

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, la “tregua” di 90 giorni sui dazi ha portato temporaneo sollievo ai mercati finanziari, ma il clima di elevata incertezza permane, e si è avuto un ulteriore inasprimento nei confronti della Cina. I dati sul CPI di marzo sono stati favorevoli ma, a nostro avviso, nonostante la flessione del prezzo del petrolio, l'inflazione è destinata a risalire nei prossimi mesi, il che potrebbe indurre la Fed a tagliare i tassi meno di quanto oggi atteso dai mercati finanziari.

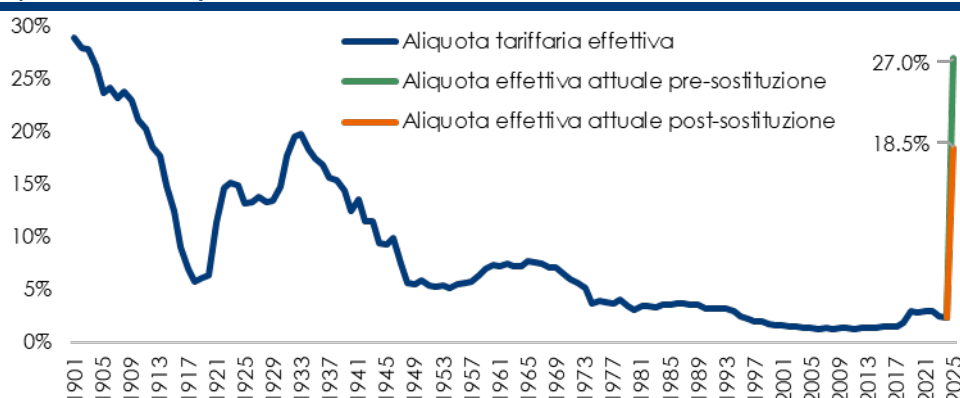
Nell'area euro, la settimana prossima la BCE dovrebbe procedere con un ulteriore taglio dei tassi da 25 punti base, in quanto i maggiori rischi al ribasso sulla crescita derivanti dall'escalation della guerra commerciale dovrebbero aver sciolto i dubbi manifestati da alcuni membri del Consiglio direttivo nelle scorse settimane. In Germania è stato trovato l'accordo tra CDU/CSU e SPD per la formazione di un Governo a guida Merz, che sarà incentrato su un allentamento della politica fiscale. In Italia il Documento di Finanza Pubblica approvato dal Governo ha rivisto sensibilmente al ribasso le stime di crescita del PIL, ma ha confermato i precedenti obiettivi sul deficit. Un'operazione simile dovrebbe riguardare il documento atteso per la settimana prossima in Francia.

Stati Uniti:

■ Nell'ultima settimana:

- **Dazi commerciali: Trump annuncia una tregua tariffaria di 90 giorni, ma alza la pressione su Pechino.** Lo scorso 9 aprile, il presidente Donald Trump ha deciso la sospensione per 90 giorni dei dazi “reciproci” annunciati lo scorso 2 aprile. Tuttavia, il dazio sull'import dalla Cina è stato alzato al 145%, livello che implicherà una drastica contrazione dei flussi commerciali bilaterali. La ritorsione da parte di Pechino si colloca ora al 125%. Restano in vigore tutti gli altri dazi già introdotti, tra cui: una tariffa universale del 10% su tutte le importazioni; dazi del 25% su acciaio, alluminio e automobili; tariffe del 25% per i beni provenienti da paesi che importano petrolio venezuelano; il regime differenziato per Canada e Messico. La decisione di Trump è stata influenzata dalle turbolenze sui mercati finanziari (che cominciavano a colpire anche i Treasuries) e dalle pressioni politiche interne. Secondo le stime del [Budget Lab](#), l'insieme dei dazi annunciati il 2 aprile e rivisti il

Aliquota tariffaria effettiva sulle merci importate negli Stati Uniti (entrate doganali in percentuale delle importazioni di merci)



Nota: L' "aliquota effettiva attuale pre-sostituzione" (27,0%) assume volumi costanti di import dalla Cina, mentre l' "aliquota effettiva attuale post-sostituzione" (18,5%) ipotizza una riallocazione delle importazioni verso paesi meno colpiti dall'inasprimento tariffario. Si assume un dazio universale del 10% su tutti i paesi tranne Cina, Canada e Messico. Per la Cina, si considera una tariffa del 145%. Fonte: The Budget Lab

11 aprile 2025

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

9 aprile porterebbe l'aliquota tariffaria effettiva media al 27%, il livello più alto dal 1903, che però calerebbe al 18,5% considerando il probabile calo della quota cinese sull'import americano. L'impatto di breve termine sull'inflazione è stimato a +2,9%, equivalente a una perdita media di potere d'acquisto di 4.700 dollari per famiglia, con effetti più marcati sui nuclei più poveri. L'impatto sul livello del PIL sarebbe pari a -1,1% nel 2025 e -0,6% nel lungo periodo. Il tasso di disoccupazione sarebbe più alto di mezzo punto percentuale rispetto allo scenario base entro fine anno. Il gettito lordo dai dazi è stimato pari a 3.000 miliardi di dollari nel periodo 2026-35.

- **Mercato del lavoro: dati misti.** L'*employment report* di marzo (diffuso venerdì 5 aprile) ha mostrato una crescita degli occupati in accelerazione a 228 mila unità (più alta di 88 mila rispetto alle attese), ma al netto delle revisioni al ribasso sui due mesi precedenti (-48 mila) la sorpresa è stata modesta. Inoltre, il tasso di disoccupazione è salito di un decimo al 4,2%, sulla scia dell'aumento della stessa entità del tasso di partecipazione (62,5%). La crescita dei salari orari è rimasta stabile allo 0,3% m/m, con una variazione annua in rallentamento di due decimi al 3,8%. In sintesi, il dato è misto e non fornisce chiare indicazioni di accelerazione o rallentamento, ma **riteniamo che nei prossimi mesi il mercato del lavoro sia destinato a raffreddarsi**, come peraltro già emerge dalle indicazioni sull'occupazione nelle indagini di fiducia delle imprese.
- **CPI di marzo: dati inferiori alle attese.** I prezzi al consumo sono scesi di -0,1% m/m, facendo segnare la prima contrazione mensile da maggio 2020. L'indice core è aumentato di un decimo, meno del previsto (0,3% m/m): si tratta dell'incremento mensile più basso da giugno dello scorso anno, che porta la variazione annua dal 3,1% al 2,8%, un minimo da quattro anni. Tuttavia, **l'inflazione a nostro avviso è destinata a riaccelerare nei prossimi mesi**: nonostante la flessione del prezzo del petrolio, l'escalation sui dazi ci ha indotto a rivedere provvisoriamente al rialzo di due decimi le stime sul CPI nel 2025 e 2026, rispettivamente a 3% e 2,7%, ma la dimensione inusitata dei dazi sull'import dalla Cina potrebbe richiedere ulteriori aggiustamenti al rialzo delle stime, in particolare per l'inflazione core.
- **Politica monetaria: si naviga a vista.** Dai **verbali del FOMC di marzo** emerge un ampio consenso sulla necessità di mantenere i tassi invariati, in un contesto di elevata incertezza legata alle nuove misure commerciali: le tariffe introdotte nel 2025 sono considerate un potenziale shock stagflazionistico; pur riconoscendo che l'impatto dovrebbe essere transitorio, molti partecipanti temono che l'aumento dei costi venga trasferito ai consumatori, ritardando il ritorno dell'inflazione verso il target del 2%. Nel suo discorso ad Arlington di venerdì 4 aprile, **Powell ha ammesso che "l'inflazione si muoverà verso l'alto e la crescita rallenterà, ma per me non è chiaro al momento quale sarà il percorso appropriato per la politica monetaria"**; ha anche aggiunto che "se da un lato è altamente probabile che le tariffe generino un aumento almeno temporaneo dell'inflazione, dall'altro è anche possibile che gli effetti siano più persistenti". Tra gli altri membri del FOMC votanti, Musalem (St. Louis Fed) ha definito "rischioso" ignorare l'effetto dei dazi sui prezzi; Goolsbee (Chicago Fed) ha parlato di tariffe "molto più ampie del previsto"; Collins (Boston Fed), Logan (Dallas Fed) e Schmid (Kansas City Fed) hanno segnalato il rischio che l'inflazione risalga sopra il 3%. **Il mercato negli ultimi giorni è tornato a ridurre le proprie attese sui tagli** dei tassi da parte della Fed entro fine anno, a 87pb dai 100pb scontati venerdì scorso (in base agli OIS). **Continuiamo a pensare che la risalita attesa dell'inflazione potrebbe indurre la banca centrale americana a ridurre i tassi meno di quanto oggi prezzato** dagli investitori.

