

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, l'annuncio di un ritorno dei dazi contro la Cina al 30% (dal 145% precedente, almeno teorico) riduce i rischi di destabilizzazione dell'economia, prima che gli effetti delle tariffe si siano manifestati appieno; d'altro canto, il dazio base del 10% sarà difeso a oltranza, e non si può escludere che le tariffe settoriali possano essere estese ulteriormente, sicché le barriere commerciali resteranno significativamente più alte rispetto al recente passato. I dati stanno iniziando a segnalare un minor vigore dei consumi domestici.

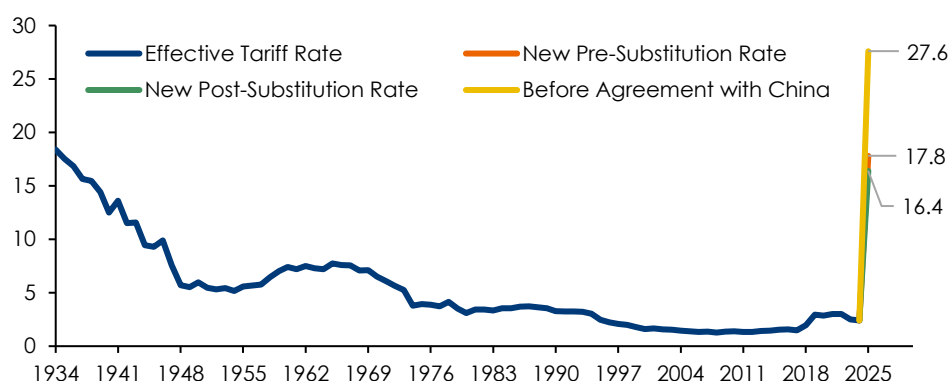
Nell'area euro, le indagini di fiducia di maggio potrebbero se non altro non peggiorare ulteriormente, grazie alle chiarite sul fronte della guerra commerciale. Tuttavia, l'economia dovrebbe risultare poco più che stagnante nei trimestri centrali dell'anno.

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- **Dazi: in pieno sviluppo la ritirata americana.** L'amministrazione Trump ha fretta di uscire dalla trappola in cui si è infilata con l'infelice annuncio del 2 aprile e la successiva imposizione di dazi proibitivi contro la Cina. Dopo l'accordo con il Regno Unito (sostanzialmente irrilevante per l'economia americana), lunedì è arrivato l'annuncio, molto più importante, di un ritorno dei dazi contro la Cina al 30%. Il risvolto positivo è che il governo americano sembra aver capito che i dazi "reciproci" sono stati una pessima idea, pertanto il rischio di volatilità macroeconomica si riduce. L'implicazione negativa è che il dazio base del 10% e i dazi settoriali saranno invece difesi a oltranza, sicché le barriere commerciali resteranno significativamente più alte rispetto al 2024. Secondo il Budget Lab, le tariffe attuate sinora, inclusi i nuovi accordi con Cina e Regno Unito e la riduzione dei dazi sulle auto, portano l'aliquota tariffaria effettiva media al 17,8%, il livello più alto dal 1934 (senza l'accordo con la Cina sarebbe salita al 27,6%, massimo dal 1903). L'impatto sui prezzi al consumo è stimato in +1,7% nel breve termine (equivalente a una perdita media di 2.800 dollari per famiglia) e +1,4% nel lungo periodo, con una perdita ridotta a 2.300 dollari. L'impatto sul PIL reale sarebbe di -0,7% a fine 2025 e -0,4% nel lungo termine.

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



Nota: la nuova aliquota effettiva "pre-sostituzione" (17,8%) assume volumi costanti di import dalla Cina, mentre la nuova aliquota effettiva "post-sostituzione" (16,4%) ipotizza una riallocazione delle importazioni verso paesi meno colpiti dall'inasprimento tariffario; l'aliquota effettiva "prima dell'accordo con la Cina" (27,6%) era calcolata nello scenario "pre-sostituzione". Fonte: The Budget Lab

16 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

Il tasso di disoccupazione a fine 2025 sarebbe più alto di quattro decimi, con 456 mila posti di lavoro in meno.

- **Prezzi dei medicinali.** Il 12 maggio, Trump ha firmato un [ordine esecutivo](#) che intende legare i **prezzi dei farmaci** venduti negli Stati Uniti ai prezzi più bassi pagati in altri paesi sviluppati. Gli obiettivi saranno comunicati dal governo ai produttori entro metà giugno. In seguito, se le aziende farmaceutiche non avranno conseguito progressi volontari significativi nell'adeguamento dei listini, si prospettano interventi governativi coercitivi come revoca di licenze e restrizioni all'export. Trump ha sostenuto che la misura ridurrà i prezzi dei farmaci fino all'80%, ma l'efficacia resta incerta, anche perché il rischio di sfide legali è alto: una versione simile del 2020 fu bloccata dai tribunali per violazioni procedurali. L'impatto sui prezzi al consumo sarebbe limitato (i farmaci da prescrizione pesano nel paniere CPI lo 0,92% e i farmaci da banco lo 0,42%). La misura potrebbe complicare i negoziati commerciali in corso, in quanto prende di mira anche i paesi che, secondo gli Stati Uniti, obbligano le aziende farmaceutiche ad applicare prezzi più bassi e scaricano i costi della ricerca sui consumatori americani.
- **Aumento del debito ed estensione dei tagli fiscali.** Il 13 maggio, la Commissione Ways and Means della Camera (la principale commissione in materia fiscale e di bilancio) ha approvato (26-19) la sezione fiscale del disegno di legge di riconciliazione per l'anno fiscale 2025, noto come "the one, big, beautiful bill". Il provvedimento prevede un aumento del tetto del debito federale di 4 trilioni di dollari e l'estensione permanente dei tagli fiscali del Tax Cuts and Jobs Act del 2017, oltre a nuove agevolazioni fiscali. Secondo le stime del Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB), il disegno di legge aumenterebbe il debito federale di circa 3,3 trilioni di dollari entro il 2034 nella versione attuale, e fino a 5,2 trilioni se le disposizioni temporanee venissero rese permanenti. Il disavanzo annuo è previsto salire a 2,9 trilioni di dollari (6,9% del PIL) nel 2034 nella versione corrente del disegno di legge, o a 3,3 trilioni di dollari (7,8% del PIL) se le disposizioni temporanee venissero rese permanenti. I costi per interessi cumulativi raggiungerebbero 1,8-1,9 trilioni (4,2-4,4% del PIL), e il rapporto debito/PIL aumenterebbe fino al 125% o al 129%. Il disegno di legge prevede tagli alla spesa, inclusi 800 miliardi a Medicaid e 290 miliardi al programma SNAP (Supplemental Nutrition Assistance Program). Il prossimo passo prevede la discussione del testo nelle principali commissioni della Camera, seguita da un voto in aula. Successivamente, il disegno di legge dovrà essere esaminato dal Senato, che potrà apportare modifiche prima dell'approvazione finale. Il Segretario al Tesoro, Scott Bessent, si attende la sua approvazione entro luglio, prima del superamento del tetto del debito.
- **Politica monetaria: la Fed resta assai cauta, nonostante la de-escalation tariffaria.** Nel suo intervento alla Second Thomas Laubach Research Conference, Powell ha segnalato il rischio che gli shock da offerta siano più frequenti che in passato, e ha sottolineato l'importanza di mantenere ancorate le aspettative di inflazione. Tra i membri votanti del FOMC: Jefferson (Vice Chair) ha avvertito che i dazi potrebbero spingere l'inflazione verso l'alto e che l'attuale politica monetaria, definita moderatamente restrittiva, è adeguata a rispondere agli sviluppi economici; Goolsbee (Fed di Chicago) ha dichiarato che la Fed dovrebbe mantenere un approccio paziente nonostante il calo dell'inflazione in aprile; Williams (Fed di NY) ha ribadito l'importanza dell'ancoraggio delle aspettative sui prezzi. Tra i non votanti: Hammack (Fed Cleveland) ha espresso la sua preferenza per attendere maggiore chiarezza prima di considerare cambiamenti dei tassi; Daly (Fed di San Francisco) ha posto l'accento sul calo della fiducia dei consumatori; Barkin (Fed di Richmond) ha segnalato che la Fed sta monitorando attentamente i consumi, visti i rischi su fiducia e occupazione.
- **CPI e PPI di aprile inferiori al previsto.** I prezzi al consumo sono aumentati dello 0,2% m/m sia per l'indice generale che per quello core, in entrambi i casi al di sotto delle attese. Su base annua, il CPI headline è calato di un decimo al 2,3% (il livello più basso da febbraio 2021), mentre l'indice core è rimasto stabile al 2,8%. I servizi nel comparto abitativo hanno contribuito per oltre la metà all'aumento mensile. Per ora, l'impatto delle tariffe è limitato

