

Weekly Economic Monitor

Il punto

Con il taglio del 6 giugno, la BCE ha avviato una fase di allentamento monetario che si prospetta molto cauta. L'elezione del Parlamento Europeo non porterà a cambiamenti radicali degli indirizzi strategici dell'Unione. Negli Stati Uniti, la prossima settimana il FOMC lascerà i tassi fermi, rivedrà al rialzo le proiezioni di inflazione e segnalerà meno tagli dei tassi nel 2024 rispetto a marzo. I PMI globali mostrano una riaccelerazione dell'attività produttiva ancora trainata dai paesi emergenti.

Area euro. La BCE, come ampiamente anticipato, ha tagliato i tassi ufficiali di 25pb portando il tasso sui depositi al 3,75%. Le nuove proiezioni macroeconomiche dello staff evidenziano una **non trascurabile revisione al rialzo delle stime d'inflazione nel 2024-25** che riguardano anche le componenti di fondo, ad indicare maggiori pressioni interne sui prezzi rispetto a quanto inizialmente previsto a marzo. La revisione delle prospettive d'inflazione, nonché **l'assenza di indicazioni sulle prossime mosse**, che rimarranno **dipendenti dall'evoluzione dei dati**, conferma l'approccio molto cauto della BCE, che non ha ancora intenzione di "vincolarsi a un particolare percorso dei tassi". Nella sostanza l'esito della riunione e la successiva conferenza stampa non hanno offerto sorprese. **Confermiamo le nostre previsioni secondo cui vi saranno altri due tagli entro fine anno, probabilmente in occasione delle riunioni di settembre e dicembre** purché nel frattempo i dati abbiano mostrato ulteriori progressi dell'inflazione di fondo.

Domenica si concluderanno le **elezioni europee** che **non dovrebbero portare né a modifiche sostanziali dell'assetto politico comunitario né a cambiamenti radicali degli indirizzi strategici dell'Unione**. Rispetto alla precedente legislatura si dovrebbe assistere a un aumento del peso delle destre mentre sarebbero liberali e verdi a registrare la maggiore emorragia di consensi. **Il gruppo centrista, composto da popolari, socialisti e liberali, pur perdendo qualche consenso, è comunque atteso conservare la maggioranza dell'emiciclo** (secondo i più recenti sondaggi dovrebbero ottenere circa 390 seggi su un totale di 720). Probabile anche se non scontata la rielezione di Von der Leyen come presidente della Commissione, che dovrà essere ricandidata a maggioranza qualificata dai leader nazionali il 27-28 giugno e poi superare una votazione a scrutinio segreto in parlamento, verosimilmente a settembre dopo la pausa estiva. Secondo i sondaggi, la maggioranza sarebbe teoricamente garantita ma data l'insoddisfazione, anche all'interno dello stesso partito popolare, circa il suo precedente mandato potrebbe richiedere l'appoggio esterno o da parte dei verdi oppure delle aree più pragmatiche dei gruppi di destra. **In prospettiva, nei prossimi 5 anni non dovremmo assistere a modifiche sostanziali dell'approccio fiscale nei confronti dei paesi membri dopo la riforma appena approvata del Patto di Stabilità**, mentre potrebbero essere attenuati gli sforzi verso la transizione ecologica. **Difesa, politiche commerciali e rafforzamento della competitività europea resteranno temi chiave** anche in vista dell'appuntamento elettorale statunitense, che potrebbe aprire nuovi scenari per il commercio globale.

La settimana appena trascorsa ha visto la pubblicazione dei primi dati di **produzione industriale di aprile che hanno registrato rialzi in Francia** (0,5% m/m da -0,2%; +0,9% a/a) e **Spagna** (0,3% m/m da -0,7%; +0,8% a/a) dopo i cali del mese precedente. **L'attività produttiva è al contrario diminuita per il secondo mese in Germania** (-0,1% m/m da -0,4%), dato però condizionato dalla contrazione edilizia a fronte di un rimbalzo manifatturiero. Al momento la dinamica della domanda di beni industriali resta debole ma le indagini stanno fornendo segnali di stabilizzazione per il settore, con le componenti più anticipatorie che suggeriscono come la ripartenza del ciclo delle scorte potrebbe tornare a sostenere la produzione a partire dai prossimi trimestri.

Nel complesso dell'**Eurozona** le **vendite al dettaglio** sono tornate a calare ad aprile (-0,5% m/m da +0,7%; stagnanti rispetto a un anno prima) lasciando gli acquisti di beni in rotta per un lieve calo nel trimestre in corso. Il dato, sia pur condizionato dall'anticipazione delle festività pasquali,

7 giugno 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

evidenza come i recenti progressi nel potere d'acquisto dei nuclei famigliari non si siano ancora trasferiti sulle spese private, suggerendo che la ripartenza dei consumi deve attendere il secondo semestre. Il **PPI** è calato per il sesto mese (-1% m/m da -0,5%; -5,7% a/a). La flessione è però interamente dovuta all'energia, al netto di cui i prezzi alla produzione sono cresciuti per il quarto mese (0,2% m/m da 0,3%; -1% a/a), compatibilmente con un'inflazione dei beni industriali non energetici ancora negativa ma in stabilizzazione nei prossimi mesi.

La **stima finale del PIL** ha confermato la crescita di 0,3% t/t (0,4% a/a) nel 1° trimestre. La revisione al rialzo (da -0,1% t/t a zero) del dato relativo al 3° trimestre dello scorso anno spinge verso l'alto la media annua del 2023 a 0,6% e, per via di un effetto trascinarsi statistico più favorevole, implica, *ceteris paribus*, un aumento di un decimo a 0,7% della nostra previsione sul 2024. Sul fronte dei prezzi, il **deflatore del PIL** decelera a 3,6% a/a da 5,1%, un minimo da fine 2021: si evidenzia un deciso ridimensionamento della componente profitti, il cui contributo alla crescita dei prezzi quasi si annulla a fronte di una stabilizzazione su livelli elevati per l'apporto del costo del lavoro per unità di prodotto che ora contribuisce per circa ¾.

Le letture finali degli indici PMI di maggio hanno confermato la **sovrapformance dell'economia spagnola**, dove il PMI composito è migliorato per il sesto mese (56,6 da 55,7) portandosi al picco dal marzo dello scorso anno, con segnali di accelerazione dell'attività sia nella manifattura (54 da 52,2) che nei servizi (56,9 da 56,2). In **Italia**, al contrario, **le indagini hanno deluso le aspettative** con inattesi cali per il secondo mese consecutivo sia per l'industria (45,6 da 47,3) che per i servizi (54,2 da 54,3) lasciando comunque l'indicatore composito su livelli espansivi (52,3 da 52,6) e lievemente superiori rispetto a quelli registrati in media nel 1° trimestre. Le indagini italiane sono risultate piuttosto volatili negli ultimi mesi, ma nel complesso le più recenti letture sembrerebbero confermare la nostra previsione di temporaneo rallentamento del PIL nel trimestre in corso.

