

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La riunione del Consiglio Direttivo della BCE ha confermato che un taglio dei tassi ufficiali BCE a giugno è quasi certo. Viceversa, dopo i dati più forti del previsto su mercato del lavoro e prezzi al consumo di marzo, abbiamo rivisto da tre a due i tagli attesi per quest'anno sul fronte della Federal Reserve.

**Area euro. La riunione del Consiglio Direttivo della BCE ha confermato che un taglio dei tassi ufficiali BCE a giugno è quasi certo.** Le nostre previsioni non mutano: lo scenario base include tre tagli di 25pb rispettivamente a giugno, settembre e dicembre, ma non escludiamo che il percorso di riduzione sia inizialmente più serrato (tre tagli: a giugno, luglio e settembre). Il mercato, che ha fortemente ridimensionato le aspettative dopo il dato americano sui prezzi al consumo, ora sconta un percorso di riduzione pressoché identico a quello del nostro scenario base, con un taglio di 25pb a ogni trimestre.

**Questa settimana, il dato sulla produzione industriale di febbraio in Germania è stato migliore del previsto, mentre ha deluso le attese l'output industriale in Italia.** In ogni caso, in prospettiva, i primi timidi segnali di ripartenza del commercio internazionale, già in parte riflessi dalle indagini di fiducia delle imprese manifatturiere, potrebbero portare una graduale schiarita anche per l'attività industriale nei prossimi mesi. Per quanto riguarda gli indicatori in uscita la settimana prossima:

- **la produzione industriale nell'Eurozona è vista rimbalzare solo parzialmente a febbraio** (0,8% m/m) dopo il brusco calo di -3,2% m/m del mese precedente, che era stato però condizionato dal crollo del volatile dato irlandese (escludendo l'Irlanda, l'output crescerebbe di 0,5% m/m a febbraio, da -0,3% precedente);
- **la produzione nelle costruzioni, sempre nell'intera area euro, è attesa accelerare in misura significativa a febbraio**, attorno a 2% m/m da 0,5% a gennaio, come evidenziato dai robusti dati già pubblicati in alcuni paesi come Germania e Austria; il balzo, però, dovrebbe essere spiegato da condizioni climatiche più favorevoli rispetto alla media stagionale;
- **lo ZEW tedesco, prima indagine di fiducia di aprile, dovrebbe registrare un ulteriore miglioramento** delle aspettative, sia pure più lieve rispetto ai mesi precedenti (a 32,3 da 31,7), spinto soprattutto dal rafforzarsi delle attese di tagli dei tassi da parte della BCE; anche la valutazione sulla situazione corrente potrebbe mostrare un recupero, più tangibile che nei mesi precedenti (a -78,1 da -80,5 di marzo), sulla scia del miglioramento dei dati su industria e commercio estero.

**In Italia, è stato pubblicato il DEF 2024-27**, che contiene il solo quadro tendenziale sull'evoluzione dei conti pubblici nei prossimi anni, in attesa che la definizione dei "piani pluriennali" previsti dal nuovo quadro regolatorio UE consenta al Governo di formulare gli obiettivi programmatici in vista della manovra per il 2025. Oltre alle osservazioni "a caldo" fatte a seguito della conferenza stampa post-CdM dello scorso 9 aprile, la successiva diffusione del documento completo inviato alle Camere ci consente di aggiungere qualche nota:

- la revisione al ribasso delle stime di crescita ha avuto impatti molto limitati sull'indebitamento tendenziale per via di una significativa revisione al ribasso delle stime sulla spesa per interessi: in effetti, **il saldo primario, rispetto alle stime della NADEF, è peggiorato di due decimi quest'anno e di quasi mezzo punto nel 2025-26;**
- **i numeri sul rapporto debito/PIL sono più bassi di quelli attesi alla vigilia, in particolare per quest'anno, grazie a un'accumulazione netta di asset finanziari pari allo 0,6% del PIL;**

12 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



- **gli introiti attesi da privatizzazioni, che nel DEF erano pari a un punto di PIL nel triennio 2024-26, sono ora stimati allo 0,8% del PIL nel triennio 2025-27;**
- **le stime sul fabbisogno del settore statale vedono una revisione al rialzo di quasi un punto di PIL all'anno** rispetto ai numeri della NADEF, con un picco al 7,1% del PIL quest'anno e un livello medio di 150 miliardi nel biennio 2024-25;
- **il deficit "a politiche invariate", nelle stesse stime del Governo, peggiorerebbe al 4,6% del PIL l'anno prossimo**, dal 4,3% di quest'anno, per effetto della necessità di rinnovare misure in scadenza a fine 2024 pari a quasi 20 miliardi.

**Stati Uniti. I dati di marzo su employment report e prezzi al consumo hanno ancora sorpreso al rialzo.** La robustezza del mercato del lavoro, e soprattutto la vischiosità dell'inflazione nei servizi non abitativi, in un quadro di economia ancora resiliente, ci hanno indotto a rivedere la nostra previsione sui tassi Fed: consideriamo ora come più probabile quello che indicavamo come "scenario di rischio" nelle scorse settimane (sottolineando che la sua probabilità era in netta crescita): **vediamo ora un primo taglio dei tassi rimandato a settembre, e due soli interventi quest'anno per 50 punti base di ribassi cumulati**, ovvero meno di 75pb impliciti ancora nel grafico a punti del FOMC di marzo.