a elettrodomestici e apparecchiature audio, ma potrebbe presto estendersi ad altri beni. Il PPI è calato a sorpresa di mezzo punto ad aprile (-0,4% m/m al netto di alimentari ed energia, -0,1% al netto di alimentari energia e commercio). Continuiamo a pensare che l'aumento dei dazi possa causare una riaccelerazione dell'inflazione nei prossimi mesi, ma l'accordo con la Cina ci ha indotto a rivedere al ribasso le nostre previsioni, specie sul CPI core (a 3,3% da 3,7% in media annua nel 2025 e a 3,1% da 3,3% nel 2026).

- **Vendite al dettaglio di aprile più deboli del previsto sugli indici core.** Le vendite sono aumentate di un decimo, in netto rallentamento rispetto all'1,7% m/m di marzo (0,1% da 0,8% al netto delle auto). L'aggregato "control group" (il più correlato ai consumi di contabilità nazionale) ha visto un calo a sorpresa di -0,2% m/m, dopo il +0,5% di marzo. Assieme alla netta flessione della fiducia delle famiglie, si tratta di un indizio di un possibile ulteriore rallentamento della spesa per consumi nel trimestre corrente.
- **Produzione industriale e grado di utilizzo degli impianti inferiori alle attese.** L'output è rimasto fermo ad aprile, dopo il calo di -0,3% a marzo, e la sola produzione manifatturiera è calata di -0,4% m/m, affossata dalle auto (-1,9% m/m). Anche il grado di utilizzo degli impianti è sceso, a 77,7% da 77,8% a marzo, su livelli ampiamente inferiori alla media storica.
- **Indagini regionali di maggio in territorio negativo (e con pressioni al rialzo sui prezzi).** L'indice Empire Manufacturing è calato a sorpresa a -9,2 da -8,1 di aprile, mentre il Philly Fed ha registrato una minore contrazione, restando in territorio negativo a -4 da -26,4. Entrambe le indagini registrano un aumento dei prezzi pagati (in entrambi i casi, ai massimi da quasi tre anni).
- **L'indagine "Senior Loan Officer Opinion Survey" di aprile evidenzia un inasprimento degli standard sui prestiti alle imprese** commerciali e industriali, sebbene si noti una tendenza delle grandi banche ad allentare i criteri per specifici segmenti immobiliari, a differenza degli istituti minori. La domanda di finanziamenti appare nel complesso debole, soprattutto da parte delle imprese, con indicazioni più miste per le famiglie.

■ La settimana prossima:

- **Fiducia dei consumatori di maggio (in calendario oggi pomeriggio) attesa in lieve recupero ma ancora vicina ai minimi storici.** Il morale delle famiglie misurato dall'Università del Michigan è visto a 53,5 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.
- **Mercato immobiliare.** Le vendite di case esistenti sono viste rimbalzare del 3,2% m/m ad aprile (da -5,9% a marzo), mentre le vendite di nuove abitazioni dovrebbero registrare un calo di -3,3% m/m (dopo il +7,4% di marzo).

Area euro

■ Questa settimana:

- Nell'Eurozona, **la crescita del PIL nel 1° trimestre è stata rivista al ribasso** a 0,3% t/t in seconda lettura. La revisione è solo marginale (0,33% da 0,35% t/t) e lascia invariato all'1,2% il ritmo di espansione tendenziale. L'occupazione è aumentata in linea con il PIL, di 0,3% t/t (0,8% a/a): il numero degli occupati è in crescita ininterrotta da quattro anni e le indagini non mostrano, almeno per il momento, significativi segnali di deterioramento della domanda di lavoro.
- **La produzione industriale è cresciuta per il secondo mese a marzo**, accelerando a 2,6% m/m (3,6% a/a) da un precedente 1,1% m/m, trainata da beni di consumo durevoli e strumentali (entrambi in rialzo di oltre il 3%), chiudendo il trimestre in espansione del 2,2% t/t dopo un semestre negativo. Anche al netto del dato irlandese (+14,6% m/m da +11,5% precedente), l'output è comunque in crescita per il terzo mese, con un solido 1,2% m/m da 0,1% precedente (+0,9% t/t nel 1° trimestre). Come evidenziato dai dati sul commercio

estero è però possibile che i progressi di inizio anno siano dovuti anche all'anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti in vista dell'aumento dei dazi di aprile (significativo, per esempio, l'aumento dell'import statunitense di prodotti farmaceutici provenienti dall'Irlanda). Pertanto, il rimbalzo d'inizio anno potrebbe rivelarsi di breve durata.