■ La settimana prossima:

- **Vendite al dettaglio attese ancora su ritmi robusti a marzo.** L'indice generale è visto riaccelerare a 1,4% m/m da 0,2% di febbraio, la componente al netto delle auto è attesa a 0,3% m/m (in linea con il mese precedente), il dato escludendo auto e benzina dovrebbe attestarsi a 0,4% (da 0,5%); l'aggregato 'control group' è atteso ancora su ritmi

sostenuti, a 0,6% m/m dopo l'ampio rimbalzo di 1% registrato a febbraio. Tuttavia, i rischi rispetto alle aspettative di consenso, a nostro avviso, sono al ribasso.

- **Produzione industriale prevista in flessione** a marzo (-0,2% m/m da 0,7% di febbraio), con il grado di utilizzo degli impianti atteso anch'esso in calo (a 77,9% da 78,2%, livelli ben inferiori alla media storica).
- **Mercato immobiliare debole.** A marzo è attesa una contrazione sia per le aperture di nuovi cantieri (-6,1% m/m dopo il +11,2% di febbraio) che per i permessi edilizi (-0,6% m/m da -1%).
- **Rischi al ribasso sulle indagini regionali di aprile.** L'indice Empire Manufacturing è atteso a -10 da -20 di marzo, il Philly Fed a 7,1 da 12,5. Le indagini potrebbero evidenziare un ulteriore **aumento dei prezzi pagati** e un **calo delle intenzioni di assunzione**.

Eurozona:

■ Questa settimana:

- **I dati sulla produzione industriale di febbraio non hanno sorpreso, registrando una flessione sia in Germania (-1,3% m/m da +2% di gennaio) che in Italia (-0,9% m/m da +2,5% precedente).** È probabile che in entrambi i paesi le letture dei mesi a cavallo tra fine 2024 e inizio 2025 abbiano risentito di anomalie di calendario legate al posizionamento delle festività. Nel complesso, però, in entrambi i paesi il settore industriale rimane debole, oltre che particolarmente esposto all'inasprimento in corso della politica commerciale negli Stati Uniti. Non escludiamo che i dati di produzione possano sorprendere al rialzo nei prossimi mesi, per via di un possibile re-stocking in vista dell'entrata in vigore dei dazi tra 90 giorni (a febbraio l'export tedesco verso gli Stati Uniti è salito dell'8,5% m/m); tuttavia, il rimbalzo potrebbe rivelarsi di breve durata.
- Nell'area euro a febbraio **le vendite al dettaglio sono tornate a crescere** per la prima volta dallo scorso settembre, di 0,3% m/m, con progressi diffusi alle principali componenti. L'aspettativa di ripartenza dei consumi è oggi maggiormente soggetta a rischi rispetto a qualche mese fa, in quanto il deciso aumento dell'incertezza sul contesto economico internazionale potrebbe far tornare a salire la propensione al risparmio, ritardando l'attesa convergenza tra redditi e spesa delle famiglie.
- **In Germania è stato trovato un accordo tra CDU/CSU e SPD per la formazione del Governo a guida Merz.** Il programma dell'esecutivo prevede una riduzione dell'aliquota dell'imposta sulle imprese di un punto percentuale all'anno (dal 30% al 25%), ma solo a partire dal 2028. Nel triennio 2025-27 è previsto un ammortamento a tassi agevolati per gli investimenti fissi. Si prevede anche una riduzione permanente al 7% dell'imposta sul valore aggiunto per i ristoranti. Il prossimo governo si è inoltre prefissato di velocizzare il processo di pianificazione ed approvazione dei progetti infrastrutturali, nonché di ridimensionare la burocrazia a carico delle imprese attraverso l'abolizione della legge nazionale sulla due diligence per le filiere produttive. Sul fronte energetico, che negli ultimi anni ha rappresentato un significativo limite alla competitività di alcuni comparti industriali, l'obiettivo è di ridurre i prezzi dell'elettricità di 5 centesimi al kWh attraverso il taglio di imposte e oneri di rete; non si prevede al contrario una riapertura delle centrali nucleari.
- **In Italia il Documento di Finanza Pubblica approvato dal Governo rivede sensibilmente al ribasso le stime di crescita del PIL** nel 2025 (0,6% da 1,2%) e nel 2026 (0,8% da 1,1%) **ma conferma i precedenti obiettivi sul deficit**, atteso al 3,3% del PIL nel 2025 e al 2,8% l'anno prossimo. Ciò è dovuto all'effetto di trascinamento positivo dal 2024, che aveva visto un disavanzo al 3,4% anziché al 3,8% come stimato lo scorso autunno, nell'ipotesi che persistano i fattori che avevano sostenuto le entrate lo scorso anno (la crescita dell'occupazione, il cosiddetto fiscal drag, ovvero scaglioni fiscali fissi in un contesto di aumento dei redditi nominali, un miglioramento della compliance fiscale). L'incertezza sul percorso di crescita e di finanza pubblica è però nettamente più alta rispetto a qualche mese fa, anche se principalmente per motivi esogeni.

