

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, proseguono i segnali di distensione sul fronte della guerra commerciale, seppur non seguiti sinora da azioni concrete. Il dato sul PIL del 1° trimestre, pur negativo, mostra una tenuta della domanda domestica, che però pare destinata a indebolirsi a partire dal trimestre in corso. I dati di prossima uscita su employment report e ISM dovrebbero confermare i venti di stagflazione che potrebbero caratterizzare i prossimi mesi. In questo contesto, il FOMC di settimana prossima dovrebbe concludersi con un nulla di fatto sui tassi, e con un messaggio attendista da parte della Fed, che verosimilmente necessita di tempo per valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i loro effetti su crescita e inflazione (che potrebbero causare un potenziale conflitto tra i due mandati della banca centrale).

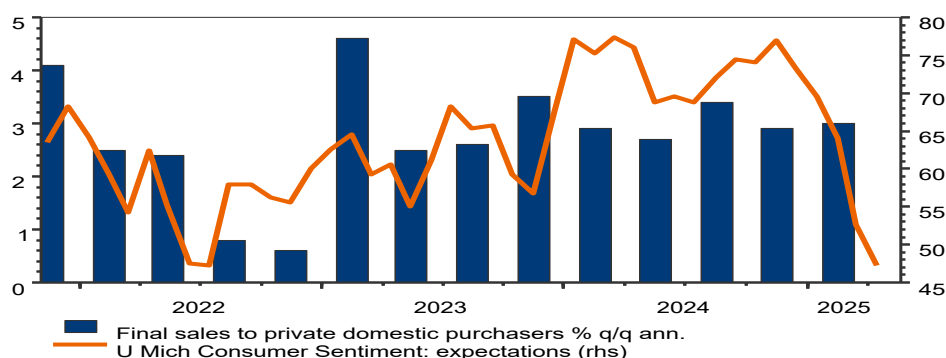
Nell'area euro, l'accelerazione del PIL vista nel 1° trimestre 2025 dovrebbe essere temporanea, in quanto le indagini di fiducia di aprile hanno segnalato che il clima di incertezza sullo scenario internazionale avrà presto impatto sul comportamento di imprese e consumatori. In un quadro in cui l'inflazione è attesa poco variata ad aprile ma potrebbe rallentare nei prossimi mesi sulla scia del calo dei prezzi energetici e del recente apprezzamento del tasso di cambio, è in aumento la probabilità che la BCE in estate possa portare il tasso sui depositi sotto il 2%.

Stati Uniti

■ Nell'ultima settimana:

- **Politica commerciale: segnali di distensione (sinora non seguiti da azioni concrete).** Il Segretario al Tesoro Scott Bessent ha ribadito che la riduzione dei dazi deve partire da Pechino e ha confermato contatti su più livelli con le autorità cinesi, pur precisando che non sono in corso veri negoziati commerciali. In risposta, sono emersi segnali di apertura: secondo l'American Chamber of Commerce in Cina, alcune aziende americane hanno beneficiato di esenzioni dai dazi su spedizioni di semiconduttori, dispositivi medici e componenti aerospaziali. Al momento, tuttavia, si tratta di misure episodiche e non ancora formalizzate a livello ufficiale. Inoltre, Pechino starebbe valutando ulteriori riduzioni in settori come chimica industriale, farmaceutica e aviazione. Il 29 aprile è stata eliminata dal governo US la sovrapposizione dei dazi su auto e componenti con quelli su acciaio e alluminio, mentre resta il cumulo con eventuali altri dazi; inoltre, è stato introdotto uno

Stati Uniti: la domanda domestica tiene a inizio anno, ma le indagini segnalano un netto peggioramento a partire dal trimestre in corso



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bureau of Economic Analysis, University of Michigan

30 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

sconto temporaneo sui dazi pari al 3,75% del valore di vendita, che sarà ridotto al 2,5% dal 1/5/26 e poi eliminato dal 1/1/27. Nel frattempo, secondo dati raccolti da Bloomberg, il numero di navi cargo in partenza dai porti cinesi verso gli Stati Uniti è crollato di circa il 40% rispetto ai picchi di inizio anno.

- **Il PIL si è contratto nel 1° trimestre di -0,3% t/t ann.**, circa in linea con le attese, dopo il +2,3% precedente. Non accadeva da 3 anni. **La spiegazione è tutta nell'impennata dell'import** (+41,3%), che ha causato un contributo negativo della domanda estera pari a -4,8% (specularmente, l'apporto delle scorte è stato di +2,3%; pertanto, al netto di questi due fattori, il PIL sarebbe cresciuto di 2,3% t/t ann.). I consumi privati hanno frenato meno del previsto (1,8% da 4%) e **gli investimenti hanno anzi registrato un rimbalzo molto forte** (+21,9% da -5,6% precedente). La misura di domanda interna preferita dalla Fed, le vendite finali ad acquirenti domestici (in sostanza, la somma di consumi e investimenti privati), è rimasta robusta (accelerando anzi a 3% da 2,9%). In sintesi, **il dato non mostra indizi di cedimento della domanda interna, ma l'evoluzione recente delle indagini segnala che è solo questione di tempo perché lo shock-dazi si rifletta sulle decisioni di consumo delle famiglie e di investimento delle imprese.**
- **Reddito e spesa personale hanno mantenuto ritmi ancora robusti a marzo** (0,5% e 0,7% m/m, rispettivamente). Viceversa, **i deflatori sono risultati più bassi delle attese** (sia PCE headline che core invariati nel mese, rispettivamente a 2,3% da 2,7% a/a e a 2,6% da 3% a/a).
- **Fiducia dei consumatori del Conference Board di aprile in netto calo**, a 86 da 92,9, affossata soprattutto dalle aspettative, calate da 66,9 a 54,4, il livello più basso da ottobre 2011 e ben al di sotto della soglia di 80, che storicamente anticipa una recessione. L'indagine segnala timori crescenti sia sull'inflazione che sul mercato del lavoro.
- **Il deficit commerciale ha toccato un nuovo record a marzo** (oltre il previsto), a -161 miliardi di dollari dai -148 miliardi di febbraio. L'attesa per l'annunciato inasprimento dei dazi da aprile ha spinto le imprese domestiche ad anticipare le importazioni per evitare le nuove tariffe.

■ **Nei prossimi giorni (fino a venerdì 10 maggio):**

- **FOMC (6-7 maggio).** Non sono attese sorprese sui tassi, che resteranno fermi al 4,25-4,50%. L'evoluzione recente dello scenario economico ha evidenziato segnali di rallentamento della crescita assieme a indizi di incipienti pressioni inflazionistiche dovute all'inasprimento dei dazi commerciali. Powell ha di recente asserito che i rincari dovrebbero essere momentanei, ma non ha escluso conseguenze più durature, il che metterebbe in conflitto i due obiettivi del mandato della Fed. Il quadro emerso dai recenti interventi dei membri del FOMC è quello di una Fed più divisa rispetto al passato: la sensazione è che occorra tempo per valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i loro effetti su crescita e inflazione. **Riteniamo ancora possibile che la Fed proceda a un allentamento monetario nei prossimi mesi, ma in minor misura di quanto scontano i mercati:** ci attendiamo due tagli da 25pb anziché i quattro attualmente prezzati dagli investitori, con un primo intervento tra luglio e settembre.
- **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.
- **ISM manifatturiero (aprile): atteso un nuovo calo** a 48 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).
- **ISM servizi (aprile): atteso in rallentamento** a 50,2 da 50,8. L'attenzione sarà rivolta in particolare alle indicazioni delle imprese sull'occupazione (che a marzo erano scese in

territorio recessivo a 46,2, un minimo dal 2023) e sui prezzi pagati, che viceversa a marzo avevano mostrato segnali di allentamento, pur rimanendo su livelli elevati (a 60,9 da 62,6).