**Questa evoluzione ci pare coerente con gli spostamenti in direzione meno accomodante segnalati da diversi membri del FOMC nelle ultime settimane.** Anche negli ultimi giorni, dubbi sull'opportunità di tagli ravvicinati dei tassi sono stati espressi da diversi esponenti, tra cui Bostic, Logan, Bowman, Kashkari, Daly e Williams, mentre gli unici membri che sembrano aver mantenuto posizioni molto dovish sono Goolsbee (che ha messo in luce i rischi di aumento della disoccupazione dovuti a un prolungato periodo di tassi elevati) e Barkin (che ha messo l'accento sulla diminuzione dei prezzi dei beni e sulla stabilità dei costi abitativi). I verbali della riunione del FOMC di marzo hanno indicato una maggiore propensione a rallentare il ritmo di riduzione del bilancio, e riconosciuto che i rischi sulle previsioni di inflazione restano al rialzo, legati a un possibile riaccendersi delle problematiche dal lato dell'offerta o a una maggiore persistenza della dinamica sottostante.

**Anche i dati in uscita la settimana prossima dovrebbero confermare la tenuta del ciclo economico: le vendite al dettaglio di marzo sono attese rallentare a 0,4% m/m da 0,6% di febbraio ma tornare a crescere (per la prima volta da dicembre) in base all'aggregato 'control group', e la produzione industriale è vista in accelerazione** a 0,4% m/m a marzo, dopo l'incremento solo marginale di febbraio. L'indice di fiducia Empire della New York Fed dovrebbe muoversi in territorio meno negativo ad aprile, a -9 dopo il tonfo a -20,9 di marzo, mentre il Philly Fed potrebbe tornare circa a zero dopo il 3,2 del mese precedente. Infine, i dati sul mercato immobiliare dovrebbero vedere un indice di fiducia dei costruttori NAHB poco variato attorno alla soglia di 50 ad aprile, ma un rallentamento sia dei nuovi cantieri residenziali e delle licenze edilizie che delle vendite di case esistenti a marzo.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	15/4	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		feb	-1.7	%	0.8
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	feb	-3.2	%	0.8
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	mar	0.6	%	0.3
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	mar	0.3	%	0.4
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	apr	-20.9		-9.0
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		feb	0.0	%	0.3
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		apr	51		
Mar	16/4	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T1	1.0	%	1.4
		04:00	CN	PIL cumulato a/a		T1	5.2	%	
		04:00	CN	PIL a/a	*	T1	5.2	%	4.6
		04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	mar	5.5	%	4.5
		04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	mar	4.2	%	4.3
		04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		mar	5.5	%	
		04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		mar	7.0	%	
		04:00	CN	Produzione industriale a/a		mar	7.0	%	5.4
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		feb	3.9	%	3.9
		08:00	GB	Retribuzioni medie		feb	5.6	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	mar	prel 0.1	%	
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 1.3	%	1.2
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		mar	prel 1.3	%	
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		mar	prel 1.3	%	1.3
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		feb	2.7	Mld €	
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		feb	-0.4	Mld €	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		apr	-80.5		-77.4
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	apr	31.7		35.0
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mar	1.521	Mln	1.480
		14:30	USA	Licenze edilizie		mar	1.524	Mln	1.514
15:15	USA	Impiego capacità produttiva		mar	78.3	%	78.5		
15:15	USA	Produzione industriale m/m		mar	0.1	%	0.4		
Mer	17/4	01:50	GIA	Bilancia commerciale		mar	-377.8	{-379.4} Mld ¥ JP	299.9
		08:00	GB	CPI m/m		mar	0.6	%	0.4
		08:00	GB	CPI a/a	*	mar	3.4	%	3.1
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mar	prel 0.8	%	0.6
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mar	prel 3.1	%	3.1
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mar	prel 2.4	%	2.4
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		feb	36.1	Mld \$	
Gio	18/4	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	211	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.817	Mln	
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	apr	3.2		0.0
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		mar	0.1	%	0.1
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		mar	4.38	Mln	4.20
Ven	19/4	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mar	2.8	%	
		01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mar	2.8	%	2.6
		08:00	GER	PPI a/a		mar	-4.1	%	
		08:00	GER	PPI m/m		mar	-0.4	%	0.1
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		mar	-0.4	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	0.0	%	0.0

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 (15 – 19 aprile)**

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	15/4	08:30	USA	Discorso di Logan (Fed)
		13:15	GB	Discorso di Breeden (BoE)
		14:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Mar	16/4	02:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		10:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		15:00	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		18:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		19:00	GB	Discorso di Bailey (BoE)
		20:00	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
Mer	17/4	14:05	GB	Discorso di Greene (BoE)
		15:00	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
		17:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		17:45	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		18:00	GB	Discorso di Bailey (BoE)
		20:00	USA	Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		20:00	GB	Discorso di Haskel (BoE)
		23:30	USA	Discorso di Mester (Fed)
		--	UE	* Consiglio Europeo straordinario
Gio	18/4	00:30	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		14:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		15:15	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		15:15	USA	Discorso di Williams (Fed)
		17:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		19:30	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		21:00	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		23:45	USA	Discorso di Bostic (Fed)
--	UE	* Consiglio Europeo straordinario		
Ven	19/4	16:15	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		16:30	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		21:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	mar	0.4		%	0.3	0.4
CPI a/a	mar	3.2		%	3.4	3.5
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	mar	3.8		%	3.7	3.8
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	mar	0.4		%	0.3	0.4
Richieste di sussidio	settim	222 (221)	x1000		215	211
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.789 (1.791)	Mln		1.800	1.817
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mar	0.3		%	0.2	0.2
PPI m/m	mar	0.6		%	0.3	0.2
Prezzi all'import m/m	mar	0.3		%	0.3	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	apr	79.4			79.0	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Stati Uniti: mercato del lavoro ancora robusto.** A marzo, i nuovi occupati hanno mostrato un'accelerazione a sorpresa rispetto al mese precedente, e il tasso di disoccupazione è tornato a calare dopo essere salito a febbraio. L'unico segnale positivo, dal punto di vista delle pressioni sui salari, è giunto dalla ripresa in corso dell'offerta di lavoro. Il dato forte sul mercato del lavoro di marzo complica il lavoro della Fed: il partito degli esponenti che vorrebbero meno tagli quest'anno, rispetto ai tre impliciti nel grafico a punti ancora nel FOMC di marzo, potrebbe guadagnare ancora consensi nelle prossime settimane.