■ La prossima settimana:

- Le restrizioni al commercio annunciate dagli Stati Uniti dovrebbero aver convinto anche i più prudenti membri del Consiglio direttivo **BCE** che sia opportuno proseguire con il taglio dei tassi ufficiali. **Il 17 aprile prevediamo un taglio di 25 punti base, a 2,25%, del tasso sui depositi.** Anche i mercati, che a un certo punto avevano iniziato a ritenere probabile una pausa, ora scontano un taglio con probabilità quasi del 100%. Ovviamente, **la BCE confermerà ancora l'approccio basato sui dati con decisioni riunione per riunione, cioè senza comunicare un percorso predeterminato per i tassi.** In effetti, il clima di elevata incertezza non si è dissolto per nulla, anche se l'introduzione di un dazio base del 10% e di dazi settoriali sposta la gamma degli scenari possibili nella direzione di una crescita 2025 e 2026 più bassa rispetto allo 0,9% e 1,2% previsto dallo staff a marzo. Oltre che dal peggioramento delle prospettive di crescita rispetto allo scenario di marzo, il taglio dei tassi sarà giustificato anche dal calo dell'inflazione nei servizi e dall'arretramento dei prezzi energetici, elementi che potrebbero consentire alla BCE di raggiungere il suo obiettivo anche prima del 2026.
- **In Eurozona la produzione industriale dovrebbe essere cresciuta per il secondo mese a febbraio**, stimiamo di 1,1% m/m. Tuttavia, **al netto del volatile dato irlandese (+10,8% m/m da -4,5% di gennaio), l'output dovrebbe essere aumentato solo marginalmente**, di 0,1% m/m da un precedente +1,2%. Sulla base dei dati mensili di attività è possibile che nel 1° trimestre l'industria sia tornata a contribuire positivamente alla formazione del valore aggiunto dopo la frenata di fine 2024. Tuttavia, il rimbalzo dovrebbe risultare di breve durata.
- **L'indice ZEW, che a marzo aveva beneficiato dell'approvazione del piano fiscale tedesco, dovrebbe risentire dell'annuncio dei dazi** da parte dell'amministrazione statunitense, oltre che dell'andamento negativo dei mercati azionari. Il periodo di raccolta delle risposte al sondaggio copre sia l'annuncio dei dazi che quello di sospensione: ci aspettiamo quindi che l'indice possa calare meno rispetto a quanto sarebbe coerente con l'analogo indice Sentix pubblicato all'inizio di questa settimana. Anche il raggiungimento di un accordo tra CDU/CSU ed SPD per la formazione del governo potrebbe offrire supporto. Stimiamo dunque un calo a 6,1 da un precedente 51,6 per le aspettative e a -88,1 da -87,6 per la valutazione della situazione corrente.
- **In Francia è attesa la pubblicazione del documento annuale di finanza pubblica.** Il ministro delle finanze Lombard ha dichiarato che le previsioni governative di crescita del PIL per il 2025 verranno riviste al ribasso di due decimi allo 0,7% (in linea con le nostre proiezioni), confermando però l'obiettivo di indebitamento netto al 5,4% del PIL dal 5,8% dello scorso anno grazie a un consuntivo 2024 migliore delle attese (5,8% contro 6,1% stimato) nonché a tagli alla spesa; non è chiaro se il Governo includerà nelle sue proiezioni l'atteso aumento della spesa militare. Il disavanzo programmatico per il 2026 dovrebbe attestarsi intorno al 4,6%, un obiettivo piuttosto ambizioso (al momento prevediamo un deficit al 5,5% nel 2025 e poco sopra il 5% l'anno successivo).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (14-18 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 14/4	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		feb	prel 2.5	%
Mar 15/4	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		feb	4.4	% 4.4
	08:00	GB	Retribuzioni medie		feb	5.8	%
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 0.2	% 0.2
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		mar	prel 0.9	% 0.9
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	mar	0.0	%
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	feb	0.8	% 0.1
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		apr	-87.6	-86.0
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	apr	51.6	10.0
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	apr	-20.0	
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		mar	0.4	%
Mer 16/4	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		feb	-3.5	% 0.8
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T1	5.0	%
	04:00	CN	PIL a/a	*	T1	5.4	% 5.1
	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T1	1.6	% 1.4
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	mar	4.0	% 4.2
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	mar	4.1	% 4.1
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		mar	3.0	%
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		mar	5.9	%
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		mar	5.9	% 5.6
	08:00	GB	CPI a/a	*	mar	2.8	% 2.7
	08:00	GB	CPI m/m		mar	0.4	%
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 1.6	%
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		mar	prel 2.0	%
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		mar	prel 2.1	% 2.1
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	mar	prel 0.4	%
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mar	prel 2.2	% 2.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mar	prel 2.4	% 2.4
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mar	prel 0.6	%
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	mar	0.3	% 0.2
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	mar	0.2	% 1.3
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		mar	0.7	% -0.3
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		mar	78.2	% 77.9
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		feb	0.3	% 0.3
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		apr	39	
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		feb	-45.2	Mld \$
Gio 17/4	01:50	GIA	Bilancia commerciale		mar	590.5	{584.5} Mld ¥ JP 485.3
	08:00	GER	PPI a/a		mar	0.7	%
	08:00	GER	PPI m/m		mar	-0.2	% -0.1
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.893	{1.850} Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	223	x1000
	14:30	USA	Licenze edilizie		mar	1.459	Mln 1.455
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mar	1.501	Mln 1.410
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	apr	12.5	
Ven 18/4	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mar	3.7	%
	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mar	3.0	% 3.2
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		feb	-0.6	Mld €
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		feb	-0.3	Mld €

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 (14-18 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	15/4	00:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		01:40	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		10:00	EUR	* La BCE pubblica la Bank Lending Survey
Mer	16/4	18:00	USA	Discorso di Hammack (Fed)
		19:15	USA	* Discorso di Powell (Fed)
Gio	17/4	01:00	USA	Discorso di Schmid (Fed)
		03:30	GIA	Discorso di Nakagawa (BoJ)
		14:15	EUR	** Riunione BCE (previsione ISP: depo rate -0,25% a 2,25%)
		14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven	18/4	17:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		--	GRE	S&P si pronuncia sul debito sovrano della Grecia
		--	OLA	S&P si pronuncia sul debito sovrano dei Paesi Bassi
		--	ITA	* DBRS si pronuncia sul debito sovrano dell'Italia

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	219	x1000	223	223
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.893	(1.903) Mln	1.882	1.850
CPI m/m	mar	0.2	%	0.1	-0.1
CPI a/a	mar	2.8	%	2.6	2.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	mar	3.1	%	3.0	2.8
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	mar	0.2	%	0.3	0.1
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mar	-0.1	%	0.3	
PPI m/m	mar	0.0	%	0.2	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	apr	57.0		54.5	

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

Fonte: LSEG Datastream

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Vendite al dettaglio m/m	feb	0.0	(-0.3) %	0.4	0.3
GER	Produzione industriale m/m	feb	2.0	%	-0.8	-1.3
GER	Bilancia commerciale destag.	feb	16.2	(14) Mld €	17.0	17.7
GER	CPI m/m finale	mar	0.3	%	0.3	0.3
GER	CPI a/a finale	mar	2.2	%	2.2	2.2
GER	IPCA m/m finale	mar	0.4	%	0.4	0.4
GER	IPCA a/a finale	mar	2.3	%	2.3	2.3
ITA	Produzione industriale m/m	feb	2.5	(3.2) %	-1.0	-0.9
SPA	IPCA a/a finale	mar	2.2	%	2.2	2.2

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

Fonte: LSEG Datastream

Germania: torna a calare la produzione industriale, dazi in arrivo. A febbraio la produzione industriale tedesca è tornata a calare, di -1,3% m/m da un precedente +2% m/m, circa in linea con le nostre attese. I dati di produzione e ordini di febbraio, nonché le più recenti indagini pubblicate assumono una limitata capacità previsiva in quanto il ciclo globale verrà presto investito dall'ondata tariffaria statunitense. Il dazio medio effettivo applicato all'export tedesco è pari a circa il 18% che, secondo le nostre stime, dovrebbe avere un impatto diretto sul PIL intorno allo 0,5%. Al momento non rivediamo le nostre previsioni di crescita del PIL tedesco di 0,1% nel 2025 e 1% nel 2026 in quanto il nostro scenario di base includeva già l'ipotesi di un brusco aumento delle barriere doganali nel 2° trimestre. I rischi verso il basso sono però chiaramente in aumento, non solo per lo stato di elevata incertezza su scala globale, ma anche perché nelle nostre proiezioni assumiamo una, non scontata nel breve termine, riduzione dei dazi verso il 10% entro i primi mesi del 2026.