Il calendario macroeconomico della prossima settimana si prospetta infine piuttosto scarno:

- I dati relativi a Italia e al complesso dell'Eurozona chiuderanno le letture sulla **produzione industriale di aprile**. In **Italia**, dopo un 1° trimestre particolarmente deludente, l'output potrebbe rimbalzare di 0,6% m/m da un precedente -0,5%. Le indagini non mostrano però particolari segnali di riaccelerazione nel breve termine e l'attività dovrebbe essere rimasta debole anche nel trimestre in corso (i ritardi legati alla pubblicazione dei decreti attuativi relativi al piano Transizione 5.0 dovrebbero aver contribuito a frenare la produzione di beni strumentali). In **area euro** l'industria è attesa contrarsi di almeno -0,7% m/m ipotizzando una flessione piuttosto marcata del tipicamente volatile dato irlandese (che verrà pubblicato lunedì). Al netto dell'Irlanda ci aspettiamo un incremento intorno allo 0,3% m/m;
- Le **letture finali degli indici dei prezzi al consumo di maggio in Germania, Francia e Spagna** non sono attese mostrare revisioni ma saranno utili per analizzare lo spaccato delle componenti dopo le sorprese al rialzo delle misure armonizzate core e la riaccelerazione dell'inflazione nei servizi emerse dalle letture preliminari. Alcuni fattori, come l'effetto base legato agli sconti sui trasporti pubblici in Germania lo scorso anno, la riduzione delle franchigie mediche in Francia nonché gli effetti dei precedenti rincari dei prezzi dei beni sulle tariffe assicurative, potrebbero aver concorso, ma il dettaglio degli indici sarà necessario per valutare se anche le componenti più esposte al rialzo del costo del lavoro abbiano mostrato segnali di surriscaldamento (i dati dei Länder tedeschi sembrano compatibili con una sostanziale stabilizzazione).

Stati Uniti. L'evento più importante della prossima settimana è la riunione del FOMC del 12 giugno. Non prevediamo modifiche ai tassi ufficiali ma, rispetto al meeting di maggio, ci aspettiamo toni più accomodanti sulla scorta degli ultimi dati su inflazione, crescita e mercato del lavoro che hanno fornito segnali di moderazione. Powell dovrebbe comunque restare cauto e segnalare la possibilità di attendere ancora qualche mese prima di iniziare a ridurre i tassi, in attesa di ulteriori conferme del calo dell'inflazione. Per quanto riguarda invece le previsioni ufficiali, la mediana delle opinioni sul sentiero futuro dei tassi dei partecipanti contenuta nel "**dots plot**" **potrebbe**

spostarsi verso l'alto, compatibilmente con due tagli nel 2024 invece dei tre previsti a marzo. In scia ai dati di inflazione più forti delle attese di inizio anno, anche le proiezioni di inflazione potrebbero essere riviste al rialzo di uno o due decimi per i deflatori nell'anno in corso confermando però la convergenza al 2% alla fine dell'orizzonte previsionale. La crescita del PIL potrebbe al contrario essere rivista al ribasso di un decimo al 2% a fine anno, mentre il tasso di disoccupazione potrebbe salire di un decimo, al 4,1%.

Tra i dati macroeconomici in calendario per la prossima settimana il focus resterà sulle rilevazioni sui prezzi al consumo e alla produzione:

- Il rapporto sul **CPI di maggio** sarà pubblicato poche ore prima dell'esito della riunione del FOMC ed è atteso evidenziare un rallentamento della crescita dei prezzi al consumo a 0,1% m/m dallo 0,3% m/m di aprile. Se confermato, sarebbe l'incremento più contenuto da ottobre dello scorso anno e lascerebbe l'**inflazione headline invariata al 3,4% a/a**. La crescita dei prezzi core, al netto di alimentare ed energia, è al contrario prevista stabile allo 0,3% m/m (che marcherebbe comunque un rallentamento rispetto allo 0,4% m/m medio registrato nel 1° trimestre). **L'inflazione core dovrebbe calare di un decimo al 3,5% a/a;**
- Il **PPI** è visto in salita di un modesto 0,1% m/m, in rallentamento dallo 0,5% m/m del mese precedente (di 0,3% m/m da 0,5% m/m per l'indice core). Anche i **prezzi all'import** sono attesi in rallentamento a 0,1% m/m da un precedente 0,9% m/m;
- Infine, la settimana si chiuderà con l'indice di **fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan** di giugno, previsto risalire a 73 dopo l'ampio calo a 69,1 registrato nel mese precedente.

La settimana appena conclusa ha mostrato segnali contrastanti con le indagini di fiducia che hanno evidenziato una divergenza in atto tra il settore manifatturiero e quello dei servizi. L'indice **ISM manifatturiero** ha deluso le aspettative, attestandosi a 48,7 a maggio da un precedente 49,5. La lettura conferma la fase di contrazione del settore, in atto ormai da diversi mesi, mentre la frenata degli ordini non sembra ancora offrire segnali d'inversione nel breve termine. Al contrario, l'**ISM dei servizi** è salito più delle attese da 49,4 a 53,8, compatibilmente con una domanda interna che continua a mostrare segnali di tenuta. Sul fronte dei dati reali, la crescita degli **ordini all'industria** si è stabilizzata allo 0,7% m/m ad aprile mentre la **spesa per costruzioni** è calata per il quarto mese (-0,1% m/m da -0,2%). Ad aprile il **disavanzo commerciale** si è ampliato di 6 miliardi a 74,6 miliardi di dollari, il più ampio dall'ottobre 2022, per via di importazioni da mesi in crescita a ritmi superiori alle esportazioni: il dato è compatibile con un contributo negativo da parte del commercio estero netto alla crescita del PIL anche nel 2° trimestre. Infine, le **vendite di veicoli** a maggio sono risultate migliori delle attese, grazie anche agli incentivi dei produttori, raggiungendo 15,9 milioni di unità rispetto ai 15,8 milioni previsti.

I dati su spesa e redditi personali di aprile sono risultati coerenti una decelerazione del ritmo di crescita dei consumi privati nel 2° trimestre mentre il deflatore core è cresciuto lievemente meno delle attese, ma la discesa della tendenza annua è ancora timida. Il PCE core è infatti salito di 0,249% m/m da 0,334% e di 2,754% a/a da 2,813%, mentre il deflatore headline è cresciuto dello 0,257% m/m da 0,338% e del 2,655% a/a da 2,703%. Il reddito disponibile è cresciuto di 0,2% m/m ma è calato di -0,1% m/m in termini reali. A fronte di un tasso di risparmio invariato al 3,6% la **spesa reale** è calata di -0,1% m/m, con il modesto aumento della spesa in servizi che non è riuscito a compensare la frenata dei beni.