**Stati Uniti: sorprende ancora al rialzo il CPI core.** L'ulteriore sorpresa al rialzo sul CPI core di marzo, dopo quelle già viste nei primi due mesi dell'anno - dovuta ancora una volta soprattutto ai servizi non abitativi - segnala che è in netta crescita la possibilità che un primo taglio dei tassi da parte della Fed possa essere rimandato al trimestre estivo, e che i ribassi dei tassi quest'anno possano essere di entità inferiore rispetto ai 75 punti base impliciti nel grafico a punti del FOMC di marzo.

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
FRA	IPCA m/m finale	mar	0.3		%	0.3	0.2
FRA	IPCA a/a finale	mar	2.4		%	2.4	2.4
FRA	CPI m/m Ex Tob	mar	0.8		%		0.2
GER	Bilancia commerciale destag.	feb	21.4 (27.5)	Mld €		25.5	21.4
GER	Produzione industriale m/m	feb	1.3 (1.0)		%	0.3	2.1
GER	CPI m/m finale	mar	0.4		%	0.4	0.4
GER	CPI a/a finale	mar	2.2		%	2.2	2.2
GER	IPCA m/m finale	mar	0.6		%	0.6	0.6
GER	IPCA a/a finale	mar	2.3		%	2.3	2.3
ITA	Vendite al dettaglio a/a	feb	1.0		%		2.4
ITA	Produzione industriale m/m	feb	-1.4 (-1.2)		%	0.5	0.1
ITA	Fatturato industriale a/a	gen	-0.1		%		-3.6
ITA	Fatturato industriale m/m	gen	2.1		%		-3.1
SPA	IPCA a/a finale	mar	3.2		%	3.2	3.3

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Germania: produzione industriale in crescita più delle attese, rischi al rialzo sul PIL nel 1° trimestre.**

La produzione industriale è aumentata per il secondo mese a febbraio, suggerendo che il settore potrebbe addirittura contribuire positivamente al PIL nel 1° trimestre. Dopo la forte contrazione registrata alla fine dello scorso anno, il rimbalzo, sebbene incoraggiante, deve essere valutato con cautela e i dati relativi agli ordinativi industriali sono ancora coerenti con una debole domanda di beni, suggerendo che il settore manifatturiero rimarrà sotto pressione nel breve termine. La Germania potrebbe evitare una recessione nel 1° trimestre ma continua a dover affrontare sfide significative. Tuttavia, grazie al miglioramento dei PMI manifatturieri globali e ai segnali di stabilizzazione nei servizi, le prospettive future iniziano a sembrare meno cupe.

**Italia: produzione industriale quasi ferma a febbraio dopo il calo di gennaio.** La produzione industriale italiana ha mostrato un recupero solo marginale (assai più debole del previsto) a febbraio, dopo l'ampia flessione di gennaio. L'industria ha frenato il PIL a inizio 2023, ma tale apporto negativo dovrebbe essere stato compensato dal contributo positivo di costruzioni e servizi. In prospettiva, i primi timidi segnali di ripartenza del commercio internazionale, già in parte riflessi dalle indagini di fiducia delle imprese manifatturiere, potrebbero portare una graduale schiarita anche per l'industria in senso stretto.

**Italia: il DEF "leggero" conferma (per ora) gli obiettivi sul deficit, debito in risalita.** Il DEF approvato dal Governo italiano rivede lievemente al ribasso le stime di crescita del PIL, con effetti limitati sull'indebitamento tendenziale. Gli obiettivi programmatici per gli anni dal 2025 saranno però definiti entro settembre in ottemperanza al nuovo quadro regolatorio UE. Il rapporto debito/PIL, come ampiamente previsto, risale a partire da quest'anno, ma i numeri su tutto l'orizzonte previsivo sono inferiori a quelli attesi alla vigilia (nonché a quelli previsti dalla NADEF di settembre); al momento in cui scriviamo, non sono note le ipotesi in merito all'adesione ai bonus edilizi prevista dal governo dal 2024 in poi.