Area euro

■ Questa settimana:

- **Il PIL area euro nel 1° trimestre 2025 è cresciuto di 0,4% t/t** (1,2% a/a) da un precedente 0,2%. Il dato è leggermente migliore del previsto ma la lettura non ci sorprende troppo in quanto i nostri modelli di nowcasting suggerivano la presenza di rischi al rialzo e puntavano verso il ritmo di crescita effettivamente realizzato. Al netto dell'Irlanda il PIL sarebbe aumentato di 0,3% t/t. L'inasprimento delle tensioni commerciali nonché l'incertezza associata rappresentano un rischio al ribasso per l'attività nei prossimi mesi e, come anticipato dalle prime indagini di fiducia di aprile, riteniamo che la crescita del PIL possa tornare a rallentare nei trimestri centrali dell'anno.
- **Germania.** La crescita di 0,2% t/t (-0,2% a/a) dopo il -0,2% del trimestre precedente è in linea con le attese e anticipata da dati favorevoli sull'attività industriale a inizio anno. Non è disponibile il dettaglio delle componenti (verrà pubblicato il 23 maggio), ma il comunicato stampa di Destatis segnala una crescita di consumi e investimenti. Riteniamo che nei prossimi trimestri prevalgano i rischi verso il basso per via dell'esposizione tedesca al commercio estero, compatibilmente con un'economia sostanzialmente stagnante in media annua nel corso del 2025. Dall'anno prossimo l'impatto dello stimolo fiscale dovrebbe farsi più tangibile e rappresentare un elemento di sostegno per la ripartenza del ciclo.
- **Francia.** Il PIL è rimbalzato di 0,1% t/t (0,8% a/a) dopo che la flessione di -0,1% registrata a fine 2024 era dovuta al venir meno del supporto temporaneo fornito dalle Olimpiadi estive. La modesta crescita è però dovuta interamente alle scorte, a fronte di un contributo nullo da parte della domanda interna e negativo da parte delle esportazioni nette (l'export è calato a fronte di un aumento dell'import). I consumi privati sono rimasti stagnanti, mentre gli investimenti fissi si sono contratti per il terzo trimestre consecutivo (-0,2% t/t) con flessioni diffuse a quelli delle imprese, delle famiglie in costruzioni e del settore pubblico. In sintesi, l'economia francese resta debole e, seppur meno esposta all'aumento dei dazi rispetto a quelle di Germania e Italia, la politica fiscale restrittiva e il rallentamento del mercato del lavoro dovrebbero contribuire a limitare la crescita nei prossimi trimestri.
- **Italia.** Il PIL ha registrato una marginale accelerazione nel 1° trimestre (a nostro avviso, grazie soprattutto alle costruzioni non residenziali). Tuttavia, le indagini segnalano che l'attività economica potrebbe rallentare, avvicinandosi a una sostanziale stagnazione, nei trimestri centrali dell'anno.
- **Spagna.** L'attività economica è rimasta su ritmi robusti e ben superiori alla media dell'area, a 0,6% t/t da 0,7% precedente. In prospettiva, difficilmente i tassi di espansione registrati nel 2024 potranno essere mantenuti nei prossimi trimestri; tuttavia, l'economia iberica dovrebbe continuare a sovraperformare le altre principali economie dell'area euro, con un ritmo di crescita che stimiamo al 2,4% nel 2025 dopo il 3,2% del 2024 (anche se il blackout del 28 aprile potrebbe influire sulla crescita congiunturale del trimestre in corso).
- La crescita del PIL ha registrato un'accelerazione a 0,4% t/t da 0,2% precedente in **Belgio** e una decelerazione a 0,1% t/t da 0,4% nei **Paesi Bassi**.
- **Indice ESI Commissione Europea (aprile):** l'indagine ha mostrato un calo diffuso sia ai consumatori che alle imprese, e ai principali macro-settori. Assieme ai PMI diffusi la settimana scorsa, il dato segnala che il PIL dell'Eurozona potrebbe rallentare, su ritmi vicini allo zero, nei trimestri centrali del 2025 (dopo un buon inizio d'anno).

- **Italia: indagini di fiducia (aprile):** le rilevazioni Istat sul morale di famiglie e imprese hanno mostrato un peggioramento per il secondo mese. In particolare, si nota un ampio peggioramento nei servizi. L'incertezza sullo scenario internazionale ha influito sul deterioramento delle attese sull'economia, e i rischi di escalation della guerra commerciale sulla salita delle aspettative di inflazione (soprattutto delle famiglie). Le indagini segnalano che, dopo un inizio d'anno relativamente incoraggiante, il PIL potrebbe tornare a rallentare dal trimestre in corso.
- **Inflazione (aprile).** In Italia l'inflazione è aumentata di un decimo al 2% sul NIC, ed è rimasta stabile al 2,1% sull'IPCA. I dati sono in linea con le attese sulla misura nazionale e inferiori al previsto sull'armonizzato. Il diverso posizionamento della Pasqua rispetto allo scorso anno potrebbe aver creato pressioni al ribasso su marzo e al rialzo su aprile, come visibile dal fatto che i rincari di aprile sono concentrati su alimentari e trasporti. A nostro avviso, il catch-up rispetto all'inflazione dell'Eurozona potrebbe essere pressoché completato: ci aspettiamo un'inflazione poco variata nei prossimi mesi (attorno al 2% a/a). Prevediamo una salita nell'ultimo trimestre del 2025, seguita poi da una nuova moderazione nel 2026. Nel complesso, vediamo una media di 2,2% quest'anno e 1,8% il prossimo sull'IPCA, e di 2% e 1,6% rispettivamente sul NIC. I rischi su questo profilo sono a nostro avviso al rialzo, come visibile dalla recente salita delle aspettative inflazionistiche, soprattutto delle famiglie. Infine, l'inflazione armonizzata è calata di un decimo sia in **Germania** (al 2,2% a/a) che in **Francia** (da 0,9% a 0,8% a/a).

