

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, il FOMC si è concluso come atteso con tassi invariati, e Powell in conferenza stampa ha dichiarato che la Fed attende di valutare l'evoluzione delle politiche commerciali e i suoi effetti sull'economia reale prima di agire: ciò potrebbe essere coerente con una pausa sui tassi più prolungata rispetto a quanto scontano i mercati. La settimana prossima, i dati su CPI e PPI di aprile potrebbero mostrare i primi effetti dei dazi sui prezzi, che non potranno che accentuarsi nei prossimi mesi.

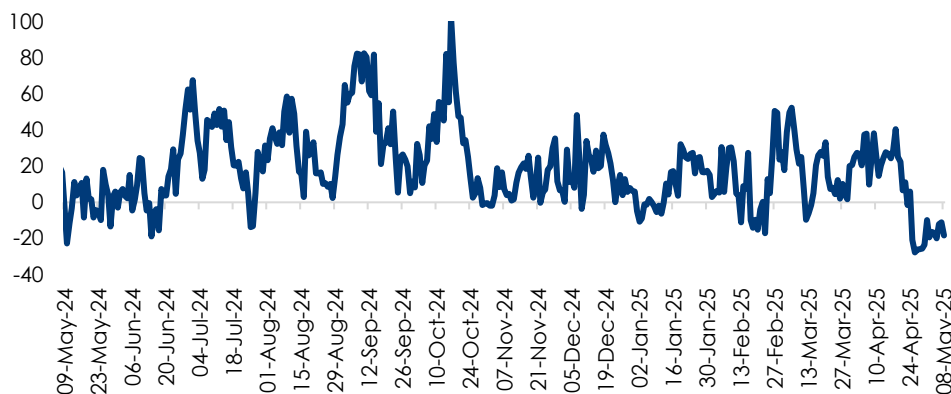
Nell'area euro, la riaccelerazione dell'industria (e del PIL) vista a inizio anno dovrebbe essere di breve durata. Le indagini segnalano che a rallentare sono anche i settori meno legati al commercio internazionale come i servizi. In questo contesto, l'inflazione è rimasta invariata ad aprile, ma potrebbe frenare più rapidamente nei prossimi mesi. Intanto, il nuovo governo tedesco si è dimostrato, sin dal suo insediamento, molto fragile, segnalando rischi di implementazione delle misure annunciate per rilanciare la crescita.

Stati Uniti

■ Nei primi giorni di maggio:

- **La riunione del FOMC del 6-7 maggio si è conclusa con la decisione unanime di mantenere il tasso sui fed funds invariato.** Il comunicato ha subito poche modifiche. L'economia e il mercato del lavoro sono ancora descritti come solidi, ma si sottolinea la maggiore incertezza, anche se viene dato uguale peso ai rischi al ribasso su crescita/occupazione, e al rialzo sull'inflazione. La sensazione è che la Fed voglia attendere l'evoluzione finale delle politiche commerciali, e i suoi effetti sull'economia reale, che ancora non si sono visti. Dopo il FOMC, il mercato ha ridotto lievemente le sue aspettative di tagli dei tassi quest'anno, da 78 a 70 punti base. Continuiamo a pensare che la Fed sarà meno dovish di quanto prezzano gli investitori: il rischio è quello di una pausa prolungata sui tassi.
- **Politica commerciale: segnali di dialogo, emerge un cauto ottimismo. Stati Uniti e Regno Unito hanno annunciato un accordo di massima per la riduzione di alcuni dazi** (in particolare su auto, motori e componenti per aviazione, acciaio e alluminio) e per agevolare le esportazioni reciproche di prodotti agricoli. Tuttavia, è anche emerso che molti dettagli sono ancora da definire e che il dazio base del 10% resterà in vigore sulla

Le partenze di merci dalla Cina agli Stati Uniti sono ora in forte contrazione su base annua



Nota: Tonnellate lorde - Partenze dalla Cina verso gli Stati Uniti (Dry Cargo - Containers), variazione % su base annua.
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

9 maggio 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

maggior parte dell'import dal Regno Unito. Nella sostanza, i dazi si ridurranno al massimo di 1,4-1,6 mld di sterline ai volumi del 2024, cioè lo 0,05% del PIL britannico, dai 7,3 miliardi derivanti dalle misure americane del 2025; inoltre, l'accordo è sostanzialmente irrilevante per l'economia americana. Il Segretario al Tesoro Bessent e il Rappresentante per il Commercio Greer incontreranno il Vicepremier cinese He Lifeng a Ginevra il 10 e 11 maggio. L'obiettivo dichiarato è quello di ridurre le tensioni, ma entrambe le parti hanno chiarito che non si tratta ancora di negoziati formali. L'attività di questi giorni mostra che l'Amministrazione Trump sta cercando una via di uscita dalla trappola in cui si è infilata con l'annuncio del 2 aprile sui dazi reciproci e con la guerra commerciale nei confronti della Cina, ma che difficilmente rinuncerà alle entrate garantite dal dazio base del 10% e al sistema di dazi settoriali.

- **Mercato del lavoro ancora solido.** L'employment report di aprile (diffuso venerdì 2 maggio) ha registrato una crescita degli occupati non agricoli pari a 177 mila unità, sopra le attese di consenso (130 mila); tuttavia la sorpresa positiva relativa ad aprile (+47 mila rispetto al consenso) è stata più che compensata dalle revisioni al ribasso sui due mesi precedenti (-58 mila). Il settore trainante resta quello dei servizi, ma, in tal senso, un campanello dall'allarme viene dalle valutazioni delle imprese sull'occupazione secondo l'indagine ISM servizi, che si sono attestate in territorio di contrazione in marzo (46,2) e aprile (49). Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,2%, in un contesto di forte incremento sia della forza lavoro (+518 mila) che degli occupati secondo l'indagine sulle famiglie (+436 mila). Il tasso di partecipazione è salito al 62,6% (dal 62,5%) mentre il tasso di "sottoccupazione" U6 è sceso di un decimo al 7,8%. Infine, la crescita delle retribuzioni orarie è rallentata a 0,2% m/m (da 0,3% di marzo), confermandosi al 3,8% a/a.
- **ISM di aprile: attività nei servizi in recupero, ma si intensificano le pressioni sui prezzi.** L'indice ISM manifatturiero è sceso a 48,7 da 49, poco al di sotto delle attese; i prezzi pagati sono saliti per il terzo mese consecutivo, raggiungendo 69,8 (un massimo da quasi tre anni); l'occupazione resta sotto la soglia ma è in lieve ripresa (46,5 da 44,7), così come i nuovi ordini (47,2 da 45,2). Viceversa, l'ISM servizi è salito più del previsto a 51,6 da 50,8, registrando anch'esso una accelerazione dei prezzi pagati (a 65,1, il livello più alto da febbraio 2023); l'occupazione resta sotto la soglia di espansione per il secondo mese consecutivo (49 da 46,2), mentre i nuovi ordini tornano a crescere (52,3 da 50,4). Le imprese segnalano un aumento dei costi di produzione dovuto ai dazi e una crescente incertezza sulla domanda, dinamiche che potrebbero intensificarsi nei prossimi mesi.