Italia: torna a calare la produzione industriale. La produzione industriale è tornata a calare a febbraio, confermando che il rimbalzo di gennaio (che valutavamo come effimero) era dovuto ad effetti statistici. La flessione più ampia su base annua è per i beni strumentali, visto il sostanziale fallimento del pacchetto di incentivi "Transizione 5.0" (ma il governo ha annunciato nuovi interventi per sostenere gli investimenti delle imprese). Le indagini di fiducia delle imprese restano non compatibili con un recupero dell'attività industriale, e l'escalation in atto della guerra commerciale peserà sul settore nei prossimi mesi. Anche dopo la recente revisione al ribasso delle nostre stime sulla crescita del PIL italiano nel 2025 (da 1% a 0,7%), i rischi a nostro avviso restano rivolti verso il basso.

Il DFP conferma gli obiettivi sul deficit nonostante la minore crescita. Il Documento di Finanza Pubblica approvato dal Governo italiano rivede sensibilmente al ribasso le stime di crescita del PIL ma conferma i precedenti obiettivi sul deficit. La scommessa è che la maggior parte dei fattori che hanno causato una sorpresa positiva l'anno scorso siano ancora validi quest'anno.

L'incertezza sul percorso di crescita e di finanza pubblica è però nettamente aumentata, anche se principalmente per motivi esogeni.

Cina

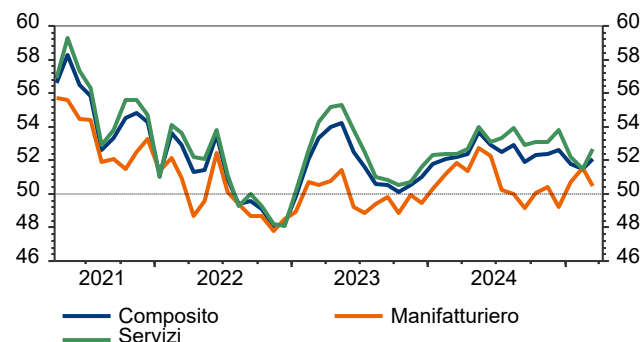
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	mar	-0.2	%	-0.3	-0.4
CPI a/a	mar	-0.7	%	0.0	-0.1
PPI a/a	mar	-2.2	%	-2.3	-2.5

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

Cina: inflazione marzo 2025. I prezzi al consumo, dopo essere scesi in media dello 0,1% a/a nei primi due mesi dell'anno, hanno registrato un calo dello 0,1% a/a in marzo, spinti ancora al ribasso soprattutto dalla deflazione nel comparto degli alimentari e dei trasporti. L'aumento dei prezzi dei servizi ha contribuito a riportare l'inflazione core in territorio positivo mentre si è accentuata la deflazione dei prezzi alla produzione. L'intensificazione della guerra dei dazi pone ulteriori rischi al ribasso sul profilo dell'inflazione.

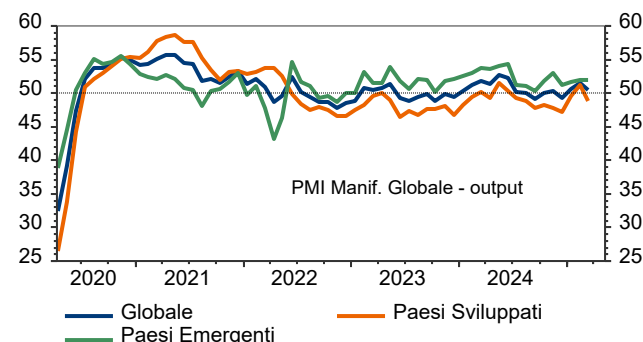
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



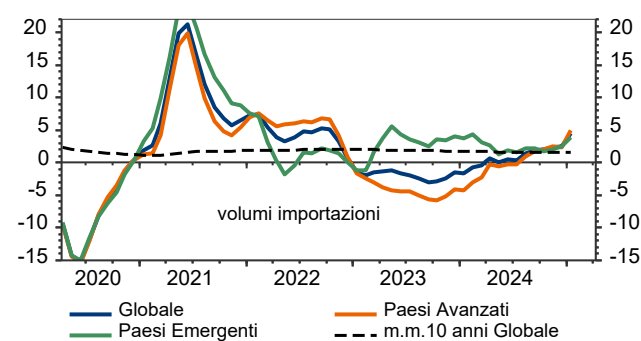
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



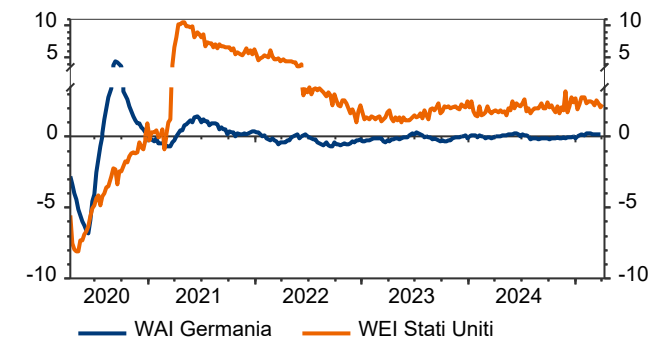
Fonte: S&P Global

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



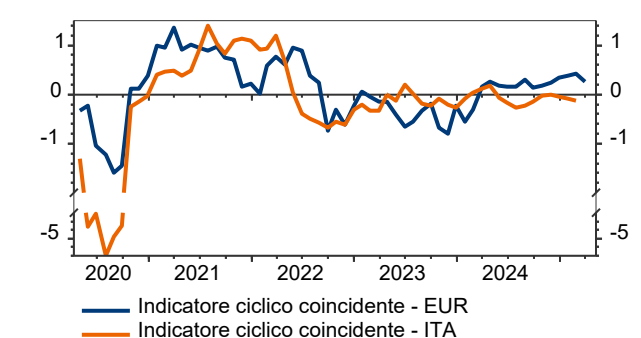
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