■ **Nei prossimi giorni (fino a venerdì 10 maggio):**

- **Inflazione area euro (aprile):** sulla base dei dati già comunicati per i principali paesi, l'IPCA dell'Eurozona dovrebbe rimanere stabile al 2,2% a/a. L'indice al netto di energia e alimentari freschi è atteso in salita di un decimo al 2,6% a/a. Tuttavia, il dato di aprile potrebbe essere distorto al rialzo per la diversa collocazione della Pasqua rispetto al 2024, e in prospettiva **restano le condizioni per vedere una moderazione dell'inflazione sulla scia 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 sui depositi sotto il 2% entro settembre.**
- **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 compresi in prospettiva storica. Anche in **Eurozona** prevediamo un aumento di un decimo, al 6,2%.
- **Produzione industriale dell'area euro attesa in crescita a marzo.** Sia gli indici PMI che le indagini nazionali hanno offerto segnali incoraggianti circa la valutazione della produzione corrente, probabilmente anche sulla scorta dell'anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti per evitare i dazi. In **Germania** i dati sul traffico di mezzi pesanti hanno registrato la più ampia crescita mensile da fine 2021 a fronte però di un'ampia flessione per il settore Auto, come segnalato dai dati VDA; al contrario, l'edilizia dovrebbe aver beneficiato di condizioni metereologiche favorevoli; nel complesso stimiamo un rimbalzo dell'output di 0,7% m/m da un precedente -1,3% m/m. In **Italia** dopo la contrazione di -0,9% m/m di febbraio prevediamo una risalita dello 0,5% m/m. In **Francia** ci attendiamo una produzione in crescita per il secondo mese (di 0,3% m/m da 0,7% m/m), dopo che il rimbalzo di febbraio aveva interrotto una striscia di cinque mesi consecutivi di contrazione.
- **Vendite al dettaglio previste stagnanti dopo l'aumento di febbraio.** A febbraio le vendite erano tornate a crescere per la prima volta da quattro mesi ma a marzo il recupero dovrebbe essersi arrestato: prevediamo una stagnazione dopo lo 0,3% m/m del mese precedente. Il recente calo della fiducia sia dei consumatori che delle imprese del commercio al dettaglio segnala che le spese potrebbero rimanere deboli nei prossimi mesi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (5 – 10 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun	5/5	15:45	USA		apr	51.4	
		15:45	USA		apr	51.2	
		16:00	USA	*	apr	50.8	50.6
Mar	6/5	03:45	CN	*	apr	51.9	
		08:45	FRA	*	mar	0.7	% 0.3
		09:45	ITA	*	apr	52.0	
		09:50	FRA		apr	prel 46.8	
		09:55	GER	*	apr	prel 48.8	
		10:00	EUR	*	apr	prel 49.7	49.7
		10:00	EUR	*	apr	prel 50.1	
		10:30	GB	*	apr	48.9	
		11:00	EUR		mar	3.0	%
		14:30	USA		mar	-122.7	Mld \$ -129.0
Mer	7/5	08:00	GER	*	mar	0.0	%
		08:45	FRA		T1	-0.3	%
		10:00	ITA		mar	-1.5	%
		11:00	EUR		mar	0.3	%
Gio	8/5	08:00	GER	**	mar	-1.3	% 0.8
		08:00	GER		mar	17.7	Mld €
		09:00	SPA		mar	-1.9	%
		14:30	USA	*	settim		Mln
		14:30	USA	*	settim		x1000
		14:30	USA		T1	2.2	%
		14:30	USA		T1	1.5	%
Ven	9/5	01:30	GIA	*	mar	-0.5	%
		10:00	ITA	**	mar	-0.9	% 0.5
Sab	10/5	03:30	CN		apr	-0.4	%
		03:30	CN	*	apr	-2.5	%
		03:30	CN	*	apr	-0.1	%

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (5 – 10 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	6/5	09:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
Mer	7/5	20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione ISP: tasso fed funds invariato a 4,25%-4,50%)
Gio	8/5	01:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di marzo
		13:00	GB	** Riunione BoE (previsione ISP: bank rate -0,25% a 4,25%)
Ven	9/5	08:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		09:45	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		10:40	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		12:15	USA	Discorso di Williams (Fed)
		13:15	GB	Discorso di Pill (BoE)
		14:00	USA	Discorso di Kugler (Fed)
		16:00	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		16:40	USA	Discorso di Barr (Fed)
		17:30	USA	Discorsi di Williams e Waller (Fed)
Sab	10/5	01:45	USA	Discorsi di Musalem, Bowman e Hammack (Fed)
		01:45	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale dei beni prelim	mar	-147.85	Mld \$		-161.99
Indice dei prezzi delle case m/m	feb	0.3 {0.2}	%		0.1
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	feb	4.7	%	4.7	4.5
Fiducia consumatori (CB)	apr	93.9 {92.9}		87.5	86.0
Nuovi occupati: stima ADP	apr	147 {155}	x1000	115	62
PIL t/t ann. advance	T1	2.4	%	0.3	-0.3
Costo del lavoro	T1	0.9	%	0.9	0.9
PMI (Chicago)	apr	47.6		45.5	44.6
Deflatore consumi (core) a/a	mar	3.0 {2.8}	%	2.6	2.6
Deflatore consumi a/a	mar	2.7 {2.5}	%	2.2	2.3
Spesa per consumi (nominale) m/m	mar	0.5 {0.4}	%	0.5	0.5
Redditi delle famiglie m/m	mar	0.7 {0.8}	%	0.4	0.7
Deflatore consumi (core) m/m	mar	0.5 {0.4}	%	0.1	0.0
Richieste di sussidio	settim	222	x1000	224	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.841	Mln	1.864	
Markit PMI Manif. finale	apr	50.7			
Spesa in costruzioni	mar	0.7	%	0.2	
Indice ISM manifatturiero	apr	49.0		48.0	
Tasso di disoccupazione	apr	4.2	%	4.2	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	apr	228	x1000	130	
Salari orari m/m	apr	0.3	%	0.3	
Ordinativi industriali m/m	mar	0.6	%	4.5	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	mar	9.2	%		
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	mar	0.0	%		

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim.	T1	0.2	%	0.2	0.4
EUR	M3 dest. a/a	mar	4.0	%	4.0	3.6
EUR	Fiducia consumatori finale	apr	-16.7		-16.7	-16.7
EUR	Fiducia servizi	apr	2.2	{2.4}	2.2	1.4
EUR	Fiducia industria	apr	-10.7	{-10.6}	-10.1	-11.2
EUR	Indice di fiducia economica	apr	95.0	{95.2}	94.5	93.6
EUR	PIL t/t 1a stima	T1	0.2	%	0.2	0.4
EUR	PIL a/a 1a stima	T1	1.2	%	1.1	1.2
EUR	PMI manifatturiero finale	apr	48.7		48.7	
EUR	CPI a/a stima flash	apr	2.2	%	2.1	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	apr	2.5	%	2.5	
EUR	Tasso di disoccupazione	mar	6.1	%	6.1	
FRA	PIL t/t 1a stima	T1	-0.1	%	0.1	0.1
FRA	Spese per consumi m/m	mar	-0.2	{-0.1}	0.0	-1.0
FRA	IPCA a/a prelim.	apr	0.9	%	0.7	0.8
FRA	PMI manifatturiero finale	apr	48.2		48.2	
GER	Fiducia consumatori	mag	-24.3	{-24.5}	-26.0	-20.6
GER	Prezzi import a/a	mar	3.6	%	2.6	2.1
GER	Vendite al dettaglio m/m	mar	0.2	{0.8}	-0.4	-0.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	mar	0.0	{4.9}	2.4	2.2
GER	Tasso di disoccupazione	apr	6.3	%	6.3	6.3
GER	Variazione n° disoccupati	apr	26	x1000	15	4
GER	PIL s.a. t/t prelim.	T1	-0.2	%	0.2	0.2
GER	PIL s.a. a/a prelim.	T1	-0.2	%	-0.2	-0.2
GER	IPCA m/m prelim.	apr	0.4	%	0.4	0.5
GER	CPI (Lander) a/a prelim.	apr	2.2	%	2.0	2.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim.	apr	0.3	%	0.3	0.4
GER	IPCA a/a prelim.	apr	2.3	%	2.1	2.2
GER	PMI manifatturiero finale	apr	48.0		48.0	
ITA	Fiducia delle imprese manif.	apr	86.0	{86}	85.4	85.7
ITA	Fiducia consumatori	apr	95.0		94.0	92.7
ITA	Fatturato industriale a/a	feb	1.8	{1.7}	%	-1.5
ITA	Fatturato industriale m/m	feb	3.7	{3.8}	%	-0.4
ITA	PIL a/a prelim.	T1	0.5	{0.6}	%	0.4
ITA	PIL t/t prelim.	T1	0.2	{0.1}	%	0.2
ITA	IPCA m/m prelim.	apr	1.6	%	0.6	0.5
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	apr	1.9	%	2.0	2.0
ITA	IPCA a/a prelim.	apr	2.1	%	2.3	2.1
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	apr	0.3	%	0.2	0.2
ITA	PMI manifatturiero	apr	46.6		47.0	
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	mar	5.9	%	6.0	
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	mar	4.7	Mld €		
SPA	PIL t/t prelim.	T1	0.8	%	0.7	0.6
SPA	IPCA a/a prelim.	apr	2.2	%	2.0	2.2

