

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, dopo il (parziale) allentamento delle tensioni commerciali, il tema “caldo” è diventato quello del debito, che potrebbe imboccare una traiettoria potenzialmente insostenibile se fosse attuato appieno il “One Big Beautiful Bill Act”, anche se proprio le tariffe consentiranno di mitigare l’impatto atteso sui conti pubblici.

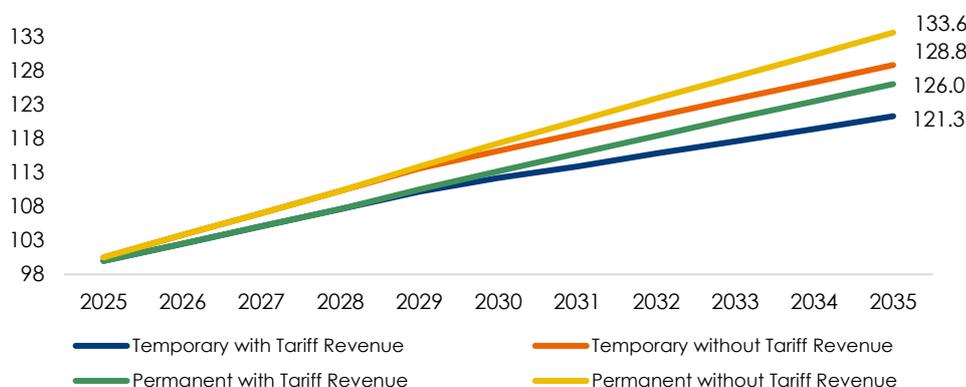
Nell’area euro, la tornata di indagini di fiducia di maggio (che si completerà settimana prossima con indici Istat e Commissione UE) è nel complesso più debole del previsto, specie nei servizi, mentre il sostegno all’industria derivante dall’anticipo di consegne verso gli USA è per sua natura transitorio. Vista la debolezza del ciclo, e l’aspettativa che l’inflazione possa calare al 2% a maggio e rimanere attorno a quel livello nei mesi restanti dell’anno, abbiamo rivisto al ribasso la nostra previsione sul punto di arrivo del tasso sui depositi della BCE, da 2% a 1,75%.

Stati Uniti

■ Questa settimana:

- Il “One Big Beautiful Bill Act” tra consenso risicato e squilibri fiscali. Il pacchetto fiscale promosso da Trump, noto come “One Big Beautiful Bill Act” (OBBBA), è stato approvato dalla Camera con un margine risicato (215 - 214) e prevede la proroga di gran parte dei tagli fiscali del 2017, e l’introduzione di nuovi tagli di spesa, tra cui una riforma di Medicaid (che potrebbe lasciare milioni di cittadini senza copertura), l’abrogazione del programma SNAP (Supplemental Nutrition Assistance Program) e dei principali crediti dell’Inflation Reduction Act. Secondo il Budget Lab, il disegno di legge aumenterebbe il debito pubblico di 3.400 miliardi nel periodo 2025–2034 e di 15.300 miliardi entro il 2055; se le misure fossero rese permanenti, il costo salirebbe a 5.000 miliardi nel primo decennio e a 23.700 miliardi entro il 2055, con un debito/PIL al 200% e un deficit/PIL intorno al 6%. Tuttavia, nel caso in cui i dazi commerciali oggi esistenti restassero in vigore per l’intero periodo previsivo, l’aumento del debito al 2055 si fermerebbe a 13.500 miliardi (180% del PIL), con un rapporto deficit/PIL al 4%. Gli effetti redistributivi sarebbero significativi: secondo le stime del CBO, le famiglie nel decile più basso della distribuzione del reddito vedrebbero una riduzione del reddito disponibile fino al 4% entro il 2033, a causa dei tagli a Medicaid e SNAP; al contrario, i benefici fiscali si concentrerebbero nel decile più alto, che registrerebbe un aumento del reddito fino al 4% nel 2027. L’approvazione del

Stati Uniti: rapporto debito/PIL in caso di implementazione (temporanea o permanente) del “One Big Beautiful Bill Act” (con o senza includere gli introiti dalle tariffe commerciali)



Fonte: The Budget Lab at Yale

23 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

provvedimento arriva all'indomani del declassamento del rating sovrano da parte di Moody's (da "Aaa" a "Aa1").

- **Commercio USA-Cina in ripresa.** Le prenotazioni di container verso gli USA sono più che raddoppiate nella settimana dell'accordo USA-Cina, secondo Dun & Bradstreet. Anche i costi del nolo sulla rotta Shanghai-Los Angeles sono saliti del 16%, raggiungendo 3.136 dollari per i container da 40 piedi, il maggiore aumento settimanale del 2025. Il traffico aereo cargo internazionale dalla Cina è cresciuto del +18%, secondo il Ministero dei Trasporti cinese. Tuttavia, il volume complessivo delle spedizioni resta in linea con lo scorso anno, un segnale che alcuni retailer hanno anticipato gli acquisti o attendono maggiore chiarezza. Secondo Drewry, l'attuale ondata di spedizioni rischia di creare nuove strozzature nelle catene di approvvigionamento nei prossimi due-tre mesi.
- **Fiducia dei consumatori in ulteriore calo.** Il morale delle famiglie misurato dall'Università del Michigan (diffuso venerdì 16 maggio) è sceso più del previsto a maggio, da 52,2 a 50,8, ai minimi da giugno 2022: è il quinto calo mensile consecutivo e il secondo valore più basso mai registrato. Peggiorano più del previsto sia le condizioni correnti (57,6) che le aspettative (46,5). Le aspettative di inflazione salgono al 7,3% a 1 anno (un massimo dal 1981), al 4,6% a 5-10 anni (ai massimi dal 1991). Tre consumatori su quattro menzionano i dazi come principale fonte di incertezza.
- **PMI di maggio in miglioramento, ma aumentano le tensioni sui prezzi.** Il PMI composito è salito a 52,1 da 50,6 di aprile, al di sopra delle attese. Il miglioramento è diffuso ai servizi (52,3 da 50,8) e al manifatturiero (52,3 da 50,2). Tuttavia, entrambe le indagini evidenziano un aumento dei prezzi sia pagati che ricevuti.
- **Fed: cresce il consenso a favore di un rinvio dei tagli a dopo l'estate.** Tra i membri votanti: Williams (Fed di NY) ha indicato che servirà tempo (probabilmente oltre giugno-luglio) per avere maggiore chiarezza, e ha definito la politica attuale come solo "leggermente" restrittiva; Musalem (Fed di St. Louis) ha avvertito che se i dazi causassero un disancoraggio delle aspettative di inflazione la Fed dovrebbe dare priorità all'obiettivo di stabilità dei prezzi. Tra i non votanti: Bostic (Fed di Atlanta) si è detto molto più favorevole a un solo taglio nel 2025, invitando ad attendere 3-6 mesi per valutare meglio gli effetti dell'incertezza; Hammack (Fed di Cleveland) ha definito in aumento la probabilità di uno scenario stagflazionistico; tuttavia, Kashkari (Fed di Minneapolis) ha osservato che l'incertezza legata alla politica commerciale sta frenando gli investimenti. A nostro avviso, queste dichiarazioni sono coerenti con la nostra attuale previsione di un primo taglio Fed a settembre.

