INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

Il punto

Nell'area euro, i dati attesi la prossima settimana sul PIL nel 1° trimestre 2025 potrebbero mostrare una tenuta della crescita. Anche le indagini di fiducia di aprile, soprattutto nel settore manifatturiero, sono state meno negative del previsto: l'anticipo delle consegne verso gli USA per evitare i dazi sta fornendo un sostegno all'attività industriale, che però sarà di breve durata. Nel frattempo, l'inflazione è attesa rallentare al 2% ad aprile e, in generale, nei prossimi mesi potrebbe frenare più del previsto per effetto del calo dei prezzi energetici e del recente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro: è in aumento la probabilità che la BCE in estate possa considerare di portare il tasso depo sotto il 2%.

Negli Stati Uniti, ci sono indizi di possibile de-escalation nella guerra commerciale, mentre si moltiplicano i segnali di indebolimento dell'attività economica nonché di pressioni al rialzo sui prezzi.

Area euro

■ **Questa settimana:**

- **Eurozona, PMI flash (aprile):** il PMI composito è calato lievemente più del previsto (a 50,1 da 50,9), non per effetto del settore manifatturiero (anzi in lieve recupero, per il quarto mese) ma di un'espansione più fiacca nei servizi. È probabile che l'anticipo delle consegne per evitare i dazi USA abbia sostenuto il manifatturiero (si nota infatti un aumento degli ordinativi dall'estero), tuttavia il sollievo sarà solo temporaneo e nei prossimi mesi la contrazione dell'attività nell'industria potrebbe tornare ad aggravarsi. Ciò in un contesto in cui anche i servizi vanno indebolendosi (le attese sull'attività futura sono rallentate al livello più basso da 5 anni). Nel complesso, il dato segnala che la crescita del PIL Eurozona, dopo un inizio d'anno tutto sommato favorevole, potrebbe mostrare una sostanziale stagnazione nei trimestri centrali del 2025.
- **Germania, IFO (aprile)**. L'IFO è salito a sorpresa, trainato da un miglioramento delle valutazioni delle imprese sulla situazione corrente, a fronte di un calo tutto sommato modesto delle aspettative per il futuro. In sostanza, le indicazioni sono state assai meno negative di quelle che erano giunte dall'indagine ZEW (che come noto, essendo

Le esportazioni dall'Eurozona verso gli Stati Uniti sono risalite sensibilmente nei primi mesi del 2025, per via di anticipi di consegne finalizzati a evitare i dazi

Nota: variazione % a/a. Fonte: Eurostat

24 aprile 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

condotta non presso gli imprenditori ma tra investitori e analisti finanziari, è assai più sensibile all'andamento dei mercati azionari). L'indagine conferma che **l'anticipo delle consegne verso gli USA per evitare i dazi sta fornendo un sostegno all'attività manifatturiera, che però necessariamente sarà di breve durata.**

- **La stima flash dell'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea ha visto un calo più ampio del previsto ad aprile**, da -14,5 a -16,7: si tratta del nuovo minimo dal novembre del 2023.

■ **La prossima settimana:**

- **PIL (1° trimestre 2025)**: ci attendiamo che il ritmo di espansione dell'attività economica nell'**area euro** possa essere pari a 0,2% t/t nei primi tre mesi dell'anno, in linea con il trimestre precedente. I nostri modelli di nowcasting suggeriscono la presenza di rischi verso l'alto: non è da escludere che l'anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti in vista dell'annuncio dei dazi possa aver fornito un sostegno temporaneo. Nelle nostre stime scontiamo però una contrazione del PIL irlandese dopo il balzo di fine 2024, tale da sottrarre circa un decimo alla crescita nell'insieme dell'Eurozona.
  - **Germania**. Ci aspettiamo un rimbalzo di 0,2% t/t da -0,2% t/t precedente, per effetto di un recupero del manifatturiero dopo quasi due anni di contrazione ininterrotta, nonché di un settore edilizio che ha beneficiato di condizioni metereologiche favorevoli.
  - **Francia**. Dopo che la flessione di -0,1% t/t a fine 2024 era dovuta al venir meno del supporto fornito dai Giochi Olimpici estivi, prevediamo un rimbalzo di 0,2% t/t.
  - **Italia**. Ci attendiamo una lieve accelerazione a 0,2% t/t, da 0,1% precedente: nel 4° trimestre 2024 è emerso un disallineamento tra i dati trimestrali di contabilità nazionale e quelli mensili sulla produzione industriale, probabilmente anche per via di problematiche nella destagionalizzazione: pertanto, potrebbe essere fuorviante fare affidamento sui dati mensili disponibili ma, come suggerito dalle indagini di fiducia, sia i servizi che l'industria dovrebbero aver contribuito positivamente alla formazione del valore aggiunto. Dal lato della domanda, l'espansione dovrebbe essere spiegata soprattutto dall'apporto positivo della domanda estera.
  - **Spagna**. L'attività economica dovrebbe essere rimasta su ritmi robusti, ben superiori alla media dell'area, a 0,7% t/t da 0,8% precedente.
  - **Belgio**. La crescita è attesa stabile allo 0,2% t/t.
- **Inflazione (aprile)**: in **Eurozona** il calo dei prezzi dell'energia dovrebbero aver contribuito a frenare l'inflazione, stimiamo al 2% a/a da un precedente 2,2%. L'indice al netto di energia e alimentari freschi è atteso invariato al 2,5% a/a in quanto è probabile che i servizi tornino ad accelerare, riteniamo temporaneamente, per via dell'effetto base dovuto alla diversa tempistica della Pasqua rispetto al 2024. In prospettiva, come riconosciuto anche dal governatore della banca centrale olandese Knot, **l'inflazione, almeno nel breve termine, potrebbe rallentare più velocemente del previsto per effetto della discesa dei prezzi energetici e del recente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro: a nostro avviso, è in aumento la probabilità che la BCE possa portare il tasso depo sotto il 2% entro settembre.** In **Italia** l'inflazione è attesa stabile al 2,1% a/a su base armonizzata e in calo di un decimo all'1,8% a/a sull'indice nazionale. Infine, l'IPCA è atteso in calo di due decimi al 2,1% a/a in **Germania** e stabile allo 0,9% a/a in **Francia**.
- **Indice ESI Commissione europea (aprile)**: atteso un calo, dovuto soprattutto ai servizi (oltre che dalla fiducia dei consumatori). L'indice potrebbe flettere a 94,5 da 95,2 di marzo. Il clima di fiducia tra le imprese industriali dovrebbe risultare poco variato a -10,5, mentre il sentiment nei servizi è atteso rallentare a 0,5 da 2,4 precedente.
- **Italia: indagini di fiducia (aprile)**: le rilevazioni Istat sul morale di famiglie e imprese dovrebbero registrare un peggioramento sulla scia dell'inasprimento dei dazi statunitensi

e dei suoi effetti in termini di maggiore incertezza del contesto globale e di volatilità dei mercati finanziari. Il morale delle famiglie potrebbe vedere un calo a 94,5 da 95 precedente. L'indice IESI è visto a 93 da 93,3, mentre la flessione potrebbe essere più ampia per la fiducia delle aziende manifatturiere, vista a 85,2 da 86 di marzo.