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

Eurozona: PIL in crescita di 0,4% t/t a inizio 2025. In area euro nel 1° trimestre del 2025 il PIL è cresciuto di 0,4% t/t (1,2% a/a) da un precedente 0,2%. Il dato è leggermente migliore del previsto ma la lettura non ci sorprende troppo in quanto i nostri modelli di nowcasting suggerivano la presenza di rischi al rialzo e puntavano verso il ritmo di crescita effettivamente realizzato. Al netto dell'Irlanda il PIL sarebbe aumentato di 0,3% t/t. Tra le principali economie Spagna e Italia fanno meglio di Germania e Francia. L'inasprimento delle tensioni commerciali, nonché l'incertezza associata, rappresenta un rischio al ribasso per l'attività nei prossimi mesi e, come anticipato dalle prime indagini di fiducia di aprile, riteniamo che la crescita del PIL possa tornare a rallentare nei trimestri centrali dell'anno.

Eurozona: ESI in calo ad aprile, flessioni per tutti i settori. Le indagini di fiducia della Commissione Europea riportano segnali d'indebolimento del ciclo a inizio trimestre con un peggioramento del

morale in tutti i principali settori. È possibile che, come suggerito dai PMI flash, nell'industria l'attività corrente sia stata sostenuta dall'anticipazione delle consegne in vista dei dazi a fronte però di un peggioramento delle aspettative sulla produzione futura. Al contrario, le rilevazioni tra consumatori e imprese operanti nei servizi e nel commercio al dettaglio sembrano suggerire come l'elevata incertezza potrebbe presto iniziare a frenare anche la domanda interna. Nei trimestri centrali dell'anno l'economia dell'Eurozona potrebbe dunque tornare a rallentare.

Italia: PIL in accelerazione a inizio 2025. Il PIL italiano ha registrato una marginale accelerazione nel 1° trimestre (a nostro avviso, grazie soprattutto alle costruzioni non residenziali). Tuttavia, le indagini segnalano che l'attività economica potrebbe rallentare, avvicinandosi a una sostanziale stagnazione, nei trimestri centrali dell'anno.

Italia: indagini di fiducia in ulteriore calo ad aprile. Il morale sia delle imprese che dei consumatori è calato per il secondo mese di fila ad aprile. Preoccupa soprattutto il peggioramento nei servizi. L'incertezza sullo scenario internazionale ha influito sul deterioramento delle attese sull'economia, e i rischi di escalation della guerra commerciale sulla salita delle aspettative di inflazione (soprattutto delle famiglie). Le indagini segnalano che, dopo un inizio d'anno relativamente incoraggiante, il PIL potrebbe tornare a rallentare dal trimestre in corso.

Italia: inflazione in salita sul NIC, stabile sull'IPCA. L'inflazione italiana è aumentata di un decimo al 2% sul NIC, ed è rimasta stabile al 2,1% sull'IPCA. I dati sono in linea con le attese sulla misura nazionale e inferiori al previsto sull'armonizzato. Il diverso posizionamento della Pasqua rispetto allo scorso anno potrebbe aver creato pressioni al ribasso su marzo e al rialzo su aprile, come visibile dal fatto che i rincari di aprile sono concentrati su alimentari e trasporti. A nostro avviso, il catch up rispetto all'inflazione dell'Eurozona potrebbe essere pressoché completato: ci aspettiamo un'inflazione poco variata nei prossimi mesi (attorno al 2% a/a). Prevediamo una salita nell'ultimo trimestre del 2025, seguita poi da una nuova moderazione nel 2026. Nel complesso, vediamo una media di 2,2% quest'anno e 1,8% il prossimo sull'IPCA, e di 2% e 1,6% rispettivamente sul NIC. I rischi su questo profilo sono a nostro avviso al rialzo, come visibile dalla recente salita delle aspettative inflazionistiche soprattutto delle famiglie.

Spagna: PIL e inflazione. Rallenta leggermente la crescita del PIL spagnolo a inizio 2025 (0,6% t/t da 0,7%) ma su ritmi ancora solidi. Ieri i dati destagionalizzati sul mercato del lavoro hanno registrato un calo del tasso di disoccupazione sui minimi dal 2008. Difficilmente i tassi di espansione registrati nel 2024 saranno mantenuti nei prossimi trimestri ma ci aspettiamo che l'economia spagnola possa continuare a sovraperformare il resto dell'Eurozona nel corso del 2025. I dati sui prezzi al consumo di aprile hanno infine riportato un lieve calo per l'inflazione headline a fronte di una risalita per quella core.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	mar	1.3 (-1.4)	%	3.5
Produzione industriale m/m prelim	mar	2.3	%	-0.4
PMI manifatturiero finale	apr	48.5		
Fiducia delle famiglie	apr	34.1		
Job to applicant ratio	mar	1.2	1.3	
Tasso di disoccupazione	mar	2.4	%	2.4

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

Cina

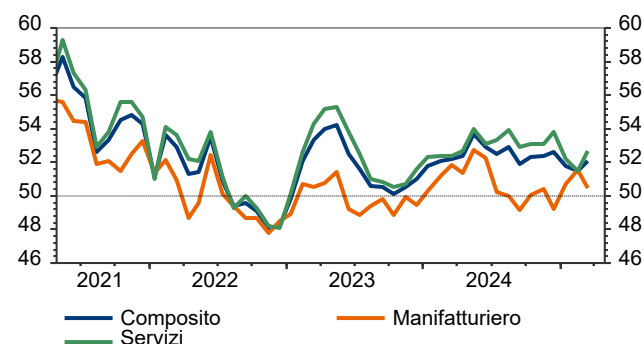
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	apr	51.4		50.2
PMI manifatturiero - NBS	apr	50.5	49.8	49.0
PMI non manifatturiero - NBS	apr	50.8		50.4
PMI manifatturiero - Caixin	apr	51.2	49.8	50.4

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

Cina: PMI manifatturiero Caixin e PMI NBS aprile 2025. La media degli indici PMI (NBS e Caixin) per il settore manifatturiero è passata da 50,9 in marzo a 49,7 in aprile, segnando una marginale contrazione dell'attività in aprile principalmente guidata dal calo degli ordini esteri, dopo due mesi di espansione. L'impatto dei dazi sul lato dell'offerta è stato tuttavia relativamente limitato perché i produttori hanno continuato ad assorbire gli ordini esistenti, mantenendo ancora l'indice che misura la produzione in territorio espansivo. L'indice PMI non manifatturiero del NBS è sceso da 50,8 in marzo a 50,4 in aprile, spinto al ribasso da un moderato calo dell'indice dei servizi e di quello delle costruzioni, la cui attività rimane, comunque, ancora in espansione.