■ La settimana prossima:

- **Ordini di beni durevoli di aprile: attesi stabili al netto dei trasporti.** I beni durevoli dovrebbero registrare una correzione di -8,2% m/m dopo il +7,5% di marzo, ma, al netto dei trasporti, sono visti invariati dopo la flessione di -0,2% m/m il mese precedente; gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono attesi rimbalzare di due decimi, dopo il calo della stessa entità visto a marzo.
- **Fiducia dei consumatori (Conference Board) di maggio: ancora rischi al ribasso.** L'ulteriore flessione dell'indice dell'Università del Michigan, nonostante l'allentamento delle tensioni sul fronte dei dazi, segnala rischi al ribasso anche sull'indagine del Conference Board, che il consenso vede in lieve recupero a 87 da 86 di aprile (che rappresentava il livello più basso da maggio 2020).
- **Redditi e spesa personale di aprile in frenata, deflatori ancora su ritmi compatibili con la stabilità dei prezzi.** Sia i redditi che i consumi delle famiglie sono attesi in rallentamento, rispettivamente a 0,3% da 0,5% m/m e a 0,2% da 0,7%; la spesa in termini reali è vista invariata dopo lo 0,7% m/m precedente. I deflatori dovrebbero mostrare una crescita di appena un decimo dopo la stabilità del mese precedente, con una flessione annua di un decimo sia per il PCE headline (a 2,2%) che per il core (a 2,5%).

- **Deficit commerciale di aprile (dato preliminare) atteso ridursi** a 140 miliardi, dopo il record storico di 162 miliardi di marzo. I rischi sono però al rialzo, perché l'anticipo delle importazioni potrebbe non essersi concluso a marzo.
- Infine, verranno diffusi i **verbali della riunione del FOMC del 7 maggio** scorso.

Area euro

■ Questa settimana:

- **Le indagini di fiducia di maggio sono risultate complessivamente deboli** e supportano la nostra previsione di un'economia europea sostanzialmente stagnante nei trimestri centrali dell'anno:
 - I PMI flash relativi al complesso dell'Eurozona hanno registrato un calo a sorpresa dell'indice composito, sceso al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da fine 2024 (a 49,5 da 50,4 precedente). Hanno pesato i servizi (48,9 da 50,1), a fronte del quinto recupero consecutivo per la manifattura (49,4 da 49).
 - In Germania l'indice manifatturiero **IFO** è salito più del previsto a 87,5 da 86,9 precedente. Il dato rappresenta un massimo dallo scorso giugno, ma il progresso è interamente dovuto alle aspettative (88,9 da 87,4), a fronte di un lieve calo per la valutazione della situazione corrente (86,1 da 86,4). L'indagine, come i PMI, potrebbe essere stata ancora sostenuta dall'anticipo di consegne verso gli Stati Uniti, che potrebbe essere continuato dopo la temporanea sospensione dei dazi. In tal senso, l'effetto potrebbe essere transitorio.
 - In Francia l'indice **INSEE** sulla fiducia delle imprese è calato di un punto a 96 con flessioni diffuse a manifattura (97 da 100) e servizi (95 da 98). I piani di produzione delle aziende industriali intervistate sono tornati in territorio negativo (a -1,1 da +11,7) per la prima volta nell'anno. Le indagini, al netto di un possibile effetto del posizionamento delle festività, suggeriscono che l'economia francese possa risultare poco brillante anche nel 2° trimestre.
 - Segnali più incoraggianti sono arrivati dalla **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea, che a maggio è risalita più del previsto a -15,2 da -16,6 di aprile (che rappresentava un minimo da quasi un anno e mezzo). Potrebbe aver influito la de-escalation sul fronte della guerra commerciale. Tuttavia, il morale delle famiglie resta al di sotto dei livelli medi del primo trimestre (-14,1).
- **PIL tedesco rivisto al rialzo, probabile effetto "frontloading"**. In seconda lettura la crescita dell'economia tedesca è stata rivista a 0,4% t/t da un precedente 0,2% (di conseguenza, la nostra stima sul PIL 2025 sale a 0,3% da 0,1%). Destatis segnala come la differenza sia dovuta ai dati di marzo (non disponibili al momento della stima preliminare), che hanno sorpreso al rialzo soprattutto per quanto riguarda l'attività manifatturiera e le esportazioni. In effetti, sono stati gli scambi con l'estero a trainare la crescita, fornendo un contributo positivo di +0,9% t/t: l'export è infatti rimbalzato di +3,2% t/t, a fronte di un +1,1% per l'import. I dati sulla domanda interna vedono comunque una moderata accelerazione sia per i consumi privati (0,5% da 0,2% t/t) che per gli investimenti fissi (0,9% da 0,5%). Negativo, infine, il contributo delle scorte. La revisione al rialzo potrebbe essere dovuta all'anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti in vista del Liberation Day. Tuttavia, alcuni settori, come la farmaceutica, non sono stati ancora colpiti dai dazi e anche i primi, drastici, aumenti delle tariffe sono stati parzialmente sospesi: è perciò possibile che il fenomeno non si sia interrotto a fine marzo (ne deriverebbe una spinta, sia pur temporanea, per il PIL tedesco ed europeo anche nel trimestre in corso).
- La Commissione Europea ha pubblicato le **Previsioni Economiche di Primavera** con il consueto aggiornamento delle proiezioni a legislazione invariata sui saldi di finanza pubblica. La revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL area euro, a 0,9% nel 2025 e 1,4% nel 2026 (da 1,3% e 1,6% rispettivamente), risente dell'inasprimento dei dazi USA, anche se le proiezioni per l'anno prossimo si collocano nella fascia alta delle stime di

