

Weekly Economic Monitor

Il punto

Nell'area euro, la BCE non ha deluso l'aspettativa di un nuovo taglio dei tassi da 25 punti base: a nostro avviso, con il deterioramento dello scenario di crescita derivante dalle politiche commerciali statunitensi, quest'estate la Banca Centrale Europea si troverà a discutere riguardo all'opzione di tagliare i tassi sotto il 2%, come i mercati ormai scontano. La settimana prossima, le indagini di fiducia di aprile dovrebbero mostrare una correzione sulla scia del mutato contesto internazionale, unito alla volatilità sui mercati finanziari e all'eccezionale incertezza.

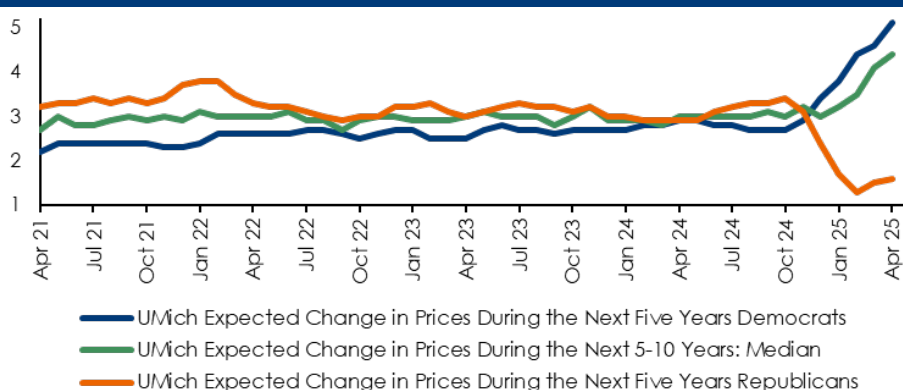
Dall'altra parte dell'Atlantico, si moltiplicano i segnali negativi in arrivo dalle indagini di fiducia, che mostrano simultaneamente un calo delle aspettative sul ciclo e un aumento delle attese di inflazione. La politica monetaria si troverà di fronte a un dilemma: la Fed potrebbe optare per una pausa prolungata sui tassi, in attesa di valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i suoi effetti su crescita e inflazione.

Eurozona:

■ Questa settimana:

- **La BCE non ha deluso l'aspettativa di un nuovo taglio dei tassi da 25 punti base**, che porterà il tasso sui depositi a 2,25% con decorrenza 23 aprile. Il voto è stato unanime. Gli effetti dei dazi introdotti dagli Stati Uniti sono giudicati negativi per la crescita dell'Eurozona, mentre le conseguenze sull'inflazione non sono considerate tali da compromettere il ritorno all'obiettivo del 2%. Se già nello scenario di marzo 2025 una riduzione dei tassi a 2,00-1,75% era coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi, tale conclusione è ancora più valida oggi: con il deterioramento dello scenario, **quest'estate la Banca Centrale Europea si troverà a discutere riguardo all'opzione di tagliare i tassi sotto il 2%, come i mercati ormai scontano.**
- La **Bank Lending Survey** di aprile della **BCE** ha registrato una **restrizione delle condizioni creditizie verso le imprese nel 1° trimestre del 2025**, seppur inferiore rispetto a quanto anticipato a fine 2024, attesa proseguire anche nel trimestre in corso. **Anche la domanda di prestiti da parte delle aziende si è ridotta dopo un semestre di lieve recupero.** Nell'indagine si segnala come il contesto di elevata incertezza stia frenando significativamente la programmazione di lungo periodo degli investimenti. **Anche le attese per il trimestre primaverile non mostrano segnali di ripartenza.** Se i dati sulle

Stati Uniti: la salita dell'inflazione attesa nel medio termine (e il calo delle aspettative sull'economia) da parte dei consumatori (secondo l'indagine dell'Università del Michigan) è tutta concentrata tra gli elettori democratici, mentre la base di consenso repubblicano non è al momento intaccata



Fonte: University of Michigan

18 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

imprese sono compatibili con le nostre previsioni di investimenti delle imprese ancora deboli nel corso del 2025, le rilevazioni sui mutui sono decisamente più incoraggianti e confermano la prospettiva di ripresa per gli investimenti in costruzioni nei prossimi trimestri.

La domanda di credito per l'acquisto di abitazioni continua a crescere sulla scorta del calo dei tassi e di condizioni creditizie che si stanno facendo più espansive.

- In **Germania l'indice ZEW è crollato a -14 da un precedente 51,6**, minimo da luglio 2023: si tratta della seconda flessione mensile più ampia mai registrata dopo quella subita dopo lo scoppio della guerra in Ucraina. Il dato risente dell'annuncio dei dazi statunitensi, dell'andamento negativo dei mercati azionari e dell'accresciuta incertezza del contesto globale. I comparti che mostrano il calo più marcato sono quelli più esposti alla domanda estera come auto, chimica, metallurgia e macchine utensili. Gli analisti non vedono rischi di riaccelerazione delle pressioni inflattive, uno scenario che dovrebbe permettere alla BCE di sostenere l'economia attraverso tagli dei tassi. **La valutazione della situazione corrente è al contrario migliorata per il terzo mese portandosi a -81,2 da -87,6**; si tratta comunque di un valore di molto inferiore alla media storica, e il recupero potrebbe essere effimero in assenza di una de-escalation delle tensioni commerciali.
- Nell'**Eurozona la produzione industriale è cresciuta a febbraio per il secondo mese, di 1,1% m/m da un precedente 0,6%** (rivisto al ribasso di due decimi). La lettura, ampiamente anticipata dalle rilevazioni nazionali della settimana precedente, è in gran parte spiegata dal volatile dato irlandese (10,8% m/m dopo il -4,5% di gennaio), al netto del quale l'output cresce di un più modesto 0,1% (da 1,2% m/m precedente). 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.
- **Rating Italia**: dopo che nell'autunno dello scorso anno sia Fitch che Morningstar DBRS avevano alzato l'outlook sul debito sovrano italiano, **lo scorso 11 aprile è giunta la decisione da parte di S&P Global di alzare il rating dell'Italia a "BBB+" da "BBB"** (con outlook stabile): si tratta del **primo upgrade fra le tre principali agenzie dopo la mossa della stessa S&P nell'ottobre del 2017**. L'upgrade riflette il miglioramento della posizione netta sull'estero (+1,5% del PIL a fine 2024), la riduzione in corso del disavanzo pubblico (e del debito, al netto degli effetti del Superbonus) e la presenza di fattori mitiganti rispetto ai rischi derivanti dall'inasprimento dei dazi USA (l'accelerazione nell'implementazione del PNRR, i riflessi del piano di espansione fiscale in Germania, la resilienza del mercato del lavoro).