Infine, segnaliamo che **i PMI manifatturieri globali hanno mostrato un'ulteriore ripresa dell'attività produttiva**, tuttora trainata dai paesi emergenti ([Cina](#) in primis) ma ora sostenuta anche da segnali di stabilizzazione nei paesi avanzati. L'indice di produzione globale è balzato da 51,4 a 52,6. La crescita dei nuovi ordinativi (51,0) si associa a una dinamica leggermente più robusta anche dei prezzi finali (51,8) e a un nuovo aumento dei prezzi dei noli da e per la Cina.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (10 – 14 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	10/6	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T1	prel -0.5	% -0.5
		01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T1	prel -2.0	% -1.9
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	apr	-0.5	% 0.2
Mar	11/6	00:00	CN	M2 a/a	*	mag	7.2	% 7.2
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	mag	-72.0	Mld ¥ CN 2200.0
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	mag	730.0	Mld ¥ CN 1255.0
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		apr	4.3	% 4.3
		08:00	GB	Retribuzioni medie		apr	5.7	% 5.6
Mer	12/6	03:30	CN	CPI a/a	*	mag	0.3	% 0.3
		03:30	CN	PPI a/a	*	mag	-2.5	% -1.8
		03:30	CN	CPI m/m		mag	0.1	%
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		apr	-14.0	Mld £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		apr	-3.8	Mld £
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	apr	0.2	%
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	mag	prel 0.2	% 0.2
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	mag	prel 0.1	%
		08:00	GER	CPI a/a finale		mag	prel 2.4	% 2.4
		08:00	GER	IPCA a/a finale		mag	prel 2.8	% 2.8
		14:30	USA	CPI a/a		mag	3.4	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mag	0.3	% 0.3
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mag	3.6	%
14:30	USA	CPI m/m	*	mag	0.3	% 0.2		
Gio	13/6	09:00	SPA	IPCA a/a finale		mag	prel 3.8	%
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	apr	0.6	% 0.2
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	229	x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.792	Mln
		14:30	USA	PPI m/m		mag	0.5	% 0.2
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mag	0.5	% 0.3
Ven	14/6	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		apr	prel -0.1	%
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	mag	0.5	%
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	mag	prel 0.2	%
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		mag	prel 2.7	%
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		apr	4.3	Mld €
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		apr	-1.4	Mld €
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		mag	0.9	%
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		giu	69.1	

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

Calendario degli eventi (10 – 15 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	10/6	13:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
Mar	11/6	09:10	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		10:00	FIN	Discorso di Rehn (ECB)
		13:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		13:05	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Mer	12/6	15:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 5,25-5,50%)
		20:30	USA	Discorso di Powell (Fed)
Gio	13/6	18:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		-	-	* Vertice del G7 in Puglia
Ven	14/6	09:35	EUR	Discorsi di Vasle (BCE) e Muller (BCE)
		11:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		19:30	EUR	Discorso di Lagarde (BCE)
		20:00	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		-	-	* Vertice del G7 in Puglia
Sab	15/6	-	* Vertice del G7 in Puglia	

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	mag	50.9			51.3
Spesa in costruzioni	apr	-0.2		% 0.2	-0.1
Indice ISM manifatturiero	mag	49.2		49.6	48.7
Ordinativi industriali m/m	apr	0.7	(+1.6)	% 0.6	0.7
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	apr	0.7		%	0.6
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	apr	0.4		%	0.4
Nuovi occupati: stima ADP	mag	188	(+192)	x1000 175	152
Markit PMI Composito finale	mag	54.4			54.5
Markit PMI Servizi finale	mag	54.8			54.8
Indice ISM non manifatturiero composito	mag	49.4		50.8	53.8
Richieste di sussidio	settim	221	(219)	x1000 220	229
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.790	(+791)	Mln 1.790	1.792
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T1	4.7		% 4.9	4.0
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T1	0.3		% 0.1	0.2
Bilancia commerciale	apr	-68.6	(-69.4)	Mld \$ -76.1	-74.6
Tasso di disoccupazione	mag	3.9		% 3.9	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mag	175		x1000 185	
Salari orari m/m	mag	0.2		% 0.3	

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

Stati Uniti: elezioni presidenziali. La corsa verso le elezioni presidenziali americane che si terranno il prossimo 5 novembre ripropone il duello tra Joe Biden e Donald Trump. Sebbene il miglioramento dello scenario economico verificatosi nel corso del mandato di Biden possa favorire il presidente uscente, i sondaggi mostrano il candidato repubblicano in lieve vantaggio. Tuttavia, i processi a carico di Trump potrebbero impattare le intenzioni di voto degli elettori, e soprattutto la capacità di spesa dello sfidante in campagna elettorale. L'incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali si aggiunge a quella in merito al rinnovo della Camera e di un terzo del Senato: in caso di congresso diviso, vi sarebbero maggiori difficoltà ad attuare l'agenda legislativa. Sul piano programmatico, inflazione, immigrazione e sanità rappresentano i temi più caldi, in un contesto in cui la necessaria riduzione del debito impone una strada di consolidamento fiscale a entrambi i candidati. La strategia democratica prevede l'aumento delle tasse e del welfare, mentre Trump sembra intenzionato a finanziare il taglio delle tasse attraverso l'inasprimento dei dazi sulle importazioni.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	mag	47.4		47.4	47.3
EUR	PMI servizi finale	mag	53.3		53.3	53.2
EUR	PMI composito finale	mag	52.3		52.3	52.2
EUR	PPI a/a	apr	-7.8		%	-5.3
EUR	Vendite al dettaglio m/m	apr	0.7	{0.8}	%	-0.3
EUR	Occupazione t/t finale	T1	0.3		%	0.3
EUR	PIL t/t finale	T1	0.3		%	0.3
EUR	PIL a/a finale	T1	0.4		%	0.4
FRA	PMI manifatturiero finale	mag	46.7		46.7	46.4
FRA	Produzione industriale m/m	apr	-0.2	{-0.3}	%	0.2
FRA	PMI servizi finale	mag	49.4		49.4	49.3
GER	PMI manifatturiero finale	mag	45.4		45.4	45.4
GER	PMI servizi finale	mag	53.9		53.9	54.2
GER	Ordini all'industria m/m	apr	-0.8	{-0.4}	%	0.5
GER	Bilancia commerciale destag.	apr	22.2	{22.3}	Mld €	22.6
GER	Produzione industriale m/m	apr	-0.4		%	0.3
ITA	PMI manifatturiero	mag	47.3		47.9	45.6
ITA	PMI servizi	mag	54.3		54.5	54.2
ITA	Vendite al dettaglio a/a	apr	+1.9	{2.00}	%	-1.9
SPA	Produzione industriale a/a	apr	-1.3	{-1.2}	%	0.8

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

Francia: produzione industriale. La produzione industriale è aumentata dello 0,5% m/m in aprile dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto a -0,2% m/m. Nel solo settore manifatturiero la produzione è aumentata di un più modesto 0,4%. Anche prevedendo un calo a maggio, l'industria rimarrebbe in rotta per una contenuta espansione nel 2° trimestre, quando prevediamo che la crescita del PIL si stabilizzi intorno allo 0,2% t/t. Grazie ad un effetto trascinarsi più favorevole dovuto alla revisione dei dati di contabilità nazionale della scorsa settimana, la crescita del PIL potrebbe addirittura raggiungere l'1% quest'anno.