consenso (al momento le nostre previsioni si attestano a 0,9% per quest'anno e 1% per il prossimo). Peraltro, le proiezioni di Bruxelles non includono l'impatto né dell'espansione fiscale tedesca (in quanto il budget verrà approvato verosimilmente non prima di fine giugno) né dell'aumento delle spese militari dovuto al programma europeo di riarmo. In alcuni box contenuti nel documento la Commissione ha comunque stimato un impatto dello stimolo fiscale sul livello del PIL tedesco di circa 1,25% entro il 2029. Al contrario, l'incremento della spesa militare nel complesso dell'area euro verso il 3,5% del PIL fornirebbe un apporto solo modesto, circa 0,5% in termini cumulati al 2028. Per quanto riguarda l'**Italia**, Bruxelles ha limato le stime di crescita del PIL a 0,7% nel 2025 e 0,9% nel 2026 (da 1% e 1,2% rispettivamente), numeri circa in linea con le nostre stime e lievemente superiori a quelli contenuti nel Documento di Finanza Pubblica di aprile. Le proiezioni sui saldi fiscali sostanzialmente ricalcano le stime governative: Bruxelles vede un disavanzo al 3,3% del PIL nel 2025 e al 2,9% nel 2026. Persistono maggiori criticità per la **Francia**: in uno scenario a politiche invariate, il deficit pubblico salirebbe al 5,7% nel 2026 dal 5,6% stimato per l'anno in corso, a fronte di obiettivi governativi al 5,4% quest'anno e 4,6% il prossimo.

- I dati europei pubblicati nelle ultime settimane hanno confermato le solide attese che il 5 giugno la **BCE** annunci un nuovo taglio dei tassi di 25 punti base. Riguardo ai mesi successivi, **a questo punto un'ulteriore riduzione del tasso sui depositi a 1,75% entro fine anno ci sembra lo scenario più probabile**. Il Consiglio direttivo è chiaramente diviso su tale questione, come le dichiarazioni recenti hanno evidenziato. Tuttavia, riteniamo che l'andamento stagnante della crescita nei trimestri centrali dell'anno dovrebbe convincere un numero sufficiente di membri a sostenere un nuovo e ultimo taglio dei tassi in occasione della revisione delle proiezioni interne di settembre.

■ La settimana prossima:

- **Inflazione di maggio nei principali Paesi**. In **Germania** prevediamo un calo dell'inflazione al 2% a/a sia sull'indice armonizzato (dal 2,2%) che su quello nazionale (da 2,1% precedente). In **Francia** ci aspettiamo al contrario una stabilizzazione allo 0,9% a/a su base armonizzata e in salita di un decimo, sempre a 0,9% a/a, su base nazionale. In **Italia** vediamo l'inflazione stabile al 2% a/a sull'IPCA e in calo di un decimo all'1,8% sul NIC. In generale, dopo la sorpresa al rialzo di aprile, il focus resterà sui servizi: gli effetti base legati alla tempistica della Pasqua hanno generato spinte al ribasso sui prezzi a marzo e al rialzo ad aprile; queste anomalie dovrebbero rientrare a maggio. I dati dovrebbero essere coerenti con un calo dell'IPCA Eurozona (che sarà diffusa martedì 3 giugno) al 2% a/a, dal 2,2% di aprile.
- Le **indagini diffuse dalla Commissione Europea per l'area euro e dall'Istat in Italia** chiuderanno la tornata di rilevazioni sulla fiducia di maggio. L'indice composito ESI di fiducia economica nell'Eurozona è atteso poco variato a 93,8 da 93,6 del mese precedente. In Italia le indagini Istat potrebbero vedere una ripresa del morale sia dei consumatori (a 94 da 92,7) che delle imprese manifatturiere (a 86,2 da 85,7); anche l'indice composito IESI è visto in miglioramento, a 92,5 da 91,5 precedente.
- In **Francia**, dopo tre mesi di flessioni, le **spese dei consumatori** sono attese rimbalzare parzialmente ad aprile, stimiamo di 0,7% m/m da un precedente -1% m/m, grazie al recupero delle immatricolazioni di auto e del consumo di energia.
- In calendario, infine, le **seconde stime del PIL del 1° trimestre in Francia e Italia**. In particolare, nel caso italiano verrà reso disponibile lo spaccato delle componenti. Il comunicato stampa di aprile segnalava come la crescita fosse dovuta soprattutto all'industria (comprensiva delle costruzioni) a fronte di una stagnazione nei servizi, e che, dal lato della domanda, vi sia stato un contributo positivo della componente nazionale (al lordo delle scorte) e un apporto negativo degli scambi con l'estero. Non si può escludere, come nel caso tedesco, che l'intensificarsi delle esportazioni verso gli USA a fine trimestre per evitare i dazi possa consentire una marginale revisione al rialzo della crescita congiunturale del PIL.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (26-31 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Mar 27/5	08:00	GER	Fiducia consumatori		giu	-20.6	-19.0
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	mag	0.9	%
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	apr	-0.4	(0.0) %
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	apr	7.5	(9.2) %
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		mar	4.5	%
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	mag	93.6	94.1
	11:00	EUR	Fiducia industria		mag	-11.2	
	11:00	EUR	Fiducia servizi		mag	1.4	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mar	0.1	%
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	mag	86.0	88.0
Mer 28/5	08:45	FRA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.1	%
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	apr	-1.0	%
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	mag	4	x1000
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		mag	6.3	%
	11:00	BEL	PIL t/t finale		T1	prel 0.4	%
Gio 29/5	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		mag	31.2	
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		mag	92.7	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	mag	85.7	
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		apr	6.0	Mld €
	12:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mar	-0.4	%
	12:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mar	-1.5	%
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.867	(1.903) Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	227	x1000
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T1	prel 3.7	%
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T1	prel 3.5	%
	14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T1	-0.3	%
Ven 30/5	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		apr	2.5	%
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		apr	1.3	
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		apr	0.2	%
	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		apr	3.1	%
	08:00	GER	Prezzi import a/a		apr	2.1	%
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		apr	2.2	%
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	apr	-0.2	%
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		mag	2.2	%
	10:00	ITA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.3	%
	10:00	ITA	PIL a/a finale		T1	prel 0.6	%
	11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	apr	3.6	%
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	mag	2.0	%
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	mag	0.1	%
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	mag	0.4	%
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	mag	1.9	%
	12:00	ITA	PPI m/m	0	apr	-2.4	%
	12:00	ITA	PPI a/a	0	apr	3.9	%
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	mag	0.4	%
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	mag	2.2	%
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	mag	0.5	%
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	mag	2.1	%
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		apr	-162.0	Mld \$
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	apr	0.0	%
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	apr	2.3	%
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	apr	0.7	%
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	apr	2.6	%
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		apr	0.5	%
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	mag	44.6		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		mag	prel 50.8		
Sab 31/5	03:30	CN	PMI composito - Caixin		mag	50.2	
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		mag	50.4	
	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	mag	49.0	