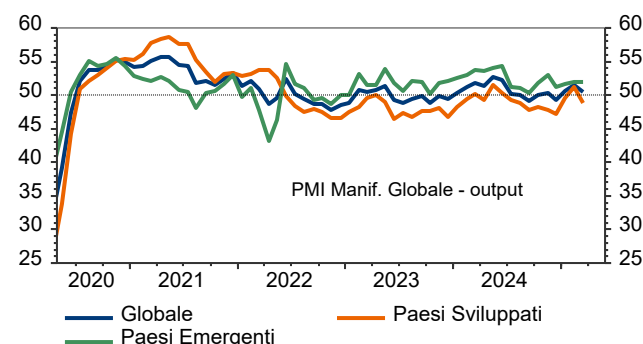
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



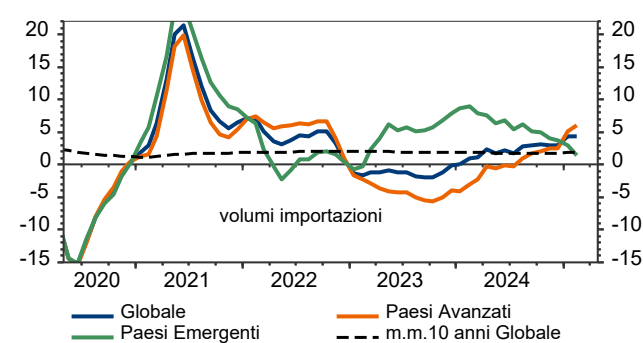
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



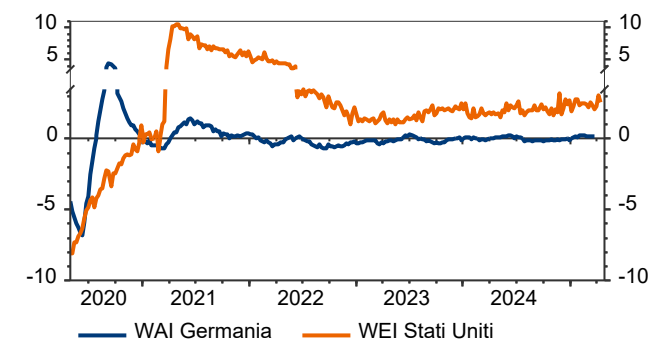
Fonte: S&P Global

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



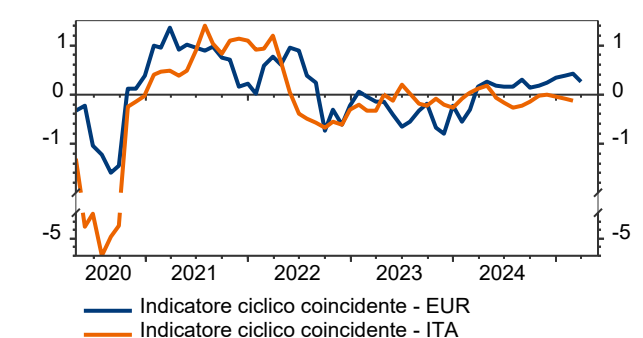
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



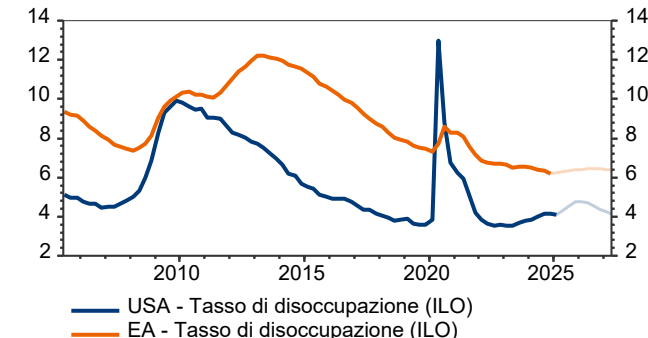
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

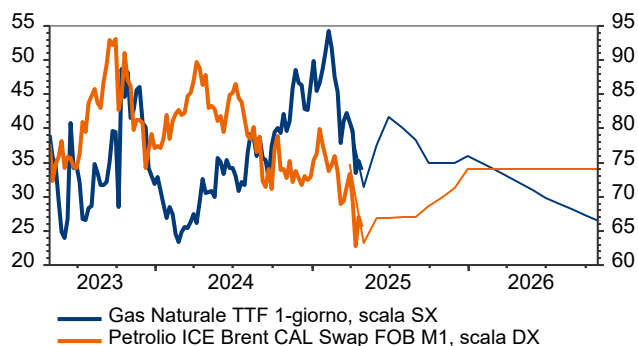
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

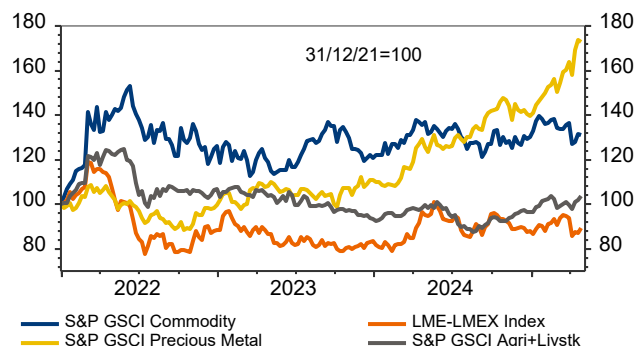
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



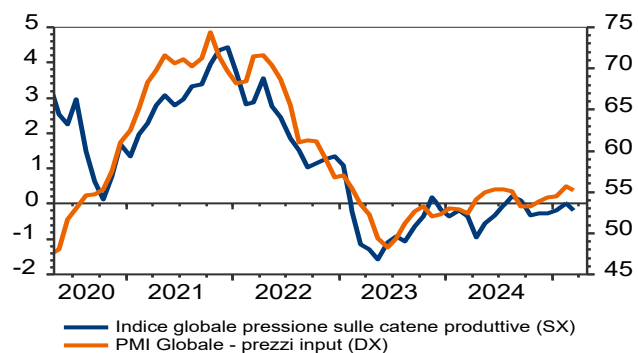
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