- **Mercato del lavoro (marzo)**. In **Italia**, dopo l'inatteso calo di febbraio, ci aspettiamo che il tasso di disoccupazione sia risalito al 6% da un precedente 5,9%, su livelli comunque ancora compressi in prospettiva storica. Anche in **Eurozona** vediamo un aumento di un decimo, al 6,2%.

Stati Uniti

- **Nell'ultima settimana:**
  - **Politica commerciale, segnali di de-escalation.** Il Segretario al Tesoro Scott Bessent ha definito insostenibile l'attuale livello dei dazi tra Stati Uniti e Cina (pari rispettivamente, almeno in termini nominali, a 145% e 125%), pur prospettando 2-3 anni per un accordo strutturale; anche Trump ha dichiarato che **le barriere tariffarie nei confronti di Pechino scenderanno dai livelli attuali**, pur non azzerandosi (secondo il *Wall Street Journal*, si potrebbe arrivare a 50-65%). La Cina si attende però un passo unilaterale da parte americana e ha negato che vi siano trattative in corso. Nel frattempo, la Casa Bianca ha dichiarato di aver ricevuto **proposte di accordi commerciali da 18 paesi**. In particolare, secondo *Politico* Washington sarebbe vicina a un "Memorandum of Understanding" con India e Giappone che potrebbe essere replicato nei confronti di altri partner commerciali. Infine, secondo il *Financial Times*, l'amministrazione USA starebbe valutando di **esentare da alcuni dazi i produttori di automobili**.
  - **Indagini di aprile in calo**. Dopo la flessione registrata venerdì scorso dall'indice manifatturiero della **Richmond Fed** e da quello non manifatturiero della **Philadelphia Fed** (quest'ultimo ai minimi dal 2020), anche **il PMI composito è sceso (più del previsto) ad aprile**, a 51,2 da 53,5 di marzo: si tratta di un minimo da 16 mesi. Ha inciso il rallentamento dei servizi (51,4 da 54,4), mentre l'indice manifatturiero è migliorato a sorpresa a 50,7 da 50,2. **I prezzi pagati nel manifatturiero sono saliti a un massimo da agosto 2022.**
  - **Politica monetaria: appare in crescita il numero di banchieri centrali che esprimono preoccupazioni per i rischi inflazionistici derivanti dalla politica commerciale**. Tra i membri votanti del FOMC, Jefferson (Vice Chair), Goolsbee (Chicago Fed) e Kugler (Board) hanno sottolineato che i dazi potrebbero esercitare pressioni sui prezzi più persistenti del previsto, rendendo opportuna una linea più attendista sui tassi. Tra i non votanti, Kashkari (Minneapolis Fed) ha ribadito la necessità di evitare il "disancoraggio" delle aspettative d'inflazione, pur riconoscendo che i dazi agiscono anche come freno alla crescita. Intanto, il 23 aprile Trump ha escluso di voler licenziare Powell, dopo aver dichiarato il giorno prima di aver valutato tale opzione per mesi.
  - Il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 6-7 maggio prossimo ha evidenziato che l'attività economica è rimasta pressoché stabile, con un aumento modesto in pochi distretti e un lieve calo in altri. La spesa dei consumatori al netto delle auto è diminuita, mentre le vendite di veicoli sono cresciute in vista dei rincari legati ai dazi. L'occupazione è risultata stabile o in lieve aumento, con un rallentamento delle assunzioni nel settore pubblico e nei comparti che beneficiano di sussidi federali. I salari sono cresciuti a un ritmo moderato. I prezzi sono aumentati, e molte imprese prevedono di trasferire ai clienti i maggiori costi dovuti ai dazi. In generale, **le prospettive in diversi distretti sono peggiorate notevolmente a causa dell'aumento dell'incertezza economica, in particolare in merito alle politiche commerciali.**
- **La settimana prossima:**
  - **PIL 1° trimestre: le attese di consenso sono per un rallentamento a 0,4% t/t ann.** (la nostra stima è meno pessimistica, a 1,2%). La spiegazione principale sta nell'impennata dell'import a inizio anno, finalizzata a evitare l'annunciato inasprimento delle barriere

commerciali (la domanda domestica, in particolare per consumi, dovrebbe aver mantenuto un buon ritmo di espansione). In ogni caso, a nostro avviso **gli effetti della stretta sulla politica commerciale si vedranno soprattutto nella seconda metà dell'anno**. Anche dopo la recente revisione al ribasso della nostra stima sul PIL nel biennio in corso (di tre decimi, a 1,4% per il 2025 e al 1,7% per il 2026), i rischi rispetto al nuovo profilo previsivo restano a nostro avviso orientati verso il basso.

