	128.3	124.1	120.8	127.5	1.8	1.8	1.7	1.8
mag-25	128.6	124.4	121.2	127.9	1.9	1.8	1.6	1.8
giu-25	128.8	124.5	121.0	128.1	1.8	1.6	1.4	1.7
lug-25	128.6	124.5	120.8	127.8	1.8	1.8	1.6	1.7
ago-25	128.7	124.5	120.7	127.9	1.7	1.6	1.4	1.6
set-25	129.1	124.8	121.0	128.3	1.8	1.6	1.5	1.7
ott-25	129.5	124.9	121.1	128.7	1.9	1.6	1.5	1.8
nov-25	129.2	124.5	120.5	128.5	2.0	1.8	1.6	1.9
dic-25	129.5	124.8	120.8	128.7	1.9	1.7	1.6	1.8
<b>Media</b>	<b>128.3</b>	<b>124.0</b>	<b>120.3</b>	<b>127.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>

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.

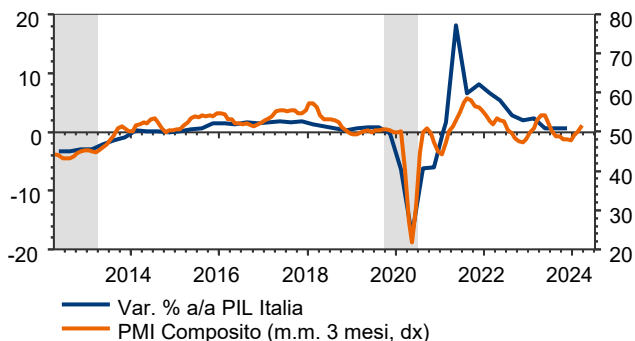
### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024				2025	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.4	1.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.2	1.3
- t/t				-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.6	0.8	1.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	1.4	-0.3	2.4	0.0	1.0	-1.6	0.4	0.2	0.7	0.8	0.6
Consumi pubblici	0.7	1.0	0.4	0.6	0.6	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.9	-0.5	2.9	-1.2	0.0	-0.1	0.2	0.5	0.5	0.9	0.9
Importazioni	-1.4	0.7	2.0	-1.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.4	-0.5	-0.4	-0.1	0.5	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	1.5	1.8	2.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-2.9	-2.4								
Debito pubblico (% PIL)	90.0	89.7	89.5								
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.4	1.8	5.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.2	1.5	1.8
Produzione industriale (a/a)	-2.3	-0.9	2.2	-4.9	-4.0	-4.0	-1.4	0.5	1.2	2.5	2.3
Disoccupazione (%)	6.5	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.7	6.7	6.6	6.6	6.5
Euribor 3 mesi	3.43	3.68	2.61	3.78	3.96	3.92	3.82	3.63	3.33	2.87	2.51

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

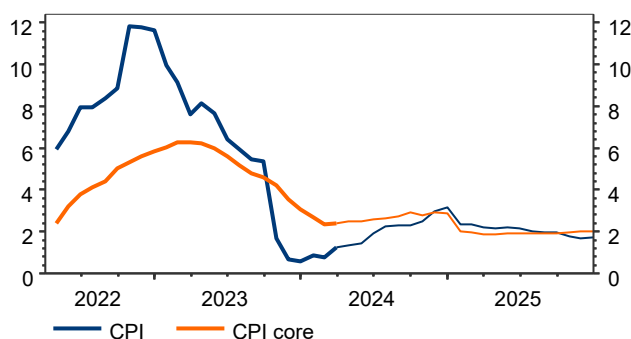
## Italia

### PIL



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

### Inflazione



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

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	120.4	120.1	119.2	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
feb-24	120.4	120.2	119.3	119.3	0.8	0.8	0.8	0.7
mar-24	121.9	120.3	119.4	119.4	1.3	1.3	1.2	1.2
apr-24	123.0	120.9	119.9	119.9	1.4	1.3	1.4	1.3
mag-24	123.5	121.4	120.3	120.3	1.5	1.4	1.5	1.4
giu-24	124.2	122.0	120.9	120.9	2.0	1.9	2.0	1.9
lug-24	122.7	122.4	121.3	121.3	2.3	2.3	2.3	2.2
ago-24	123.0	122.9	121.8	121.8	2.4	2.3	2.4	2.3
set-24	125.0	123.0	122.0	122.0	2.4	2.3	2.3	2.3
ott-24	125.3	123.1	121.9	121.9	2.5	2.5	2.4	2.3
nov-24	125.2	123.0	121.9	121.9	3.0	3.0	2.8	2.7
dic-24	125.6	123.5	122.4	122.4	3.2	3.1	3.0	2.9
<b>Media</b>	<b>123.3</b>	<b>121.9</b>	<b>120.9</b>	<b>120.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>