La fase di riduzione dei tassi BCE sarà molto cauta. La Banca Centrale Europea ha tagliato i tassi ufficiali di 25 punti base, come anticipato: il tasso sui depositi è ora al 3,75%. Confermata anche la riduzione del portafoglio PEPP da luglio. Non è stato fornito un indirizzo preciso sull'andamento futuro tassi: il consiglio direttivo deciderà riunione per riunione in base all'andamento dei dati. **Confermiamo la previsione che vi saranno altri due tagli entro fine anno,** probabilmente in occasione delle riunioni di settembre e dicembre. La BCE è **molto cauta sulle prospettive di inflazione,** a rimarcare che l'allentamento sarà molto graduale.

Germania: produzione industriale ancora debole ma la ripresa inizia ad intravedersi. La produzione industriale è scesa leggermente in aprile, di -0,1% m/m da un precedente -0,4% m/m. La produzione nelle costruzioni è scesa per il secondo mese, confermando la nostra opinione che la crescita dei primi mesi del 2024 sia stata temporanea e dovuta a fattori straordinari. Il settore manifatturiero ha recuperato il calo del mese precedente, ma è probabile che torni a contrarsi a maggio. Nel complesso, l'industria manifatturiera tedesca è, nel migliore dei casi, in una fase di stabilizzazione a bassi livelli, ma gli indicatori anticipatori stanno migliorando, suggerendo che una ripresa potrebbe concretizzarsi nei prossimi trimestri.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	mag	50.5			50.4
Consumi delle famiglie a/a	apr	-1.2		%	0.6

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	mag	51.4		51.5	51.7
PMI servizi - Caixin	mag	52.5			54.0
Riserve in valuta estera	mag	3.201	1000Mld \$	3.213	3.232
Esportazioni in USD a/a	mag	1.5	%	6.0	7.6
Importazioni in USD a/a	mag	8.4	%	4.2	1.8
Bilancia commerciale USD	mag	72.35	Mld \$	73.00	82.62

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

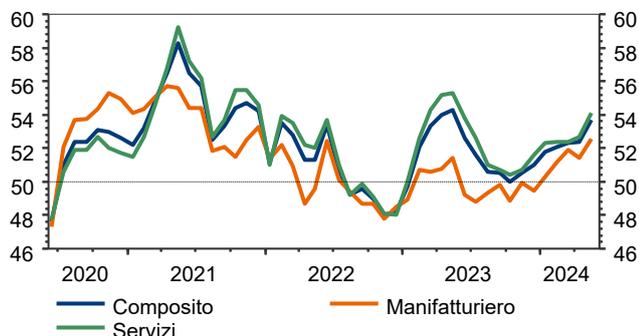
Cina: indici PMI maggio 2024. L'indice PMI del settore manifatturiero è salito nella rilevazione di Caixin ma è sceso in territorio di contrazione in quella del NBS. La media delle due rilevazioni è diminuita da 50,9 in maggio a 50,6 in maggio, segnalando una moderata decelerazione del ritmo di crescita dell'attività del settore manifatturiero, causata soprattutto dal rallentamento degli ordini esteri. Le prospettive degli ordini interni rimangono migliori ma non sono per ora sufficienti a spingere le imprese ad aumentare gli organici, nemmeno nel settore dei servizi dove, secondo la rilevazione del NBS, l'attività continua ad espandersi. Lo stimolo fiscale e le ulteriori misure approvate recentemente a sostegno del mercato immobiliare dovrebbero tuttavia favorire un recupero dell'attività nel settore manifatturiero nei prossimi mesi.

Cina: PMI servizi maggio 2024. L'indice PMI dei servizi rilevato da Caixin è salito in maggio ai massimi da metà 2023, molto più dell'indice del NBS. La media delle due rilevazioni, in aumento da 51,4 in aprile a 52,2 in maggio, segnala un'accelerazione dell'attività del settore dei servizi, più robusta rispetto a quella del manifatturiero.

Cina: commercio estero maggio 2024. I dati di commercio estero hanno registrato in maggio una netta accelerazione delle esportazioni, che potrebbero aver beneficiato in parte dell'anticipo degli ordini in vista dell'imposizione di diversi tipi di dazi, principalmente da parte degli USA. Le importazioni sono invece rallentate, in linea con la debolezza della domanda interna. Un miglioramento è atteso nei prossimi mesi grazie agli effetti delle [politiche fiscali di supporto recentemente approvate](#).

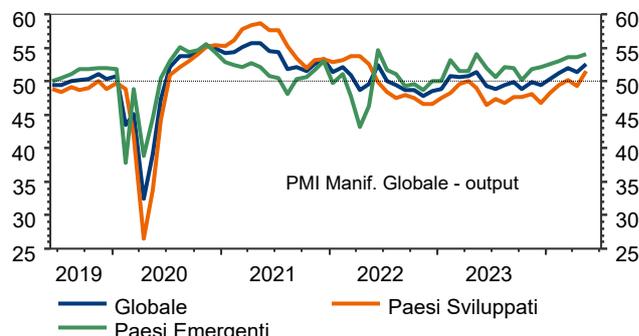
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



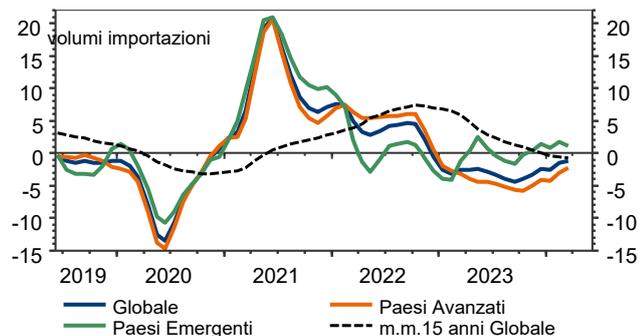
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