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 (26-31 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	26/5	15:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		16:30	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Mar	27/5	09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		10:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		18:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer	28/5	02:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		10:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	29/5	14:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		16:40	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		22:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
Ven	30/5	02:25	USA	Discorso di Logan (Fed)
		10:30	ITA	Panetta (Banca d'Italia) presenta le Considerazioni finali in occasione della pubblicazione della Relazione annuale sul 2024
		--	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		--	GER	* DBRS si pronuncia sul debito sovrano della Germania
		--	SPA	* DBRS si pronuncia sul debito sovrano della Spagna
Sab	31/5	01:30	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice anticipatore m/m	apr	-0.8 (-0.7)	%	-0.9	-1.0
Richieste di sussidio	settim	229	x1000	230	227
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.867 (1.881)	Mln	1.885	1.903
Markit PMI Manif. prelim.	mag	50.2		50.1	52.3
Markit PMI Servizi prelim.	mag	50.8		50.8	52.3
Markit PMI Composito prelim.	mag	50.6			52.1
Vendite di case esistenti (mln ann.)	apr	4.020	Mln	4.100	4.000
Vendite di nuove case (mln ann.)	apr	0.724	Mln	0.693	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	mag	-14.7			-13.5
EUR	CPI a/a finale	apr	2.2	%	2.2	2.2
EUR	CPI m/m finale	apr	0.6	%	0.6	0.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	apr	2.7	%	2.7	2.7
EUR	Fiducia consumatori flash	mag	-16.6 (-16.7)		-16.0	-15.2
EUR	PMI servizi prelim	mag	50.1		50.3	48.9
EUR	PMI composito prelim	mag	50.4		50.7	49.5
EUR	PMI manifatturiero prelim	mag	49.0		49.3	49.4
EUR	Fiducia consumatori finale	mag	-15.2		-15.2	-15.2
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	mag	100 (99)		99	97
FRA	PMI servizi prelim	mag	47.3		47.5	47.4
FRA	PMI manifatturiero prelim	mag	48.7		48.9	49.5
FRA	Fiducia consumatori	mag	91 (92)		93	88
GER	PPI a/a	apr	-0.2	%	-0.6	-0.9
GER	PPI m/m	apr	-0.7	%	-0.3	-0.6
GER	PMI servizi prelim	mag	49.0		49.5	47.2
GER	PMI manifatturiero prelim	mag	48.4		48.9	48.8
GER	IFO	mag	86.9		87.4	87.5
GER	IFO (sit. corrente)	mag	86.4		86.8	86.1
GER	IFO (attese)	mag	87.4		88.0	88.9
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T1	-0.2	%	-0.2	0.0
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T1	0.2	%	0.2	0.4

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

PMI area euro: i servizi sollevano dubbi sulla tenuta della domanda domestica. A maggio l'indice PMI composito relativo al complesso dell'area euro è tornato al di sotto della soglia d'invarianza appesantito da un nuovo peggioramento dei servizi che oscura il quinto, sia pur modesto, progresso consecutivo registrato dalla manifattura. Sulla base della relazione storica con l'attività economica il livello dei PMI è compatibile con un'economia sostanzialmente stagnante nel 2° trimestre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	apr	559.4	Mld ¥ JP	227.1	-115.8
Ordinativi di macchinari m/m	mar	4.3	%	-1.6	13.0
PMI manifatturiero prelim	mag	48.7			49.0
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	apr	3.2	%	3.4	3.5
CPI (naz.) a/a	apr	3.6	%		3.6

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	apr	6.5	%	6.4
Vendite al dettaglio cumulate a/a	apr	3.61	%	3.73
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	apr	4.2	%	4.0
Produzione industriale a/a	apr	7.7	%	5.5
Vendite al dettaglio a/a	apr	5.9	%	5.1
Tasso prime rate a 1 anno	mag	3.10	%	3.00
Tasso prime rate a 5 anni	mag	3.60	%	3.50

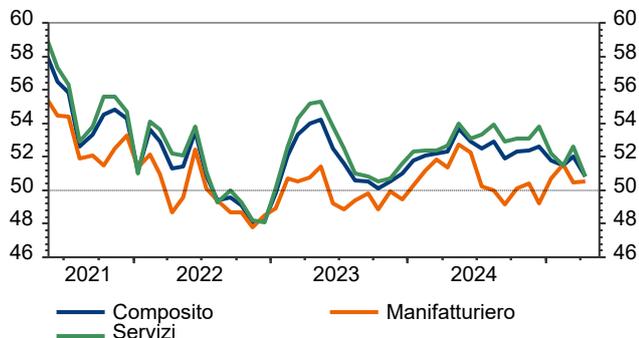
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: LSEG Datastream

Cina: dati di aprile 2025. I dati relativi al mese di aprile registrano un rallentamento delle attività economica all'inizio del secondo trimestre, sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda. L'introduzione dei dazi, saliti a livelli proibitivi all'inizio di aprile, ha infatti reso più cauti imprese e consumatori. La recente riduzione, concordata per 90 giorni dal 14 maggio, dovrebbe portare ad un miglioramento in maggio e giugno e, insieme allo stimolo monetario e fiscale, contribuire a sostenere l'economia ma l'incertezza continuerà a pesare negativamente sulle prospettive di crescita.

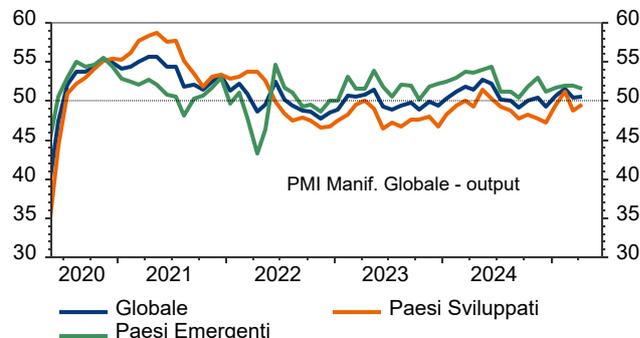
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



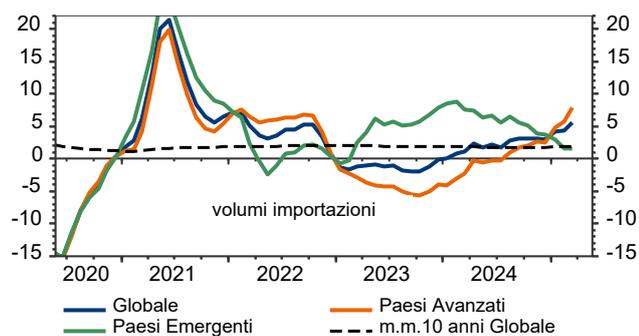
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