■ La settimana prossima:

- **CPI e PPI di aprile visti in riaccelerazione (ed è solo l'inizio).** Il CPI è atteso in crescita di 0,3% m/m sia per l'indice headline che per il core, in netta riaccelerazione rispetto a marzo (entrambi gli indici sono visti stabili su base annua, a 2,4% e 2,8% rispettivamente). Anche il PPI è atteso risalire, a 0,2% m/m sia per l'headline che per il core, dopo la flessione registrata il mese precedente. L'impatto dei dazi, che inizierà a manifestarsi nei dati di aprile, non potrà che accentuarsi nei mesi successivi.
- **Fiducia dei consumatori di maggio attesa in lieve recupero ma ancora vicina ai minimi storici.** Il morale delle famiglie misurato dall'Università del Michigan è visto a 53 da 52,2 di aprile, ancora su livelli vicini ai minimi storici assoluti. Sarà importante soprattutto monitorare l'andamento delle aspettative di inflazione a 5-10 anni, che nella rilevazione di aprile avevano toccato un massimo dal 1991.
- **Vendite al dettaglio di aprile: atteso un rallentamento.** Le vendite al netto delle auto dovrebbero moderare a 0,3% m/m, la metà del ritmo di crescita visto a marzo. Sulla base delle indagini di fiducia, la frenata non potrà che proseguire nei prossimi mesi.
- **Produzione industriale vista rimbalzare ad aprile** (0,2% m/m) dopo il calo di marzo (-0,3%). Anche il grado di utilizzo degli impianti dovrebbe migliorare, sia pur marginalmente, a 77,9% (su livelli ancora ben al di sotto della media storica).

Area euro

■ Nei primi giorni di maggio:

- **L'inflazione area euro ad aprile è rimasta stabile al 2,2% a/a.** Sia la misura al netto di alimentari, energia, alcool e tabacco che quella che esclude gli alimentari freschi e l'energia sono salite al 2,7% a/a, tornando ai livelli di gennaio. La risalita è spiegata dai servizi, su cui dovrebbe aver pesato la diversa tempistica della Pasqua rispetto al 2024. L'aumento di aprile dovrebbe quindi risultare temporaneo, ma è probabile che nei prossimi mesi la crescita dei prezzi nei servizi rimanga piuttosto vischiosa. Prevediamo un'inflazione headline attorno al 2% nei mesi centrali dell'anno, prima di una modesta risalita dopo l'estate e di una nuova moderazione, verso l'1,8% in media annua, nel 2026.
- **Disoccupazione in lieve aumento.** In **Italia**, dopo l'inatteso calo di febbraio, il tasso di disoccupazione è risalito al 6% da un precedente 5,9% (un livello comunque molto compresso in prospettiva storica), in un contesto di moderato calo sia per gli occupati che per gli inattivi. Nell'**Eurozona** il tasso dei senza lavoro si è attestato al 6,2%, in linea con il mese precedente (rivisto al rialzo di un decimo, da 6,1% della prima stima).
- **I dati di produzione industriale di marzo hanno registrato un aumento dell'output** diffuso a Germania (+3% m/m da -1,3% di febbraio), Spagna (0,9% m/m da 0,7% precedente) e, in minor misura, Francia (0,2% m/m da 1% precedente) e Italia (0,1% da -0,9%). In Germania, la crescita dell'output si unisce a quella registrata da ordini industriali ed export nello stesso mese; il forte rimbalzo registrato in particolare da automotive (+8,1% m/m) e farmaceutica (+19,6% m/m) segnala però il ruolo che potrebbe aver avuto l'anticipo di consegne verso gli USA per evitare i dazi. In Italia, la produzione industriale è rimbalzata meno del previsto a marzo, di appena un decimo, dopo la flessione di -0,9% m/m a febbraio: nel 1° trimestre l'output è cresciuto di 0,4% t/t, ma a nostro avviso non si tratta di un'inversione di tendenza. Nel complesso dell'Eurozona, l'industria dovrebbe essere tornata a contribuire positivamente alla formazione del valore aggiunto a inizio 2025, ma **il rimbalzo, a nostro avviso, sarà di breve durata**, in quanto, oltre all'effetto delle consegne anticipate verso gli USA, sui dati di marzo potrebbe aver influito la collocazione della Pasqua in aprile.
- **Intanto, i dati sulla domanda domestica faticano a mostrare segnali di ripresa.** Le **vendite al dettaglio** in area euro sono tornare a calare a marzo (-0,1% m/m) dopo che il rimbalzo di febbraio (+0,2%) aveva interrotto una striscia di quattro mesi di mancata crescita. Nel 1° trimestre le vendite sono risultate poco più che stagnanti (+0,1% t/t da +0,5% di fine 2024), un dato compatibile con una crescita solo modesta dei consumi privati. In prospettiva, le indagini di fiducia di aprile suggeriscono la presenza di rischi al ribasso in particolare sul settore dei servizi: le **stime finali degli indici PMI** hanno registrato revisioni al rialzo rispetto alla lettura flash, ma continuano a mostrare segnali di perdita di vigore per il terziario. Anche in questo caso però non è da escludere che il posizionamento della Pasqua possa aver contribuito a generare volatilità.
- **Germania: bocciatura storica per Merz, il Bundestag vota la fiducia al governo solo alla seconda votazione.** Per la prima volta nella storia, un cancelliere non ha ottenuto la fiducia del parlamento alla prima votazione. Nonostante la coalizione formata da CDU/CSU e SPD potesse contare su 328 seggi su un totale di 630, solo 310 parlamentari hanno votato favorevolmente durante il primo scrutinio segreto; la maggioranza è stata raggiunta solo in occasione della seconda lettura, con 325 voti a favore. L'esperienza è emblematica nel sottolineare la fragilità della coalizione di governo e i dissidi interni alla stessa CDU/CSU, confermando le difficoltà che il nuovo esecutivo incontrerà nell'implementare non solo le riforme strutturali ma anche il piano infrastrutturale annunciato.