- **A marzo l'export di beni in area euro è cresciuto per il quinto mese** mettendo a segno un progresso, su base destagionalizzata, del 2,9% m/m da un precedente 5,1% m/m. Nel 1° trimestre le esportazioni sono aumentate del 7,6% t/t, un ritmo superiore al 3,4% t/t registrato dalle importazioni. In particolare, l'export verso gli Stati Uniti è salito a doppia cifra per il secondo mese consecutivo (21% m/m da 12,7% di febbraio; +27,2% t/t), guidato da beni manufatti e prodotti chimici (farmaceutica inclusa), chiaro segnale della volontà degli importatori statunitensi di accumulare scorte prima dell'entrata in vigore dei dazi.
- In Germania **l'indagine ZEW, condotta tra gli analisti finanziari, ha riportato un rimbalzo delle aspettative a maggio** (a 25,2 da -14), dopo che il crollo di aprile era stato condizionato dagli annunci del Liberation Day. I rispondenti all'indagine hanno segnalato tra le ragioni per il maggior ottimismo l'entrata in carica del nuovo governo tedesco, la stabilizzazione delle pressioni inflattive, i tagli dei tassi e i progressi sul fronte commerciale. L'indice sulla situazione corrente ha invece corretto a -82 da -81,2, su livelli comunque superiori alla media registrata nel 1° trimestre dell'anno. In sostanza, gli investitori ritengono che al momento l'economia tedesca sia ancora fiacca ma il punto di minimo dovrebbe essere stato superato.

■ La settimana prossima:

- In area euro l'**indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea** è atteso in recupero a maggio dopo due mesi di calo (a -16 da -16,7), sulla scorta dell'allentamento delle tensioni sul commercio mondiale. In Germania, come evidenziato dall'analogo indice GfK, la formazione del governo dovrebbe inoltre rappresentare un elemento di supporto. Tuttavia, il contesto di elevata incertezza, che negli ultimi mesi sembra aver spinto i consumatori a rivedere bruscamente al rialzo le proprie aspettative d'inflazione, dovrebbe continuare a pesare sul morale dei nuclei famigliari e contribuire a frenare la propensione alla spesa.
- Dopo le sorprendenti letture di aprile, le **indagini PMI di maggio** potrebbero offrire maggiori indicazioni sull'impatto dell'inasprimento delle barriere commerciali, per capire se l'aumento degli indici manifatturieri del mese precedente fosse dovuto all'anticipazione delle consegne in vista dei maggiori dazi. Il peggioramento delle aspettative sull'attività futura registrato ad aprile sembra però suggerire che almeno parte della risalita del PMI manifatturiero potrebbe essere stata temporanea: prevediamo una modesta correzione a 48,8 da 49. Nei servizi la frenata di aprile, per quanto ridimensionata dalla lettura finale, aveva evidenziato un peggioramento di attese e ordini, segnali non incoraggianti sulla tenuta della domanda interna. Ci aspettiamo comunque una lieve risalita del PMI servizi a 50,3 da 50,1 di aprile. L'indice composito dovrebbe quindi restare invariato a 50,4, su livelli compatibili con un'economia sostanzialmente stagnante nei trimestri centrali dell'anno.
- In Germania **l'IFO è atteso poco variato a maggio**, a 86,7 da 86,9 di aprile. Prevediamo un miglioramento delle aspettative (a 87,6 da 87,4) grazie al ridimensionarsi delle tensioni commerciali e ad annunci di politica fiscale espansiva, a fronte di un indice sulla situazione corrente in correzione a 85,9 da 86,4. In Francia **l'INSEE manifatturiero è visto correggere** di un punto a 98 dopo l'ampio progresso del mese precedente: l'indagine della Banque de France ha registrato un peggioramento dell'attività produttiva (sia pur dovuto prevalentemente a ragioni di calendario); le imprese restano preoccupate sul tema dazi ma, ad eccezione del settore vinicolo, non segnalano effetti immediati; la domanda resta in ogni caso fiacca, con l'eccezione del comparto aeronautico.
- La **seconda lettura del PIL tedesco** vedrà la pubblicazione del dettaglio delle componenti. Consumi e investimenti, sia in macchinari che in costruzioni, dovrebbero

aver sostenuto la crescita. Dal lato dell'offerta ci attendiamo un ritorno all'espansione dell'industria dopo le contrazioni precedenti.

- La **crescita dei salari negoziali** in Eurozona potrebbe aver decelerato al 3% a/a nel 1° trimestre da un precedente 4,1%. Il dato dovrebbe aver beneficiato soprattutto dell'effetto base sui contratti tedeschi che potrebbe invertirsi durante la primavera; tuttavia, anche negli altri paesi dove i dati sono disponibili (ad eccezione dell'Italia) si nota una moderazione delle pressioni salariali, attesa proseguire nel corso del 2026.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (19 – 23 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 19/5	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	apr	5.9	% 5.5
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	apr	4.2	% 4.2
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		apr	3.6	%
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		apr	6.5	%
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		apr	7.7	% 5.5
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	apr	prel 2.2	% 2.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		apr	prel 2.7	%
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	apr	prel 0.6	%
Mar 20/5	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		apr	-0.7	% -0.8
	03:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mag	3.6	%
	03:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mag	3.1	%
	08:00	GER	PPI a/a		apr	-0.2	%
	08:00	GER	PPI m/m		apr	-0.7	%
Mer 21/5	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mag	-16.7	
	01:50	GIA	Bilancia commerciale		apr	559.4	Mld ¥ JP 227.1
	08:00	GB	CPI a/a	*	apr	2.6	% 3.3
	08:00	GB	CPI m/m		apr	0.3	% 1.0
Gio 22/5	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		mar	4.3	% -1.6
	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		mag	48.7	
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	mag	99	
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	mag	47.3	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mag	48.7	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mag	49.0	49.5
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mag	48.4	49.0
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mag	50.1	50.4
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mag	49.0	49.4
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mag	50.4	
	10:00	GER	IFO (attese)		mag	87.4	88.3
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mag	86.4	87.0
	10:00	GER	IFO	**	mag	86.9	87.7
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	mag	45.4	45.9
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	mag	49.0	49.5
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.872	(1.881) Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	229	(229) x1000
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mag	-14.7	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	mag	50.2	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	mag	50.8	
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		mag	50.6	
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		apr	4.02	Mln 4.10
Ven 23/5	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	apr	3.2	% 3.4
	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	apr	3.6	%
	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T1	0.2	% 0.2
	08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T1	-0.2	%
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		apr	2.6	%
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	apr	0.4	% 0.3
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		mag	92	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	apr	0.724	Mln 0.700

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 (19 – 23 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	19/5	11:30 EUR	Discorso di Muller (BCE)
		14:30 USA	Discorso di Bostic (Fed)
		14:45 USA	Discorsi di Jefferson e Bostic (Fed)
		14:45 USA	Discorso di Williams (Fed)
		19:15 USA	Discorso di Logan (Fed)
		19:30 USA	Discorso di Kashkari (Fed)
Mar	20/5	08:55 EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
		10:00 GB	Discorso di Pill (BoE)
		15:00 USA	Discorso di Bostic (Fed)
		15:00 USA	Discorso di Barkin (Fed)
		15:30 USA	Discorso di Collins (Fed)
		19:00 USA	Discorso di Musalem (Fed)
Mer	21/5	01:00 USA	Discorsi di Hammack, Daly e Bostic (Fed)
		18:00 EUR	Discorso di Lane (BCE)
		18:15 USA	Discorsi di Barkin e Bowman (Fed)
		– EUR	* De Guindos (BCE) presenta la Financial Stability Review
Gio	22/5	03:30 GIA	Discorso di Noguchi (BoJ)
		09:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		10:20 EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		12:50 GB	Discorso di Breeden (BoE)
		13:00 GB	Discorso di Dhingra (BoE)
		13:30 EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di aprile
		14:30 GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		15:30 EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Ven	23/5	– EUR	* Moody's si pronuncia sul debito sovrano dell'Italia