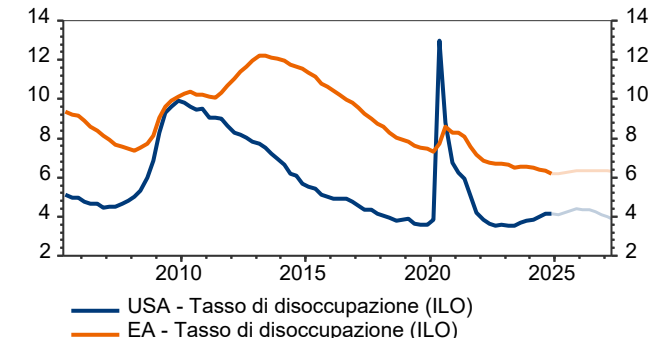
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

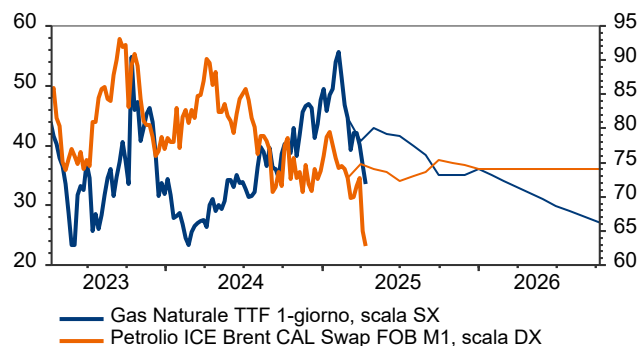
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

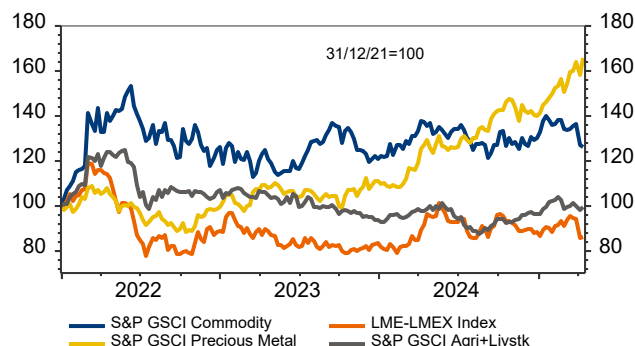
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



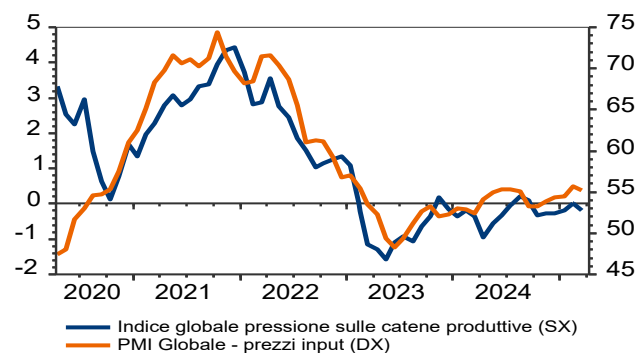
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



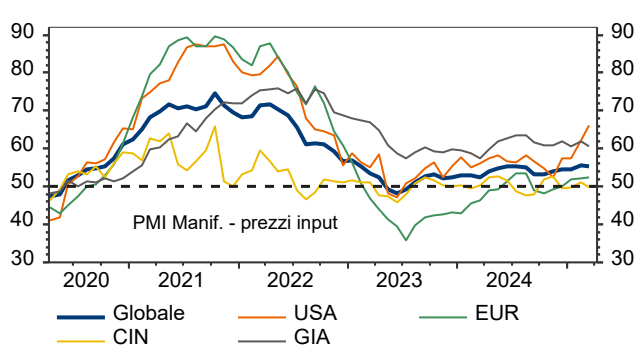
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



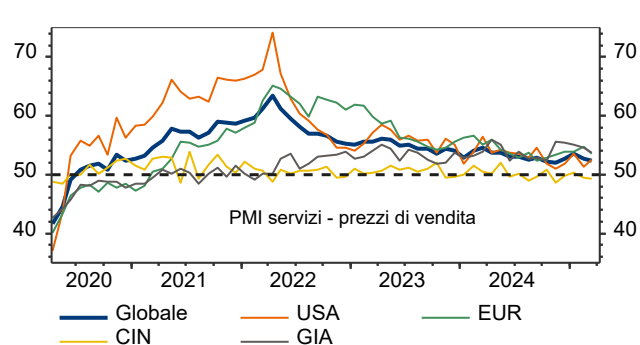
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



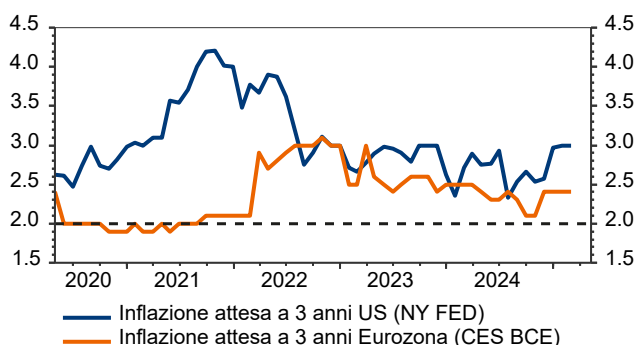
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

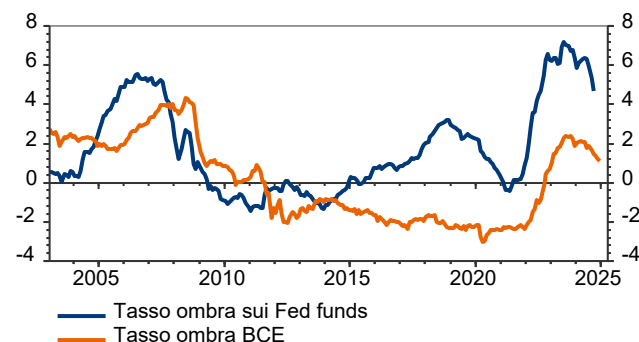
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

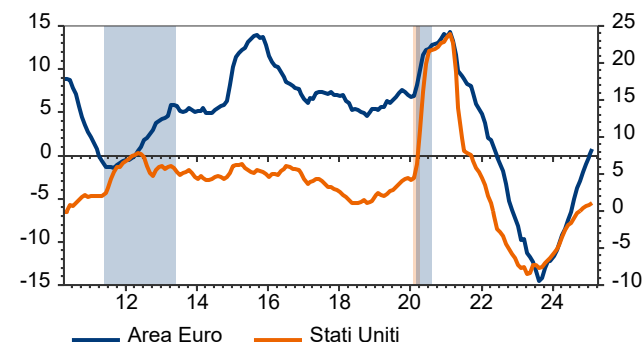
Condizioni Finanziarie

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



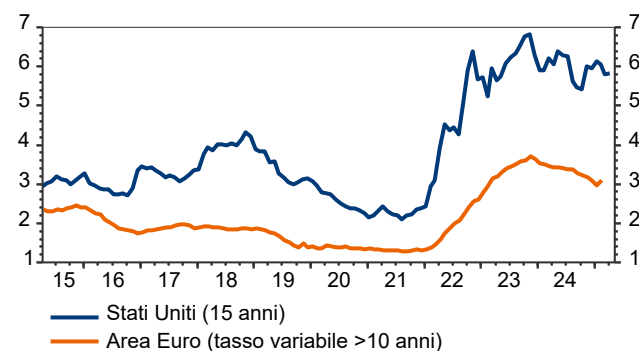
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