■ La settimana prossima:

- ☐ **Prima indagine di fiducia di maggio (ZEW tedesco) attesa in recupero.** In Germania l'indagine ZEW condotta tra gli analisti finanziari è attesa tornare a salire a maggio dopo che il brusco calo di aprile era stato condizionato dall'annuncio dei dazi negli Stati Uniti. I mercati finanziari sembrano aver sposato uno scenario relativamente favorevole sull'evoluzione delle tensioni commerciali, che si è già riflesso sull'analoga indagine Sentix di questa settimana. Prevediamo un aumento a 21 per l'indice sulle aspettative (da -14 precedente). La valutazione della situazione corrente è attesa in recupero per il quinto mese consecutivo, stimiamo a -76,9 da -81,2 di aprile, dopo che le indagini condotte tra le imprese sembrano aver evidenziato un impatto immediato dei dazi meno forte rispetto a quanto atteso.
- ☐ Sulla base dei dati nazionali già comunicati, **la produzione industriale nell'Eurozona dovrebbe aumentare per il terzo mese consecutivo a marzo**, stimiamo di 0,7% m/m dopo l'1,1% di febbraio.
- ☐ La **seconda stima del PIL area euro nel 1° trimestre** non dovrebbe registrare revisioni rispetto allo 0,4% t/t (1,2% a/a) preliminare. Nello stesso periodo, la crescita dell'occupazione potrebbe aver registrato una accelerazione a 0,3% t/t (0,8% a/a) da un precedente 0,1% (i dati già disponibili per le principali economie hanno evidenziato letture ancora robuste in Italia e Spagna a fronte di una stagnazione in Germania e Francia).
- ☐ In calendario anche le **stime finali d'inflazione di aprile in Germania, Francia, Italia e Spagna**. Non ci aspettiamo revisioni ma lo spaccato delle componenti verrà esaminato con attenzione per valutare se l'incremento dell'inflazione dei servizi sia stato dovuto alla tempistica della Pasqua, che potrebbe aver contribuito a generare pressioni al ribasso sui prezzi dei servizi ricettivi e di trasporto a marzo e al rialzo ad aprile.
- ☐ Infine, venerdì 16 maggio **la Commissione Europea pubblicherà le Previsioni macroeconomiche di primavera** con il consueto aggiornamento delle stime di crescita, inflazione e finanza pubblica. Rispetto al documento dello scorso novembre ci aspettiamo una significativa revisione al ribasso delle proiezioni di crescita (che si attestavano all'1,3% per il 2025 e all'1,6% per il 2026). Non escludiamo però che, come in occasioni precedenti, le stime di Bruxelles rimangano più ottimistiche delle nostre (pari a 0,8% nel 2025 e 1% nel 2026) e di quelle di consenso. Sul fronte fiscale non ci aspettiamo grandi sorprese, soprattutto per quanto riguarda l'Italia: le stime della Commissione dovrebbero, al netto delle diverse valutazioni sul ciclo, sostanzialmente allinearsi con quelle del governo italiano.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (12-16 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Mar	13/5	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO	mar	4.4	% 4.5
		08:00	GB	Retribuzioni medie	mar	5.6	%
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)	mag	-81.2	-77.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	mag	-14.0	6.9
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	apr	0.1	% 0.3
		14:30	USA	CPI m/m	apr	-0.1	% 0.3
		14:30	USA	CPI a/a	apr	2.4	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a	apr	2.8	%
Mer	14/5	08:00	GER	IPCA a/a finale	apr	prel 2.2	% 2.2
		08:00	GER	IPCA m/m finale	apr	prel 0.5	% 0.5
		08:00	GER	CPI m/m finale	apr	prel 0.4	%
		08:00	GER	CPI a/a finale	apr	prel 2.1	% 2.1
		09:00	SPA	IPCA a/a finale	apr	prel 2.2	%
Gio	15/5	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	T1	0.1	% 0.6
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)	mar	-20.8	Mld £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)	mar	-8.6	Mld £
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	mar	1.5	%
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	apr	prel 0.6	%
		08:45	FRA	IPCA a/a finale	apr	prel 0.8	%
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	apr	0.2	%
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	T1	prel 1.2	% 1.2
		11:00	EUR	Occupazione t/t flash	T1	0.1	%
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	T1	prel 0.4	% 0.4
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	mar	1.1	% 1.5
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.908	(1.879) Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	settim	228	x1000
		14:30	USA	PPI m/m	apr	-0.4	% 0.2
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	apr	-0.1	% 0.3
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	mag	-8.1	%
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	apr	0.6	(0.5) % 0.3
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	apr	1.5	(1.4) % 0.1
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	mag	-26.4	%
		15:15	USA	Produzione industriale m/m	apr	-0.3	% 0.1
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva	apr	77.8	% 77.8
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m	mar	0.2	% 0.2
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB	mag	40	%
Ven	16/5	01:50	GIA	PIL t/t prelim	T1	0.6	% -0.1
		01:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	T1	2.2	% -0.2
		06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale	mar	prel -1.1	%
		07:30	FRA	Tasso di disoccupazione	T1	7.3	%
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	apr	prel 0.5	%
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale	apr	prel 2.0	%
		10:00	ITA	IPCA a/a finale	apr	prel 2.1	%
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	apr	prel 0.2	%
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)	mar	-0.4	Mld €
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)	mar	4.5	Mld €
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m	apr	-0.1	%
		14:30	USA	Licenze edilizie	apr	1.467	Mln
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	apr	1.324	Mln 1.360
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mag	52.2	53.0
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mar	112.0	Mld \$

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (12-18 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	12/5	10:00 GB	Discorso di Lombardelli (BoE)
		12:30 GB	Discorso di Greene (BoE)
		14:50 GB	Discorso di Mann (BoE)
		16:25 USA	Discorso di Kugler (Fed)
		18:00 GB	Discorso di Taylor (BoE)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar	13/5	01:50 GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di aprile
		09:00 EUR	Discorso di Escrivá (BCE)
		10:00 EUR	Discorso di Makhlouf (BCE)
		10:45 GB	Discorso di Pill (BoE)
		17:00 EUR, GB	* Discorsi di Bailey (BoE), Knot (BCE)
		EUR	* Riunione Ecofin
Mer	14/5	09:05 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		10:15 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		11:15 USA	Discorso di Waller (Fed)
		15:10 USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		16:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		23:40 USA	Discorso di Daly (Fed)
Gio	15/5	09:05 EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
		09:50 EUR	Discorso di Elderson (BCE)
		12:15 EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		13:30 EUR	Discorsi di Cipollone, Villeroy (BCE)
		14:40 USA	* Discorso di Powell (Fed)
		16:00 GB	Discorso di Dhingra (BoE)
Ven	16/5	20:05 USA	Discorso di Barr (Fed)
		06:00 GIA	Discorso di Nakagawa (BoJ)
		17:00 EUR, GB	Discorsi di Lane (BCE) e Lombardelli (BoE)
		UE	* La Commissione europea pubblica le Previsioni Economiche di Primavera
Sab	17/5	03:40 USA	Discorso di Barkin (Fed)
		03:40 USA	Discorso di Daly (Fed)
Dom	18/5	23:20 USA	Discorso di Williams (Fed)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito finale	apr	51.2		50.6
Markit PMI Servizi finale	apr	51.4		50.8
Indice ISM non manifatturiero composito	apr	50.8	50.2	51.6
Bilancia commerciale	mar	-123.2 (-122.7)	Mld \$ -137.0	-140.5
Richieste di sussidio	settim	241	x1000 230	228
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.908 (1.914)	Mln 1.886	1.879
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T1	2.0 (2.2)	% 5.1	5.7
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T1	1.7 (1.5)	% -0.7	-0.8