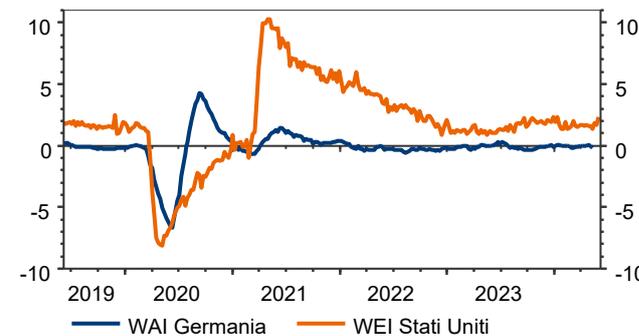
Fonte: S&P Global

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



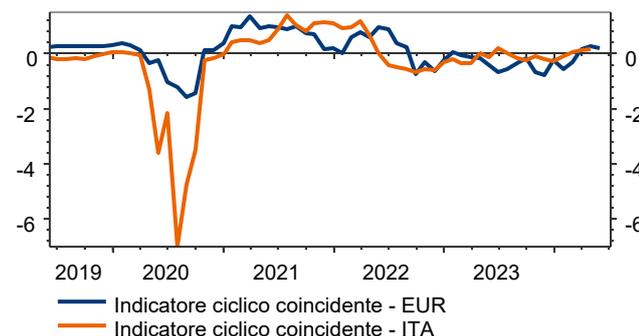
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



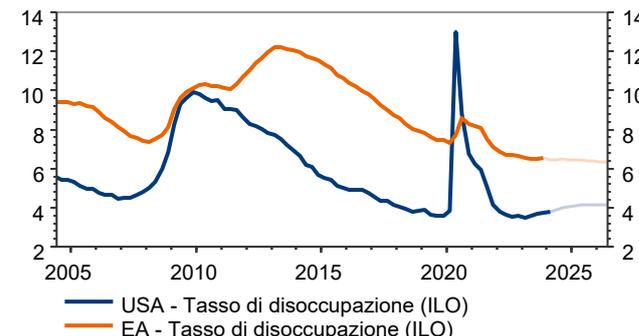
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

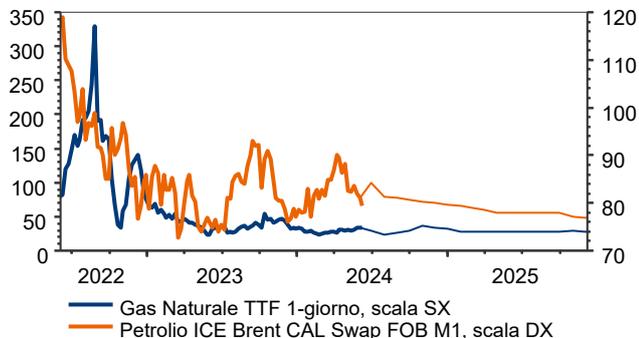
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

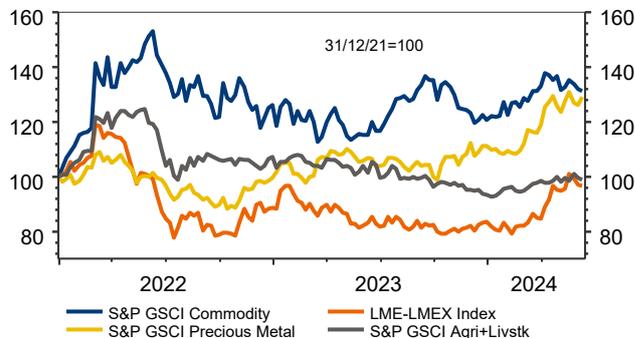
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



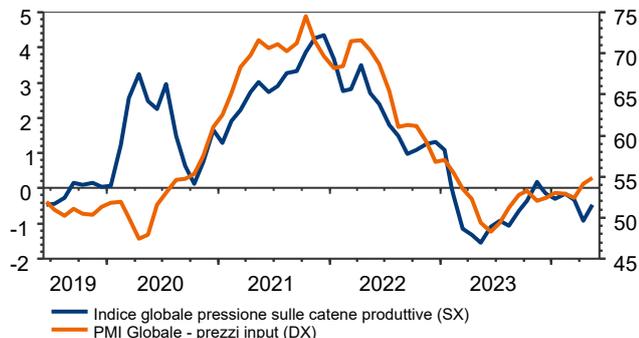
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



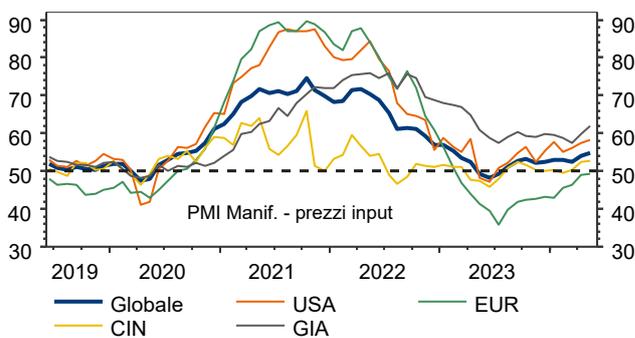
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



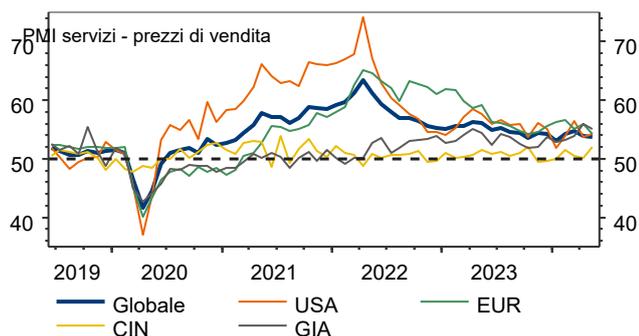
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



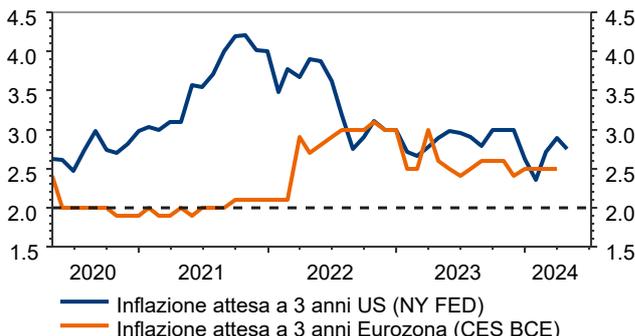
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

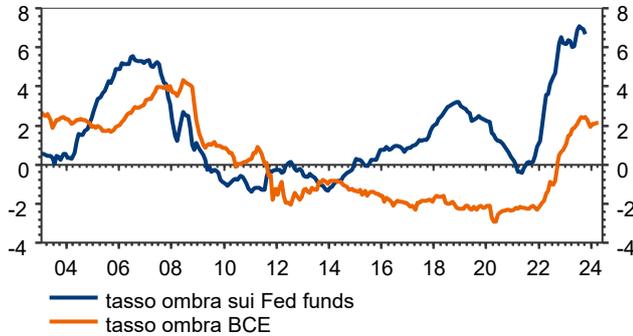
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