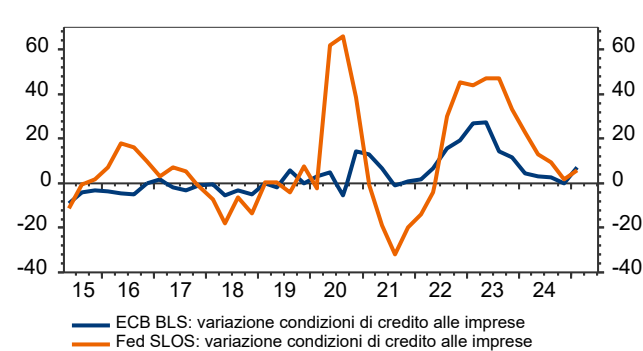
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



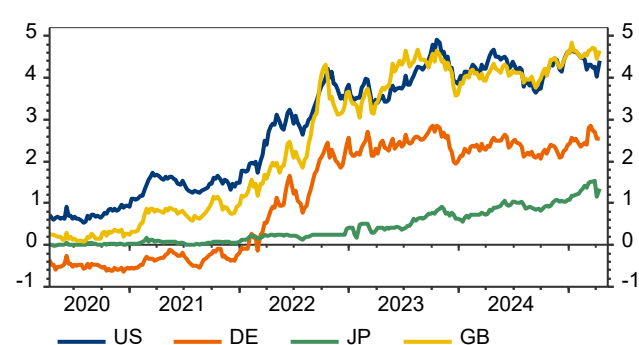
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



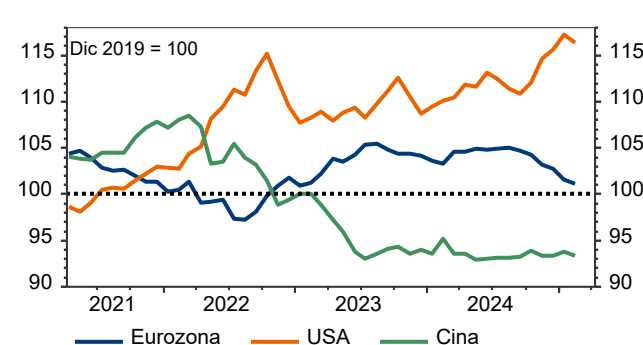
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

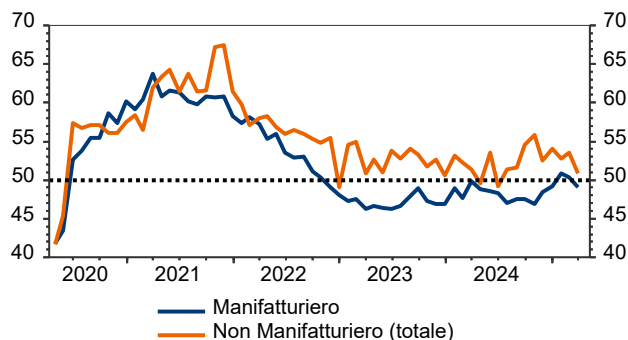
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

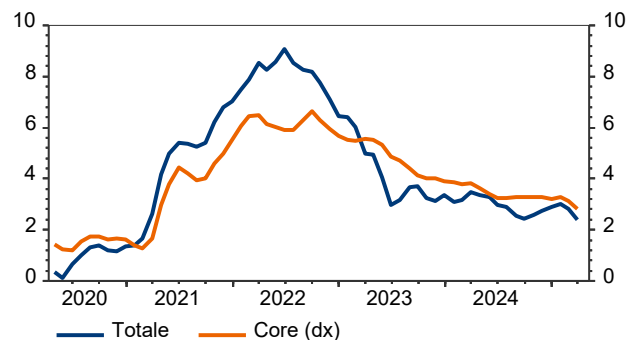
Stati Uniti

Indagini ISM



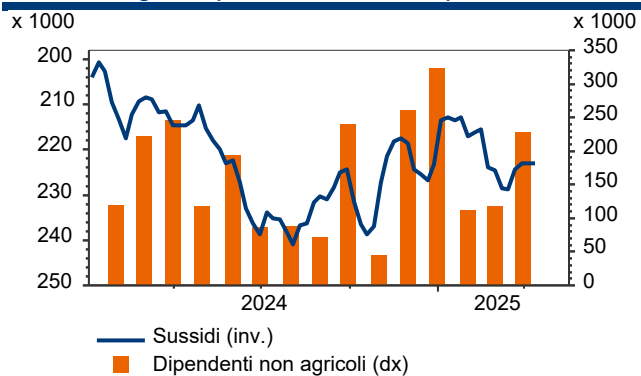
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



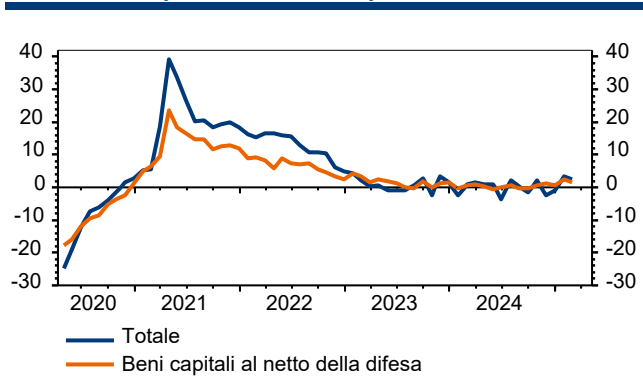
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

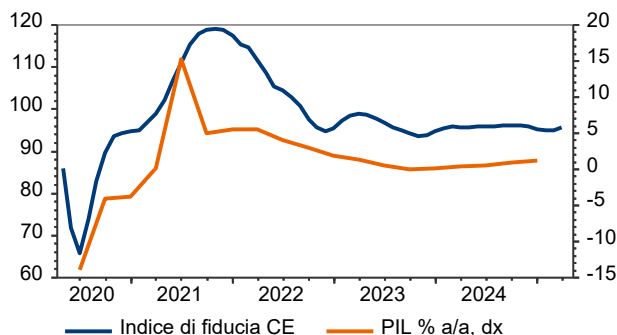
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1			
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.7	2.0	3.0	2.7	2.5	2.4	2.0	1.4	1.1	1.5
- trim./trim. annualizzato	3.0	3.1	2.5	1.3	1.2	0.9	1.3	2.6			
Consumi privati	2.8	2.0	1.4	2.8	3.7	4.0	1.4	0.8	0.8	1.0	1.8
IFL - privati non residenziali	3.6	2.7	4.8	3.9	4.0	-2.9	4.8	3.6	3.6	4.3	5.8
IFL - privati residenziali	4.2	2.5	4.1	-2.8	-4.3	5.5	3.0	3.5	4.0	5.0	5.0
Consumi e inv. pubblici	3.4	2.1	1.3	3.1	5.1	3.1	1.5	0.9	0.8	1.0	1.2
Esportazioni	3.3	4.2	6.0	1.0	9.6	-0.2	4.1	5.0	5.3	5.7	6.4
Importazioni	5.3	5.7	5.4	7.6	10.7	-1.9	9.1	5.3	5.4	5.5	5.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	0.1	0.9	-0.2	-0.8	0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.8	-3.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.5	-7.1	-7.4								
Debito pubblico (% PIL)	138.0	138.7	140.5								
CPI (a/a)	2.9	3.0	2.7	3.2	2.6	2.7	2.7	2.6	3.2	3.3	3.1
Produzione industriale	-0.3	1.5	2.0	0.6	-0.1	-0.2	1.3	0.2	0.1	0.3	0.5
Disoccupazione (%)	4.0	4.4	4.5	4.0	4.2	4.1	4.1	4.4	4.6	4.5	4.6