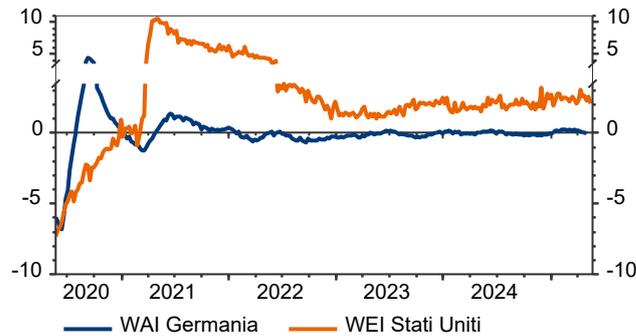
Fonte: S&P Global

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



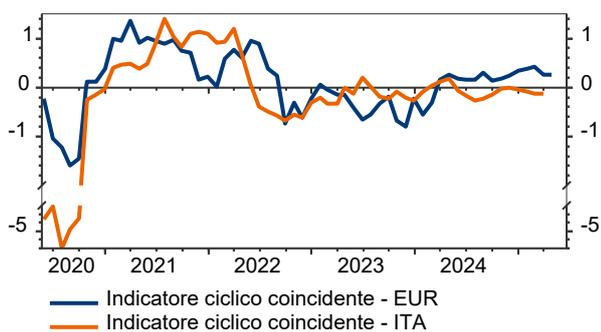
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



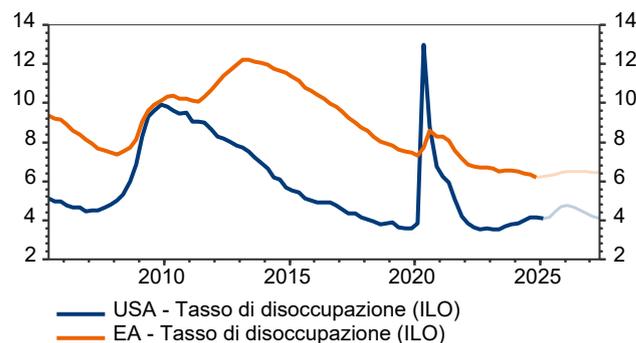
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

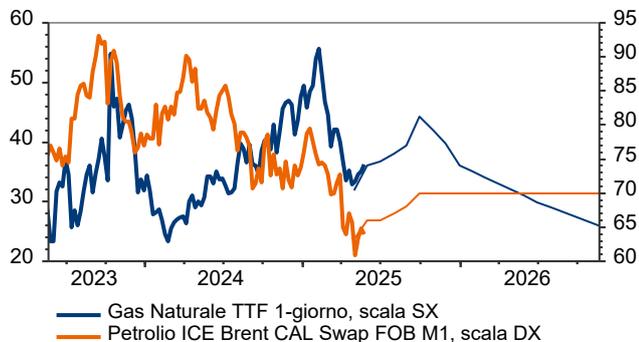
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

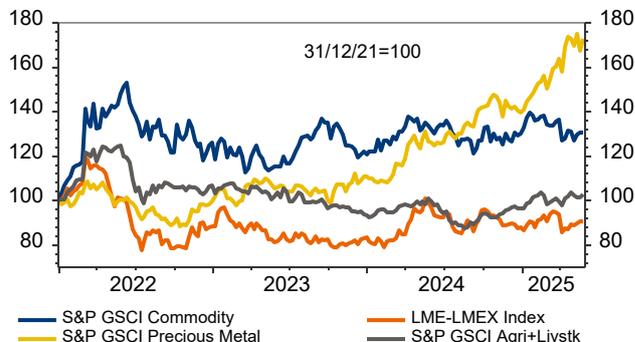
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



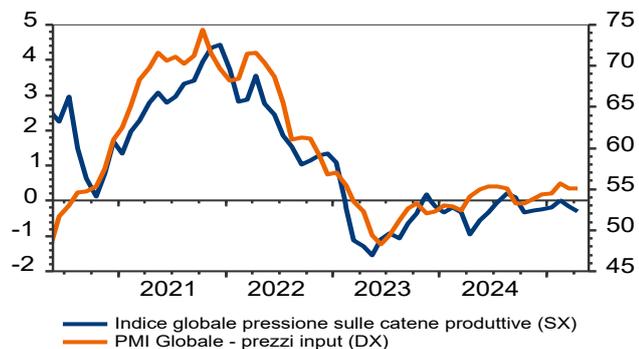
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



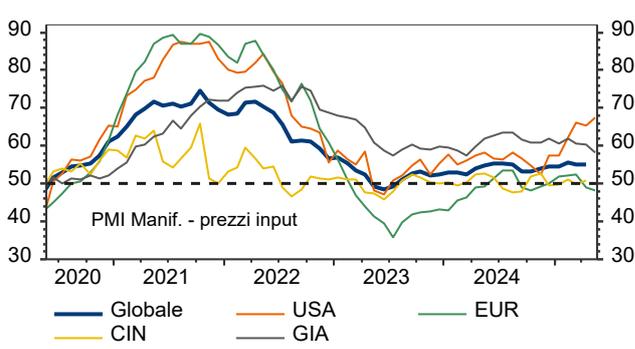
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



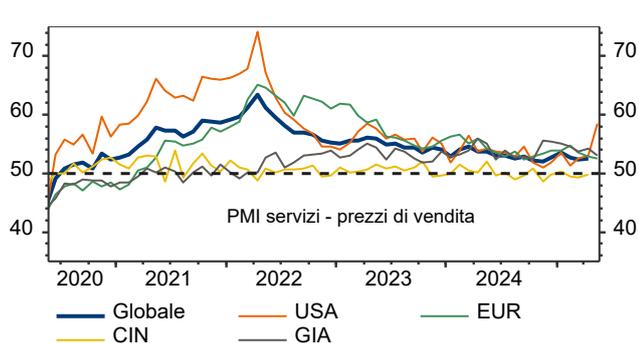
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



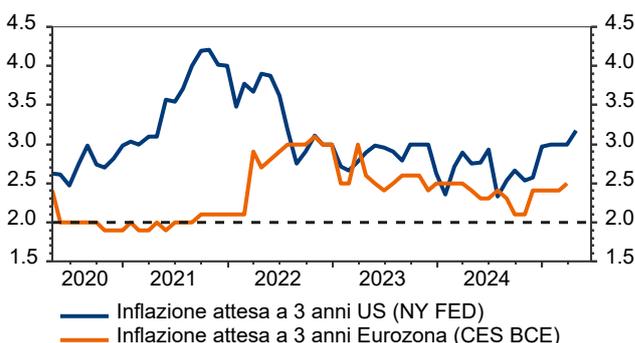
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