- **Employment report (aprile): atteso un netto rallentamento nella creazione di nuovi posti di lavoro**, a circa 125 mila occupati dopo i 228 mila di marzo. Il tasso di disoccupazione è visto stabile al 4,2% (con, a nostro avviso, rischi al rialzo). La crescita dei salari orari medi è attesa stabile a 0,3% m/m.
- **Redditi, spesa e deflatori PCE (marzo): reddito e spesa personale dovrebbero aver mantenuto ritmi ancora piuttosto robusti**, entrambi a 0,4% m/m (da 0,8% e 0,4% di febbraio, rispettivamente). Viceversa, **i deflatori dovrebbero risultare in marcata decelerazione**, con il PCE headline invariato nel mese e a 2,2% da 2,5% a/a e l'indice core a 0,1% m/m da 0,4% e in rallentamento a 2,6% da 2,8% a/a.
- **ISM manifatturiero (aprile): atteso un nuovo calo** a 47,9 da 49. L'indagine dovrebbe anche mostrare un ulteriore aumento dei prezzi pagati (da 69,4 precedente, che già rappresentava un massimo da quasi tre anni) e un calo delle intenzioni di assunzione (già in territorio di contrazione a marzo, a 44,7).
- **Fiducia dei consumatori del Conference Board (aprile) prevista in netto ulteriore calo**, a 87 da 92,9, appesantita soprattutto dalla componente delle aspettative, in un quadro di aumento dei timori sia inflazionistici che occupazionali.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (28 aprile – 2 maggio)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente			Consenso
Mar	29/4	08:00	GER	Fiducia consumatori		mag	-24.5			
		09:00	SPA	PIL t/t prelim.	**	T1	0.8		%	
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim.		apr	2.2		%	
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		apr	95.0			
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	apr	86.0			
		11:00	BEL	PIL t/t prelim.		T1	0.2		%	
		11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mar	4.0		%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		feb	3.8		%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		feb	1.7		%	
		12:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	apr	95.2			
		12:00	EUR	Fiducia industria		apr	-10.6			
		12:00	EUR	Fiducia consumatori finale		apr	prel -16.7			
		12:00	EUR	Fiducia servizi		apr	2.4			
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim.		mar	-147.9		Mld $	
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		feb	4.7		%	
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		feb	0.2		%	
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	apr	92.9			88.5
Mer	30/4	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim.		mar	2.3		%	
		01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mar	1.3	~~(1.4)~~	%	
		03:30	CN	PMI composito - Caixin		apr	51.4			
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		apr	50.8			
		03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	apr	50.5			
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	apr	51.2			
		07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T1	-0.1		%	
		07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	mar	-0.1		%	
		08:00	GER	Prezzi import a/a		mar	3.6		%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		mar	4.9		%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	0.8		%	
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim.	*	apr	0.9		%	
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	apr	26		x1000	
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		apr	6.3		%	
		10:00	ITA	PIL a/a prelim.	*	T1	0.6		%	
		10:00	ITA	PIL t/t prelim.	**	T1	0.1		%	
		10:00	GER	PIL s.a. t/t prelim.	**	T1	-0.2		%	
		10:00	GER	PIL s.a. a/a prelim.	*	T1	-0.2		%	
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T1	0.2		%	
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T1	1.2		%	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim.	*	apr	2.1		%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	**	apr	0.3		%	
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim.	**	apr	1.6		%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	*	apr	1.9		%	
		12:00	ITA	PPI m/m	0	mar	0.7		%	
		12:00	ITA	PPI a/a	0	mar	6.2		%	
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim.	**	apr	0.3		%	
		14:00	GER	IPCA a/a prelim.	*	apr	2.3		%	
		14:00	GER	IPCA m/m prelim.	**	apr	0.4		%	
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim.	*	apr	2.2		%	
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		apr	155		x1000	
		14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T1	2.4		%	0.4
		14:30	USA	Costo del lavoro	*	T1	0.9		%	0.9
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	apr	47.6			
		16:00	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mar	0.4		%	0.1
		16:00	USA	Deflatore consumi a/a	*	mar	2.5		%	
		16:00	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mar	0.4		%	0.4
		16:00	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mar	2.8		%	
		16:00	USA	Redditi delle famiglie m/m		mar	0.8		%	0.4

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

Calendario dei dati macroeconomici (28 aprile – 2 maggio) – continua

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Gio	1/5	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 48.5		
		07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		apr	34.1		
		10:30	GB	Credito al consumo		mar	1.358	Mld £	
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	apr	44.0		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		apr	50.7		
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		mar	0.7	%	
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	apr	49.0		47.9
Ven	2/5	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mar	2.4	%	
		01:30	GIA	Job to applicant ratio		mar	1.2		
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	apr	46.6		
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 48.2		
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 48.0		
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 48.7		
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	mar	5.9	%	
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		mar	4.7	Mld €	
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	apr	2.2	%	
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	apr	2.5	%	
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	mar	6.1	%	
		14:30	USA	Salari orari m/m		apr	0.3	%	0.3
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	apr	228	x1000	130
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	apr	4.2	%	4.2
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		mar	0.6	%	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mar	1.0	%	
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp. m/m finale	*	mar	0.7	%	

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 (28 aprile – 2 maggio)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	28/4	15:00	EUR		Discorso di Rehn (BCE)
Mar	29/4	11:40	GB		Discorso di Ramsden (BoE)
		16:00	EUR		Discorso di Holzmann (BCE)
Mer	30/4	13:00	GB		Discorso di Lombardelli (BoE)
Ven	2/5	10:00	EUR	*	La BCE pubblica il Bollettino Economico

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice anticipatore m/m	mar	-0.2	~~(-0.3)~~	%	-0.5	-0.7
Markit PMI Manif. prelim.	apr	50.2			49.1	50.7
Markit PMI Servizi prelim.	apr	54.4			52.5	51.4
Markit PMI Composito prelim.	apr	53.5				51.2
Vendite di nuove case (mln ann.)	mar	0.674	~~(0.676)~~	Mln	0.680	0.724
Richieste di sussidio	settim	215		x1000	222	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.885		Mln	1.875	
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mar	1.0		%	2.0	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mar	0.7		%	0.3	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mar	4.26		Mln	4.13	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	apr	50.8			50.8	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	apr	-15.1		
EUR	Fiducia consumatori flash	apr	-14.5	-15.5	-16.7
EUR	PMI servizi prelim	apr	51.0	50.5	49.7
EUR	PMI composito prelim	apr	50.9	50.3	50.1
EUR	PMI manifatturiero prelim	apr	48.6	47.5	48.7
FRA	PMI servizi prelim	apr	47.9	47.6	46.8
FRA	PMI manifatturiero prelim	apr	48.5	48.0	48.2
FRA	Fiducia consumatori	apr	92	91	92
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	apr	96	96	
GER	PMI servizi prelim	apr	50.9	50.2	48.8
GER	PMI manifatturiero prelim	apr	48.3	47.6	48.0
GER	IFO	apr	86.7	85.2	86.9
GER	IFO (sit. corrente)	apr	85.7	85.5	86.4
GER	IFO (attese)	apr	87.7	85.0	87.4

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

PMI area euro: il calo era atteso, ma il dettaglio sorprende. Ad aprile il PMI composito è calato più delle attese ma non per via della manifattura, il settore potenzialmente più esposto all'aumento dei dazi. Al contrario sono stati i servizi a registrare una flessione decisamente superiore al previsto. Nelle imprese industriali però i primi segnali di preoccupazione per l'inasprimento delle barriere commerciali emergono dal calo dell'indice sulla produzione futura a fronte di una buona tenuta per l'attività corrente, che potrebbe però essere anche in parte spiegata dall'anticipazione delle consegne a inizio mese in vista dell'applicazione dei dazi. È possibile che l'impatto dei dazi sull'economia europea non sia immediato ma in assenza di un vero e proprio ridimensionamento delle tensioni commerciali globali e di maggiore chiarezza sullo scenario i rischi restano prevalentemente al ribasso.