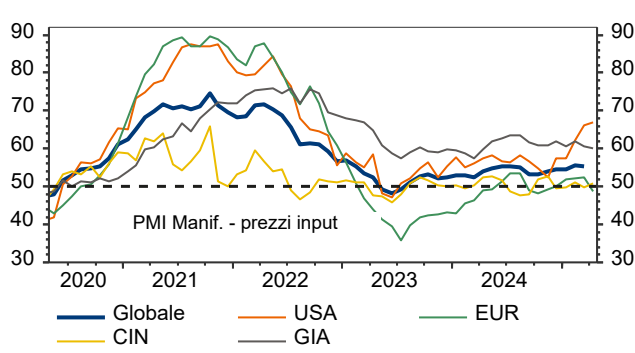
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



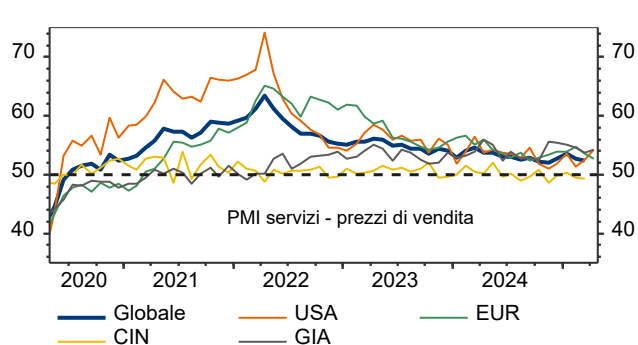
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



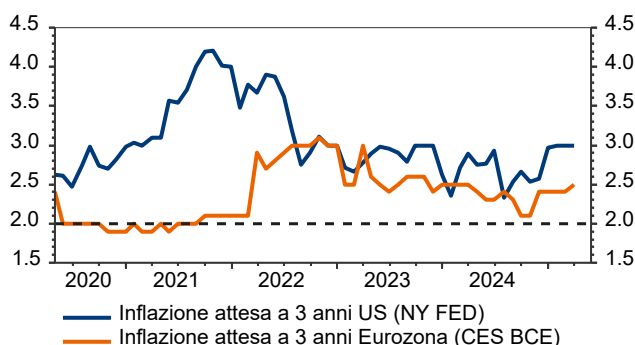
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

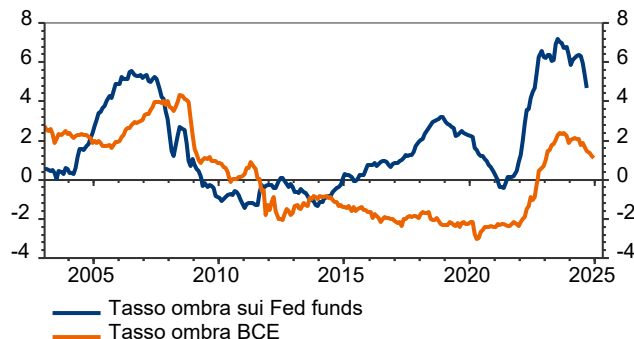
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

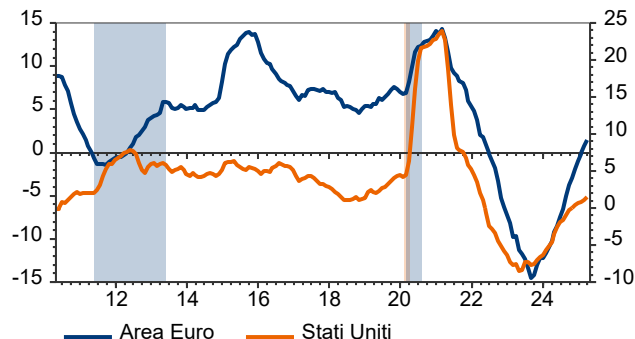
Condizioni Finanziarie

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



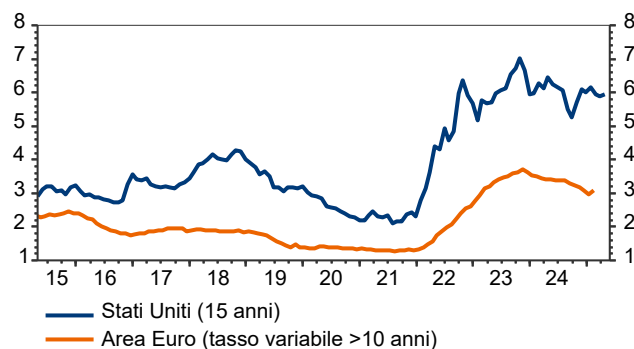
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



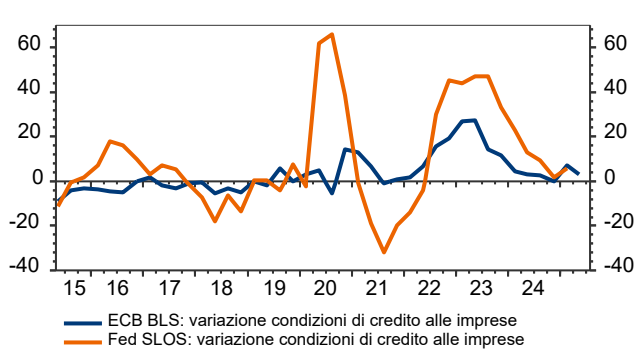
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



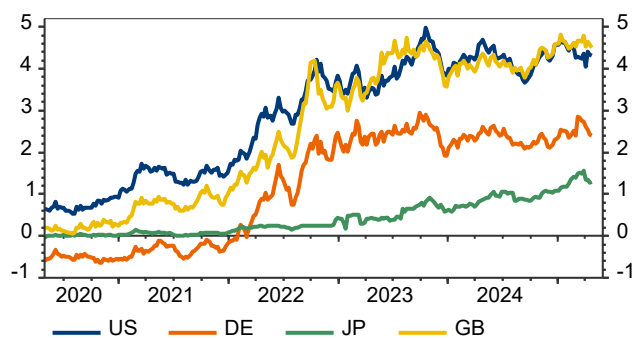
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



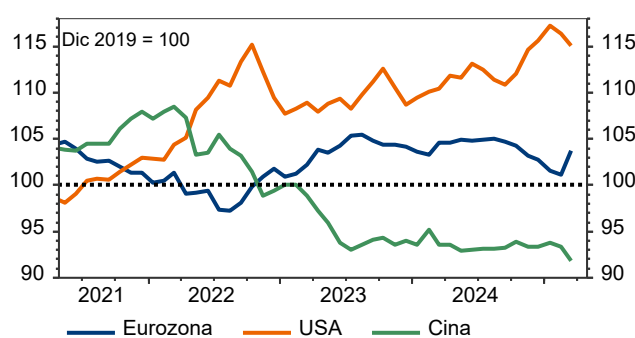
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

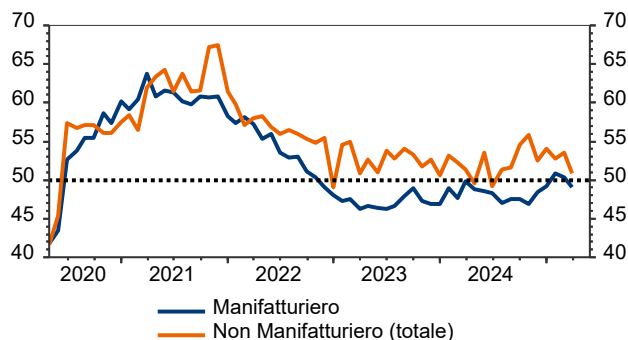
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