■ La prossima settimana:

- Le **indagini di fiducia di aprile** saranno cruciali per valutare i primi impatti degli annunci del "Liberation day" sull'attività economica in area euro e come le imprese si stanno preparando ad affrontare l'aumento dei dazi. Molto probabilmente saranno le componenti più legate alle aspettative ad essere maggiormente penalizzate.
- **Eurozona, PMI flash**: il settore manifatturiero dovrebbe risentire dell'inasprimento delle barriere commerciali e dell'elevata incertezza sulle prossime mosse dell'amministrazione statunitense, fattori che dovrebbero prevalere sui segnali incoraggianti di stabilizzazione emersi dalle precedenti letture e sulle attese di tagli dei tassi da parte della BCE. Ci aspettiamo che il **PMI manifatturiero** possa arretrare a 48 da 48,6 di marzo. Anche il **PMI servizi**, che negli ultimi mesi ha registrato un rallentamento dell'attività e un minor ottimismo prospettico, dovrebbe correggere, stimiamo a 50,7 da 51. Il **PMI composito** è atteso scendere a 50,3 da 50,9, un livello compatibile con un rallentamento del ritmo di crescita del PIL nel 2° trimestre.
- In calendario anche le indagini nazionali **IFO in Germania e INSEE in Francia**. L'economia tedesca è più esposta al commercio internazionale e alla domanda statunitense rispetto a quella francese, ma entrambi gli indici dovrebbero risentire del contesto di elevata incertezza. In **Germania** stimiamo un indice IFO in calo a 84,2 da 86,7, appesantito soprattutto dalle aspettative, previste a 82,8 da 87,7, a fronte di una valutazione della

situazione corrente poco variata a 85,5 da 85,7. In **Francia** l'INSEE manifatturiero è atteso perdere un punto a 95.

- Anche il morale dei nuclei famigliari, sebbene in misura minore rispetto a quello delle imprese, dovrebbe risentire delle tensioni commerciali. Indagini ad hoc condotte dalle principali agenzie di sondaggi rilevano che la maggior parte dei consumatori europei comincia a esprimere preoccupazioni per l'aumento dei dazi. **Riteniamo che la stima flash dell'indice di fiducia di aprile della Commissione Europea possa calare a -16 da -14,5 di marzo.**
- Infine, i dati sul **commercio estero di febbraio** in area euro dovrebbero fornire ulteriori evidenze di **anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti prima del "Liberation day"**. **La crescita dell'export è attesa accelerare al 3,3% m/m da un precedente 2,1%**, a fronte di un import in espansione del 2,6% m/m da 2,3% di gennaio. **L'avanzo commerciale destagionalizzato dovrebbe quindi migliorare a 16 miliardi** dai 14 miliardi del mese precedente. Le esportazioni nette dovrebbero aver contribuito positivamente alla crescita del PIL a inizio anno, ma è probabile che nei due trimestri centrali del 2025 risentiranno dell'incremento dei dazi e dell'incertezza sul commercio internazionale.

Stati Uniti:

■ Nell'ultima settimana:

- **Dazi commerciali: nuove minacce su semiconduttori, farmaci e metalli rari, esenzione temporanea per elettronica e computer.** Gli Stati Uniti hanno avviato nuove indagini su semiconduttori, farmaci e metalli rari per motivi di sicurezza nazionale (Sezione 232), un potenziale preludio a ulteriori dazi "settoriali". L'indagine sui metalli rari punta a ridurre la dipendenza da forniture estere, in particolare dalla Cina, che ha recentemente sospeso l'export di minerali critici per la difesa e le tecnologie avanzate. Sono state temporaneamente escluse dai dazi "reciproci" le importazioni di elettronica, smartphone e computer (incluse quelle provenienti dalla Cina), ma sono state imposte nuove restrizioni all'export di chip avanzati. Intanto, un "vero" negoziato finalizzato a ridurre il livello dei dazi sembra in corso soltanto con il Giappone: dopo il vertice del 17 aprile, è in programma un nuovo incontro a fine mese. Anche l'Unione Europea ha avuto un primo scambio con gli USA, apparentemente senza registrare progressi significativi: secondo l'UE, infatti, gli Stati Uniti non avrebbero ancora una posizione negoziale definita.

Le nuove elaborazioni del [Budget Lab](#), aggiornate allo "stato dell'arte" dei dazi USA e delle contromisure da parte dei partner commerciali al 15 aprile, stimano un'aliquota tariffaria effettiva attuale del 28% (massimo dal 1901), con impatto di breve termine sull'inflazione di +3% (l'equivalente di una perdita media per famiglia di 4.900 dollari l'anno); per effetto dei cambiamenti dell'export verso beni e fornitori meno colpiti dai dazi, l'aliquota si attesterebbe al 18% (record dal 1934), con impatto sull'inflazione che si ridurrebbe a +1,6% (pari a una perdita media di 2.600 dollari per famiglia); la crescita del PIL reale sarebbe inferiore di -1,1 punti percentuali rispetto allo scenario di base (-0,6% nel lungo periodo); i dazi oggi in vigore produrrebbero un gettito cumulato lordo di 2,4 trilioni di dollari nel periodo 2026-35.

In conseguenza dei nuovi sviluppi, nell'ipotesi (non troppo pessimistica) che sia mantenuta l'attuale configurazione sui dazi, **abbiamo rivisto le nostre previsioni sull'economia americana. La crescita del PIL è stata tagliata di tre decimi** sia per quest'anno che per il prossimo (a 1,4% e 1,7%, rispettivamente), **mentre la previsione sul CPI è stata alzata** da 3% a 3,1% quest'anno e da 2,7% a 3,3% il prossimo (per l'indice core, da 3% a 3,7% nel 2025 e da 2,7% a 3,3% nel 2026), con un picco poco sotto il 4% per l'headline e poco sopra il 4% per il core nel trimestre finale di quest'anno. In questo scenario, è ancora possibile che la Federal Reserve proceda a un allentamento monetario, anche se in minor misura di quanto scontano i mercati, ma **appare verosimile che il primo taglio quest'anno sia spostato da giugno** (nostra precedente previsione) **a settembre** (prima di un successivo intervento a dicembre e di una ulteriore riduzione nel 2026).