**Un taglio dei tassi ufficiali BCE a giugno è quasi certo.** Al termine della riunione di aprile, la BCE ha annunciato che presto sarà opportuno ridurre i tassi ufficiali. Tuttavia, ha anche avvisato che non si impegnerà a un percorso di riduzione prefissato. Le nostre proiezioni restano invariate: ci attendiamo 75pb complessivi di riduzione entro fine anno, con la prima mossa di 25pb il 6 giugno.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	feb	-3.338 (-3.421)	Mld £		-2.895
Bilancia commerciale (totale - GBP)	feb	-14.097 (-14.515)	Mld £	-14.500	-14.212
Produzione industriale m/m	feb	-0.3 (-0.2)	%	0.0	1.1

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

#### Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
M2 a/a	mar	8.7	%	8.7	
Nuovi prestiti bancari (flusso)	mar	1450	Mld ¥ CN	3560	
Finanza sociale aggregata (flusso)	mar	1560	Mld ¥ CN	4700	
CPI m/m	mar	1.0	%	-0.5	-1
CPI a/a	mar	0.7	%	0.4	0.1
PPI a/a	mar	-2.7	%	-2.8	-2.8
Esportazioni in USD a/a	mar	7.1	%	-2.3	-7.5
Importazioni in USD a/a	mar	3.5	%	1.4	-1.9
Bilancia commerciale USD	mar	125.16	Mld \$	70.20	58.55

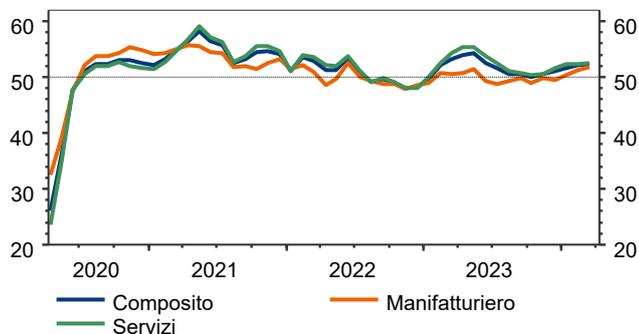
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina: inflazione marzo 2024.** L'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta positiva ma è rallentata più delle attese di consenso in marzo, ancora frenata dalla deflazione nel comparto degli alimentari e dei trasporti.

**Cina: commercio estero marzo 2024.** I dati di commercio estero relativi al mese di marzo sono stati inferiori alle attese di consenso, in parte influenzati da un effetto confronto sfavorevole. La dinamica congiunturale delle esportazioni è rimasta comunque positiva, alimentata da un miglioramento degli ordini esteri che, tuttavia, potrebbe rivelarsi non duraturo.

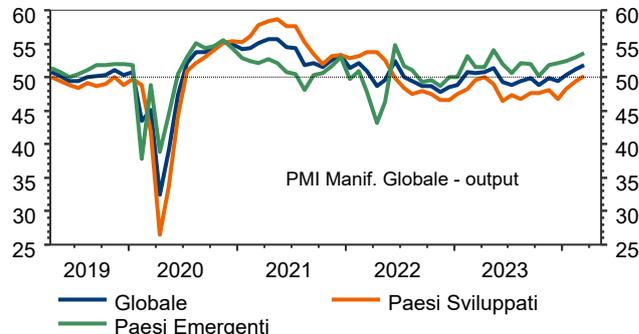
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



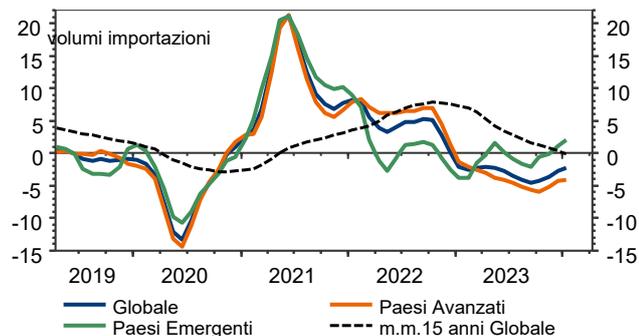
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



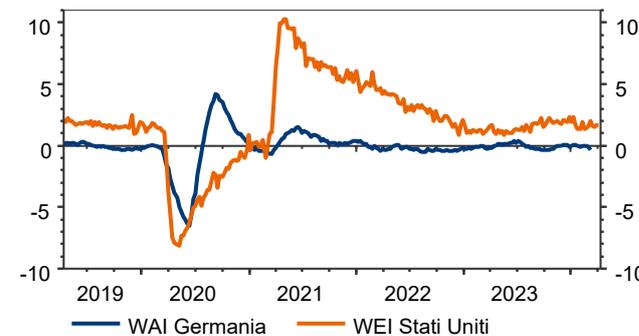
Fonte: S&P Global

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



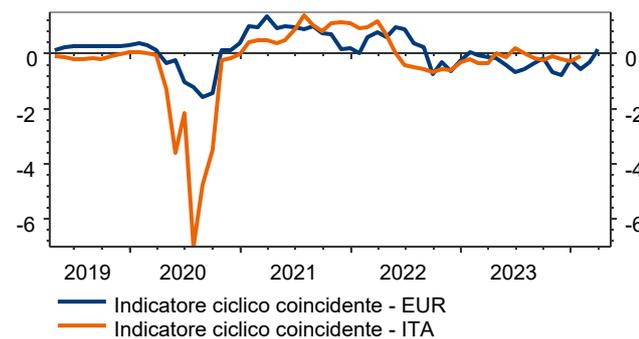
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



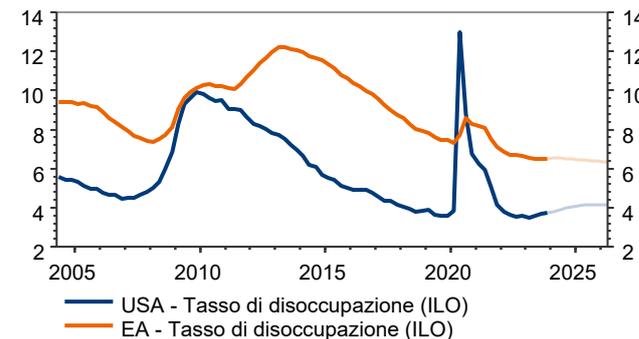
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