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	apr	-0.1	%	0.3	0.2
CPI a/a	apr	2.4	%	2.4	2.3
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	apr	2.8	%	2.8	2.8
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	apr	0.1	%	0.3	0.2
Richieste di sussidio	settim	229 (228)	x1000	229	229
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.872 (1.879)	Mln	1.890	1.881
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	apr	0.4 (0.1)	%	0.3	-0.4
PPI m/m	apr	0.0 (-0.4)	%	0.2	-0.5
Indice Empire Manufacturing	mag	-8.1		-10.0	-9.2
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	apr	0.8 (0.5)	%	0.3	0.1
Vendite al dettaglio m/m	apr	1.7 (1.4)	%	0.0	0.1
Indice Philadelphia Fed	mag	-26.4		-11.0	-4.0
Produzione industriale m/m	apr	-0.3	%	0.2	0.0
Impiego capacità produttiva	apr	77.8	%	77.8	77.7
Scorte delle imprese m/m	mar	0.2	%	0.2	0.1
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mag	40.0		40.0	34.0
Prezzi all'import m/m	apr	-0.1	%	-0.4	
Licenze edilizie	apr	1.5	Mln	1.5	
Nuovi cantieri residenziali	apr	1.324	Mln	1.365	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mag	52.2		53.4	
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mar	112.0	Mld \$		

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

Fonte: LSEG Datastream

Dazi: in pieno sviluppo la ritirata americana. L'amministrazione Trump ha fretta di uscire dalla trappola in cui si è infilata con l'infelice annuncio del 2 aprile e la successiva imposizione di dazi proibitivi contro la Cina. Dopo l'accordo con il Regno Unito, nella sostanza marginale, lunedì è arrivato l'annuncio molto più importante di un ritorno dei dazi contro la Cina al 30%. Il risvolto positivo è che il governo americano sembra aver capito che i dazi 'reciproci' sono stati una pessima idea: il rischio di volatilità macroeconomica si riduce. Il risvolto negativo è che il dazio base del 10% e i dazi settoriali saranno invece difesi a oltranza, sicché le barriere commerciali resteranno significativamente più alte rispetto al 2024.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PIL a/a 2a stima	T1	1.2	%	1.2	1.2
EUR	PIL t/t 2a stima	T1	0.4	%	0.4	0.3
EUR	Produzione industriale m/m	mar	1.1	%	1.8	2.6
FRA	IPCA m/m finale	apr	0.6	%	0.6	0.7
FRA	IPCA a/a finale	apr	0.8	%	0.8	0.9
FRA	CPI m/m Ex Tob	apr	0.2	%		0.6
FRA	Tasso di disoccupazione	T1	7.3	%	7.4	7.4
GER	ZEW (Sit. corrente)	mag	-81.2		-77.0	-82.0
GER	ZEW (Sentiment econ.)	mag	-14.0		11.9	25.2
GER	CPI m/m finale	apr	0.4	%	0.4	0.4
GER	CPI a/a finale	apr	2.1	%	2.1	2.1
GER	IPCA m/m finale	apr	0.5	%	0.5	0.5
GER	IPCA a/a finale	apr	2.2	%	2.2	2.2
ITA	IPCA a/a finale	apr	2.1	%	2.1	2.0
ITA	IPCA m/m finale	apr	0.5	%	0.5	0.4
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	apr	0.2	%	0.2	0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	apr	2.0	%	2.0	1.9
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mar	4.444 (4.466)	Mld €		3.657
ITA	Bilancia commerciale (UE)	mar	-0.383 (-0.361)	Mld €		-2.453
SPA	IPCA a/a finale	apr	2.2	%	2.2	2.2

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

Fonte: LSEG Datastream

Area euro - Tra lepri e tartarughe: l'inflazione dei servizi a due velocità. Il mese di aprile ha visto un rialzo dell'inflazione dei servizi, probabilmente temporaneo e dovuto alla diversa tempistica della Pasqua rispetto al 2024. Da inizio anno, anche il settore terziario è stato coinvolto nel trend di moderazione dei prezzi. Riteniamo che tale tendenza possa proseguire nei prossimi mesi, sebbene maggiori progressi siano necessari per una convergenza verso ritmi di crescita più coerenti con l'obiettivo BCE. In linea con le scomposizioni proposte da Banca d'Italia e BCE, abbiamo dapprima decomposto l'inflazione dei servizi sulla base dell'entità dei ritardi con cui le componenti rispondono agli shock, e, successivamente, sulla base dell'elasticità al costo del lavoro. Abbiamo quindi stimato la trasmissione e la persistenza degli shock per le diverse componenti: il principale risultato è che quelle che reagiscono con maggior rapidità agli shock (i cosiddetti fast-movers) hanno probabilmente superato il picco, e dovrebbero mantenere una tendenza discendente anche nei prossimi mesi; viceversa, i comparti più ritardatari (i late-comers) dovrebbero restare più vischiosi e continuare a risentire ancora a lungo degli shock passati. Nel complesso, i risultati sono compatibili con un'inflazione dei servizi in moderazione ma attesa convergere su ritmi di crescita strutturalmente più elevati rispetto a quelli pre-pandemici.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T1	0.6	%	-0.1	-0.2
PIL t/t, ann. prelim	T1	2.4 (2.2)	%	-0.2	-0.7
Produzione industriale m/m finale	mar	-1.1	%		0.2

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

Cina

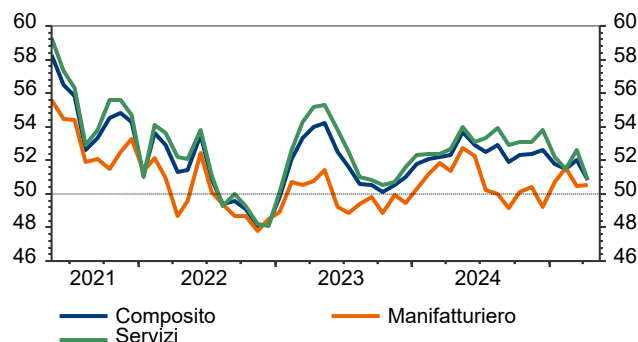
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	apr	-0.4	%	0.0	0.1
CPI a/a	apr	-0.1	%	-0.1	-0.1
PPI a/a	apr	-2.5	%	-2.8	-2.7

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

Cina - Inflazione aprile 2025. L'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta negativa anche in aprile a -0,1% a/a, invariata rispetto a marzo e alla media dei primi tre mesi dell'anno (-0,1% a/a), spinta ancora al ribasso soprattutto dall'accentuazione della deflazione nel comparto dei trasporti. L'inflazione core è rimasta stabile a -0,5% a/a. L'intensificazione della guerra dei dazi e la deflazione dei prezzi alla produzione dei beni durevoli continuano a porre rischi al ribasso sul profilo dell'inflazione.