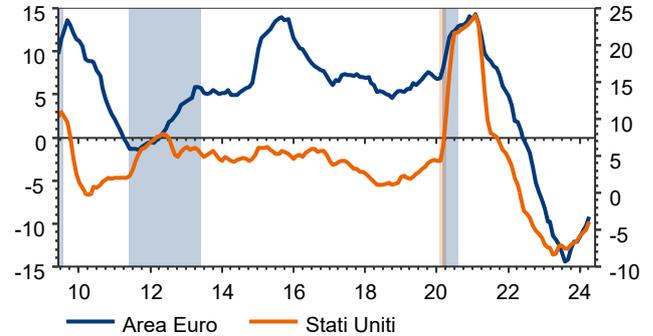
Condizioni Finanziarie

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



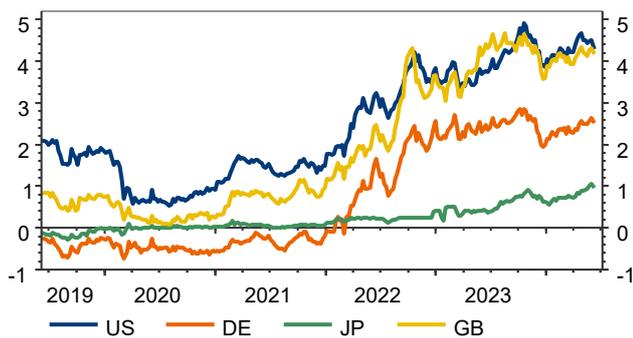
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



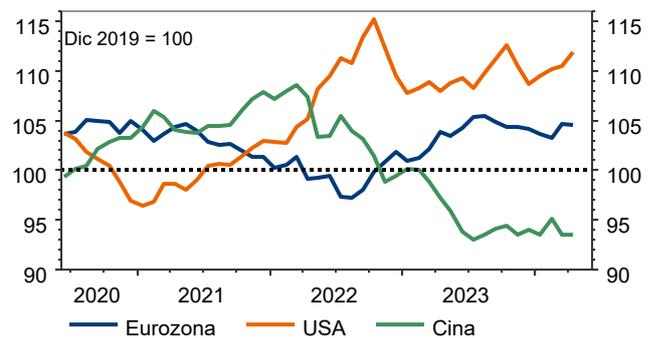
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

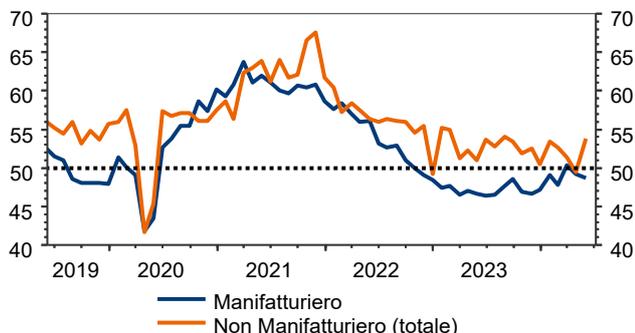
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

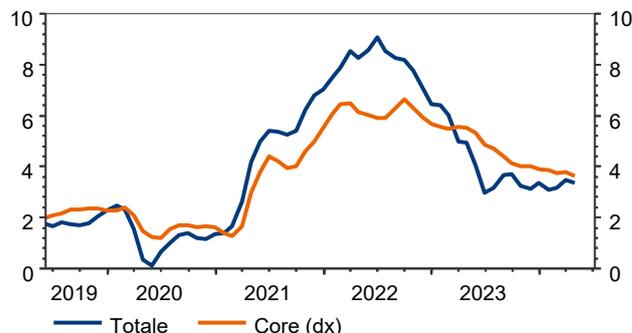
Stati Uniti

Indagini ISM



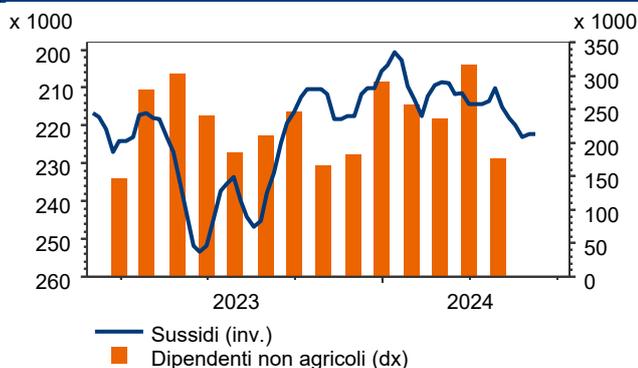
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



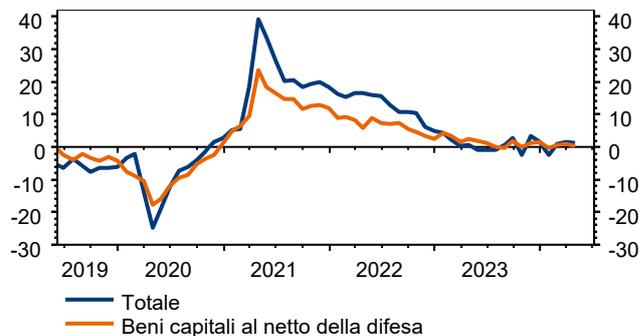
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

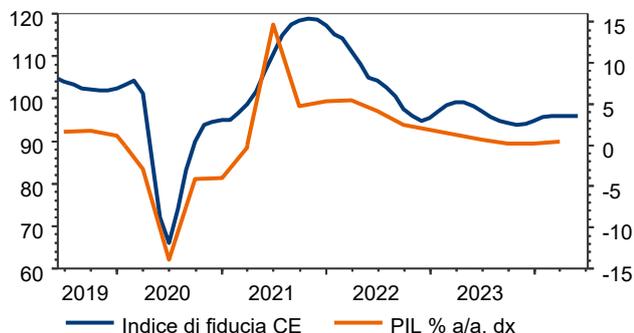
Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.2	1.8	2.9	3.1	2.9	2.7	1.8	1.3	1.4	1.7
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	1.3	1.4	1.2	1.3	1.8	2.4
Consumi privati	2.2	2.2	1.9	3.1	3.3	2.0	1.4	2.3	1.5	1.9	2.0
IFL - privati non residenziali	4.5	3.6	5.8	1.4	3.7	3.3	2.5	4.5	6.2	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	5.3	1.4	6.7	2.8	15.4	1.0	1.2	1.0	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	2.4	1.2	5.8	4.6	1.3	0.8	1.0	1.0	1.3	1.5
Esportazioni	2.6	2.0	3.6	5.4	5.1	1.2	1.1	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.7	4.0	6.6	4.2	2.2	7.7	3.1	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.1	0.1	1.1	-0.4	-0.5	0.3	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-2.9	-3.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.9	-7.2	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	138.9	139.2	140.8								
CPI (a/a)	4.1	3.2	2.2	3.5	3.2	3.2	3.4	3.2	3.1	2.7	2.1
Produzione industriale	0.2	0.3	2.0	0.4	-0.5	-0.3	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
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