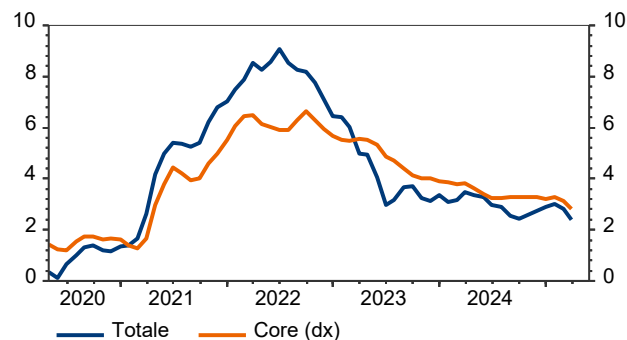
Stati Uniti

Indagini ISM



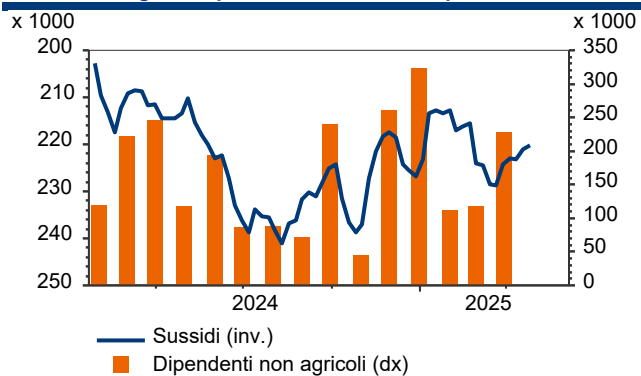
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



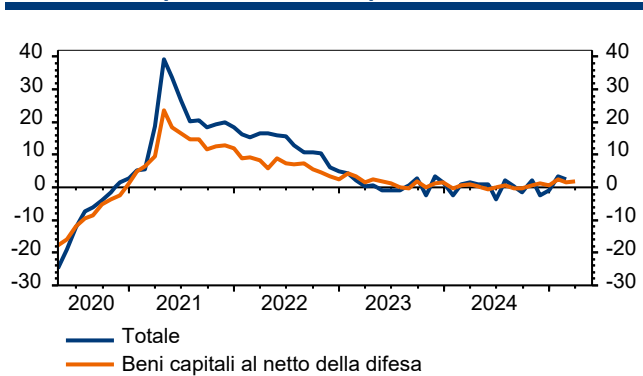
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

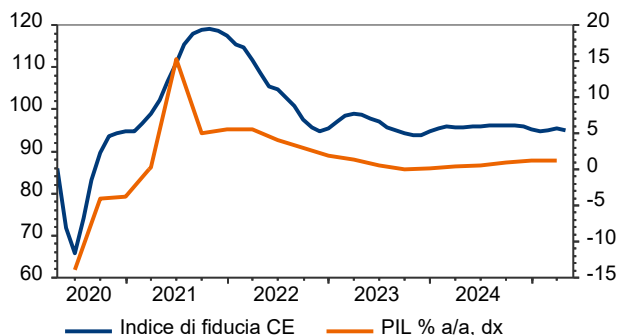
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.4	1.7	3.0	2.7	2.5
- trim./trim. annualizzato	3.0	3.1	2.5	-0.3	2.0	1.1
Consumi privati	2.8	2.3	1.5	2.8	3.7	4.0
IFL - privati non residenziali	3.6	3.4	3.6	3.9	4.0	-2.9
IFL - privati residenziali	4.2	1.5	3.0	-2.8	-4.3	5.5
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.6	1.6	3.1	5.1	3.1
Esportazioni	3.3	3.2	4.6	1.0	9.6	-0.2
Importazioni	5.3	12.0	4.7	7.6	10.7	-1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	0.1	0.9	-0.2	-0.8
Partite correnti (% PIL)	-3.9	-3.9	-3.1			
Deficit pubblico (% PIL)	-7.6	-6.4	-7.0			
Debito pubblico (% PIL)	138.0	138.8	141.3			
CPI (a/a)	2.9	3.1	3.3	3.2	2.6	2.7
Produzione industriale	-0.3	1.5	2.0	0.6	-0.1	-0.3
Disoccupazione (%)	4.0	4.4	4.5	4.0	4.2	4.1

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

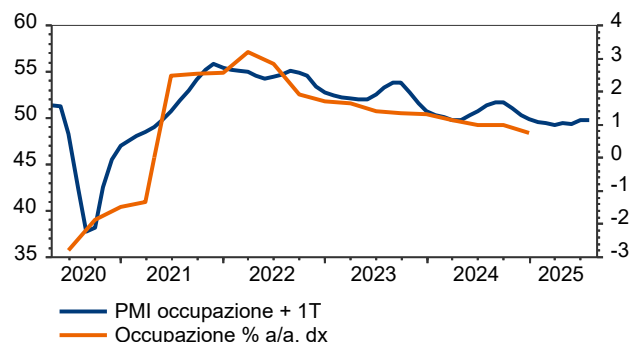
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core 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	128.8	125.3	121.9	128.2	2.2	2.6	2.5	2.1
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	2.2	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 BCE	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	1.9	2.1	2.4	1.7
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	1.9	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.

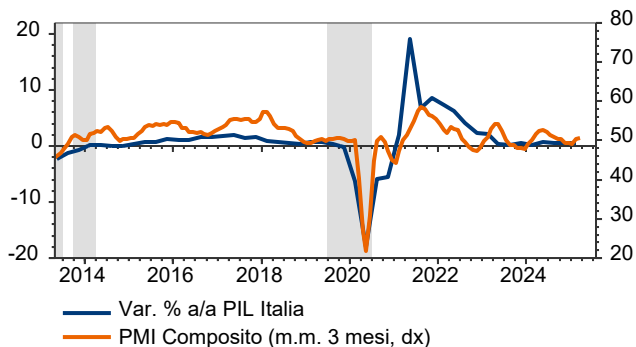
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025					2026
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.8	1.0	0.5	1.0	1.2	1.2	1.0	0.6	0.6
- t/t				0.2	0.4	0.2	0.4	0.0	0.0	0.2
Consumi privati	1.0	1.2	1.4	0.0	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	-1.9	0.7	2.3	-2.5	1.8	0.7	-0.4	0.3	-0.1	0.7
Consumi pubblici	2.7	1.6	1.2	1.1	0.9	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3
Esportazioni	1.0	-0.3	1.3	1.5	-1.3	0.0	0.5	-0.4	-0.7	0.4
Importazioni	0.3	1.8	2.7	1.1	0.5	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.7	0.1	0.2	0.5	-0.2	0.2	0.2	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)	87.4	88.6	89.0							
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.2	1.9	2.5	2.2	2.2	2.3	2.1	2.1	2.2
Produzione industriale (a/a)	-3.0	-0.3	1.6	-4.0	-1.8	-1.6	0.1	-1.0	-0.7	0.4
Disoccupazione (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.2	6.2	6.4	6.5	6.5
Euribor 3 mesi	3.57	2.17	2.02	3.81	3.56	3.00	2.56	2.15	1.98	1.98