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

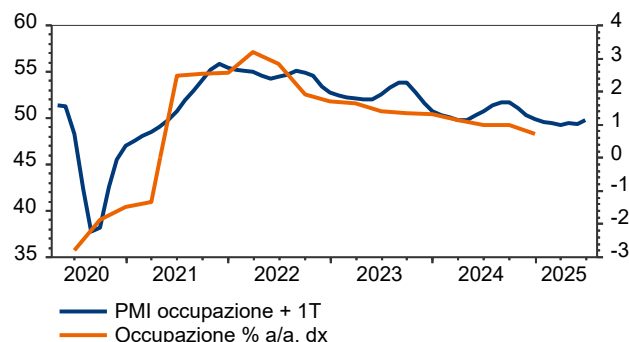
Area euro

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 ex tob	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.2	2.2	2.4	2.4	1.9
apr-25	128.6	125.1	122.0	127.9	2.0	2.5	2.6	1.9
mag-25	128.6	125.5	122.4	128.0	1.8	2.4	2.5	1.7
giu-25	129.1	125.9	122.9	128.4	2.0	2.4	2.5	1.9
lug-25	129.0	125.8	122.8	128.6	2.0	2.4	2.6	2.0
ago-25	129.4	126.1	123.1	128.8	2.1	2.3	2.5	2.0
set-25	129.6	126.3	123.2	128.9	2.4	2.4	2.5	2.2
ott-25	129.9	126.6	123.5	129.1	2.2	2.4	2.5	2.1
nov-25	129.4	126.0	122.7	128.7	2.2	2.4	2.4	2.1
dic-25	129.9	126.3	123.0	129.3	2.2	2.3	2.2	2.1
Media	128.8	125.3	122.1	128.1	2.2	2.4	2.5	2.1

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex ex tob	IPCA ex tob
gen-26	129.2	125.4	122.0	128.7	2.0	2.2	2.4	2.0
feb-26	129.6	126.0	122.7	129.1	1.9	2.2	2.4	1.9
mar-26	130.7	127.0	123.8	130.1	2.0	2.2	2.3	2.3
apr-26	131.3	127.9	124.8	130.7	2.2	2.2	2.2	2.1
mag-26	131.4	128.3	125.2	130.6	2.1	2.2	2.3	2.0
giu-26	131.8	129.0	125.9	130.9	2.1	2.4	2.5	1.9
lug-26	131.5	128.4	125.2	130.9	1.9	2.1	2.0	1.8
ago-26	131.8	128.5	125.2	131.1	1.8	1.8	1.7	1.8
set-26	132.0	128.8	125.6	131.3	1.8	2.0	1.9	1.9
ott-26	132.0	129.0	126.0	131.3	1.6	1.9	2.0	1.7
nov-26	131.7	128.4	125.4	131.1	1.7	1.9	2.2	1.8
dic-26	132.0	128.8	126.0	131.6	1.6	2.0	2.4	1.8
Media	131.2	127.9	124.8	130.6	1.9	2.1	2.2	1.9

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.

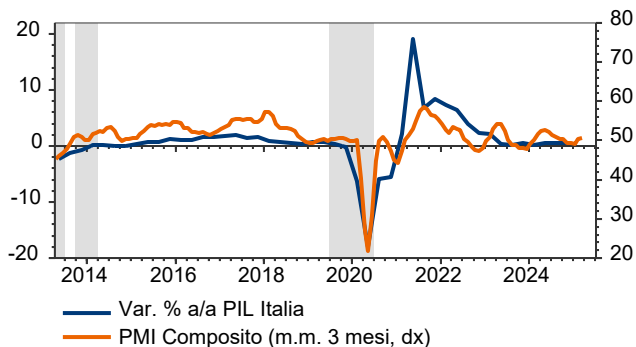
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025				2026
				T2	T3	T4	T1	T2	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.8	1.1	0.5	1.0	1.2	1.0	0.9	0.7
- t/t				0.2	0.4	0.2	0.2	0.1	0.3
Consumi privati	1.0	1.3	1.5	0.0	0.6	0.4	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	-2.0	0.4	2.3	-2.5	1.8	0.6	-0.7	0.4	0.7
Consumi pubblici	2.8	1.5	1.2	1.1	0.9	0.4	0.2	0.1	0.4
Esportazioni	1.0	0.0	1.4	1.5	-1.4	-0.1	0.9	-0.7	0.6
Importazioni	0.2	1.8	2.7	1.0	0.5	-0.1	0.5	0.5	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.5	0.1	0.2	0.5	-0.2	-0.1	0.4	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.0						
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6						
Debito pubblico (% PIL)	88.3	88.6	89.0						
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.2	1.9	2.5	2.2	2.2	2.3	1.9	2.0
Produzione industriale (a/a)	-3.0	0.0	1.7	-3.9	-1.8	-1.5	0.0	-0.8	0.4
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.2	6.2	6.4	6.4
Euribor 3 mesi	3.57	2.21	2.02	3.81	3.56	3.00	2.57	2.22	2.02

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

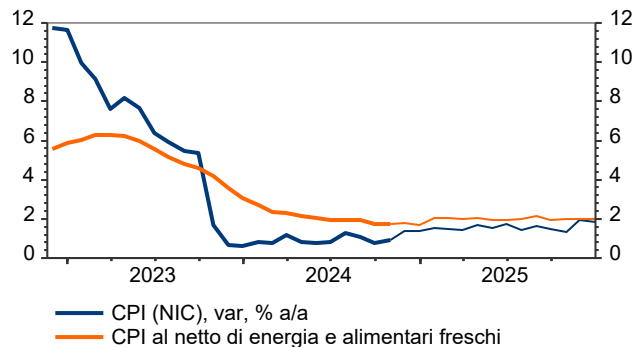
Italia

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-25	122.4	121.9	120.8	120.9	1.7	1.5	1.3	1.3
feb-25	122.5	122.1	121.0	121.1	1.7	1.6	1.4	1.5
mar-25	124.4	122.6	121.5	121.6	2.1	2.0	1.8	1.8
apr-25	125.3	122.7	121.5	121.6	2.3	2.0	1.8	1.9
mag-25	125.5	122.8	121.5	121.6	2.2	1.9	1.7	1.8
giu-25	125.9	123.2	121.6	121.6	2.4	2.0	1.8	1.8
lug-25	124.2	123.4	121.9	122.0	2.0	1.8	1.6	1.7
ago-25	124.2	123.9	121.9	122.0	2.2	2.0	1.5	1.6
set-25	125.8	123.8	122.3	122.0	2.3	2.2	1.9	1.7
ott-25	126.0	124.1	122.5	122.2	2.1	2.4	2.1	1.7
nov-25	125.9	124.0	122.5	122.4	2.1	2.4	2.1	1.9
dic-25	125.9	124.1	122.7	122.8	2.0	2.4	2.1	2.2
Media	124.8	123.2	121.8	121.8	2.1	2.0	1.8	1.7