Germania: l'IFO sorprende al rialzo ad aprile. L'indice di fiducia IFO è inaspettatamente salito, sia pur lievemente, ad aprile grazie al miglioramento della valutazione della situazione corrente. Correggono, solo modestamente però, le aspettative. Lo spaccato settoriale evidenzia un calo del morale manifatturiero, penalizzato soprattutto dalle attese, a fronte di una attività corrente che potrebbe aver beneficiato dell'effetto di anticipazione delle consegne in vista dei dazi. Il comunicato stampa riporta inoltre come sia aumentata l'incertezza tra le imprese. L'indagine sembra dunque suggerire come, almeno per il momento, l'impatto delle tensioni commerciali sull'economia tedesca sia modesto e che la domanda interna potrebbe essere in fase di stabilizzazione in scia al taglio dei tassi. Nonostante i miglioramenti degli ultimi mesi i livelli degli

indici di fiducia rimangono però bassi e le barriere tariffarie continuano a rappresentare un fattore di rischio. Riteniamo quindi che il ciclo tedesco nei trimestri centrali dell'anno possa rimanere fragile.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	apr	48.4		48.5

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

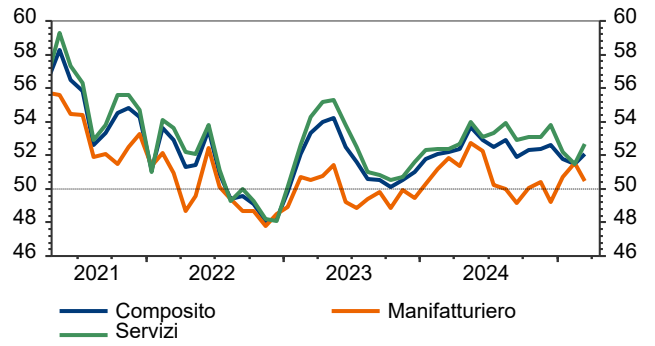
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	apr	3.10	%		3.10
Tasso prime rate a 5 anni	apr	3.60	%		3.60

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

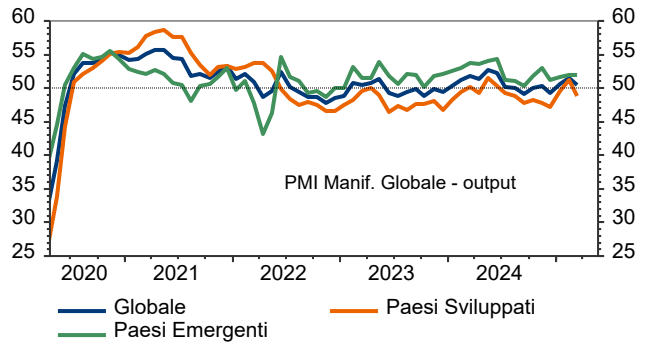
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



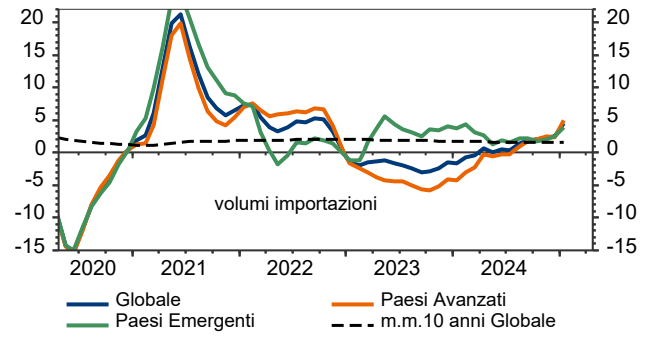
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



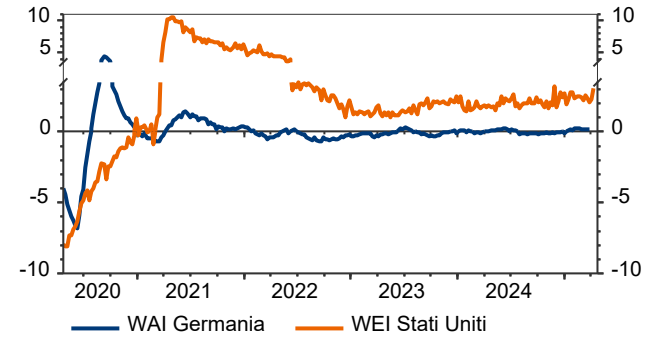
Fonte: S&P Global

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



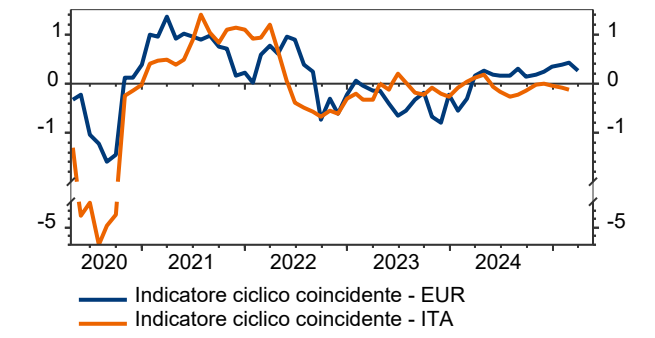
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



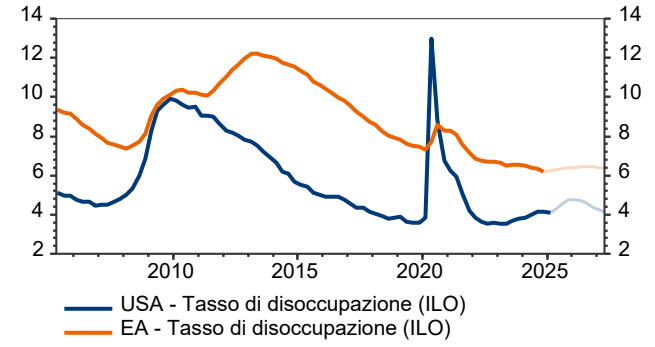
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