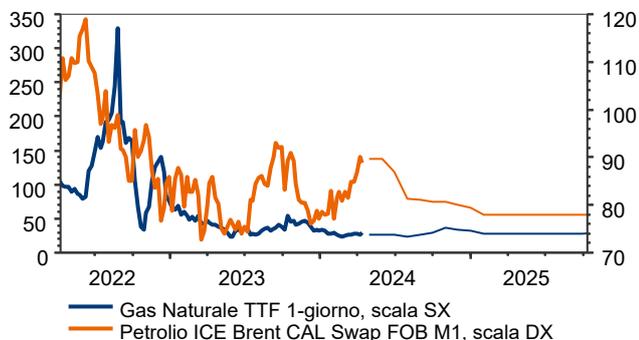
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

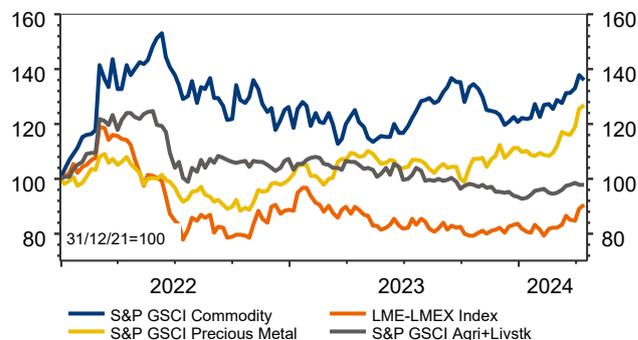
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



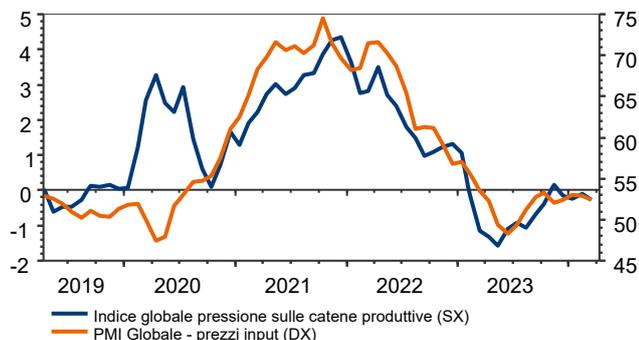
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



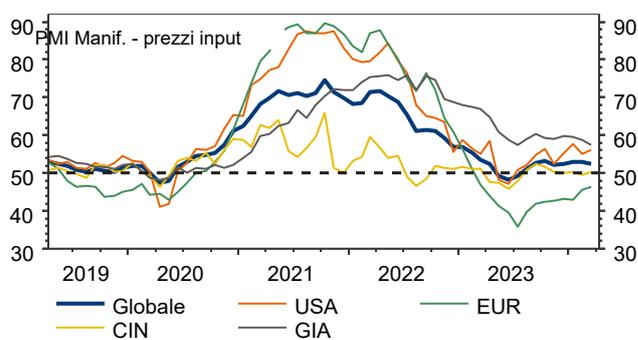
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



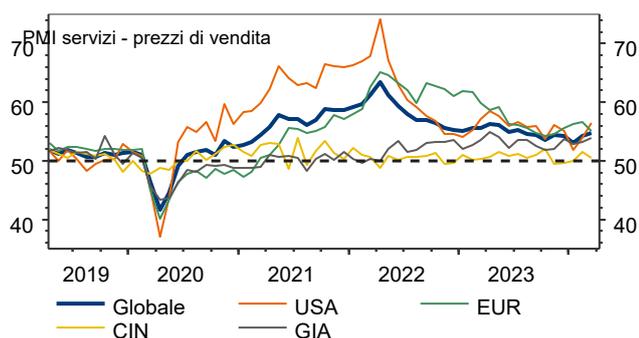
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



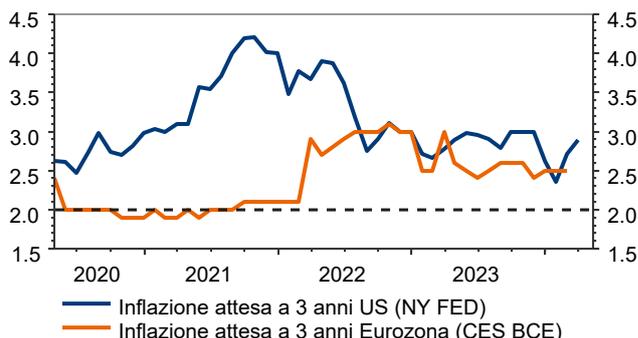
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

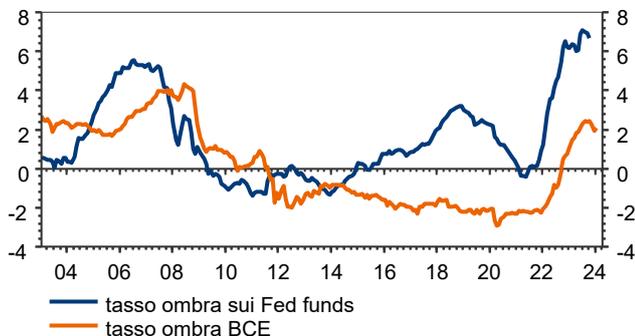
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