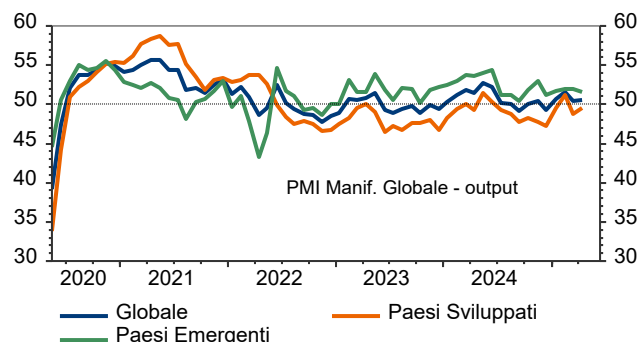
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



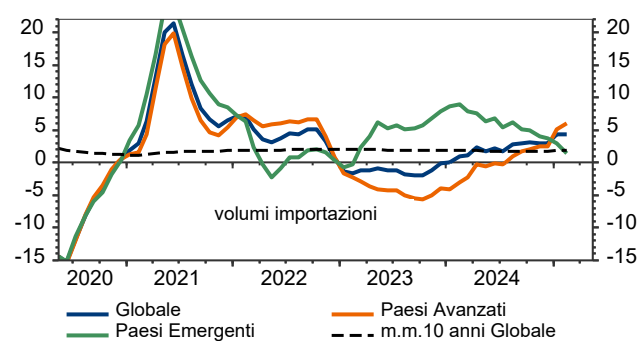
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



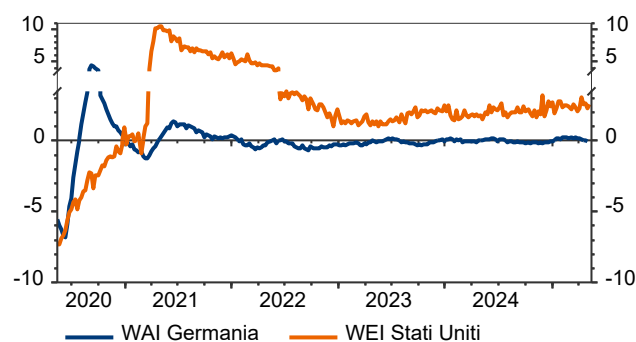
Fonte: S&P Global

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



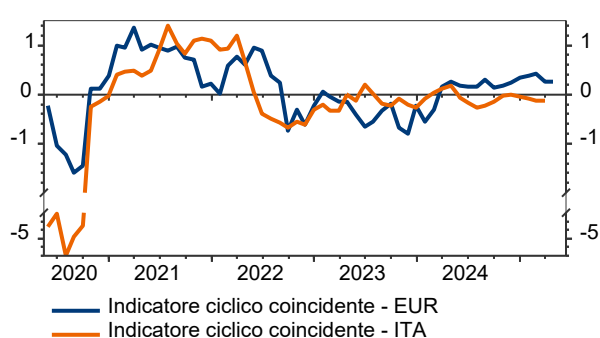
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



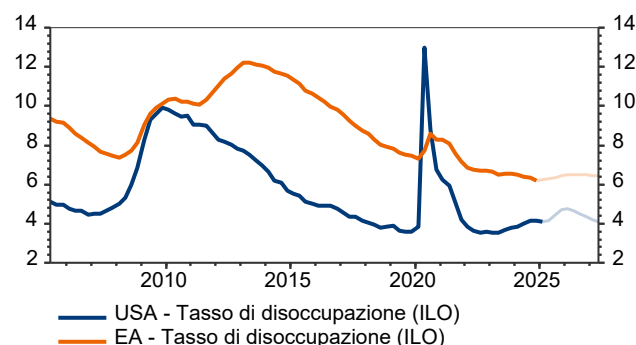
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

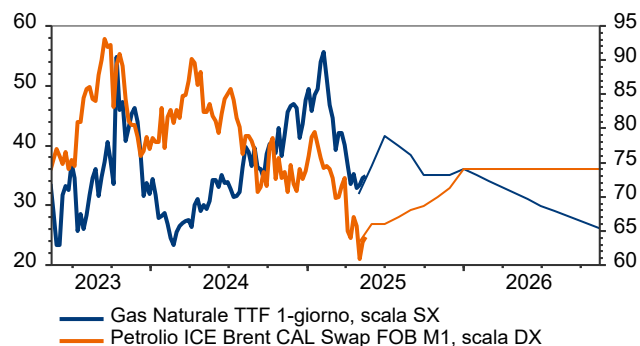
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

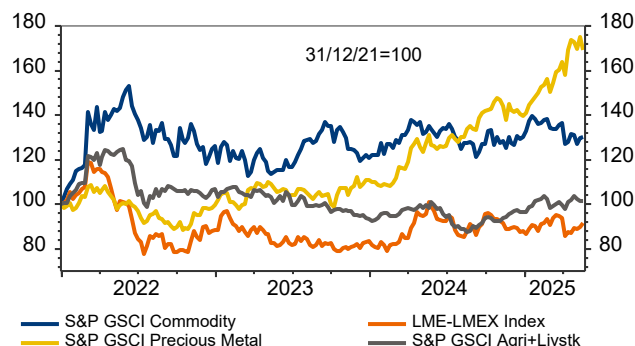
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



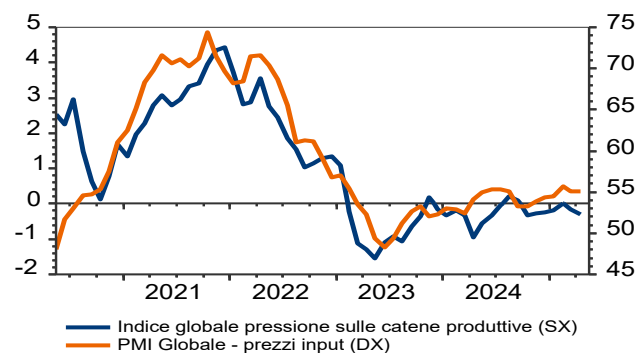
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



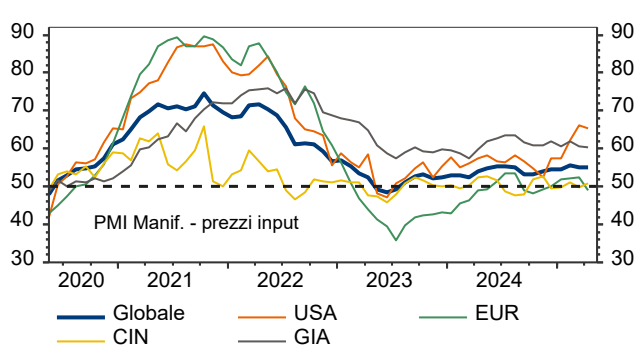
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