- **Fiducia dei consumatori in caduta libera.** Ad aprile, l'indice di fiducia dei consumatori misurato dall'Università del Michigan è sceso ben oltre le attese a 50,8 da 57, toccando il minimo da giugno 2022. **La componente delle aspettative è crollata a 47,2, minimo dal 1980. Le attese di inflazione a un anno sono balzate al 6,7%, il valore più alto dal 1981, quelle a 5 anni sono salite anch'esse più del previsto al 4,4%, record da giugno 1991.** Anche l'indagine condotta dalla Fed di New York ha registrato un aumento delle aspettative di inflazione a 1 anno (al 3,6% dal 3,1% di febbraio), mentre quelle a 5 anni sono leggermente diminuite al 2,9%.
- **Vendite al dettaglio ancora su ritmi robusti a marzo.** L'indice generale ha visto una riaccelerazione in linea con le attese a 1,4% m/m da 0,2% di febbraio. Le componenti "core" (al netto delle auto, di auto e benzina o sull'aggregato "control group") sono cresciute meno del mese precedente ma ancora a ritmi robusti (rispettivamente, di 0,5%, 0,8% e 0,4% m/m). **Tuttavia, parte della solidità del dato di marzo riflette un anticipo di acquisti (in particolare di auto) per evitare i dazi, nonché il rientro degli effetti una tantum che avevano pesato su febbraio** (incendi e gelo estremo).
- **Produzione industriale in flessione** a marzo (-0,3% m/m da 0,7% di febbraio), con il grado di utilizzo degli impianti anch'esso in calo (a 77,8% da 78,2%, livelli ben inferiori alla media storica).
- **Indagini regionali di aprile in territorio negativo.** L'indice Empire Manufacturing è rimasto in territorio negativo, pur recuperando parzialmente a -8,1 da -20 di marzo, e **il Philly Fed è crollato a sorpresa a -26,4 da 12,5: si tratta del minimo da due anni, e della flessione mensile più ampia della storia (dal 1968) dopo quelle registrate in occasione della prima ondata Covid (marzo-aprile 2020) e del fallimento di Lehman Brothers (ottobre 2008).** Le indagini evidenziano un saldo negativo per nuovi ordini e occupazione, e un aumento dei prezzi pagati.
- **Politica monetaria: Fed più prudente (e più divisa).** Nel suo intervento all'Economic Club di Chicago del 16 aprile, Jerome **Powell ha dichiarato che gli aumenti dei dazi potrebbero mettere in conflitto i due obiettivi del mandato, ma è parso suggerire che, se i due obiettivi diventassero inconciliabili, la Fed potrebbe privilegiare la lotta all'inflazione:** «senza stabilità dei prezzi non possiamo ottenere protratti periodi di condizioni del mercato del lavoro robuste, che avvantaggiano tutti gli americani». Powell ha asserito che i rincari da dazi potrebbero essere momentanei ma non ha escluso conseguenze più durature, aggiungendo che verosimilmente **occorre «attendere una maggior chiarezza** prima di considerare correzioni nella nostra politica». **Si è distinto, invece, per i toni accomodanti (che però non sembrano godere di ampio consenso nell'attuale FOMC) Waller (Board),** secondo cui, in caso di tariffe elevate e persistenti sarebbero opportuni tagli più rapidi e profondi per contrastare il rallentamento dell'economia, mentre l'effetto inflazionistico sarebbe temporaneo. In generale, il quadro emerso dai recenti interventi è quello di una Fed più divisa che in passato: la sensazione è che occorra tempo per valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i suoi effetti su crescita e inflazione. **Sebbene la direzione resti quella di un allentamento, è in netta crescita la probabilità di una pausa prolungata sui tassi.**

■ La settimana prossima:

- **Ordini di beni durevoli attesi in aumento dell'1% m/m a marzo, come nel mese precedente; al netto dei trasporti, però, si prevede un rallentamento** a 0,3% m/m da 0,7% di febbraio.
- **Mercato immobiliare in frenata.** A marzo è atteso un calo delle vendite di case esistenti (-3,1% m/m dopo il +4,2% di febbraio) e un rallentamento delle vendite di nuove abitazioni (0,6% m/m da 1,8% precedente).
- Infine, verrà pubblicato il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 6-7 maggio prossimo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (21 – 25 aprile)

Calendario dei dati macroeconomici (21 - 25 aprile)									
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	21/4	03:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	apr	3.6	%	
		03:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	apr	3.1	%	
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		mar	-0.3	%	-0.6
Mar	22/4	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	apr	-14.5		-15.8
Mer	23/4	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		apr	48.4		
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	apr	47.9		47.5
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	apr	50.9		50.1
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	apr	48.3		47.6
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	apr	51.0		50.5
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	apr	48.6		47.9
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	apr	44.9		44.1
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	apr	52.5		51.0
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	apr	50.2		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	apr	54.4		
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		apr	53.5		
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mar	0.676	Mln	0.678
Gio	24/4	08:45	FRA	Fiducia consumatori		apr	92		91
		10:00	GER	IFO (attese)		apr	87.7		85.0
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		apr	85.7		85.4
		10:00	GER	IFO	**	apr	86.7		85.2
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.844	(1.885) Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	224	(215) x1000	
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mar	0.7	%	-0.1
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mar	1.0	%	1.8
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		apr	-15.1		
		Ven	25/4	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		mar	2.2
08:00	GB			Vendite al dettaglio m/m	*	mar	1.0	%	-0.3
08:45	FRA			Fiducia imprese manifatturiere	**	apr	96		95

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 (21 – 25 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	21/4	14:30 USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		16:00 EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		-- UE	EU: mercati chiusi per festività
Mar	22/4	10:00 EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		15:00 USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		15:30 USA	Discorso di Harker (Fed)
		16:00 EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		20:00 USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		22:00 EUR	Discorso di Knot (BCE)
Mer	23/4	12:00 EUR	Discorso di Knot (BCE)
		12:30 GB	Discorso di Pill (BoE)
		15:00 USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		15:30 USA	Discorso di Musalem e Waller (Fed)
		19:15 GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		20:00 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		20:00 EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Gio	24/4	21:15 EUR	Discorso di Lane (BCE)
		00:30 USA	Discorso di Hammack (Fed)
		14:00 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		15:00 EUR	Discorso di Lane (BCE) e Lombardelli (BoE)
		16:05 EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		17:35 EUR	Discorso di Rehn (BCE)
Ven	25/4	23:00 USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		21:15 GB	Discorso di Greene (BoE)
		-- BEL	S&P si pronuncia sul debito sovrano del Belgio

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	apr	-20.0			-14.5	-8.1
Prezzi all'import m/m	mar	0.2	(0.4)	%	0.0	-0.1
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mar	0.7	(0.3)	%	0.3	0.5
Vendite al dettaglio m/m	mar	0.2		%	1.3	1.4
Produzione industriale m/m	mar	0.8	(0.7)	%	-0.2	-0.3
Impiego capacità produttiva	mar	78.2		%	78.0	77.8
Scorte delle imprese m/m	feb	0.3		%	0.2	0.2
Indice Mercato Immobiliare NAHB	apr	39			37	40
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	feb	-42.2	(-45.2)	Mld \$		112.0
Richieste di sussidio	settim	224	(223)	x1000	225	215
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.844	(1.850)	Mln	1.872	1.885
Licenze edilizie	mar	1.459		Mln	1.446	1.482
Nuovi cantieri residenziali	mar	1.494	(1.501)	Mln	1.420	1.324
Indice Philadelphia Fed	apr	12.5			2.0	-26.4