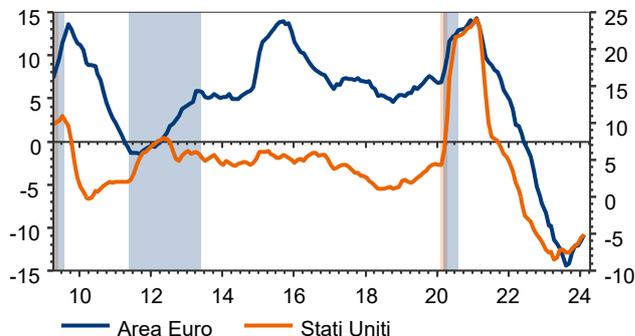
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



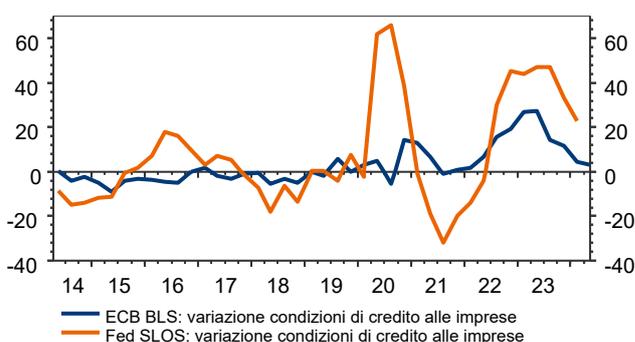
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



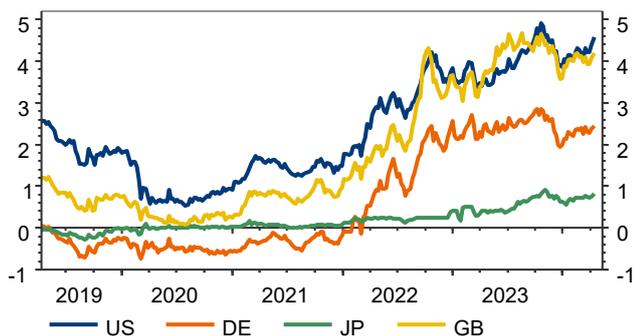
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



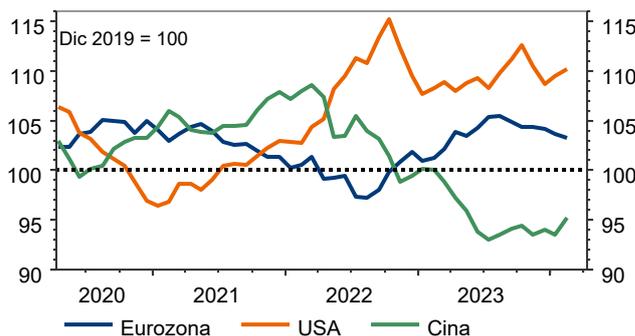
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

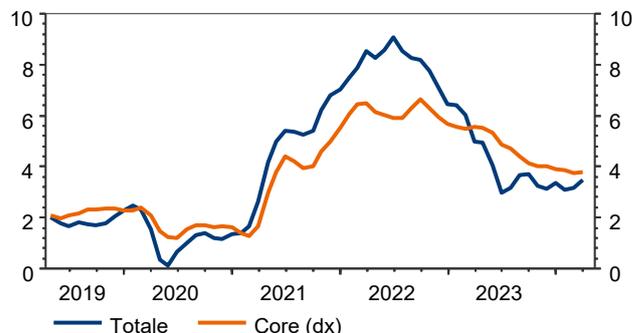
## Stati Uniti

### Indagini ISM



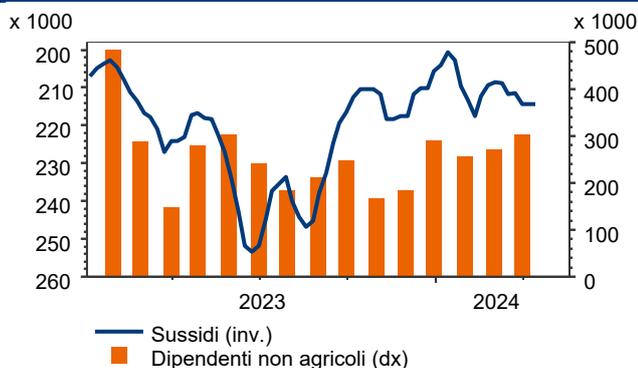
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



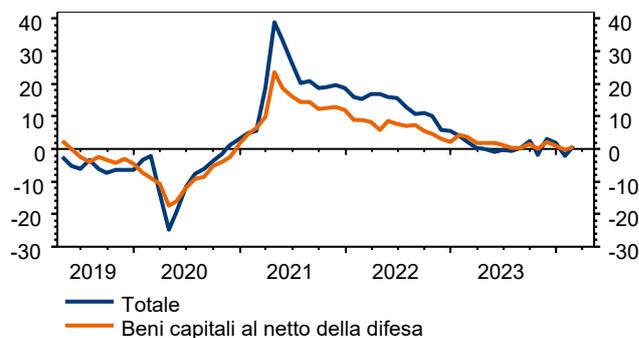
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

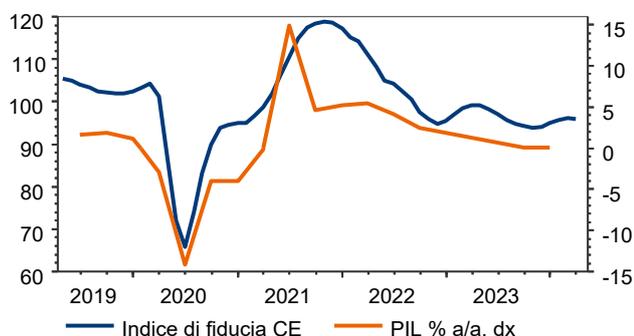
### Previsioni

	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	3.2	2.2	3.5	3.2	3.2	3.3	3.2	3.0	2.6	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	3.9	4.1	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1