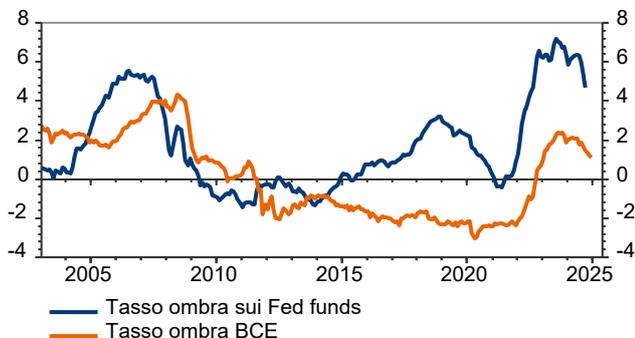
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

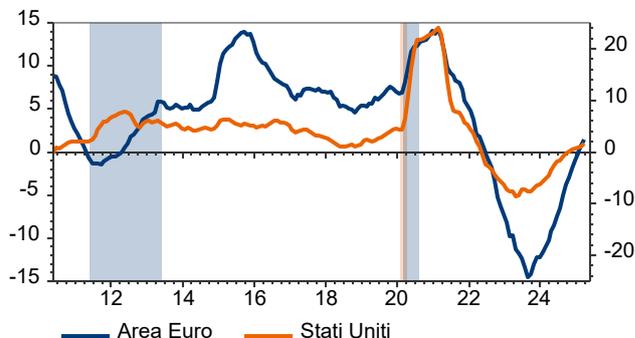
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



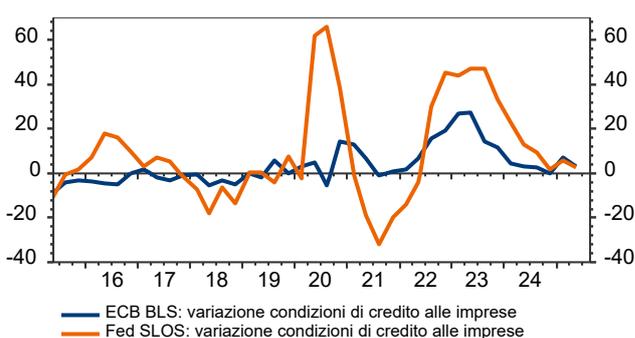
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



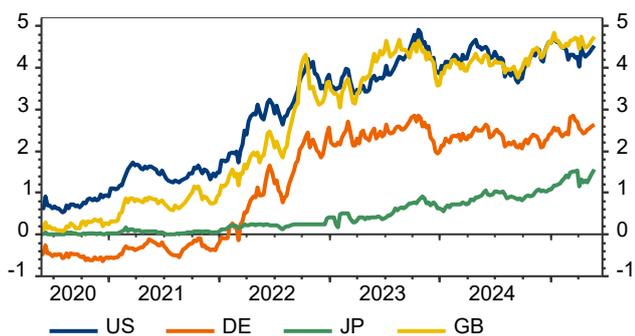
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



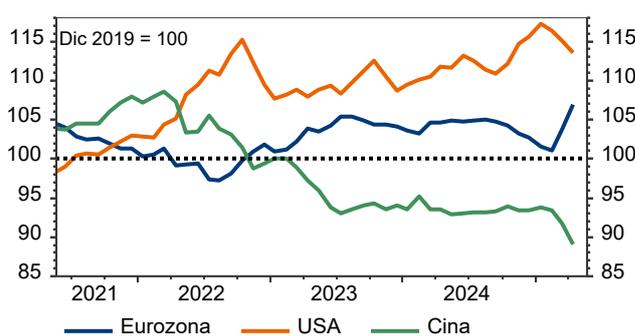
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

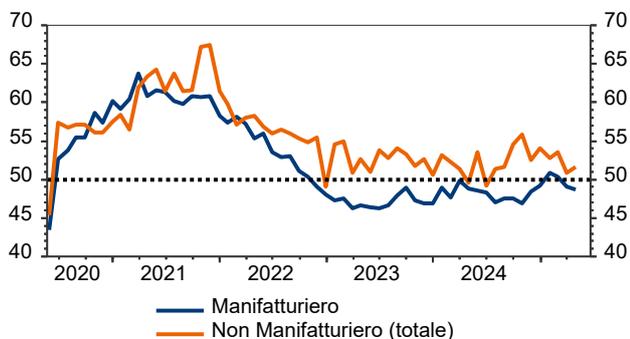
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

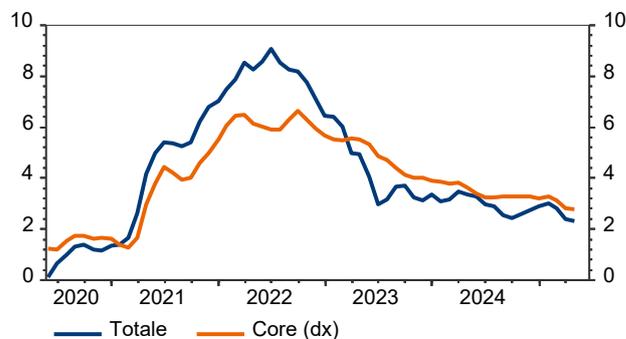
Stati Uniti

Indagini ISM



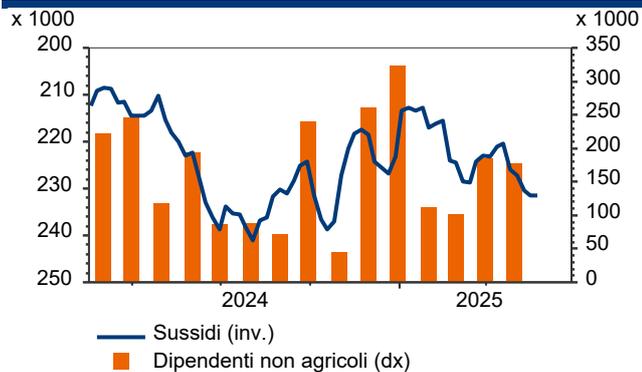
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