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	feb	0.6	{0.8}	%	0.3	1.1
EUR	CPI a/a finale	mar	2.2		%	2.2	2.2
EUR	CPI m/m finale	mar	0.4		%	0.6	0.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	mar	2.4		%	2.4	2.5
FRA	IPCA m/m finale	mar	0.2		%	0.2	0.2
FRA	IPCA a/a finale	mar	0.9		%	0.9	0.9
FRA	CPI m/m Ex Tob	mar	0.0		%		0.2
GER	ZEW (Sit. corrente)	apr	-87.6			-86.8	-81.2
GER	ZEW (Sentiment econ.)	apr	51.6			9.5	-14.0
GER	PPI a/a	mar	0.7		%	0.4	-0.2
GER	PPI m/m	mar	-0.2		%	-0.1	-0.7
ITA	IPCA a/a finale	mar	2.1		%	2.1	2.1
ITA	IPCA m/m finale	mar	1.6		%	1.6	1.6
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mar	0.4		%	0.4	0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mar	2.0		%	2.0	1.9
ITA	Bilancia commerciale (totale)	feb	-0.288	{-0.264}	Mld €		4.466
ITA	Bilancia commerciale (UE)	feb	-0.658	{-0.635}	Mld €		-0.361

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

BCE: guerra commerciale e incertezza giustificano nuovi tagli dei tassi. La destabilizzazione dell'economia globale ad opera degli Stati Uniti porterà a nuovi tagli dei tassi ufficiali nei prossimi mesi, dopo quello di 25 punti base annunciato il 17 aprile. Come i mercati scontano, riteniamo che i tassi ufficiali scenderanno al 2% in giugno e che potrebbero calare sotto il 2% entro fine anno.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	feb	2.5		%		2.3
Ordinativi di macchinari m/m	feb	-3.5		%	0.8	4.3
Bilancia commerciale	mar	590.5	(584.5)	Mld ¥ JP	485.3	544.1
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mar	3.0		%	3.2	3.2
CPI (naz.) a/a	mar	3.7		%		3.6

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T1	1.6	%	1.4
PIL cumulato a/a	T1	5.0	%	5.4
PIL a/a	T1	5.4	%	5.4
Produzione industriale cumulata a/a	mar	5.9	%	6.5
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mar	3.0	%	3.6
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mar	4.1	%	4.2
Produzione industriale a/a	mar	5.9	%	7.7
Vendite al dettaglio a/a	mar	4.0	%	4.2

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

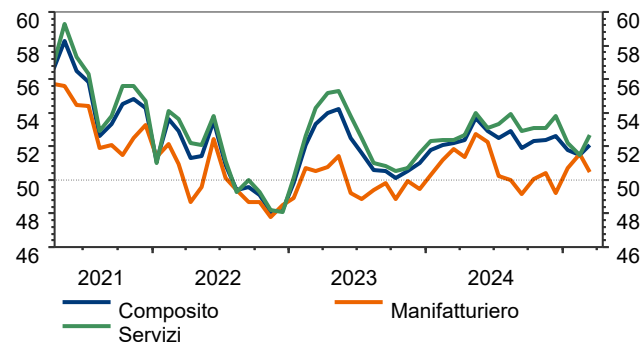
Fonte: LSEG Datastream

Cina: dati di marzo 2025 e PIL del 1° trimestre. La crescita del PIL è rimasta elevata nel 1° trimestre del 2025, a 5,4% a/a, invariata rispetto al 4° trimestre 2024, trainata dall'accelerazione del settore industriale. Su base trimestrale la dinamica è, tuttavia, rallentata, passando da 1,6% t/t nel 4° trimestre a 1,2% t/t nel 3° trimestre, in linea con le nostre attese. I dati relativi al mese di marzo indicano, comunque, un recupero dell'attività economica alla fine del trimestre, sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda, ancora sostenuto dalla buona performance delle esportazioni e dalle misure di stimolo ai consumi. Riteniamo che il supporto monetario e fiscale possa assicurare che la crescita non scenda al di sotto del 4% nel 2025 nonostante i dazi introdotti la scorsa settimana.

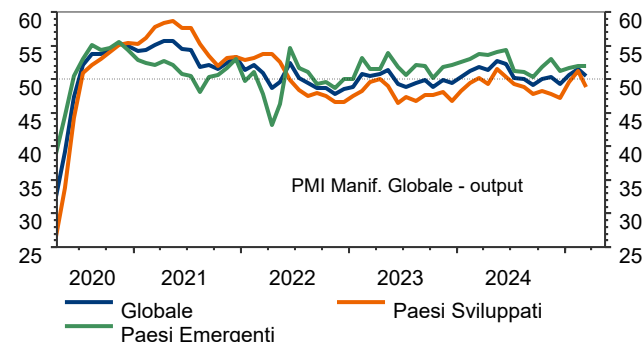
Cina: commercio estero marzo 2025. Mentre le esportazioni sono salite più delle attese di consenso in marzo, le importazioni hanno sorpreso al ribasso. Il 1° trimestre del 2025 si è chiuso con un aumento delle esportazioni del 5,7% a/a, una dinamica ancora positiva ma in rallentamento rispetto al +9,9% del 4° trimestre 2025. Al contrario, la contrazione delle importazioni, del 7,0% a/a nel 1° trimestre, si è accentuata rispetto a quella dell'1,7% a/a nel 4° trimestre 2024. L'anticipo degli ordini potrebbe ancora sostenere l'export nel 2° trimestre vista la sospensione temporanea dei dazi reciproci e di quelli sull'elettronica annunciate dagli USA la scorsa settimana.

Ciclo Reale

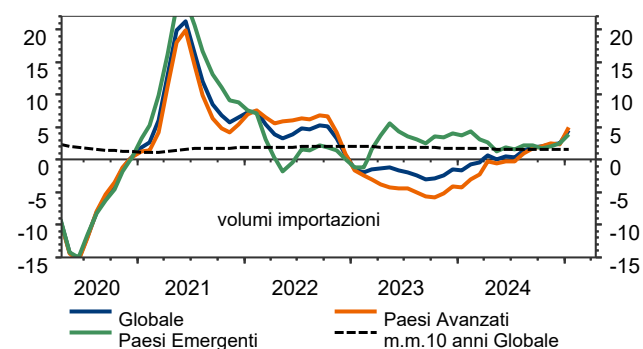
PMI globale: manifatturiero e servizi



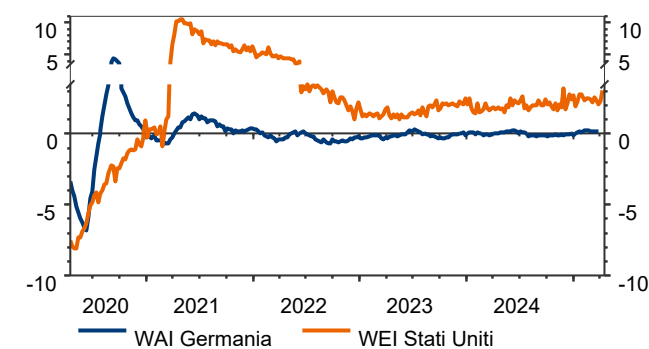
PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