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

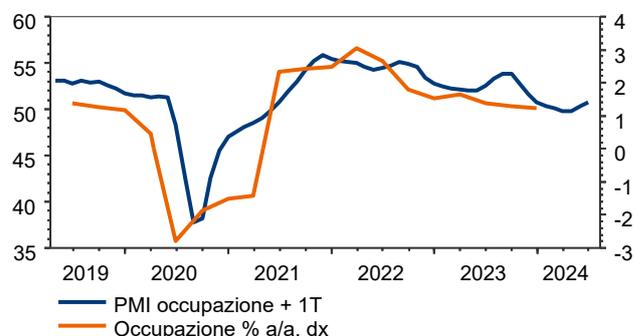
## Area euro

## PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&amp;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	126.0	121.9	118.9	125.4	2.3	2.6	2.6	2.1
mag-24	126.3	122.2	119.2	125.7	2.6	2.6	2.7	2.4
giu-24	126.7	122.6	119.4	126.1	2.6	2.5	2.4	2.4
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	122.9	119.3	126.5	2.1	2.1	1.7	1.9
nov-24	126.7	122.3	118.7	126.1	2.3	2.1	1.8	2.1
dic-24	127.0	122.7	119.0	126.4	2.4	2.0	1.6	2.2
<b>Media</b>	<b>126.1</b>	<b>121.9</b>	<b>118.6</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	125.8	121.8	118.1	125.1	1.7	2.0	1.8	1.5
feb-25	126.2	122.1	118.4	125.5	1.4	1.6	1.3	1.3
mar-25	127.1	123.2	119.7	126.4	1.4	1.6	1.3	1.4
apr-25	128.2	124.1	120.9	127.4	1.7	1.8	1.7	1.7
mag-25	128.5	124.4	121.2	127.8	1.7	1.8	1.7	1.6
giu-25	128.6	124.5	121.0	127.9	1.6	1.6	1.4	1.5
lug-25	128.5	124.5	120.9	127.8	1.7	1.8	1.6	1.6
ago-25	128.6	124.5	120.8	127.9	1.6	1.6	1.4	1.6
set-25	129.1	124.8	121.1	128.3	1.8	1.6	1.5	1.7
ott-25	129.4	124.9	121.1	128.7	1.9	1.7	1.5	1.8
nov-25	129.2	124.5	120.6	128.5	2.0	1.8	1.6	1.9
dic-25	129.5	124.8	120.8	128.7	1.9	1.8	1.6	1.8
<b>Media</b>	<b>128.2</b>	<b>124.0</b>	<b>120.4</b>	<b>127.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</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.

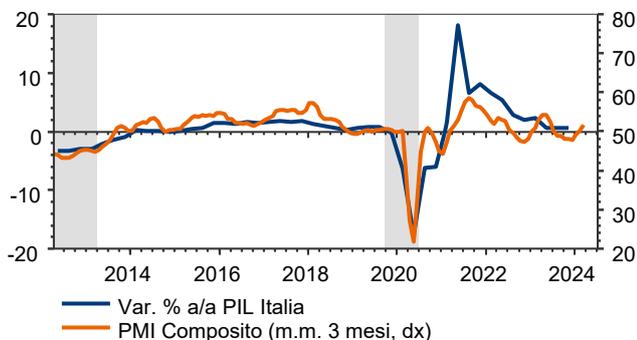
## Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024				2025	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	1.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.6	1.0	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	0.0	2.4	0.0	1.0	-1.3	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	0.9	0.2	0.5	0.5	0.9	0.9
Importazioni	-1.4	1.2	2.0	-1.4	0.6	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.2	-0.5	-0.4	-0.1	0.3	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	1.7	5.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.3	1.5	1.7
Produzione industriale (a/a)	-2.3	-1.8	2.1	-4.9	-4.0	-4.7	-2.3	-0.3	0.4	2.4	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