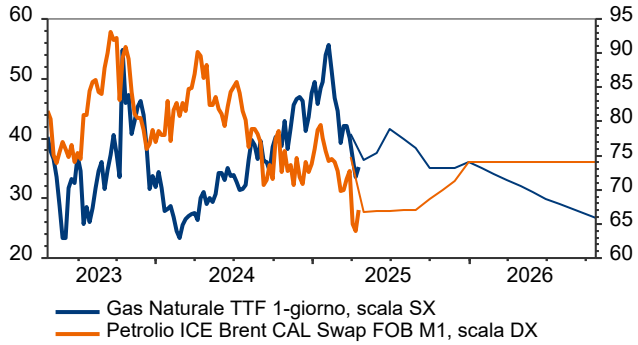
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

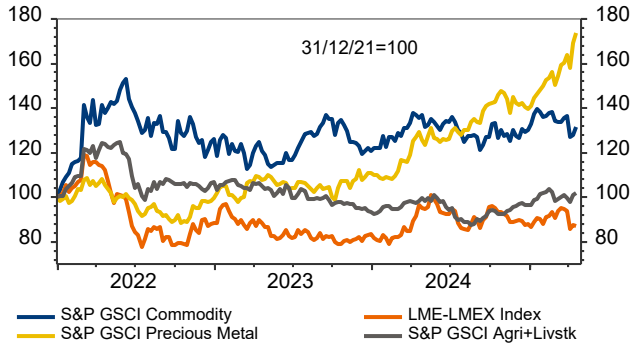
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



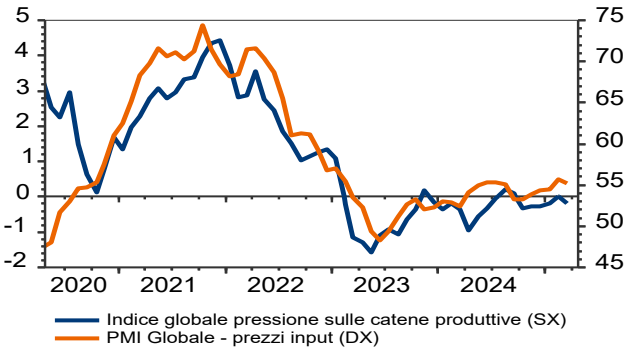
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



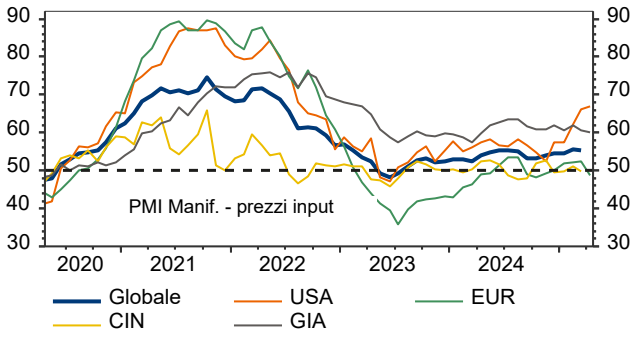
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



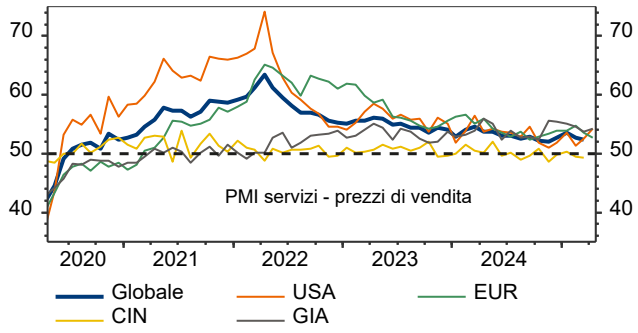
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



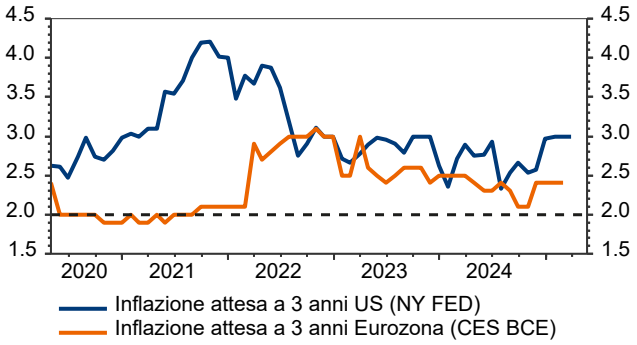
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

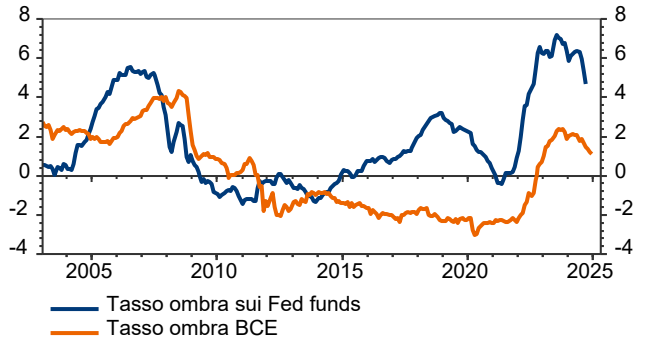
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

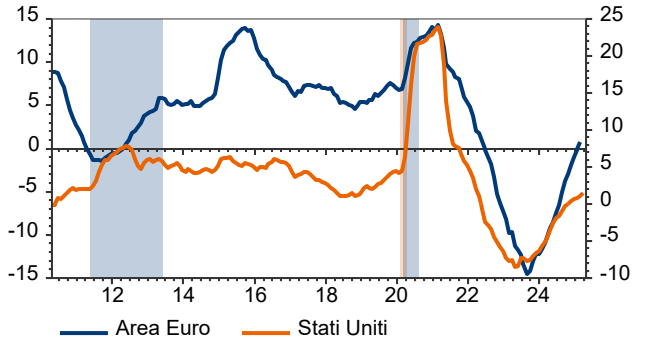
Condizioni Finanziarie

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



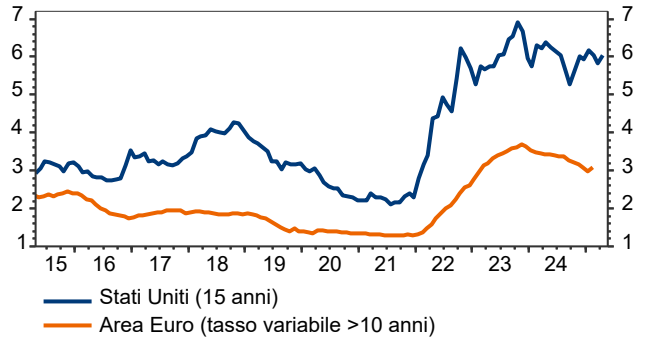
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