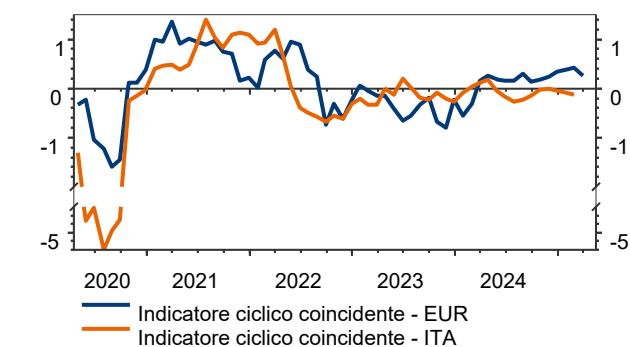
Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



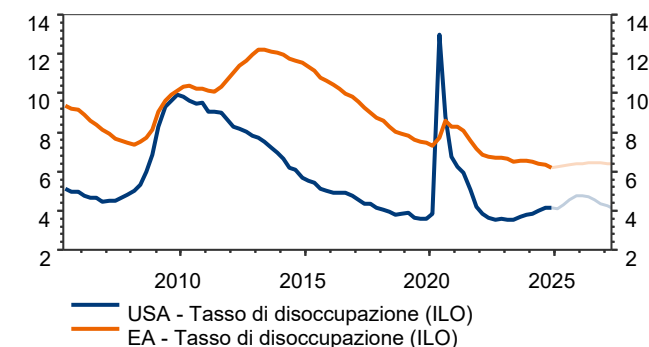
Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia

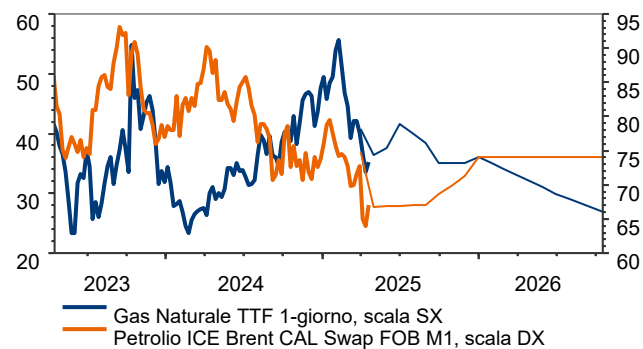


Tasso di disoccupazione (ILO)



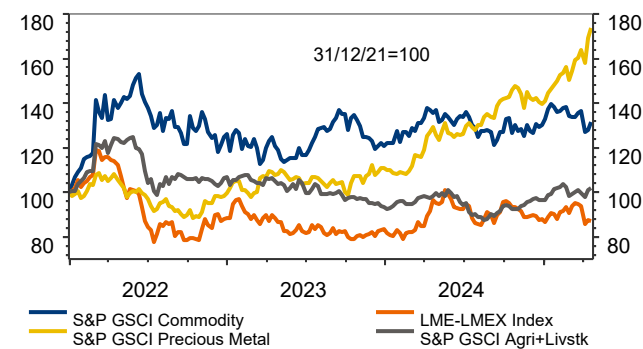
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



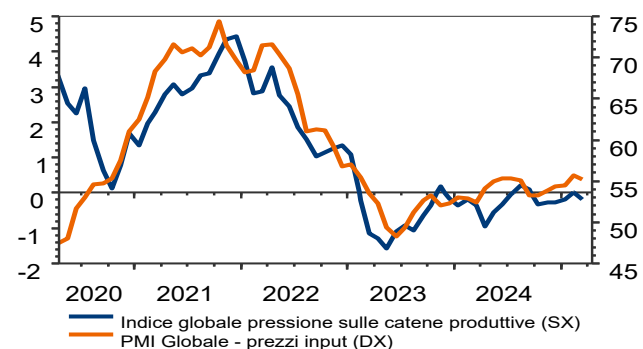
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



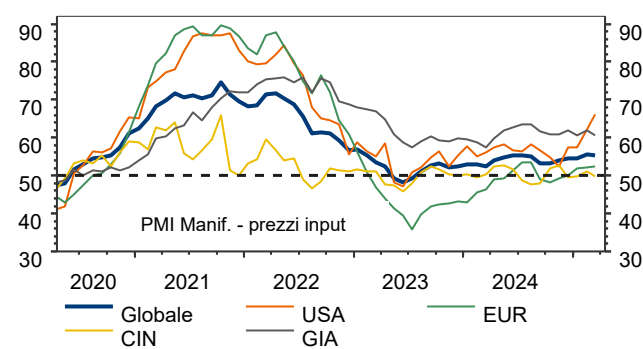
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



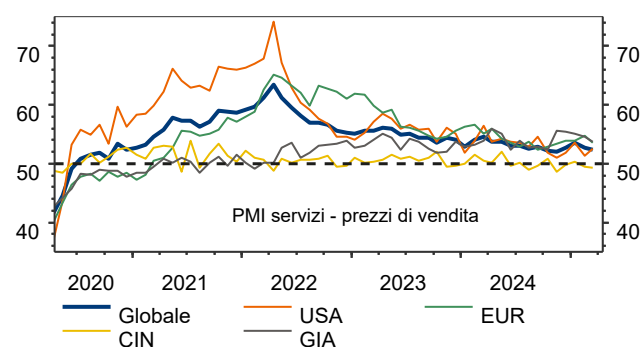
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



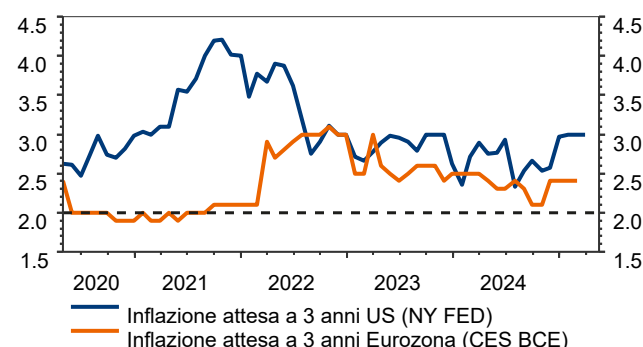
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

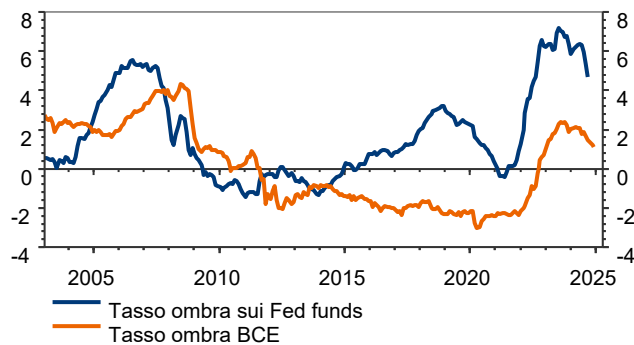
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