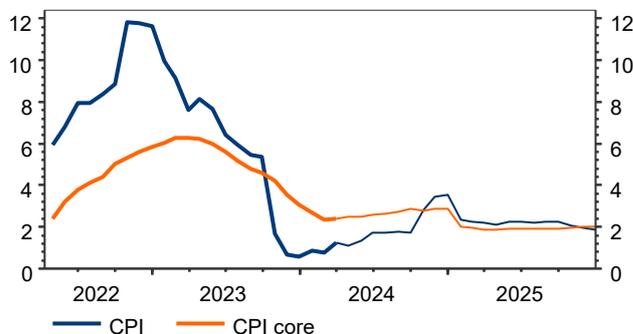
## Italia

### 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	122.7	120.6	119.6	119.6	1.2	1.1	1.1	1.0
mag-24	123.4	121.3	120.2	120.2	1.4	1.3	1.4	1.3
giu-24	124.0	121.7	120.6	120.6	1.8	1.7	1.8	1.7
lug-24	122.1	121.8	120.6	120.6	1.8	1.7	1.7	1.6
ago-24	122.3	122.2	121.1	121.1	1.8	1.8	1.8	1.7
set-24	124.3	122.4	121.3	121.3	1.8	1.7	1.8	1.7
ott-24	125.7	123.5	122.3	122.3	2.9	2.8	2.7	2.6
nov-24	125.8	123.6	122.5	122.5	3.5	3.4	3.3	3.2
dic-24	126.1	123.9	122.9	122.9	3.6	3.5	3.5	3.4
<b>Media</b>	<b>123.2</b>	<b>121.8</b>	<b>120.8</b>	<b>120.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</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	121.8	121.8	2.4	2.4	2.2	2.1
feb-25	123.2	122.9	121.8	121.7	2.3	2.2	2.1	2.0
mar-25	124.7	122.9	121.9	121.7	2.3	2.2	2.1	1.9
apr-25	125.4	123.2	122.0	121.8	2.2	2.1	2.0	1.8
mag-25	126.2	124.0	122.7	122.5	2.3	2.2	2.1	1.9
giu-25	126.8	124.5	123.2	123.0	2.3	2.2	2.2	2.0
lug-25	124.8	124.5	123.2	123.0	2.3	2.2	2.2	2.0
ago-25	125.1	125.0	123.7	123.5	2.3	2.2	2.1	2.0
set-25	127.2	125.1	123.9	123.7	2.3	2.3	2.1	2.0
ott-25	128.4	126.0	124.7	124.5	2.1	2.0	2.0	1.8
nov-25	128.3	126.1	124.8	124.6	2.0	2.0	1.9	1.7
dic-25	128.5	126.2	125.0	124.8	1.9	1.9	1.7	1.5
<b>Media</b>	<b>126.0</b>	<b>124.4</b>	<b>123.2</b>	<b>123.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</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	-4.1								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.4	141.1								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.9	2.2	5.8	1.0	1.0	1.4	1.8	3.3	2.3	2.3
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-1.5	1.6	-2.7	-1.6	-3.0	-1.5	-1.1	-0.4	1.2	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

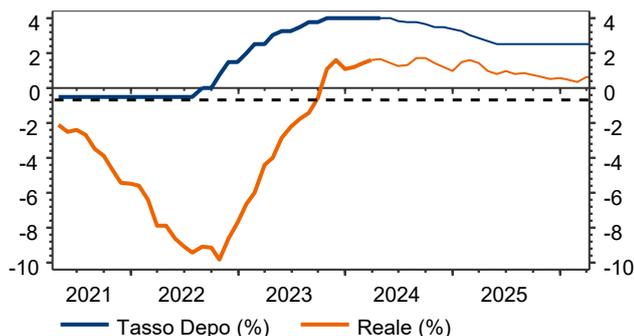
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	11/4	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>3.84</b>	3.69	3.52	3.30	2.77
Euribor 3m	3.95	3.91	3.89	<b>3.92</b>	3.72	3.53	3.24	2.73

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

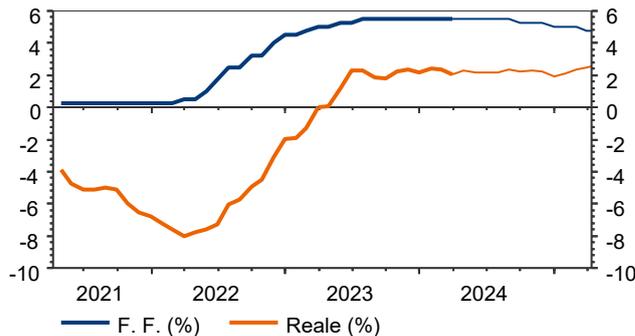


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	11/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	<b>5.50</b>	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.41	5.31	5.32	<b>5.34</b>	5.30	5.09	4.84	4.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

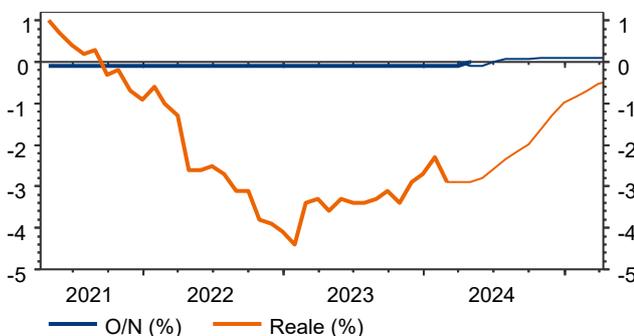


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	11/4	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

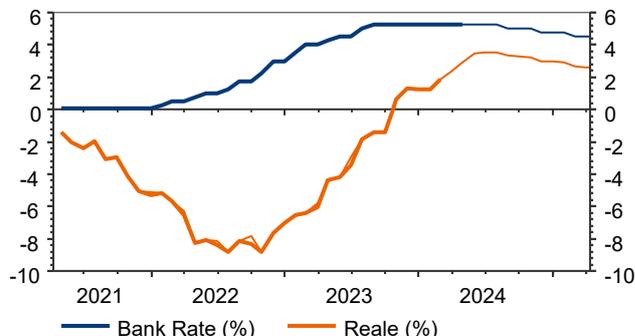


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	11/4	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

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	12/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.09	1.06	1.09	1.09	<b>1.0658</b>	1.06	1.09	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	125	133	150	145	148	<b>153.29</b>	154	148	143	135	128
GBP/USD	1.30	1.25	1.22	1.28	1.28	<b>1.2496</b>	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.01	0.99	0.96	0.94	0.96	<b>0.9731</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	136	146	158	159	161	<b>163.41</b>	163	161	158	151	146
EUR/GBP	0.83	0.88	0.86	0.86	0.85	<b>0.8529</b>	0.85	0.85	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

Carlo Ruoti

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

carlo.ruoti@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com