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

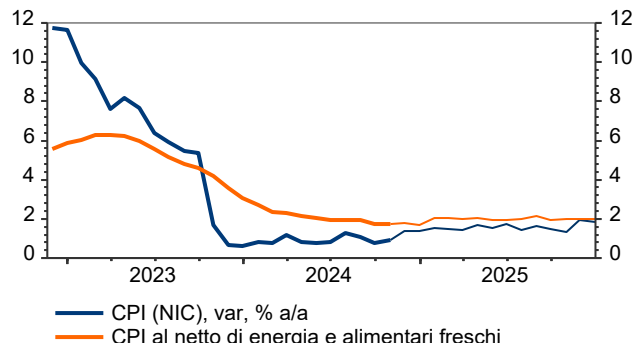
Italia

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	125.0	122.7	121.6	121.5	2.1	2.0	1.9	1.8
mag-25	125.3	123.0	121.8	121.7	2.2	2.0	1.9	1.8
giu-25	125.7	123.3	122.0	121.9	2.3	2.2	2.1	2.0
lug-25	124.3	123.6	122.3	122.2	2.1	2.0	1.9	1.8
ago-25	124.4	124.0	122.7	122.6	2.3	2.1	2.2	2.1
set-25	125.9	123.9	122.7	122.6	2.4	2.3	2.3	2.2
ott-25	126.6	124.2	122.9	122.8	2.6	2.5	2.4	2.2
nov-25	126.5	124.1	122.9	122.8	2.6	2.5	2.4	2.2
dic-25	126.7	124.3	123.1	123.0	2.6	2.5	2.4	2.3
Media	125.0	123.3	122.1	122.0	2.2	2.1	2.0	1.9

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	125.0	124.4	123.2	123.1	2.1	2.0	1.9	1.8
feb-26	125.1	124.5	123.4	123.3	2.1	2.0	1.8	1.8
mar-26	126.8	124.7	123.6	123.5	2.0	1.8	1.7	1.7
apr-26	127.2	124.7	123.5	123.4	1.8	1.7	1.6	1.6
mag-26	127.6	125.1	123.7	123.6	1.8	1.7	1.6	1.6
giu-26	128.0	125.4	124.0	123.9	1.9	1.7	1.6	1.6
lug-26	126.6	125.7	124.3	124.2	1.8	1.7	1.6	1.6
ago-26	126.5	126.0	124.6	124.5	1.7	1.6	1.5	1.5
set-26	128.1	125.9	124.5	124.4	1.7	1.6	1.5	1.5
ott-26	128.5	125.9	124.5	124.4	1.4	1.3	1.3	1.3
nov-26	128.4	125.8	124.5	124.4	1.4	1.3	1.3	1.3
dic-26	128.6	125.9	124.7	124.6	1.5	1.4	1.3	1.3
Media	127.2	125.3	124.0	123.9	1.8	1.6	1.6	1.6

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	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
- t/t				0.2	0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
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	-0.7	1.1	-1.7	-0.3	-0.2	0.2	-0.5	0.4	0.2	0.3
Importazioni	-1.5	2.0	1.9	0.2	1.2	-0.4	1.0	0.4	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.5	0.2	1.0	0.4	-0.4	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.0
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	2.2	1.8	0.9	1.2	1.3	1.8	2.2	2.2	2.6	2.1
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

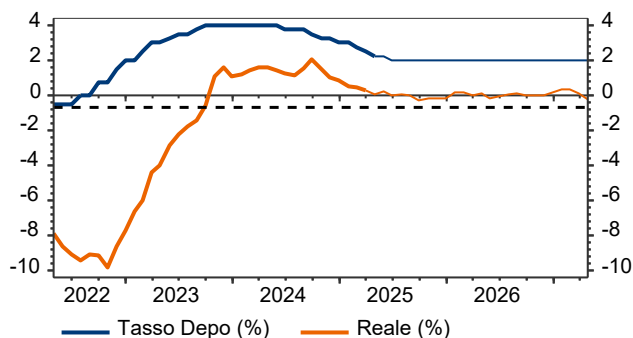
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	29/4	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	2.17	1.99	1.96	1.97	1.97
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	2.16	2.05	1.97	1.99	2.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

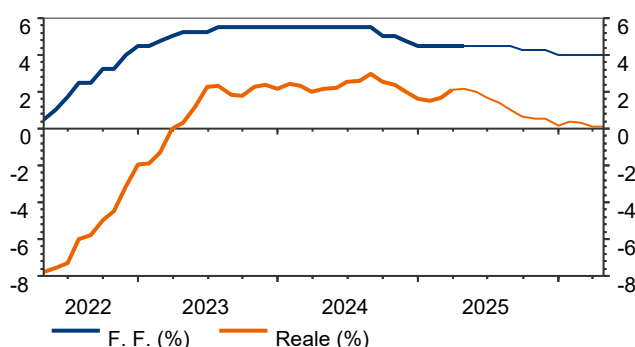


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	29/4	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	4.26	4.31	4.25	4.09	4.16

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

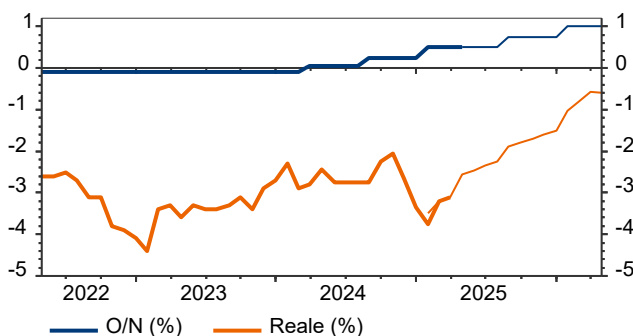


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	29/4	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

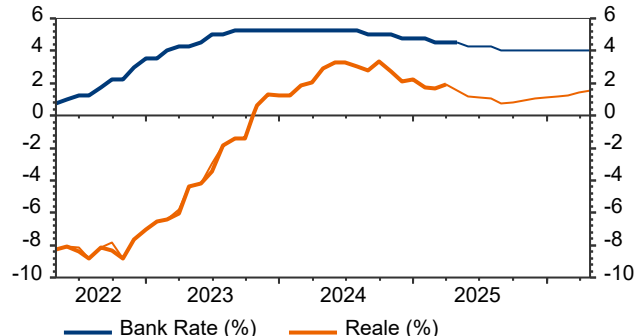


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	29/4	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	4.18	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	30/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.07	1.08	1.04	1.08	1.1375	1.12	1.10	1.08	1.06	1.08
USD/JPY	136	157	153	154	150	142.71	143	142	141	140	137
GBP/USD	1.26	1.25	1.30	1.25	1.29	1.3331	1.32	1.31	1.30	1.28	1.32
EUR/CHF	0.98	0.98	0.94	0.94	0.95	0.9358	0.92	0.93	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	149	168	166	160	163	162.24	160	156	152	149	147
EUR/GBP	0.88	0.85	0.83	0.84	0.83	0.8530	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