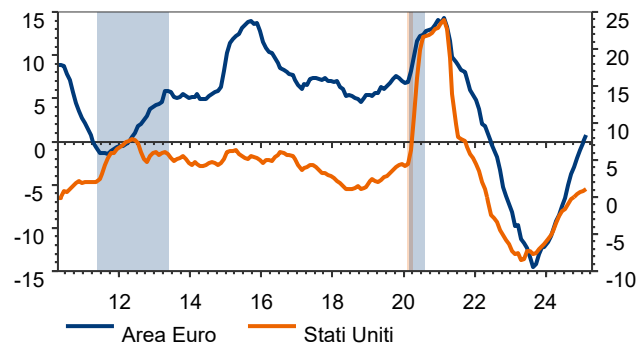
Condizioni Finanziarie

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



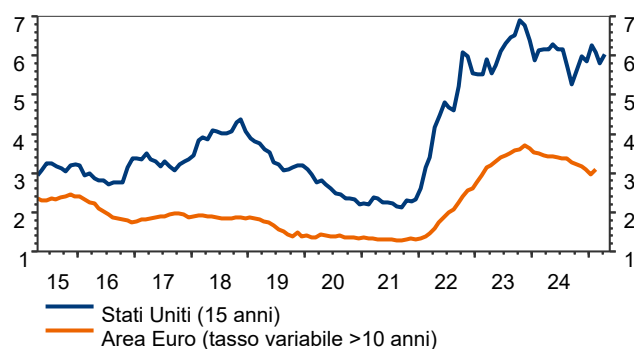
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



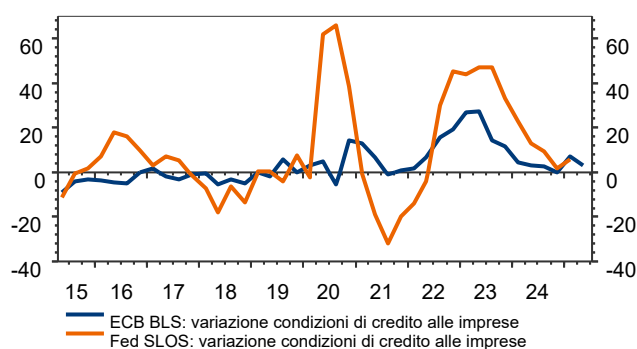
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



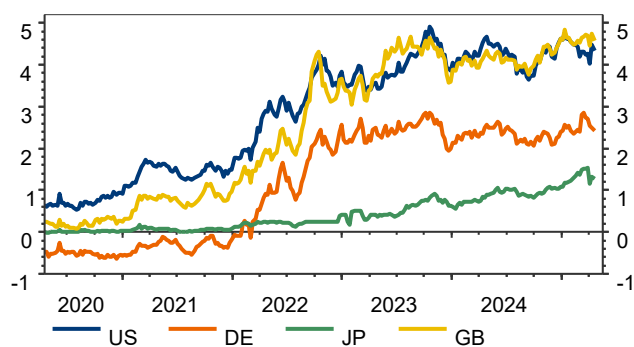
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



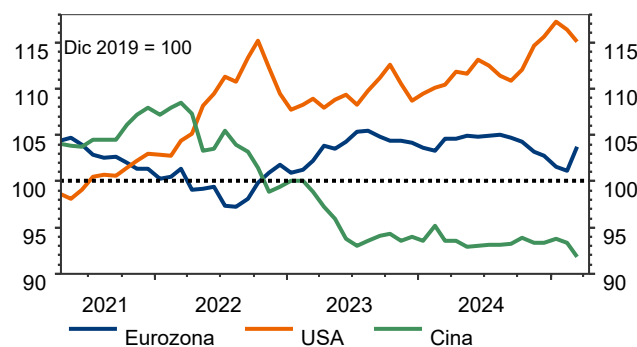
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

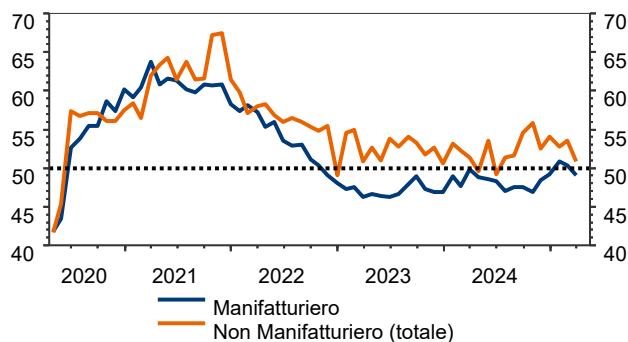
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

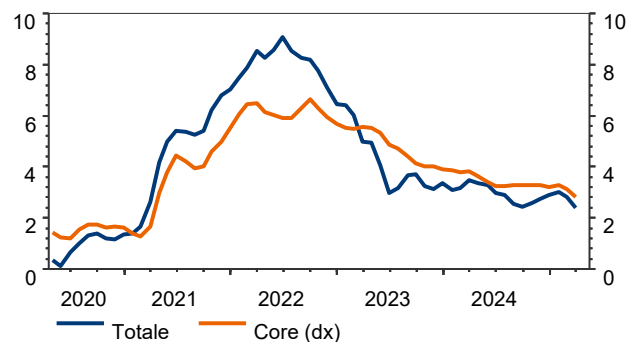
Stati Uniti

Indagini ISM



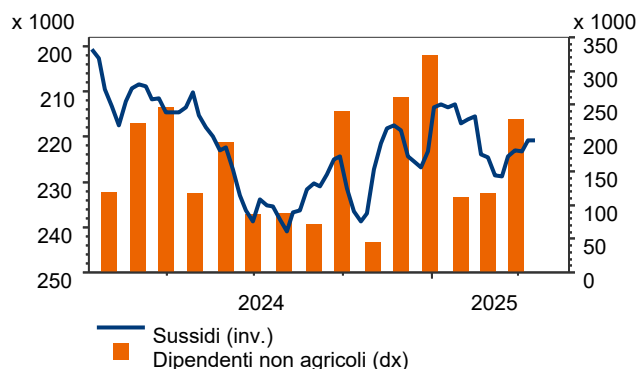
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



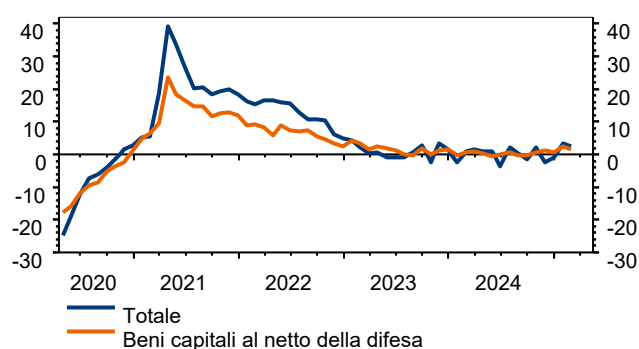
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