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

FOMC: fumata nera. La riunione del FOMC di maggio si è conclusa con la decisione unanime di mantenere il tasso sui fed funds invariato. Il comunicato ha subito poche modifiche. L'economia e il mercato del lavoro sono ancora descritti come solidi, ma si sottolinea la maggiore incertezza, anche se viene dato uguale peso ai rischi al ribasso su crescita/occupazione, e al rialzo sull'inflazione. La sensazione è che la Fed voglia attendere l'evoluzione finale delle politiche commerciali, e i suoi effetti sull'economia reale, che ancora non si sono visti. Dopo il FOMC, il mercato ha ridotto lievemente le sue aspettative di tagli dei tassi quest'anno. Continuiamo a pensare che la Fed sarà meno dovish di quanto prezzano gli investitori: il rischio è quello di una pausa prolungata sui tassi.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI servizi finale	apr	49.7	49.7	50.1
EUR	PMI composito finale	apr	50.1	50.1	50.4
EUR	PPI a/a	mar	3.0	% 2.5	1.9
EUR	Vendite al dettaglio m/m	mar	0.2 (0.3)	% 0.0	-0.1
FRA	Produzione industriale m/m	mar	1.0 (0.7)	% 0.3	0.2
FRA	PMI servizi finale	apr	46.8	46.8	47.3
FRA	Occupati non agricoli prelim	T1	-0.3	% 0.0	0.0
GER	PMI servizi finale	apr	48.8	48.8	49.0
GER	Ordini all'industria m/m	mar	0.0	% 1.3	3.6
GER	Produzione industriale m/m	mar	-1.3	% 0.8	3.0
GER	Bilancia commerciale destag.	mar	17.9 (17.7)	Mld € 19.1	21.1
ITA	PMI servizi	apr	52.0	51.5	52.9
ITA	Vendite al dettaglio a/a	mar	-1.4 (-1.5)	% -2.8	-2.8
ITA	Produzione industriale m/m	mar	-0.9	% 0.5	0.1
SPA	Produzione industriale a/a	mar	-1.9	% 1.0	1.0

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

Eurozona: i servizi spingono al rialzo l'inflazione core ad aprile. L'inflazione headline è rimasta invariata al 2,2% a/a ad aprile. L'inflazione core al netto di alimentari, energia, alcool e tabacco è salita, più delle attese, al 2,7% a/a da un precedente 2,4% a/a, riportandosi sui livelli di gennaio. La risalita è spiegata dai servizi che dovrebbero aver però risentito dell'effetto base dovuto al diverso posizionamento della Pasqua rispetto al 2024. L'aumento di aprile dovrebbe quindi risultare temporaneo ma è probabile che nei prossimi mesi la crescita dei prezzi nei servizi rimanga piuttosto vischiosa. Prevediamo un'inflazione headline poco mossa nei prossimi mesi, intorno al 2%, prima di una modesta risalita dopo l'estate e di una nuova moderazione, verso l'1,9% in media annua, nel 2026.

Germania: forte rimbalzo per produzione industriale. Il dato di produzione industriale tedesco di marzo (+3% m/m da -1,3% precedente) è migliore delle attese e si unisce alla sorpresa positiva riservata dalla lettura sugli ordini di fabbrica. Anche l'export è cresciuto per il secondo mese

(+1,1% m/m da +1,8% di febbraio). Nel 1° trimestre del 2025 l'attività manifatturiera è quindi tornata ad espandersi dopo un semestre di contrazione. In contesti ciclici più tradizionali i dati su produzione, ordini e fiducia anticiperebbero una ripresa per il settore nei prossimi mesi, tuttavia, è possibile che almeno parte del progresso di inizio anno sia spiegato dall'anticipazione delle consegne in vista dei dazi di aprile e non si può del tutto escludere che anche effetti di calendario dovuti al posizionamento della Pasqua possano aver giocato un ruolo nel gonfiare i dati di marzo.

Italia: quasi ferma la produzione industriale. La produzione industriale è rimbalzata meno del previsto a marzo, di appena un decimo, dopo la flessione di -0,9% m/m a febbraio. Nel 1° trimestre l'output è cresciuto di 0,4% t/t, ma a nostro avviso non si tratta di un'inversione di tendenza, anche perché l'anticipo di consegne verso gli USA potrebbe aver sostenuto i dati su export e produzione a marzo. Gli effetti negativi dei dazi USA si vedranno a partire da aprile. A nostro avviso, i rischi sulle prospettive per l'economia italiana (ed europea) restano orientati verso il basso: ci aspettiamo che, dopo il dato relativamente favorevole del 1° trimestre (0,3% t/t), il PIL italiano possa tornare a rallentare, in area 0-0,1% t/t, nei trimestri centrali dell'anno.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	mar	-0.5	%	0.2	2.1

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	apr	51.9		50.7
CPI m/m	apr	-0.4	%	0.0
CPI a/a	apr	-0.1	%	-0.1
PPI a/a	apr	-2.5	%	-2.8

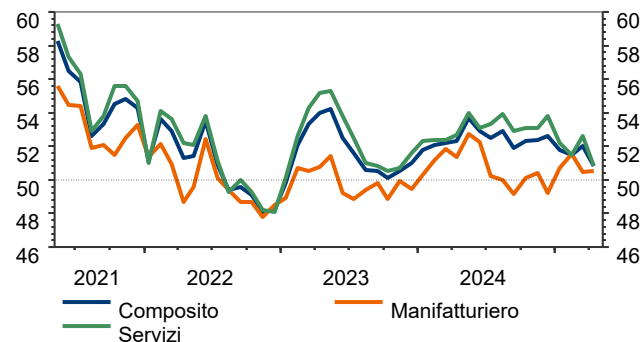
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: LSEG Datastream

Cina: PMI servizi Caixin aprile 2025. L'indice PMI dei servizi rilevato da Caixin è sceso da 51,9 in marzo a 50,7 in aprile, molto più delle attese di consenso (Bloomberg: 51,8), spinto al ribasso soprattutto dal rallentamento degli ordini. La media delle due rilevazioni Caixin e NBS è pertanto scesa da 51,1 in marzo a 50,4 in aprile, segnalando un rallentamento del ritmo di espansione del settore dei servizi all'inizio del 2° trimestre, che compensa in parte una lieve contrazione dell'attività nel settore manifatturiero.

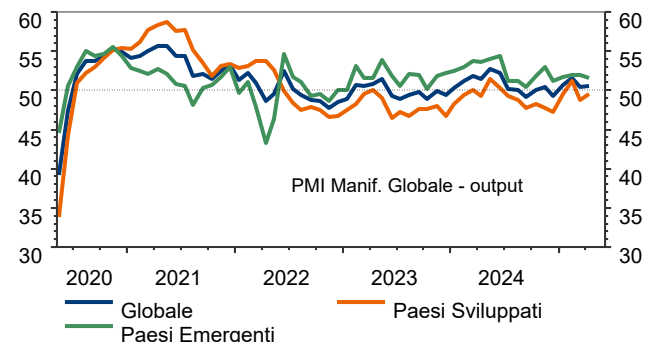
Cina: commercio estero aprile 2025. L'andamento del commercio estero è stato migliore delle attese in aprile. La crescita delle esportazioni è rimasta ancora robusta (+8,1% a/a) perché il calo dell'export verso gli USA è stato compensato dalla diversione verso altri paesi, soprattutto del Sud-Est asiatico. Le esportazioni sono destinate a rallentare ulteriormente perché i recenti segnali di distensione tra Stati Uniti e Cina potranno aprire la strada solo a una parziale riduzione dei dazi nel breve termine. La contrazione delle importazioni (-0,2% a/a) si è ridotta e la loro dinamica dovrebbe continuare a migliorare grazie all'aumento degli investimenti in infrastrutture sostenuti dall'avanzamento dello stimolo fiscale.