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	124.9	124.2	122.8	122.7	2.1	1.9	1.7	1.5
feb-26	125.0	124.4	123.0	122.9	2.0	1.9	1.7	1.5
mar-26	126.4	124.7	123.2	123.2	1.6	1.7	1.4	1.3
apr-26	127.0	124.8	123.1	123.1	1.4	1.7	1.3	1.2
mag-26	127.2	125.0	123.2	123.2	1.4	1.7	1.4	1.3
giu-26	127.6	125.3	123.5	123.5	1.4	1.7	1.6	1.6
lug-26	126.2	125.5	123.8	123.8	1.6	1.7	1.6	1.5
ago-26	126.1	125.8	124.1	124.1	1.5	1.6	1.8	1.7
set-26	127.7	125.7	124.0	124.0	1.4	1.5	1.4	1.6
ott-26	128.0	125.7	124.3	124.0	1.6	1.3	1.5	1.5
nov-26	128.2	125.6	124.3	124.4	1.8	1.3	1.5	1.6
dic-26	128.4	125.8	124.5	124.6	2.0	1.3	1.5	1.5
Media	126.9	125.2	123.7	123.6	1.6	1.6	1.5	1.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2024	2025	2026	2024			2025			2026	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	1.0	0.6	0.6	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1
- t/t				0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	0.4	1.1	1.0	-0.3	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	0.0	0.1	1.7	-0.7	-1.6	1.6	-0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
Consumi pubblici	1.1	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Esportazioni	-0.3	-0.2	1.1	-1.7	-0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.4	0.2	0.3
Importazioni	-1.5	1.4	1.9	0.2	1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.3	0.1	0.9	0.4	-0.4	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.4	-3.2	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	136.6	138.6								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	2.1	1.6	0.9	1.2	1.3	1.8	2.3	2.2	2.1	1.9
Produzione industriale (a/a)	-3.9	0.3	1.3	-3.4	-4.4	-4.3	-1.4	-0.3	1.1	2.1	1.4
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.1	6.6	6.7	6.2	6.1	6.0	6.1	6.2	6.3	6.5
Tasso a 10 anni (%)	3.70	3.78	4.38	3.88	3.67	3.48	3.63	3.71	3.77	4.00	4.23

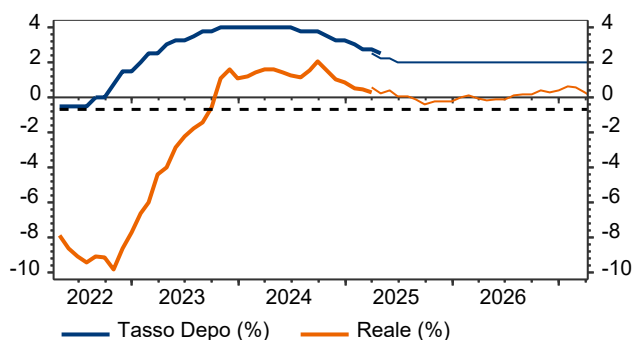
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	10/4	giu	set	dic	mar
Deposit rate	3.50	3.00	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	3.35	2.85	2.36	2.30	2.03	1.99	1.98	1.97
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	2.28	2.10	2.01	2.00	2.03

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

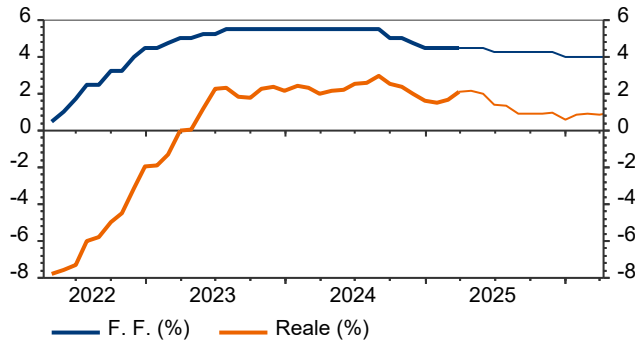


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	10/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00
OIS 3m	4.59	4.32	4.30	4.26	4.22	4.28	4.19	4.26

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

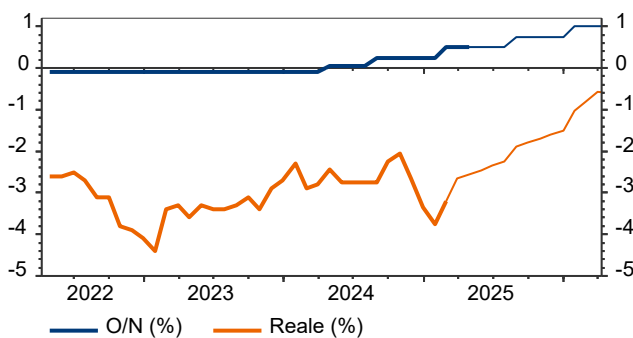


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	10/4	giu	set	dic	mar
O/N target	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
OIS 3m	0.25	0.32	0.53	0.50	0.65	0.80	0.90	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

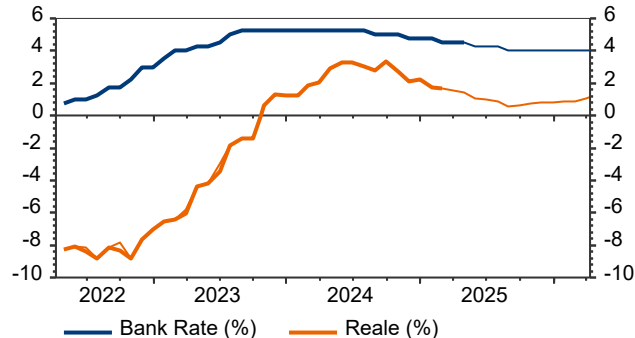


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	10/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.00	4.75	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	4.82	4.62	4.36	4.33	4.15	3.95	3.90	3.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	11/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.07	1.09	1.03	1.09	1.1356	1.08	1.07	1.06	1.05	1.07
USD/JPY	134	153	149	158	147	142.95	150	146	144	140	137
GBP/USD	1.24	1.25	1.31	1.22	1.29	1.3075	1.30	1.29	1.28	1.27	1.32
EUR/CHF	0.99	0.98	0.94	0.94	0.96	0.9299	0.95	0.94	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	145	164	163	163	162	162.34	162	156	152	147	146
EUR/GBP	0.88	0.86	0.84	0.84	0.84	0.8684	0.83	0.83	0.82	0.82	0.81

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo 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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo 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 Protetico 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 LSEG 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 – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo 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>.

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 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