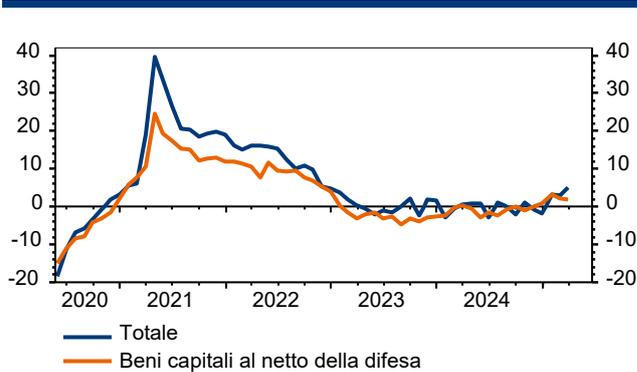
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

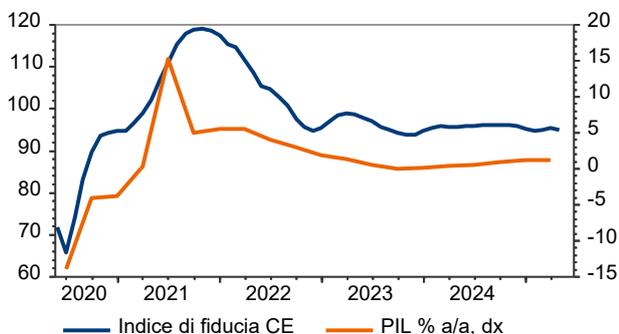
Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.4	1.6	3.0	2.7	2.5	2.0	1.7	1.1	0.7	1.1
- trim./trim. annualizzato				3.0	3.1	2.5	-0.3	1.5	0.9	0.7	1.4
Consumi privati	2.8	2.3	1.3	2.8	3.7	4.0	1.8	1.5	1.3	0.8	0.9
IFL - privati non residenziali	3.6	2.4	3.1	3.9	4.0	-2.9	9.8	-1.6	-0.2	2.9	3.0
IFL - privati residenziali	4.2	0.7	2.3	-2.8	-4.3	5.5	1.3	-0.3	0.5	2.0	3.0
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.4	1.3	3.1	5.1	3.1	-1.4	1.2	1.0	0.7	1.1
Esportazioni	3.3	1.6	3.5	1.0	9.6	-0.2	1.8	-0.1	-0.9	2.3	4.7
Importazioni	5.3	9.1	2.6	7.6	10.7	-1.9	41.3	-5.7	-3.0	2.3	4.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	0.0	0.9	-0.2	-0.8	2.2	-0.5	-0.6	-0.3	0.2
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	2.7	2.7	3.6	3.5	3.2
Produzione industriale	-0.3	1.1	1.3	0.6	-0.1	-0.3	1.3	0.1	-0.3	0.2	0.4
Disoccupazione (%)	4.0	4.4	4.5	4.0	4.2	4.1	4.1	4.4	4.6	4.5	4.5

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

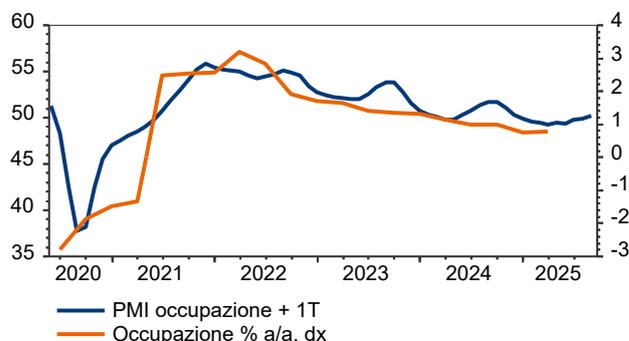
Area euro

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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	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	128.2	2.2	2.7	2.7	2.1
mag-25	128.8	125.7	122.4	128.1	1.9	2.5	2.5	1.8
giu-25	129.0	126.1	122.9	128.3	1.9	2.5	2.5	1.8
lug-25	128.9	125.9	122.7	128.2	1.8	2.5	2.5	1.7
ago-25	129.2	126.3	123.1	128.5	2.0	2.4	2.5	1.8
set-25	129.3	126.4	123.0	128.6	2.2	2.5	2.4	2.0
ott-25	129.5	126.6	123.3	128.8	2.0	2.4	2.4	1.9
nov-25	129.1	126.0	122.9	128.4	2.0	2.4	2.6	1.8
dic-25	129.4	126.4	123.3	128.7	1.9	2.3	2.5	1.6
Media	128.7	125.4	122.2	128.0	2.1	2.5	2.5	1.9

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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-26	128.7	125.4	121.8	127.9	1.5	2.3	2.2	1.4
feb-26	129.2	126.0	122.5	128.4	1.5	2.2	2.2	1.4
mar-26	130.3	127.1	123.7	129.6	1.8	2.2	2.2	1.7
apr-26	131.1	128.0	124.8	130.4	1.8	2.0	2.1	1.7
mag-26	131.4	128.2	125.0	130.5	2.0	2.0	2.1	1.9
giu-26	131.4	128.4	125.0	130.6	1.9	1.9	1.7	1.8
lug-26	131.1	128.2	124.9	130.3	1.8	1.8	1.8	1.7
ago-26	131.4	128.6	125.2	130.6	1.7	1.8	1.7	1.6
set-26	131.7	128.9	125.4	130.9	1.8	1.9	2.0	1.8
ott-26	131.9	129.0	125.6	131.1	1.8	1.9	1.9	1.7
nov-26	131.5	128.6	125.1	130.7	1.8	2.0	1.8	1.8
dic-26	131.7	128.9	125.5	130.9	1.7	2.0	1.8	1.7
Media	130.9	127.9	124.6	130.2	1.8	2.0	2.0	1.7

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

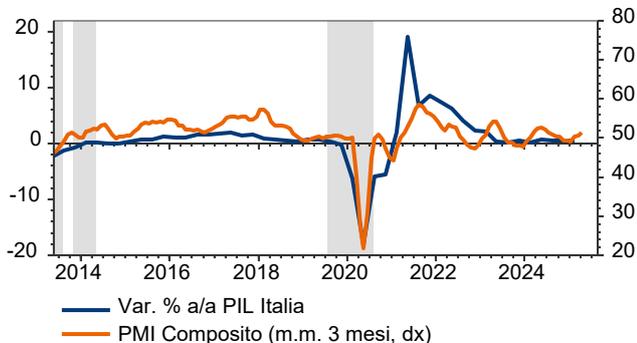
Previsioni

	2024	2025	2026	2024				2025				2026
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.9	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	2.0	1.9	1.6	
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	2.07	1.79	3.81	3.56	3.00	2.56	2.13	1.87	1.73	1.76	