Ciclo Reale

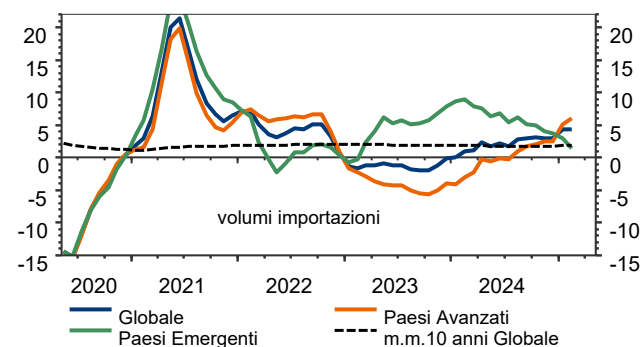
PMI globale: manifatturiero e servizi



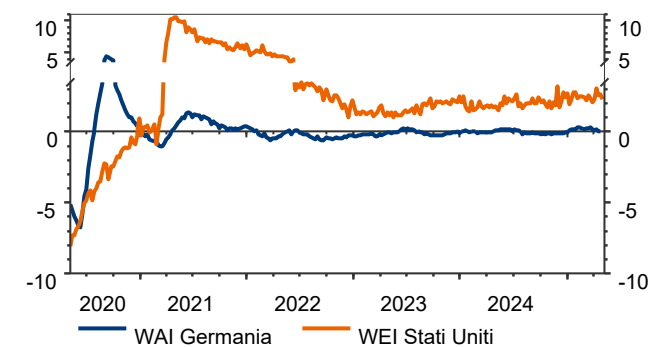
PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



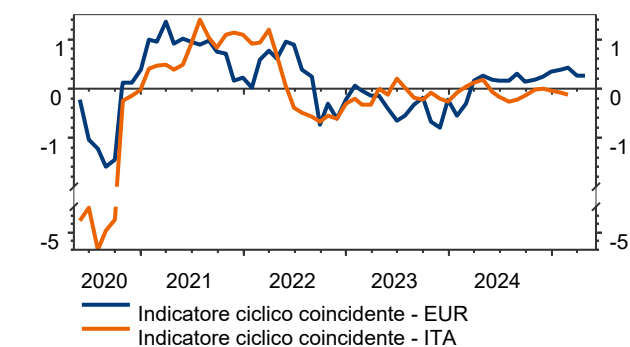
Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



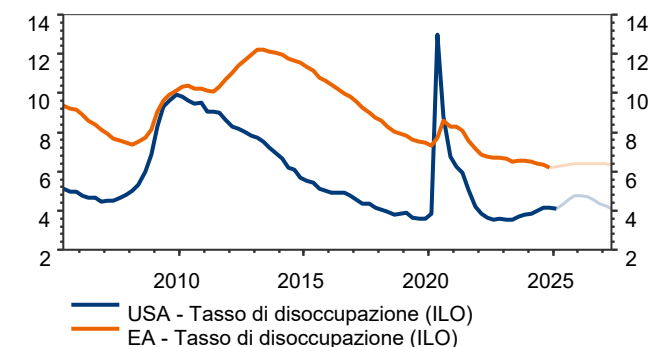
Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia

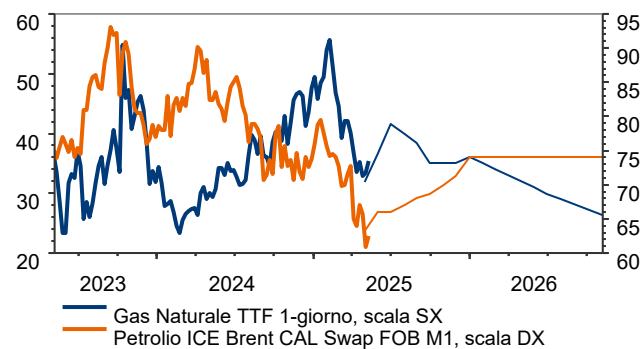


Tasso di disoccupazione (ILO)



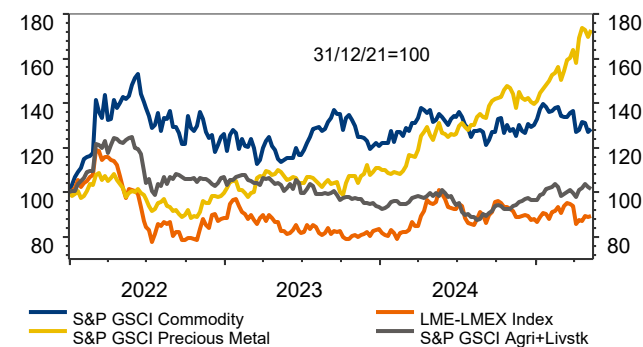
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



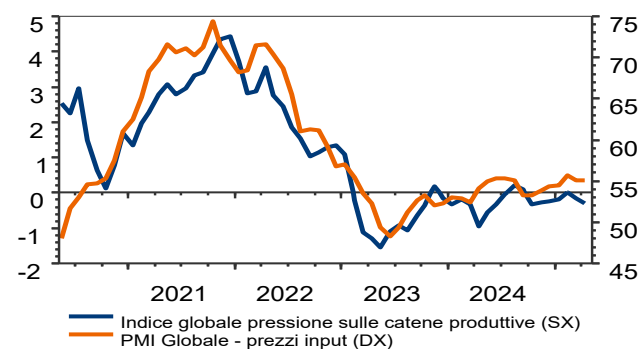
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



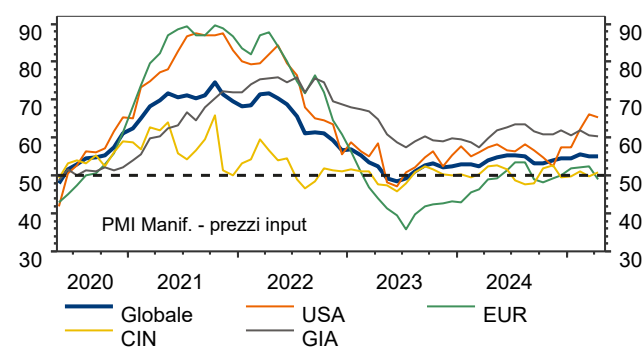
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