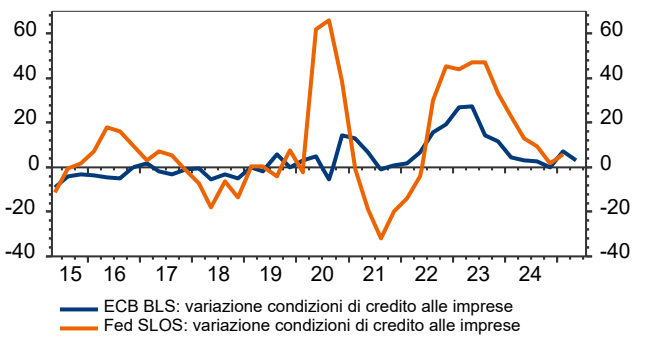
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



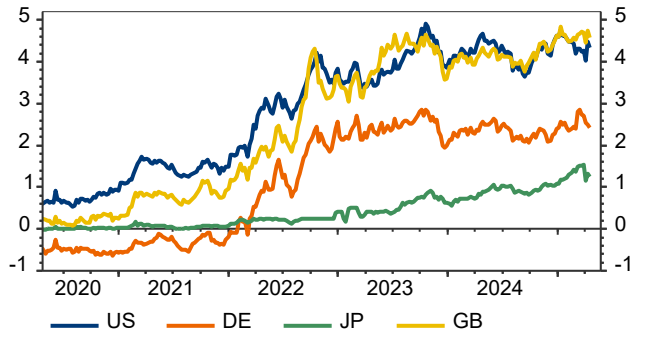
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



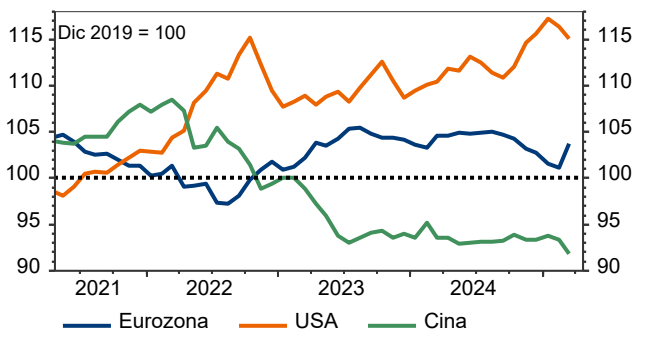
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

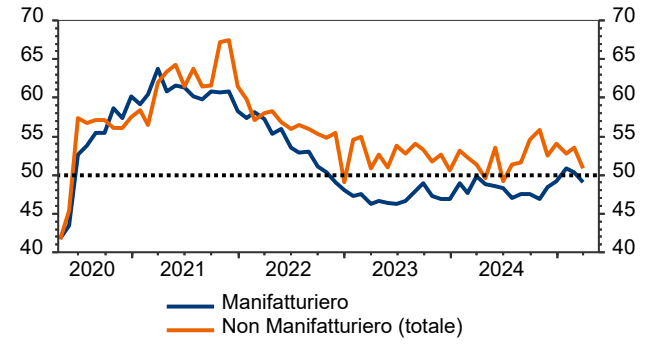
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

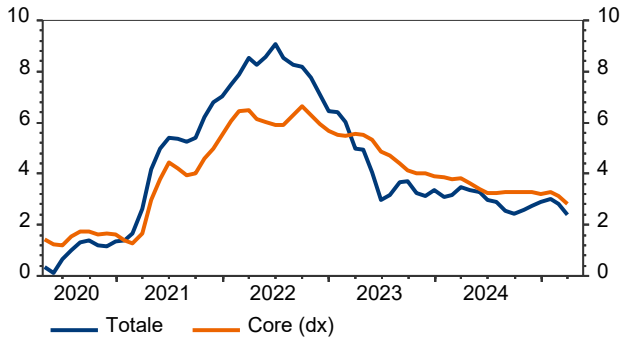
Stati Uniti

Indagini ISM



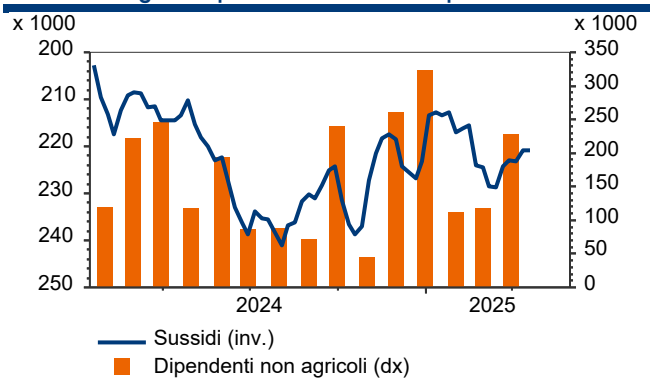
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



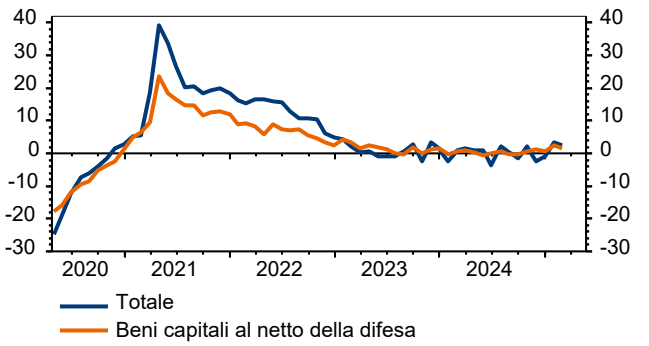
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

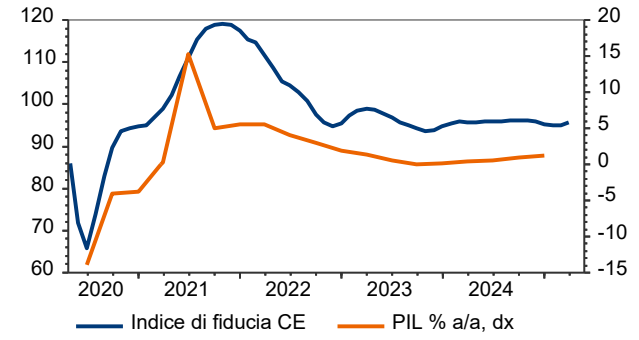
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025						2026
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	**2.8**	1.4	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