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-25	123.3	122.9	121.7	121.7	2.4	2.4	2.1	2.0
feb-25	123.3	123.0	121.8	121.8	2.4	2.4	2.1	2.1
mar-25	124.7	123.0	121.7	121.7	2.3	2.2	1.9	1.9
apr-25	125.8	123.5	122.1	122.1	2.2	2.2	1.8	1.8
mag-25	126.3	124.0	122.5	122.5	2.3	2.2	1.8	1.8
giu-25	126.9	124.6	123.0	123.0	2.2	2.1	1.7	1.7
lug-25	125.3	124.9	123.3	123.3	2.1	2.0	1.6	1.6
ago-25	125.4	125.3	123.7	123.7	2.0	1.9	1.6	1.6
set-25	127.5	125.5	123.9	123.9	2.0	2.0	1.6	1.6
ott-25	127.6	125.2	123.6	123.6	1.8	1.8	1.4	1.4
nov-25	127.4	125.1	123.5	123.5	1.8	1.7	1.3	1.3
dic-25	127.9	125.6	124.0	124.0	1.8	1.7	1.3	1.3
<b>Media</b>	<b>125.9</b>	<b>124.4</b>	<b>122.9</b>	<b>122.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024		2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	0.7	1.2	0.5	0.6	0.2	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2
- t/t				0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	0.4	1.3	0.7	-1.4	0.6	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.9	2.4	1.4	0.7	2.4	0.4	-0.5	0.2	0.4	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.2	0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	0.5	1.2	2.6	1.2	1.2	-0.9	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6
Importazioni	-0.2	-2.1	2.5	-1.9	0.2	-2.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.2	0.0	-1.4	0.0	-0.8	0.3	0.0	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-4.4	-3.7								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.6	139.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	2.0	2.1	5.8	1.0	1.0	1.6	2.4	2.9	2.4	2.2
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-0.9	1.6	-2.7	-1.5	-2.4	-0.9	-0.6	0.2	1.3	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	7.6	7.9	7.6	7.5	7.4	7.5	7.7	7.8	7.8	7.9
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.83	4.18	4.18	4.19	3.81	3.89	3.83	3.80	3.73	3.93

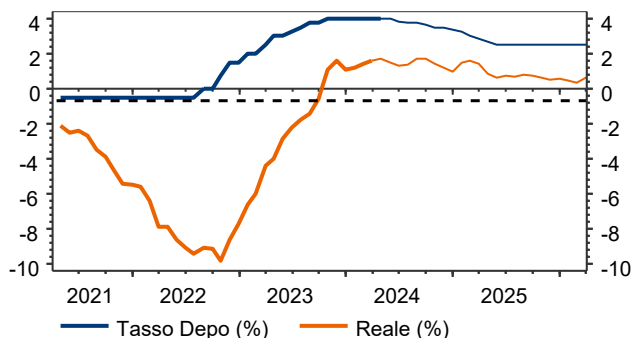
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	set	dic	mar	4/4	giu	set	dic	mar
Deposit rate	4.00	4.00	4.00	<b>4.00</b>	3.75	3.50	3.25	2.75
Euribor 1m	3.85	3.85	3.86	<b>3.89</b>	3.69	3.52	3.30	2.77
Euribor 3m	3.95	3.91	3.89	<b>3.89</b>	3.72	3.53	3.24	2.73

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

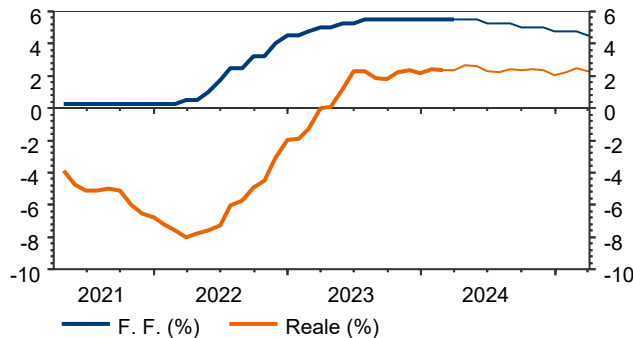


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	4/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	<b>5.50</b>	5.25	5.00	4.75	4.50
OIS 3m	5.41	5.31	5.32	<b>5.29</b>	5.11	4.84	4.59	4.33

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

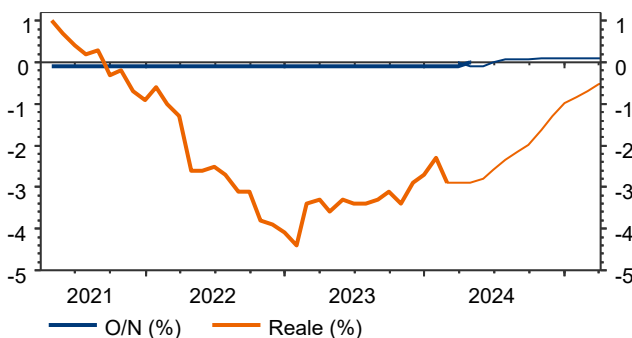


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	4/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	0.00	<b>0.00</b>	0.01	0.08	0.10	0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	0.13	0.15	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

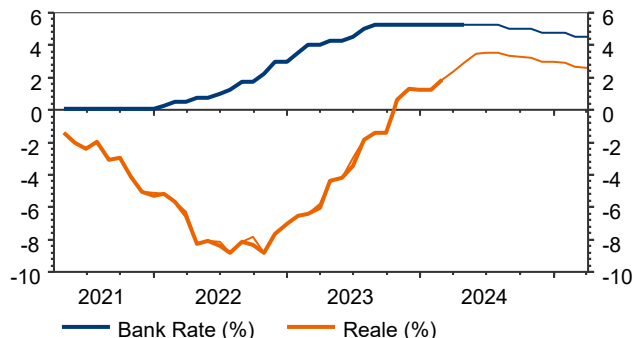


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	4/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.25	5.25	5.25	<b>5.25</b>	5.25	5.00	4.75	4.50
Libor GBP 3m	5.41	5.32	5.30	<b>5.30</b>	5.20	4.90	4.70	4.30

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

GBP/USD	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	05apr	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.09	1.05	1.09	1.08	<b>1.0836</b>	1.07	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	123	131	149	144	150	<b>151.35</b>	151	143	135	130	125
GBP/USD	1.31	1.25	1.22	1.28	1.27	<b>1.2631</b>	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.01	0.99	0.96	0.93	0.96	<b>0.9783</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	135	144	157	159	163	<b>164.00</b>	163	157	150	146	143
EUR/GBP	0.83	0.88	0.87	0.86	0.86	<b>0.8575</b>	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

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 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor 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 e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Mario Di Marcantonio  
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com