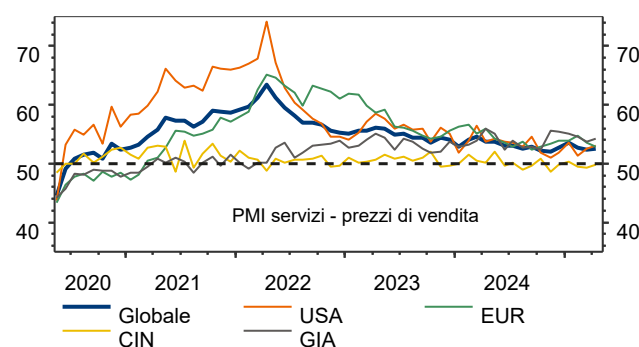
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



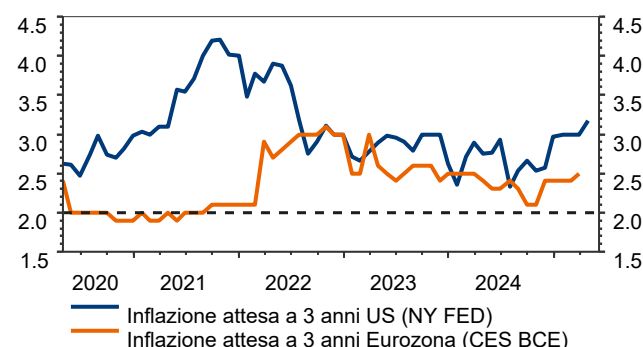
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

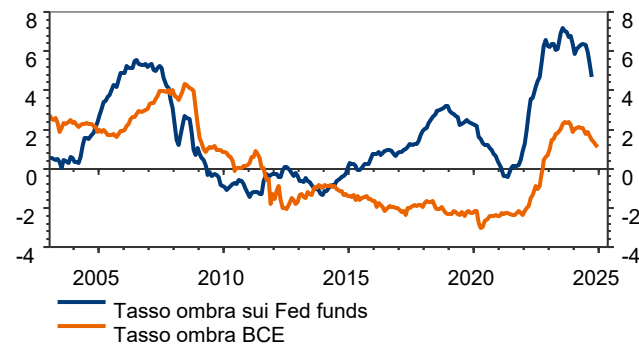
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

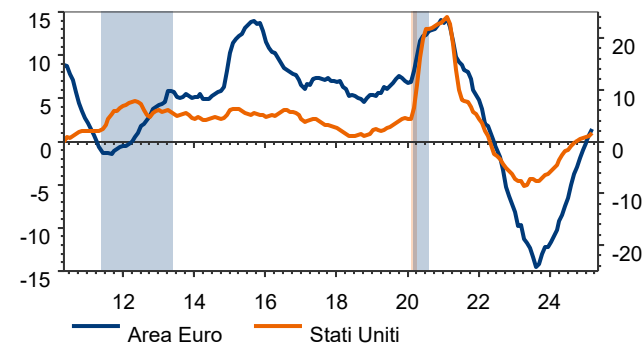
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



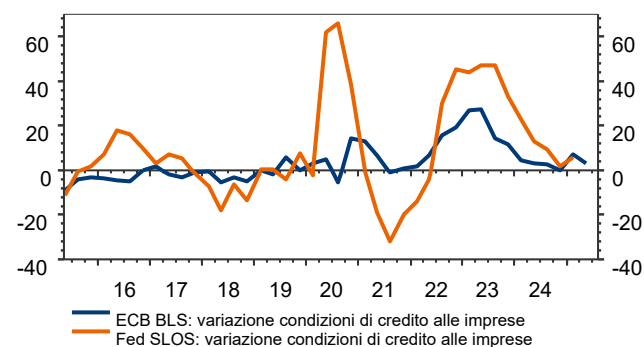
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



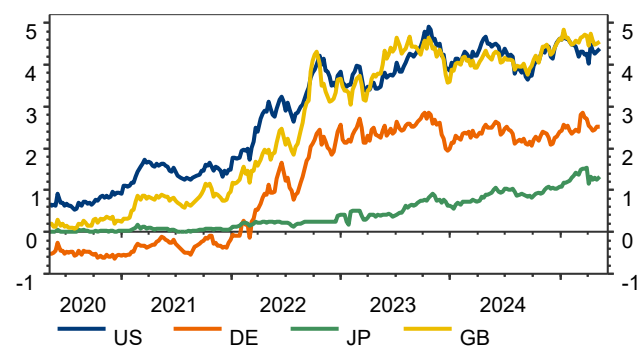
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



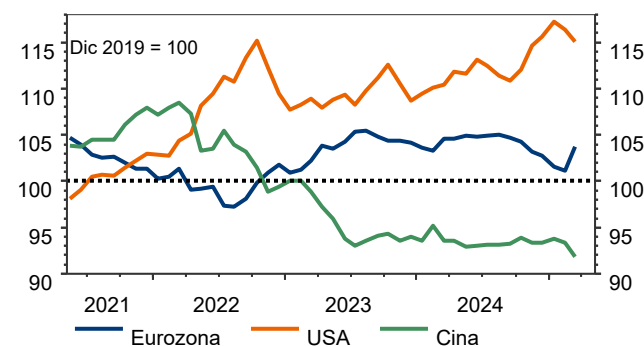
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

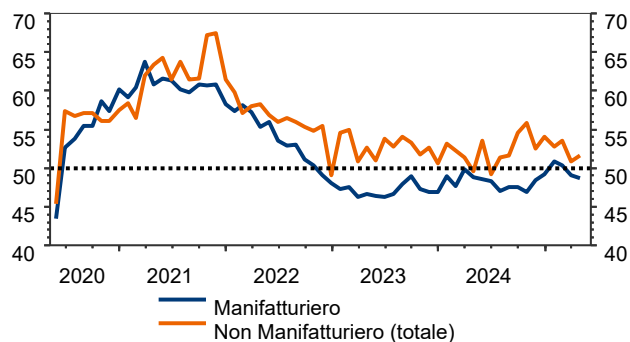
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

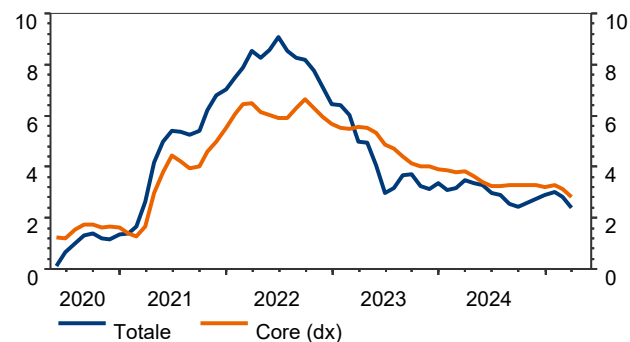
Stati Uniti

Indagini ISM



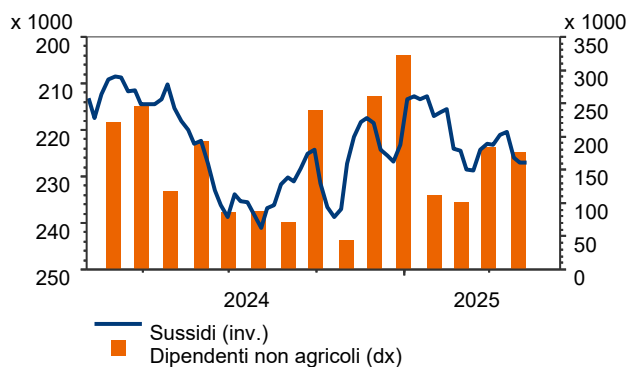
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