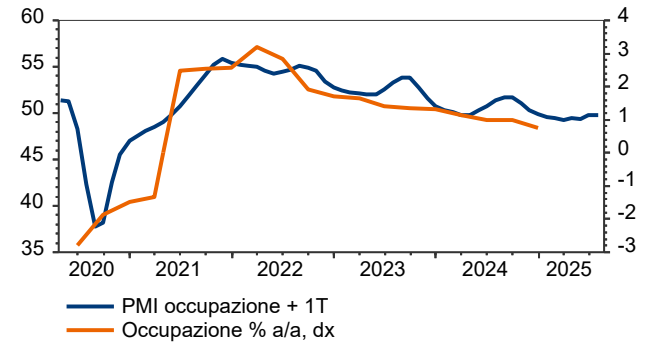
Area euro

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	Core BCE	Core ex AEAT	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	128.6	125.2	122.0	127.9	2.0	2.5	2.6	1.9
mag-25	128.8	125.5	122.4	128.2	2.0	2.4	2.4	1.9
giu-25	129.1	125.9	122.7	128.4	2.0	2.3	2.4	1.9
lug-25	129.0	125.7	122.5	128.3	1.9	2.3	2.4	1.8
ago-25	129.3	126.1	122.9	128.6	2.0	2.3	2.3	1.9
set-25	129.5	126.2	123.1	128.8	2.3	2.4	2.5	2.2
ott-25	129.8	126.5	123.4	129.0	2.1	2.3	2.4	2.0
nov-25	129.4	126.0	122.8	128.6	2.2	2.4	2.5	2.1
dic-25	129.8	126.4	123.3	129.1	2.2	2.4	2.5	1.9
Media	**128.8**	**125.3**	**122.1**	**128.1**	**2.1**	**2.4**	**2.5**	**2.0**

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	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	129.0	125.4	122.1	128.2	1.8	2.2	2.5	1.7
feb-26	129.6	126.0	122.7	128.7	1.8	2.2	2.4	1.6
mar-26	130.6	127.1	123.9	129.7	2.0	2.2	2.4	1.8
apr-26	131.3	127.9	124.8	130.3	2.1	2.2	2.3	1.9
mag-26	131.6	128.3	125.2	130.6	2.2	2.2	2.3	1.9
giu-26	131.8	128.5	125.3	130.7	2.1	2.1	2.0	1.8
lug-26	131.5	128.3	125.2	130.5	1.9	2.1	2.2	1.7
ago-26	131.7	128.7	125.5	130.7	1.9	2.1	2.1	1.7
set-26	132.0	129.0	125.8	131.0	2.0	2.2	2.2	1.8
ott-26	132.3	129.2	126.1	131.3	2.0	2.1	2.2	1.7
nov-26	132.0	128.8	125.5	130.9	2.0	2.2	2.2	1.8
dic-26	132.2	129.1	125.8	131.2	1.8	2.1	2.0	1.6
Media	**131.3**	**128.0**	**124.8**	**130.3**	**2.0**	**2.2**	**2.2**	**1.7**

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.

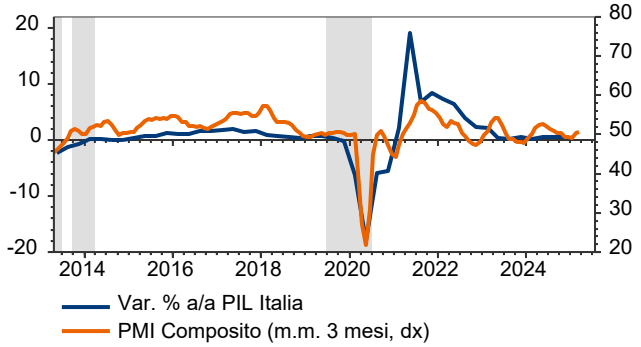
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025						2026
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	**0.8**	0.8	1.1	**0.5**	**1.0**	**1.2**	1.1	0.9	0.6	0.6	0.7
- t/t				**0.2**	**0.4**	**0.2**	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3
Consumi privati	**1.0**	1.3	1.5	**0.0**	**0.6**	**0.4**	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	**-1.9**	0.5	2.3	**-2.5**	**1.8**	**0.7**	-0.7	0.4	-0.1	0.7	0.7
Consumi pubblici	**2.7**	1.5	1.2	**1.1**	**0.9**	**0.5**	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	**1.0**	0.1	1.4	**1.5**	**-1.3**	**0.0**	0.9	-0.7	-0.3	0.4	0.6
Importazioni	**0.3**	2.0	2.7	**1.1**	**0.5**	**0.1**	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.3**	0.5	0.1	**0.2**	**0.5**	**-0.2**	0.0	0.4	0.3	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	**2.7**	2.2	2.4								
Deficit pubblico (% PIL)	**-3.1**	-2.5	-2.6								
Debito pubblico (% PIL)	**87.4**	88.6	89.0								
Prezzi al consumo (a/a)	**2.4**	2.1	2.0	**2.5**	**2.2**	**2.2**	**2.3**	2.0	2.1	2.2	1.9
Produzione industriale (a/a)	**-3.0**	-0.3	1.6	**-4.0**	**-1.8**	**-1.6**	0.1	-1.0	-0.7	0.4	0.3
Disoccupazione (%)	**6.4**	6.4	6.4	**6.4**	**6.3**	**6.2**	6.2	6.4	6.5	6.5	6.5
Euribor 3 mesi	**3.57**	2.21	2.02	**3.81**	**3.56**	**3.00**	**2.57**	2.22	2.03	2.01	2.02