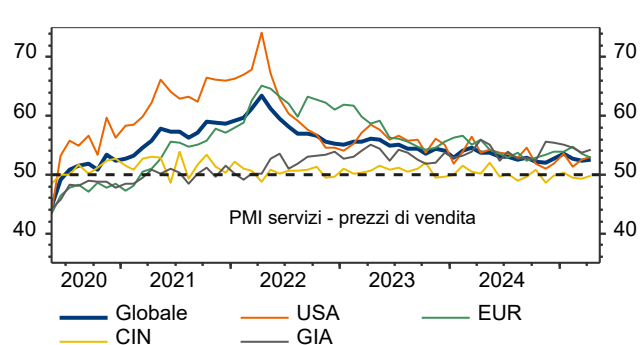
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



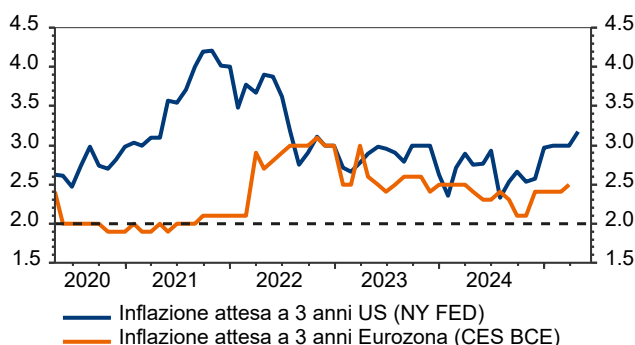
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

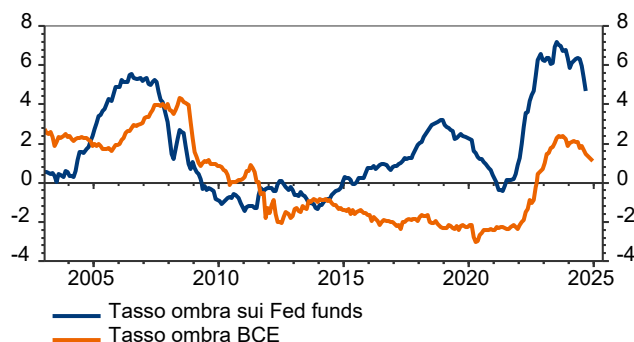
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

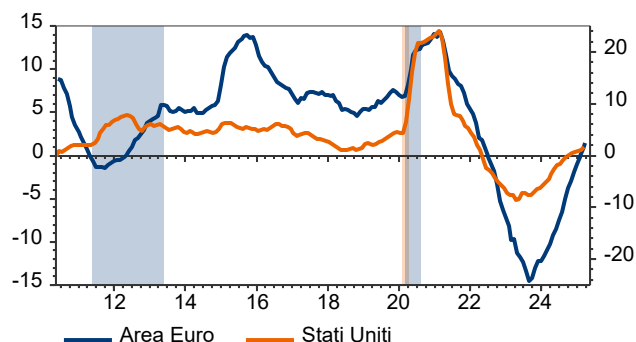
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



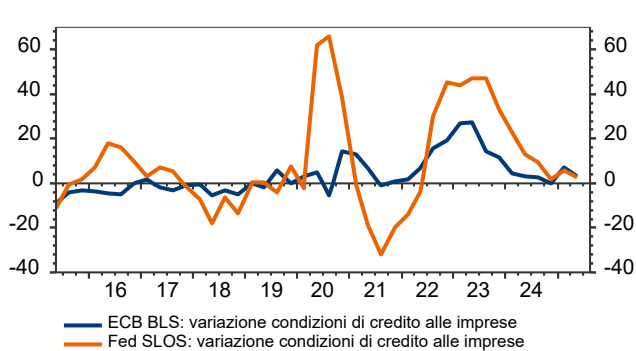
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



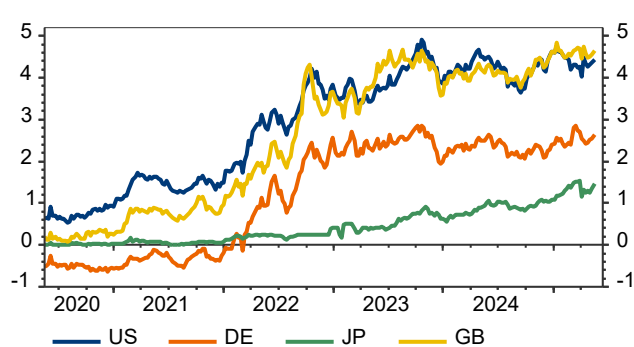
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



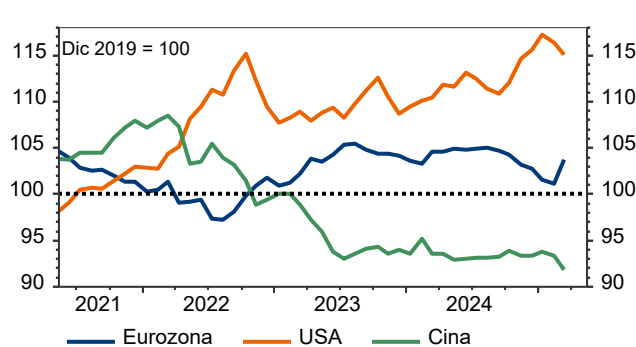
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

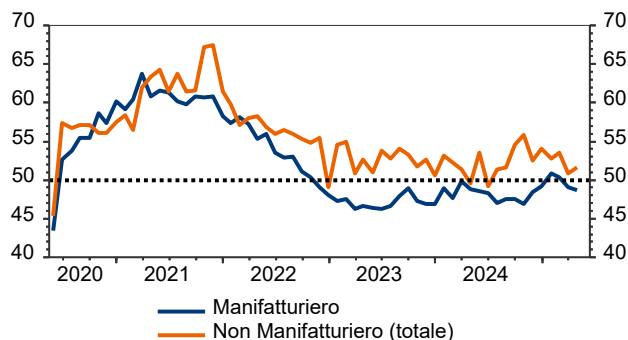
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

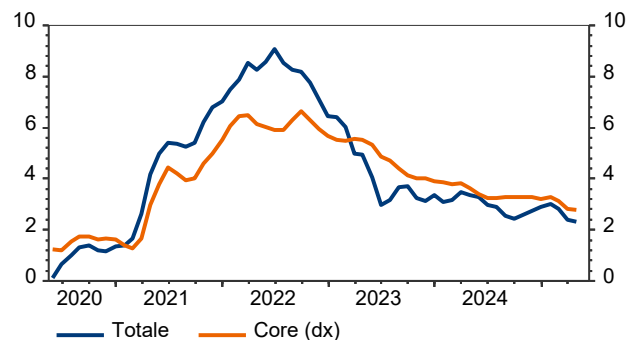
Stati Uniti

Indagini ISM



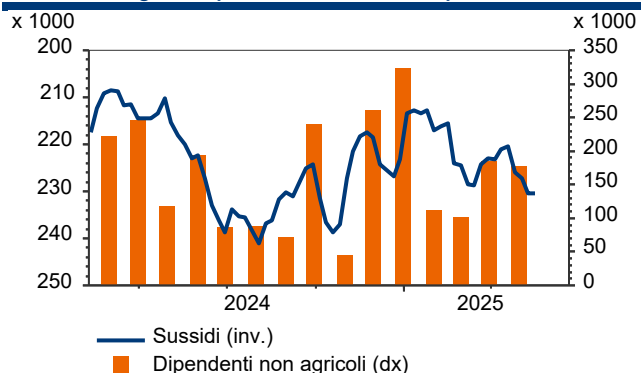
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