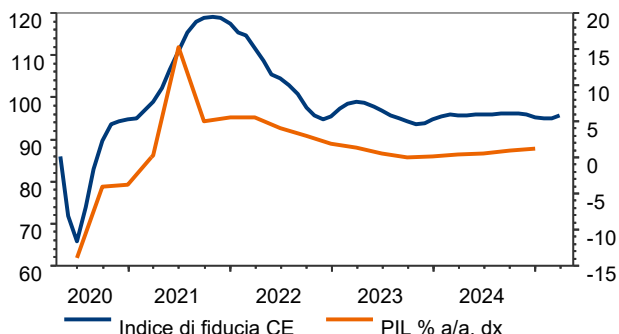
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025						2026
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.4	1.7	3.0	2.7	2.5	2.4	1.9	1.0	0.5	0.5
- trim./trim. annualizzato				3.0	3.1	2.5	1.2	1.0	-0.6	0.2	1.5
Consumi privati	2.8	2.0	1.4	2.8	3.7	4.0	1.3	1.5	0.0	0.1	1.0
IFL - privati non residenziali	3.6	1.9	3.5	3.9	4.0	-2.9	4.7	2.4	-0.7	3.4	3.4
IFL - privati residenziali	4.2	1.9	3.0	-2.8	-4.3	5.5	3.0	3.0	1.0	3.0	4.0
Consumi e inv. pubblici	3.4	2.1	1.5	3.1	5.1	3.1	1.5	1.0	0.6	0.8	0.8
Esportazioni	3.3	3.4	4.5	1.0	9.6	-0.2	4.1	3.2	3.1	3.7	4.5
Importazioni	5.3	5.4	4.9	7.6	10.7	-1.9	9.1	5.0	4.1	5.0	4.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.2	0.1	0.9	-0.2	-0.8	0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.3
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	3.1	3.3	3.2	2.6	2.7	2.7	2.6	3.4	3.8	3.7
Produzione industriale	-0.3	1.5	2.0	0.6	-0.1	-0.3	1.4	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

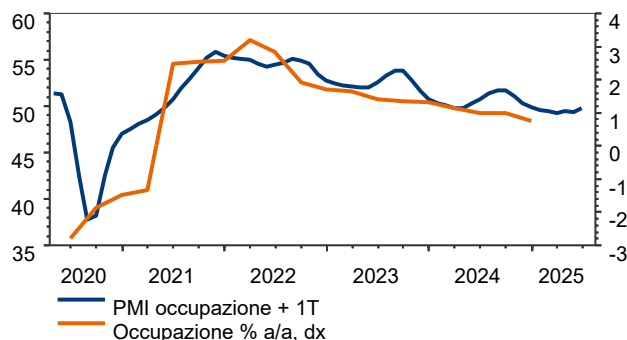
Area euro

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	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.5	125.2	122.0	127.9	2.0	2.5	2.6	1.8
mag-25	128.9	125.5	122.4	128.2	2.0	2.4	2.4	1.9
giu-25	129.3	125.9	122.8	128.6	2.1	2.4	2.4	2.0
lug-25	129.2	125.8	122.6	128.5	2.1	2.3	2.4	2.0
ago-25	129.5	126.1	122.9	128.8	2.2	2.3	2.4	2.1
set-25	129.7	126.3	123.1	129.0	2.5	2.4	2.5	2.3
ott-25	130.0	126.5	123.4	129.2	2.3	2.3	2.4	2.2
nov-25	129.5	126.1	122.8	128.8	2.3	2.4	2.5	2.2
dic-25	129.9	126.5	123.3	129.2	2.2	2.4	2.5	2.0
Media	128.9	125.3	122.1	128.2	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	129.1	125.4	122.1	128.3	1.9	2.3	2.5	1.7
feb-26	129.6	126.0	122.7	128.8	1.9	2.2	2.4	1.7
mar-26	130.7	127.1	124.0	129.8	2.1	2.3	2.5	1.9
apr-26	131.3	128.0	124.9	130.5	2.2	2.2	2.4	2.0
mag-26	131.7	128.3	125.3	130.8	2.2	2.2	2.4	2.0
giu-26	131.9	128.6	125.4	131.0	2.0	2.1	2.2	1.9
lug-26	131.5	128.4	125.3	130.7	1.8	2.1	2.2	1.7
ago-26	131.8	128.7	125.6	131.0	1.8	2.1	2.2	1.7
set-26	132.1	129.0	125.9	131.3	1.8	2.2	2.2	1.8
ott-26	132.4	129.2	126.1	131.6	1.9	2.1	2.2	1.8
nov-26	132.0	128.8	125.5	131.2	1.9	2.2	2.2	1.9
dic-26	132.2	129.2	125.8	131.4	1.8	2.1	2.0	1.7
Media	131.4	128.1	124.9	130.5	1.9	2.2	2.3	1.8

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

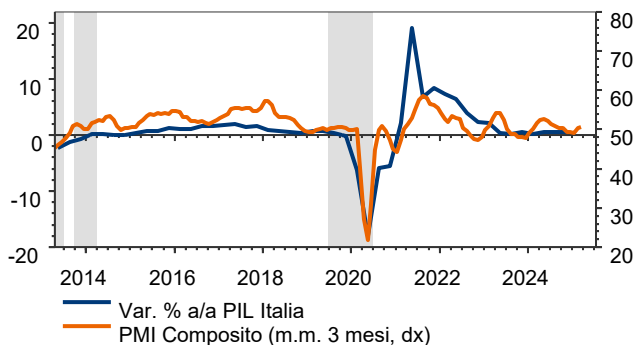
Previsioni

	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	1.1	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	-1.9	0.5	2.3	-2.5	1.8	0.7	-0.7	0.4	0.7
Consumi pubblici	2.7	1.5	1.2	1.1	0.9	0.5	0.2	0.1	0.4
Esportazioni	1.0	0.1	1.4	1.5	-1.3	0.0	0.9	-0.7	0.6
Importazioni	0.3	2.0	2.7	1.1	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	0.0	0.4	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4						
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	2.0	1.9
Produzione industriale (a/a)	-3.0	-0.3	1.6	-4.0	-1.8	-1.6	0.1	-1.0	0.3
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.2	6.2	6.4	6.5
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: Intesa Sanpaolo