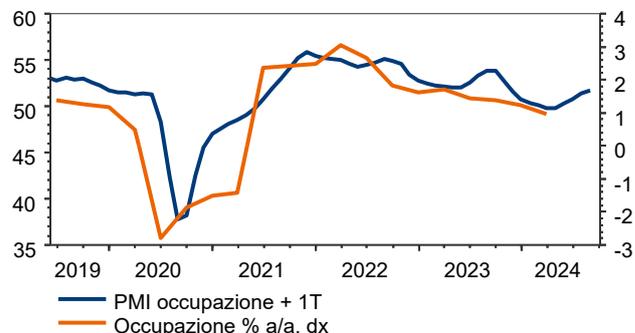
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA 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	2.4
mar-24	125.3	121.3	118.1	124.9	2.4	3.1	2.9	2.3
apr-24	126.0	122.1	119.0	125.6	2.4	2.8	2.7	2.3
mag-24	126.3	122.6	119.5	125.7	2.6	2.9	2.9	2.4
giu-24	126.6	122.9	119.6	126.0	2.5	2.8	2.6	2.4
lug-24	126.4	122.7	119.1	125.8	2.4	2.6	2.4	2.3
ago-24	126.6	122.7	119.3	126.0	2.0	2.3	2.2	1.9
set-24	126.8	122.9	119.5	126.2	1.9	2.3	2.1	1.8
ott-24	127.0	123.0	119.5	126.4	2.0	2.2	1.9	1.8
nov-24	126.6	122.5	118.9	125.9	2.2	2.2	1.9	2.0
dic-24	126.9	122.8	119.2	126.2	2.3	2.2	1.7	2.1
Media	126.0	122.1	118.7	125.5	2.3	2.7	2.5	2.2

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-25	126.1	121.9	118.4	125.4	2.0	2.0	2.0	1.8
feb-25	126.3	122.2	118.7	125.7	1.6	1.6	1.6	1.4
mar-25	127.4	123.3	119.3	126.7	1.6	1.6	1.0	1.5
apr-25	128.5	124.6	120.5	127.8	2.0	2.0	1.3	1.8
mag-25	128.8	124.9	121.4	128.1	2.0	1.9	1.6	1.9
giu-25	128.5	125.0	121.2	127.8	1.5	1.6	1.3	1.4
lug-25	128.5	124.9	121.0	127.8	1.7	1.8	1.6	1.6
ago-25	128.6	124.7	120.9	127.9	1.7	1.6	1.3	1.6
set-25	128.9	125.0	121.2	128.2	1.7	1.7	1.4	1.6
ott-25	129.1	125.1	121.2	128.4	1.6	1.7	1.4	1.6
nov-25	128.8	124.7	120.7	128.0	1.7	1.8	1.5	1.7
dic-25	129.1	125.0	121.0	128.3	1.8	1.8	1.5	1.7
Media	128.2	124.3	120.5	127.5	1.7	1.8	1.5	1.6

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.

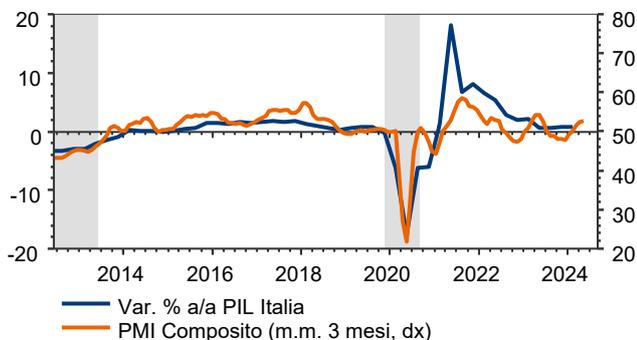
Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.7	1.3	0.2	0.2	0.4	0.5	0.7	1.1	1.2	1.3
- t/t				0.0	-0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	0.6	1.0	1.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.5	-0.5	1.7	0.1	0.8	-1.5	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.0	1.1	0.5	0.7	0.6	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.6	1.3	2.6	-1.3	0.2	1.4	0.2	0.8	0.4	0.7	0.8
Importazioni	-1.2	0.2	2.6	-1.6	0.6	-0.3	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.5	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	1.6	1.8	1.9								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-2.8	-2.4								
Debito pubblico (% PIL)	88.6	88.7	88.4								
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.3	1.7	5.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.1	1.7	1.8
Produzione industriale (a/a)	-2.2	-1.9	1.8	-4.8	-3.9	-4.6	-2.4	-0.5	0.0	1.6	1.9
Disoccupazione (%)	6.6	6.5	6.4	6.6	6.5	6.5	6.4	6.5	6.5	6.5	6.4
Euribor 3 mesi	3.43	3.66	2.59	3.78	3.96	3.92	3.80	3.60	3.30	2.84	2.48

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

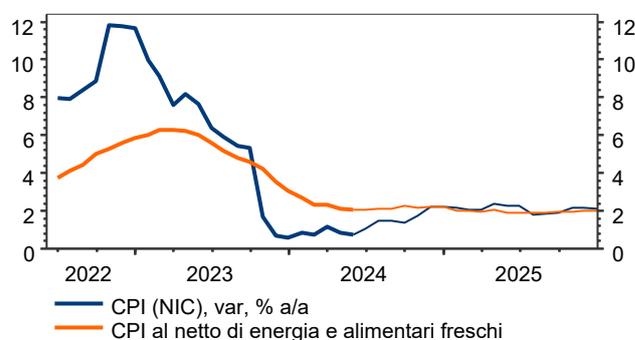
Italia

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	121.8	120.2	119.3	119.4	1.2	1.2	1.1	1.2
apr-24	122.4	120.3	119.3	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
mag-24	122.7	120.6	119.5	119.5	0.8	0.8	0.8	0.8
giu-24	123.2	121.0	119.9	119.9	1.1	1.1	1.2	1.1
lug-24	121.7	121.5	120.3	120.3	1.5	1.5	1.4	1.3
ago-24	122.0	121.9	120.7	120.7	1.5	1.5	1.4	1.3
set-24	123.9	122.0	120.8	120.8	1.5	1.4	1.3	1.3
ott-24	124.4	122.2	120.9	120.9	1.8	1.7	1.5	1.4
nov-24	124.3	122.1	120.9	120.9	2.3	2.2	1.9	1.9
dic-24	124.5	122.4	121.2	121.2	2.3	2.2	2.0	1.9
Media	122.6	121.2	120.1	120.1	1.4	1.3	1.3	1.2