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

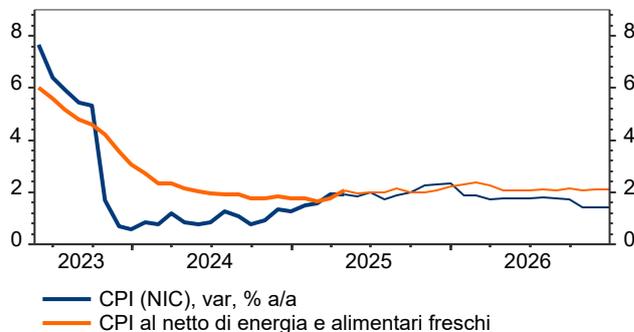
Italia

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	1.8	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	124.0	123.7	122.3	122.2	2.0	1.9	1.8	1.7
set-25	125.6	123.6	122.3	122.2	2.1	2.0	1.9	1.8
ott-25	126.3	123.9	122.5	122.4	2.4	2.3	2.1	1.9
nov-25	126.3	123.9	122.5	122.4	2.4	2.3	2.1	1.9
dic-25	126.4	124.0	122.7	122.6	2.5	2.3	2.1	2.0
Media	124.8	123.1	121.9	121.8	2.1	1.9	1.8	1.7

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	124.9	124.2	122.9	122.8	2.0	1.9	1.7	1.6
feb-26	124.9	124.4	123.1	123.0	2.0	1.9	1.6	1.6
mar-26	126.7	124.6	123.3	123.2	1.8	1.7	1.5	1.5
apr-26	127.3	124.7	123.3	123.2	1.9	1.8	1.6	1.6
mag-26	127.5	125.0	123.4	123.3	1.9	1.8	1.6	1.6
giu-26	127.9	125.3	123.6	123.5	1.9	1.8	1.6	1.6
lug-26	126.5	125.5	123.9	123.8	1.9	1.8	1.6	1.6
ago-26	126.4	125.8	124.2	124.1	1.9	1.7	1.6	1.6
set-26	127.9	125.7	124.1	124.0	1.8	1.7	1.5	1.5
ott-26	128.3	125.7	124.1	124.0	1.5	1.4	1.3	1.3
nov-26	128.2	125.6	124.1	124.0	1.5	1.4	1.3	1.3
dic-26	128.4	125.8	124.3	124.2	1.6	1.4	1.3	1.3
Media	127.1	125.2	123.7	123.6	1.8	1.7	1.5	1.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2024	2025	2026	2024			2025			2026	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	1.0	0.7	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	2.0	2.0	2.4	1.9
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	3.75	4.23	3.88	3.67	3.48	3.67	3.66	3.74	3.94	4.07

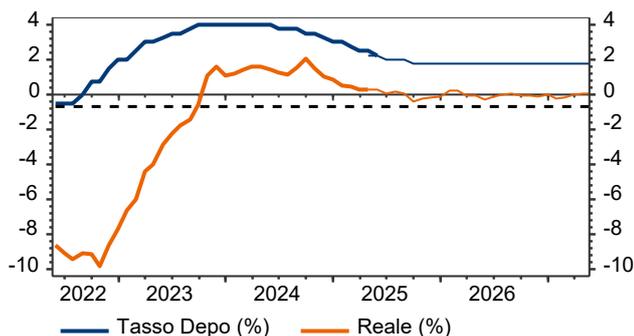
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	22/5	giu	set	dic	mar
Deposit rate	3.50	3.00	2.50	2.25	2.00	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	3.35	2.85	2.36	2.09	2.00	1.81	1.72	1.73
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	2.04	2.02	1.77	1.73	1.77

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

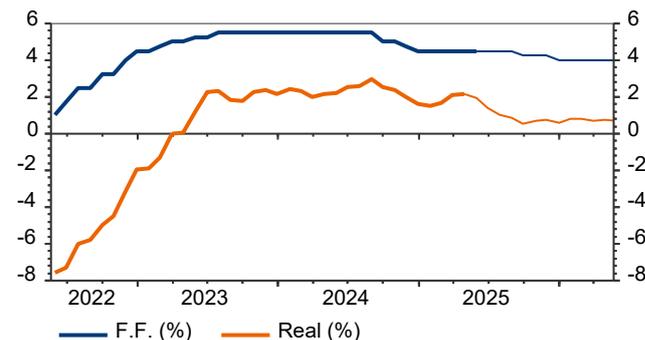


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	22/5	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	4.33	4.31	4.25	4.09	4.16

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

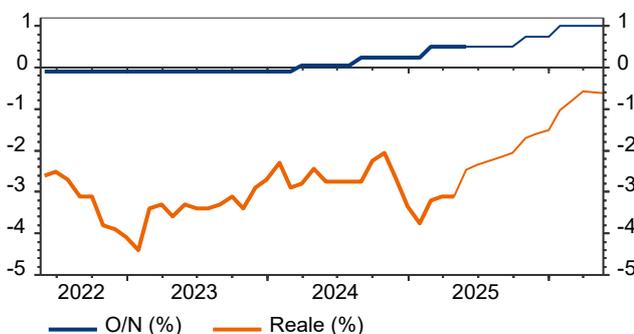


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

	set	dic	mar	22/5	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

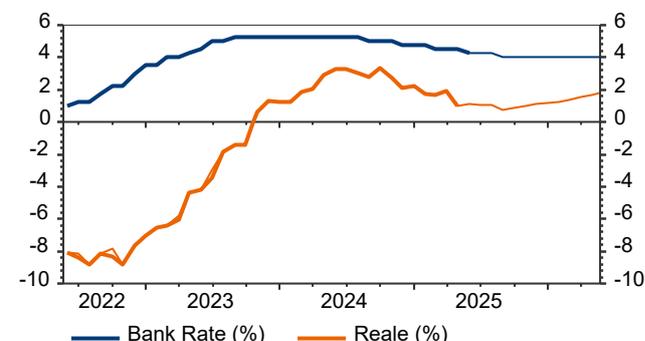


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	22/5	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	23/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.09	1.04	1.05	1.14	1.1348	1.12	1.10	1.08	1.06	1.08
USD/JPY	139	157	155	150	143	143.34	143	142	141	140	137
GBP/USD	1.24	1.27	1.25	1.26	1.33	1.3492	1.32	1.31	1.30	1.28	1.32
EUR/CHF	0.97	0.99	0.93	0.94	0.94	0.9373	0.92	0.93	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	149	170	161	157	162	162.67	160	156	152	149	147
EUR/GBP	0.87	0.85	0.83	0.83	0.86	0.8410	0.85	0.84	0.83	0.83	0.82

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protetico topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte

di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com