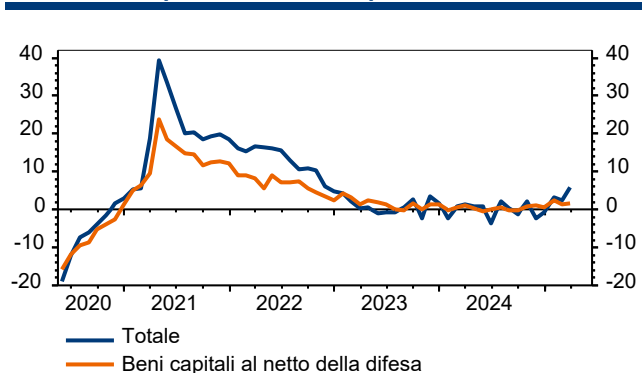
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

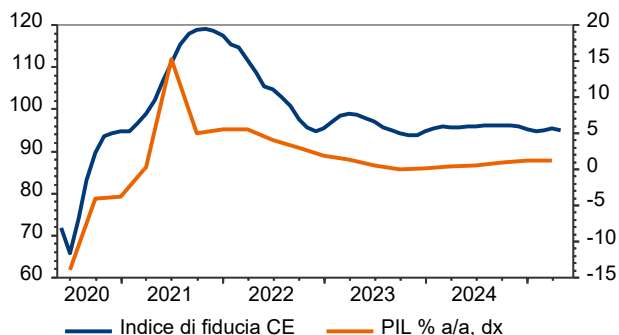
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
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	-4.0	-2.7			
Deficit pubblico (% PIL)	-7.6	-6.5	-7.2			
Debito pubblico (% PIL)	138.0	139.2	141.1			
CPI (a/a)	2.9	3.1	2.9	3.2	2.6	2.7
Produzione industriale	-0.3	1.1	1.3	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

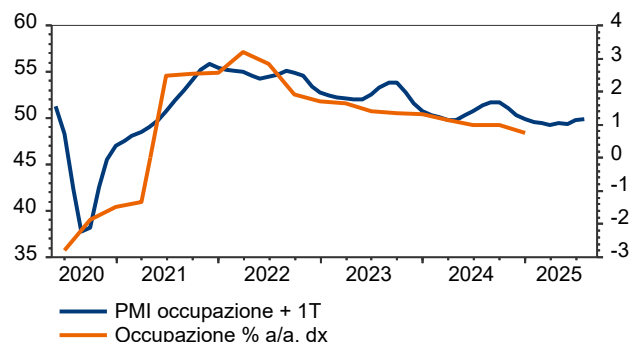
Area euro

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	128.8	125.7	122.4	128.1	2.0	2.5	2.5	1.8
giu-25	129.1	126.1	122.9	128.4	2.0	2.5	2.5	1.8
lug-25	129.0	126.0	122.7	128.3	1.9	2.5	2.5	1.8
ago-25	129.3	126.3	123.1	128.6	2.0	2.5	2.5	1.9
set-25	129.4	126.5	123.0	128.7	2.2	2.6	2.4	2.1
ott-25	129.6	126.7	123.4	128.9	2.1	2.4	2.4	1.9
nov-25	129.2	126.2	122.9	128.5	2.1	2.5	2.6	1.9
dic-25	129.7	126.6	123.4	128.9	2.0	2.5	2.6	1.8
Media	128.7	125.5	122.2	128.1	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	128.9	125.6	121.9	128.1	1.7	2.4	2.3	1.6
feb-26	129.4	126.2	122.5	129.1	1.7	2.4	2.3	1.9
mar-26	130.3	127.2	123.8	130.0	1.8	2.4	2.3	2.0
apr-26	131.1	128.1	124.9	130.5	1.9	2.2	2.2	1.9
mag-26	131.5	128.6	125.2	130.7	2.1	2.3	2.3	2.0
giu-26	131.6	128.7	125.3	130.8	1.9	2.1	1.9	1.9
lug-26	131.3	128.6	125.2	130.6	1.8	2.1	2.0	1.8
ago-26	131.5	128.9	125.5	130.8	1.7	2.1	1.9	1.7
set-26	131.9	129.3	125.8	131.1	1.9	2.2	2.2	1.8
ott-26	132.0	129.4	126.0	131.2	1.8	2.2	2.1	1.8
nov-26	131.7	129.0	125.4	130.8	1.9	2.3	2.1	1.8
dic-26	131.9	129.3	125.7	131.0	1.7	2.2	1.9	1.6
Media	131.1	128.3	124.8	130.4	1.8	2.2	2.1	1.8

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

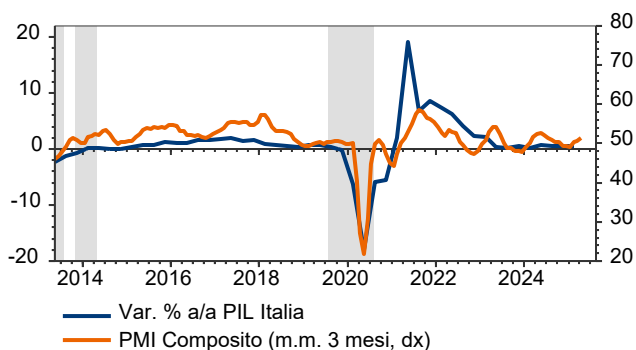
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025						2026
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.9	1.0	0.5	1.0	1.2	1.2	1.0	0.7	0.6	0.6
- t/t				0.2	0.4	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.3
Consumi privati	1.0	1.1	1.4	0.0	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	-1.9	1.4	2.1	-2.5	1.8	0.7	0.7	-0.4	0.3	0.5	0.7
Consumi pubblici	2.7	1.6	1.2	1.1	0.9	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
Esportazioni	1.0	-0.2	1.5	1.5	-1.3	0.0	0.4	-0.4	-0.4	0.4	0.6
Importazioni	0.3	1.9	2.7	1.1	0.5	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	0.6	0.1	0.2	0.5	-0.2	0.0	0.4	0.4	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6								
Debito pubblico (% PIL)	87.4	88.6	89.0								
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.1	1.8	2.5	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1	2.1	1.7
Produzione industriale (a/a)	-3.0	2.1	1.8	-4.0	-1.8	-1.6	1.5	1.6	2.1	3.0	1.2
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.3	6.4	6.3	6.2	6.2	6.2	6.3	6.3	6.3
Euribor 3 mesi	3.57	2.17	2.04	3.81	3.56	3.00	2.56	2.15	1.99	1.98	2.02