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	123.1	122.7	121.4	121.4	2.2	2.2	1.8	1.8
feb-25	122.9	122.7	121.4	121.3	2.1	2.0	1.8	1.7
mar-25	124.4	122.7	121.4	121.3	2.1	2.0	1.8	1.6
apr-25	125.4	123.1	121.8	121.7	2.4	2.4	2.1	2.0
mag-25	125.6	123.4	121.9	121.8	2.4	2.3	2.0	1.9
giu-25	126.1	123.7	122.3	122.2	2.3	2.3	2.0	1.9
lug-25	124.0	123.7	122.2	122.1	1.9	1.8	1.6	1.5
ago-25	124.3	124.1	122.6	122.5	1.9	1.8	1.6	1.5
set-25	126.3	124.3	122.8	122.7	2.0	1.9	1.7	1.6
ott-25	127.2	124.8	123.2	123.1	2.2	2.1	1.9	1.8
nov-25	127.1	124.8	123.2	123.1	2.3	2.2	1.9	1.8
dic-25	127.2	124.9	123.4	123.3	2.2	2.1	1.8	1.7
Media	125.3	123.7	122.3	122.2	2.2	2.1	1.8	1.7

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	0.6	0.7	0.6	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2
- t/t				0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
Consumi privati	1.2	0.4	1.5	0.8	-1.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.9	1.9	1.0	1.4	2.0	0.5	-1.0	-0.1	0.2	0.5	0.4
Consumi pubblici	1.2	0.6	0.3	0.1	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
Esportazioni	0.5	3.2	2.9	1.1	1.2	0.6	1.1	0.6	0.8	0.8	0.6
Importazioni	-0.2	-1.1	2.6	-2.0	0.1	-1.7	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.4	-0.1	-1.4	0.0	-0.7	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-4.3	-3.9								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.3	140.7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.4	2.2	5.8	1.0	1.0	1.0	1.5	2.1	2.2	2.4
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-2.0	1.4	-2.8	-1.6	-3.4	-2.0	-1.7	-0.9	1.0	1.5
Disoccupazione (ILO, %)	7.6	7.1	7.0	7.6	7.4	7.2	6.9	7.1	7.1	7.1	7.0
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.75	4.23	4.18	4.19	3.74	3.86	3.78	3.63	3.80	4.03

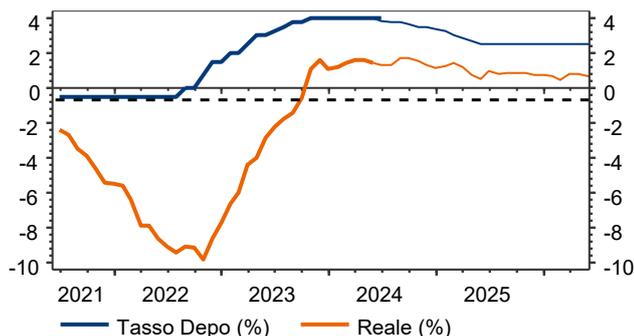
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	6/6	giu	set	dic	mar
Deposit rate	4.00	4.00	4.00	4.00*	3.75	3.50	3.25	2.75
Euribor 1m	3.85	3.85	3.86	3.68	3.69	3.50	3.28	2.74
Euribor 3m	3.95	3.91	3.89	3.76	3.69	3.50	3.21	2.70

(*): la riduzione decisa il 6/6 ha effetto dal 12/6. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

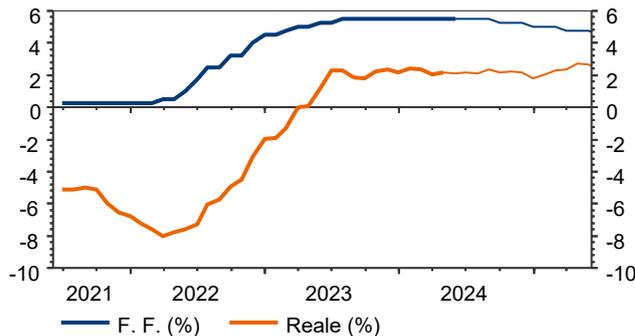


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	6/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.41	5.31	5.32	5.34	5.30	5.09	4.84	4.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

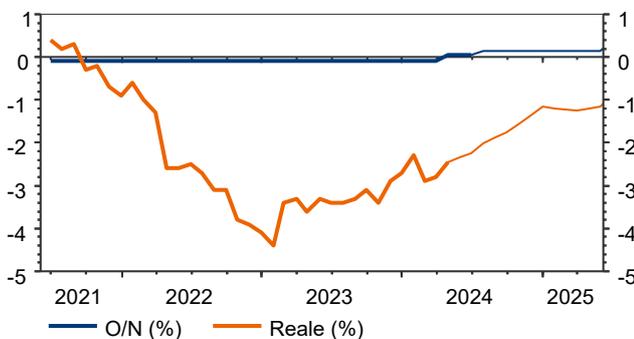


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	set	dic	mar	6/6	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.05	0.05	0.05	0.15	0.15	0.15
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	0.13	0.13	0.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

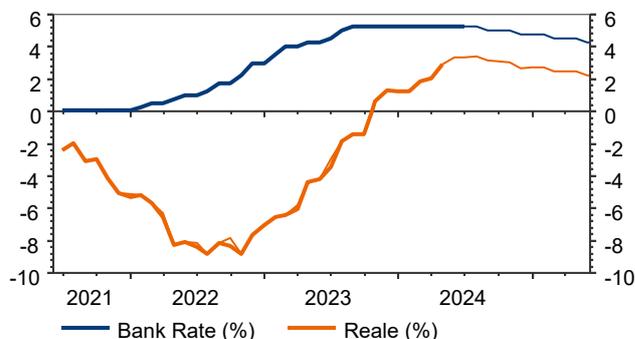


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	6/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50
Libor GBP 3m	5.41	5.32	5.30	5.30	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	07giu	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.07	1.08	1.09	1.08	1.0890	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	132	140	144	148	154	155.50	158	152	145	140	130
GBP/USD	1.26	1.25	1.26	1.28	1.26	1.2792	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.04	0.97	0.94	0.96	0.98	0.9689	0.97	0.98	0.99	1.00	1.02
EUR/JPY	142	149	156	161	166	169.37	166	164	160	157	148
EUR/GBP	0.85	0.86	0.86	0.85	0.86	0.8510	0.84	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

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com