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

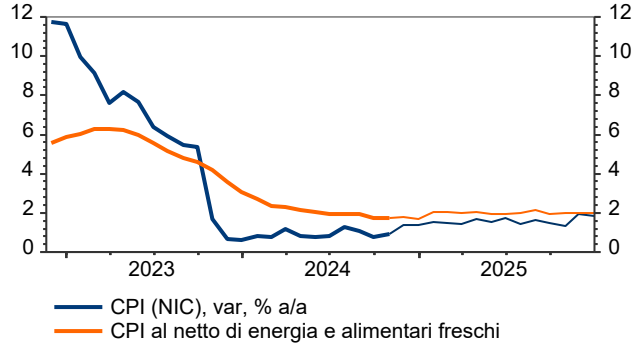
Italia

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	124.9	122.5	121.4	121.3	2.1	1.8	1.8	1.7
mag-25	125.1	122.7	121.4	121.3	1.9	1.7	1.6	1.5
giu-25	125.5	122.9	121.6	121.5	2.1	1.9	1.8	1.7
lug-25	124.1	123.2	121.9	121.8	1.9	1.7	1.6	1.5
ago-25	124.1	123.6	122.3	122.2	2.1	1.8	1.8	1.7
set-25	125.7	123.6	122.3	122.2	2.2	2.0	1.9	1.8
ott-25	126.4	123.9	122.5	122.4	2.4	2.2	2.1	1.9
nov-25	126.3	123.8	122.5	122.4	2.4	2.2	2.1	1.9
dic-25	126.4	123.9	122.7	122.6	2.4	2.2	2.1	2.0
Media	**124.8**	**123.1**	**121.9**	**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	124.8	124.0	122.8	122.7	1.9	1.7	1.6	1.5
feb-26	124.8	124.2	123.0	122.9	1.9	1.7	1.5	1.5
mar-26	126.7	124.5	123.3	123.2	1.8	1.6	1.5	1.5
apr-26	127.2	124.5	123.2	123.1	1.9	1.6	1.5	1.5
mag-26	127.5	124.7	123.3	123.2	1.9	1.7	1.6	1.6
giu-26	127.9	125.0	123.6	123.5	1.9	1.7	1.6	1.6
lug-26	126.4	125.3	123.9	123.8	1.9	1.7	1.6	1.6
ago-26	126.4	125.6	124.2	124.1	1.8	1.6	1.6	1.6
set-26	127.9	125.5	124.1	124.0	1.8	1.5	1.5	1.5
ott-26	128.3	125.5	124.1	124.0	1.5	1.3	1.3	1.3
nov-26	128.2	125.4	124.1	124.0	1.5	1.3	1.3	1.3
dic-26	128.4	125.5	124.3	124.2	1.6	1.3	1.3	1.3
Media	**127.0**	**125.0**	**123.7**	**123.6**	**1.8**	**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**	0.9	1.3	**-0.7**	**-1.6**	**1.6**	0.5	0.0	0.2	0.2	0.3
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**	0.1	1.1	**-1.7**	**-0.3**	**-0.2**	1.0	-0.5	0.4	0.2	0.3
Importazioni	**-1.5**	1.2	1.9	**0.2**	**1.2**	**-0.4**	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.2**	0.0	0.2	**0.9**	**0.4**	**-0.4**	-0.4	0.3	0.0	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	**1.3**	1.1	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	**-3.5**	-3.3	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	**135.3**	137.0	138.7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	**1.1**	2.1	1.8	**0.9**	**1.2**	**1.3**	**1.8**	2.0	2.1	2.4	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

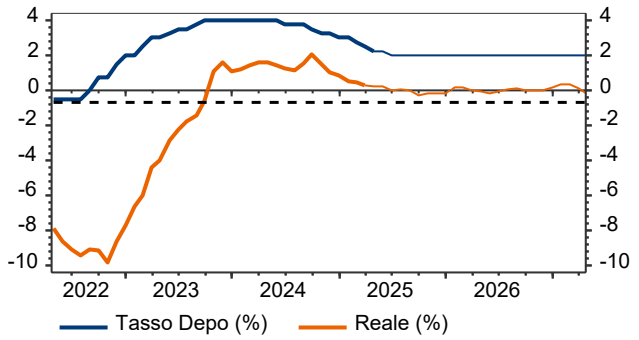
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	23/4	giu	set	dic	mar
Deposit rate	3.50	3.00	2.50	**2.25**	2.00	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	3.35	2.85	2.36	**2.15**	2.03	1.99	1.98	1.97
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	**2.16**	2.10	2.01	2.00	2.03

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

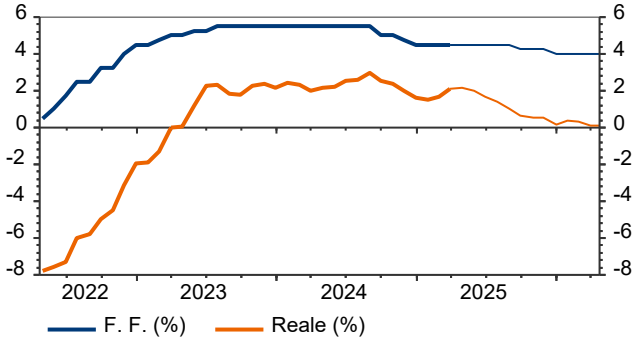


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	23/4	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	**4.28**	4.31	4.25	4.09	4.16

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

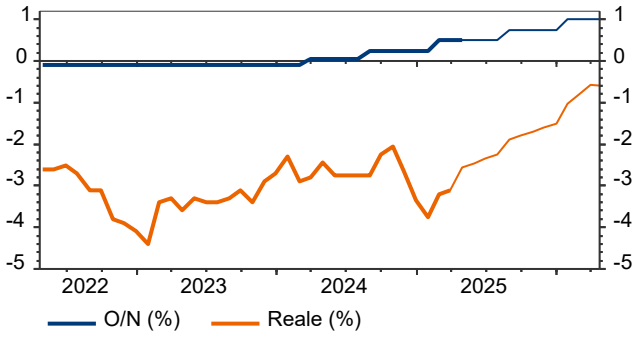


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	23/4	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

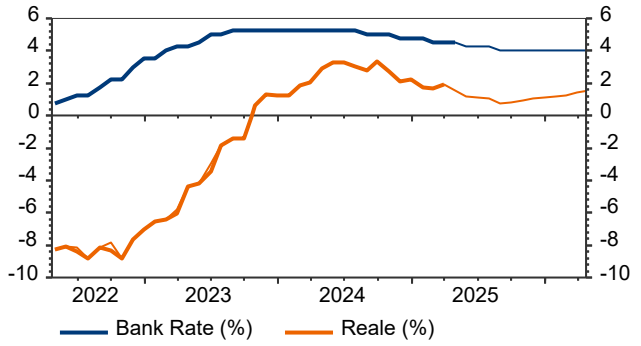


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	23/4	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	**4.21**	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	24/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.07	1.08	1.05	1.08	**1.1387**	1.12	1.10	1.08	1.06	1.08
USD/JPY	134	155	152	156	151	**142.40**	143	142	141	140	137
GBP/USD	1.25	1.24	1.30	1.25	1.29	**1.3316**	1.32	1.31	1.30	1.28	1.32
EUR/CHF	0.98	0.98	0.93	0.95	0.95	**0.9397**	0.92	0.93	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	148	166	164	164	162	**162.18**	160	156	152	149	147
EUR/GBP	0.88	0.86	0.83	0.84	0.84	**0.8549**	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.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com