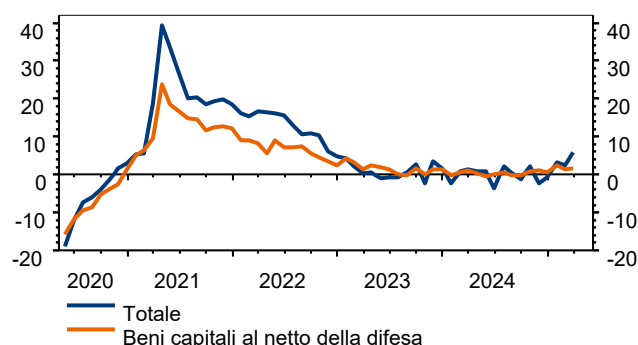
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

Nuovi ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

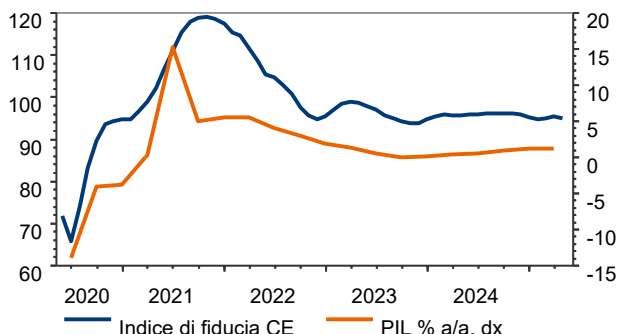
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
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	0.8
Consumi privati	2.8	2.2	1.2	2.8	3.7	4.0
IFL - privati non residenziali	3.6	2.3	3.1	3.9	4.0	-2.9
IFL - privati residenziali	4.2	1.1	2.4	-2.8	-4.3	5.5
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.3	1.4	3.1	5.1	3.1
Esportazioni	3.3	2.3	4.0	1.0	9.6	-0.2
Importazioni	5.3	6.8	1.9	7.6	10.7	-1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	-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

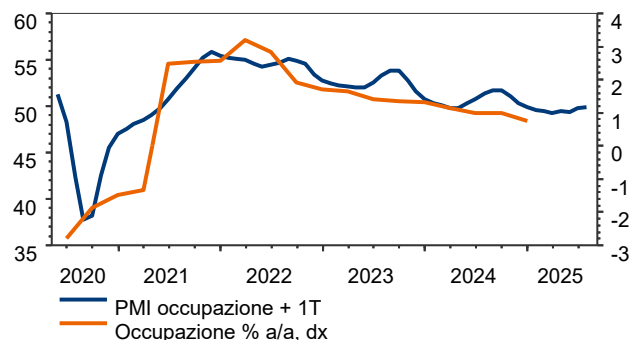
Area euro

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 AEAT	Core ex ex tob	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.3	123.3	119.8	126.7	2.3	2.6	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.3	121.0	127.4	2.2	2.5	2.4	2.1
apr-25	128.8	125.4	122.2	128.0	2.2	2.7	2.7	1.9
mag-25	128.7	125.7	122.4	128.1	1.9	2.5	2.5	1.8
giu-25	129.0	126.1	122.9	128.4	1.9	2.5	2.5	1.8
lug-25	128.9	125.9	122.7	128.2	1.9	2.5	2.5	1.8
ago-25	129.3	126.3	123.1	128.6	2.0	2.4	2.5	1.9
set-25	129.4	126.4	123.0	128.7	2.2	2.5	2.4	2.1
ott-25	129.6	126.6	123.4	128.9	2.0	2.4	2.4	1.9
nov-25	129.2	126.1	122.9	128.4	2.0	2.4	2.6	1.9
dic-25	129.6	126.5	123.4	128.8	2.0	2.4	2.6	1.7
Media	128.7	125.4	122.2	128.0	2.1	2.5	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 AEAT	Core ex ex tob	IPCA ex tob
gen-26	128.8	125.5	121.9	128.1	1.7	2.3	2.3	1.5
feb-26	129.3	126.1	122.5	129.0	1.6	2.3	2.3	1.8
mar-26	130.3	127.1	123.8	129.9	1.7	2.3	2.3	1.9
apr-26	131.1	128.0	124.9	130.3	1.8	2.1	2.2	1.9
mag-26	131.4	128.4	125.2	130.6	2.1	2.2	2.3	2.0
giu-26	131.4	128.6	125.3	130.7	1.9	2.0	1.9	1.8
lug-26	131.2	128.5	125.2	130.4	1.7	2.0	2.1	1.7
ago-26	131.4	128.8	125.5	130.6	1.7	2.0	1.9	1.6
set-26	131.7	129.1	125.8	130.9	1.8	2.1	2.2	1.7
ott-26	131.9	129.3	126.0	131.1	1.8	2.1	2.2	1.7
nov-26	131.5	128.9	125.5	130.6	1.8	2.2	2.1	1.7
dic-26	131.8	129.2	125.8	130.9	1.7	2.1	1.9	1.6
Media	131.0	128.1	124.8	130.3	1.8	2.1	2.1	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

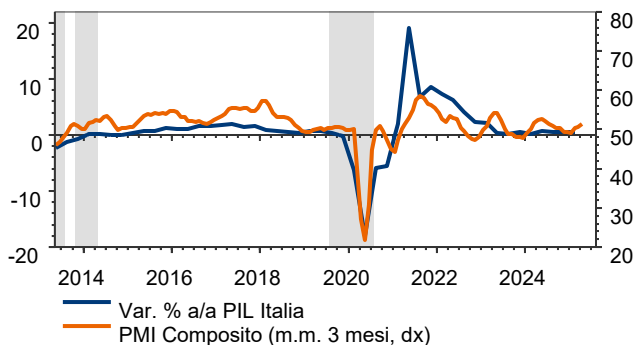
Previsioni

	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	1.1	0.6	0.5
- t/t				0.2	0.4	0.2	0.4	0.1	0.0	0.1
Consumi privati	1.0	1.2	1.4	0.0	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	-1.9	0.8	2.2	-2.5	1.8	0.7	-0.2	0.2	-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	0.4	-0.4	-0.7	0.4
Importazioni	0.3	1.9	2.7	1.1	0.5	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.8	0.1	0.2	0.5	-0.2	0.2	0.3	0.4	-0.2
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	1.8	2.5	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0
Produzione industriale (a/a)	-3.0	1.0	1.8	-4.0	-1.8	-1.6	0.6	0.5	0.8	1.8
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.2	6.4	6.3	6.2	6.2	6.2	6.3	6.3
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