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

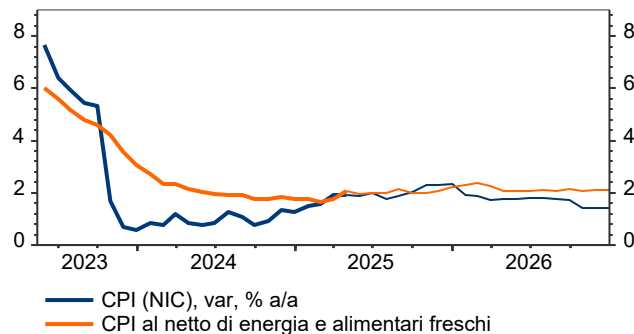
Italia

PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	122.4	121.9	120.9	120.9	1.7	1.5	1.4	1.3
feb-25	122.5	122.1	121.2	121.1	1.7	1.6	1.6	1.5
mar-25	124.4	122.5	121.5	121.4	2.1	1.9	1.8	1.7
apr-25	124.9	122.6	121.4	121.3	2.0	1.9	1.8	1.7
mag-25	125.1	122.8	121.5	121.4	2.0	1.9	1.7	1.6
giu-25	125.5	123.1	121.7	121.6	2.1	2.0	1.8	1.8
lug-25	124.1	123.3	121.9	121.8	1.9	1.7	1.6	1.5
ago-25	124.1	123.7	122.2	122.1	2.0	1.9	1.7	1.7
set-25	125.6	123.7	122.2	122.1	2.2	2.0	1.8	1.8
ott-25	126.4	124.0	122.4	122.3	2.4	2.3	2.0	1.8
nov-25	126.3	123.9	122.4	122.3	2.4	2.3	2.0	1.8
dic-25	126.5	124.1	122.6	122.5	2.5	2.4	2.0	1.9
Media	124.8	123.1	121.8	121.7	2.1	1.9	1.8	1.7

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	124.9	124.2	122.8	122.7	2.0	1.9	1.6	1.5
feb-26	125.0	124.4	123.0	122.9	2.0	1.9	1.5	1.5
mar-26	126.7	124.6	123.2	123.1	1.9	1.7	1.4	1.4
apr-26	127.3	124.8	123.1	123.0	1.9	1.8	1.4	1.4
mag-26	127.5	125.0	123.2	123.1	1.9	1.8	1.4	1.4
giu-26	127.9	125.3	123.4	123.3	1.9	1.8	1.4	1.4
lug-26	126.5	125.5	123.7	123.6	1.9	1.8	1.5	1.5
ago-26	126.4	125.9	124.0	123.9	1.9	1.8	1.5	1.5
set-26	128.0	125.8	123.9	123.8	1.8	1.7	1.4	1.4
ott-26	128.3	125.7	123.9	123.8	1.6	1.4	1.2	1.2
nov-26	128.3	125.6	123.9	123.8	1.5	1.4	1.2	1.2
dic-26	128.4	125.8	124.1	124.0	1.6	1.4	1.2	1.2
Media	127.1	125.2	123.5	123.4	1.8	1.7	1.4	1.4

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	1.8	0.9	1.2	1.3	1.8	2.1	2.0	2.4	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

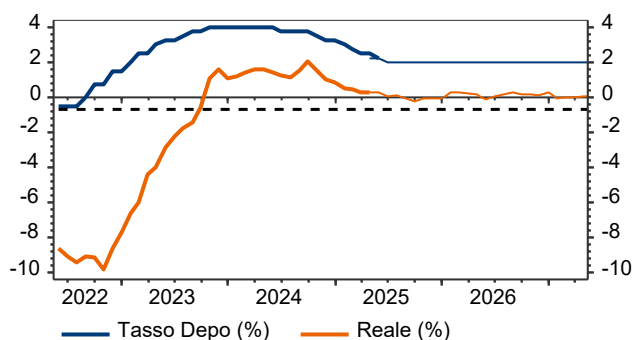
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	15/5	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	2.09	2.02	1.97	1.98	1.98
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	2.10	2.05	1.97	1.99	2.03

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

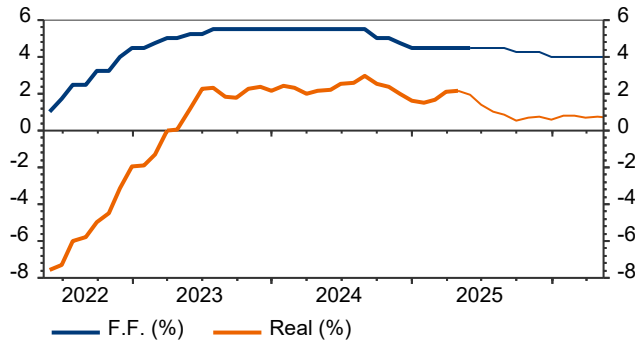


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	15/5	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	4.32	4.31	4.25	4.09	4.16

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

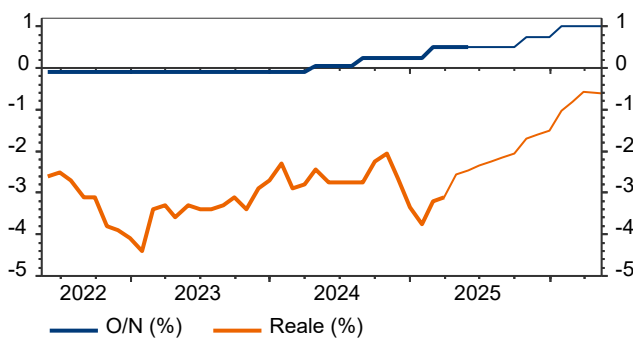


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	15/5	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

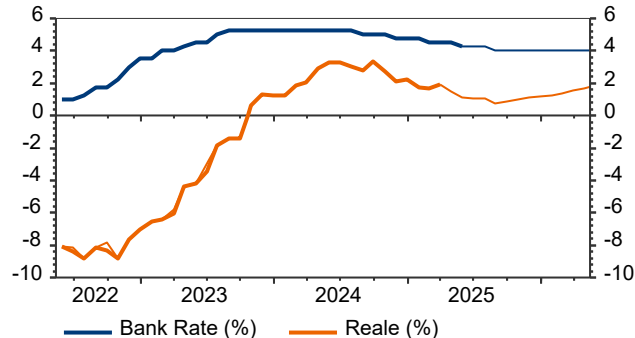


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	15/5	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	4.21	4.15	3.95	3.90	3.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	16/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.09	1.06	1.05	1.14	1.1198	1.12	1.10	1.08	1.06	1.08
USD/JPY	137	155	155	152	143	145.57	143	142	141	140	137
GBP/USD	1.25	1.27	1.26	1.26	1.33	1.3291	1.32	1.31	1.30	1.28	1.32
EUR/CHF	0.97	0.98	0.94	0.94	0.93	0.9372	0.92	0.93	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	148	168	164	160	162	163.02	160	156	152	149	147
EUR/GBP	0.87	0.86	0.83	0.83	0.86	0.8423	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