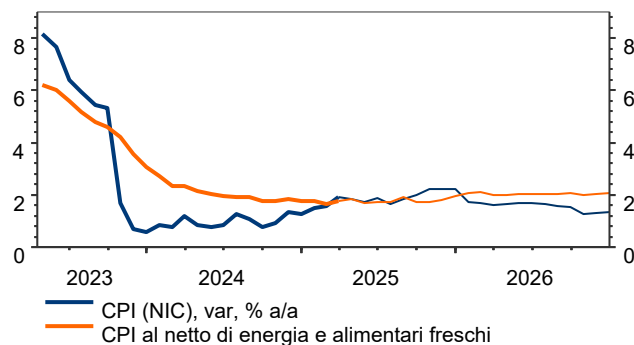
Italia

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	120.9	120.9	1.7	1.5	1.4	1.3
feb-25	122.5	122.1	121.2	121.1	1.7	1.6	1.6	1.5
mar-25	124.4	122.5	121.5	121.4	2.1	1.9	1.8	1.7
apr-25	125.3	122.5	121.7	121.6	2.4	1.8	2.0	1.9
mag-25	125.5	122.7	121.8	121.7	2.3	1.7	1.9	1.8
giu-25	125.8	122.9	121.8	121.7	2.4	1.9	2.0	1.9
lug-25	124.2	123.2	121.8	121.8	2.0	1.7	1.5	1.5
ago-25	124.2	123.6	122.1	122.0	2.2	1.8	1.6	1.6
set-25	125.9	123.6	122.4	122.3	2.3	2.0	2.0	1.9
ott-25	126.2	123.9	122.3	122.3	2.3	2.2	1.9	1.8
nov-25	125.9	123.8	122.1	122.1	2.1	2.2	1.8	1.7
dic-25	126.0	123.9	122.3	122.2	2.1	2.2	1.8	1.7
Media	124.9	123.1	121.8	121.8	2.1	1.9	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	124.5	124.0	122.4	122.3	1.7	1.7	1.2	1.2
feb-26	124.5	124.2	122.6	122.5	1.7	1.7	1.2	1.2
mar-26	126.4	124.5	123.0	122.8	1.6	1.6	1.2	1.2
apr-26	126.9	124.5	122.9	122.7	1.3	1.6	1.0	0.9
mag-26	127.2	124.7	123.0	122.8	1.3	1.7	1.0	0.9
giu-26	127.6	125.0	123.3	123.1	1.4	1.7	1.2	1.1
lug-26	126.1	125.3	123.6	123.4	1.5	1.7	1.4	1.3
ago-26	126.1	125.6	123.9	123.7	1.5	1.6	1.5	1.4
set-26	127.6	125.5	123.8	124.0	1.4	1.5	1.2	1.4
ott-26	128.3	125.5	123.8	124.0	1.7	1.3	1.3	1.4
nov-26	128.2	125.4	124.1	124.0	1.8	1.3	1.6	1.5
dic-26	128.4	125.5	124.3	124.2	1.9	1.3	1.6	1.6
Media	126.8	125.0	123.4	123.3	1.6	1.6	1.3	1.3

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	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.5	-3.2	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	136.9	138.6								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	1.1	2.1	1.6	0.9	1.2	1.3	1.8	2.4	2.2	2.2	1.7
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

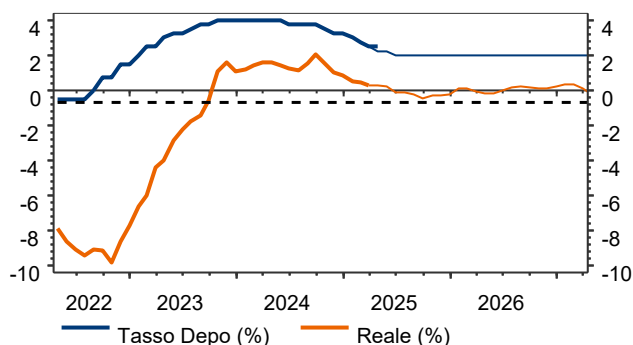
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	17/4	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	2.13	2.03	1.99	1.98	1.97
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	2.18	2.10	2.01	2.00	2.03

Nota: * Deposit facility rate pari al 2.25% dal 23/04/25. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

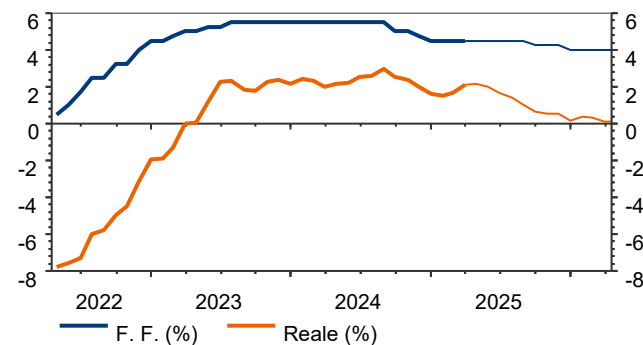


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	17/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00
OIS 3m	4.59	4.32	4.30	4.27	4.31	4.25	4.09	4.16

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

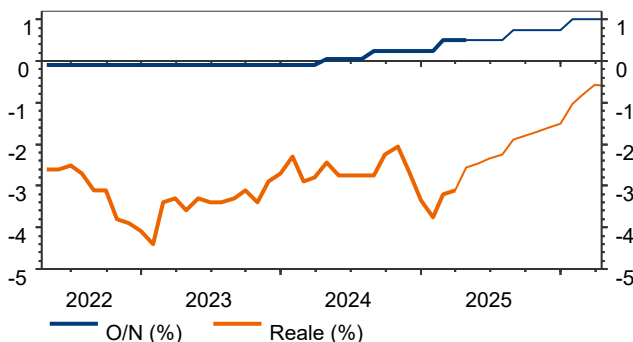


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	17/4	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	0.49	0.65	0.80	0.90	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

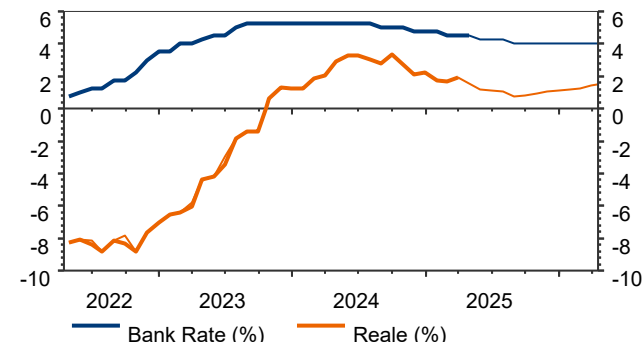


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	17/4	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	4.24	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	18/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.07	1.08	1.03	1.09	1.1368	1.12	1.10	1.08	1.06	1.08
USD/JPY	134	155	150	156	149	142.35	143	142	141	140	137
GBP/USD	1.24	1.24	1.30	1.22	1.30	1.3259	1.32	1.31	1.30	1.28	1.32
EUR/CHF	0.98	0.97	0.94	0.94	0.96	0.9301	0.92	0.93	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	147	165	163	160	164	161.84	160	156	152	149	147
EUR/GBP	0.88	0.86	0.83	0.84	0.84	0.8572	0.85	0.84	0.83	0.83	0.82

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