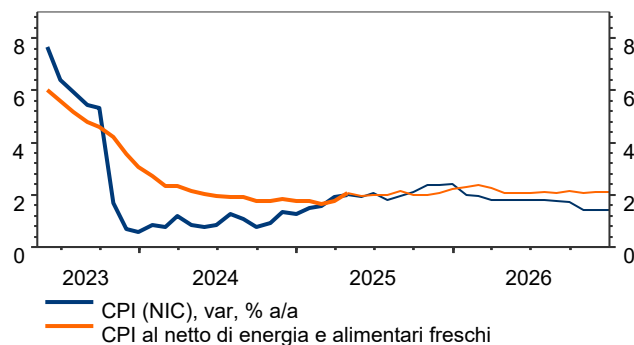
Italia

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	125.2	122.9	121.7	121.6	2.0	1.9	1.8	1.8
giu-25	125.6	123.2	121.9	121.8	2.2	2.1	2.0	1.9
lug-25	124.2	123.4	122.1	122.0	1.9	1.8	1.8	1.7
ago-25	124.1	123.8	122.5	122.4	2.1	2.0	2.0	1.9
set-25	125.7	123.7	122.5	122.4	2.2	2.1	2.1	2.0
ott-25	126.5	124.1	122.8	122.7	2.5	2.4	2.3	2.2
nov-25	126.4	124.0	122.8	122.7	2.5	2.4	2.3	2.2
dic-25	126.6	124.1	123.0	122.9	2.6	2.4	2.3	2.2
Media	124.9	123.2	122.0	122.0	2.1	2.0	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	124.3	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	1.9	1.8	1.7	1.7
apr-26	127.4	124.9	123.6	123.5	1.9	1.8	1.6	1.6
mag-26	127.6	125.1	123.7	123.6	1.9	1.8	1.6	1.6
giu-26	128.0	125.4	124.0	123.9	1.9	1.8	1.7	1.7
lug-26	126.6	125.6	124.3	124.2	1.9	1.8	1.8	1.8
ago-26	126.5	126.0	124.6	124.5	1.9	1.8	1.7	1.7
set-26	128.1	125.9	124.5	124.4	1.9	1.7	1.6	1.6
ott-26	128.4	125.8	124.5	124.4	1.6	1.4	1.4	1.4
nov-26	128.4	125.7	124.5	124.4	1.5	1.4	1.4	1.4
dic-26	128.5	125.9	124.7	124.6	1.6	1.4	1.4	1.4
Media	127.2	125.3	124.1	124.0	1.9	1.7	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	2.1	1.9	0.9	1.2	1.3	1.8	2.1	2.1	2.5	2.0
Produzione industriale (a/a)	-3.9	-0.5	0.8	-3.4	-4.5	-4.3	-1.8	-1.1	0.2	0.8	0.6
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

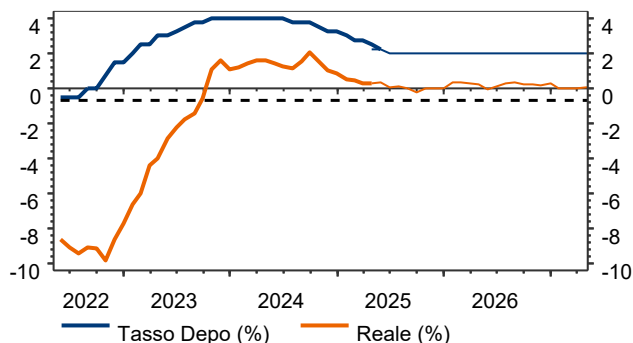
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	8/5	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	2.13	1.99	1.96	1.97	1.97
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	2.14	2.05	1.97	1.99	2.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

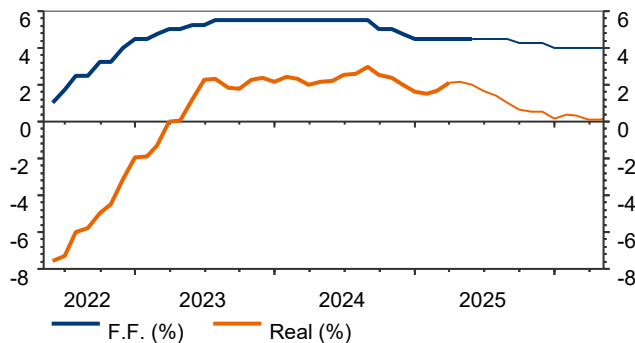


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	8/5	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	4.30	4.31	4.25	4.09	4.16

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

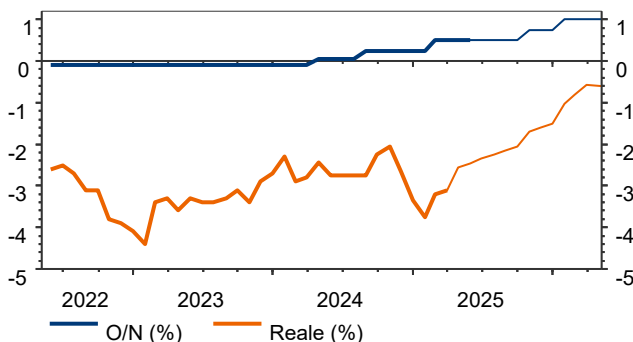


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	8/5	giu	set	dic	mar
O/N target	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00
OIS 3m	0.25	0.32	0.53	0.49	0.65	0.55	0.90	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

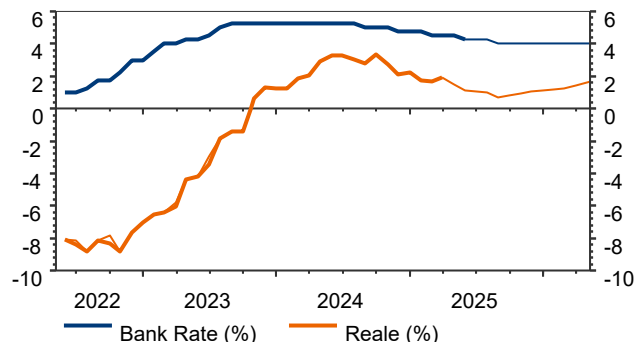


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	8/5	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.00	4.75	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	4.82	4.62	4.36	4.20	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	9/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.07	1.08	1.04	1.10	1.1258	1.12	1.10	1.08	1.06	1.08
USD/JPY	135	156	152	151	145	145.17	143	142	141	140	137
GBP/USD	1.26	1.25	1.29	1.24	1.28	1.3267	1.32	1.31	1.30	1.28	1.32
EUR/CHF	0.98	0.98	0.94	0.94	0.93	0.9347	0.92	0.93	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	148	167	164	158	160	163.45	160	156	152	149	147
EUR/GBP	0.87	0.86	0.83	0.83	0.86	0.8483	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