

Weekly Economic Monitor

Il punto

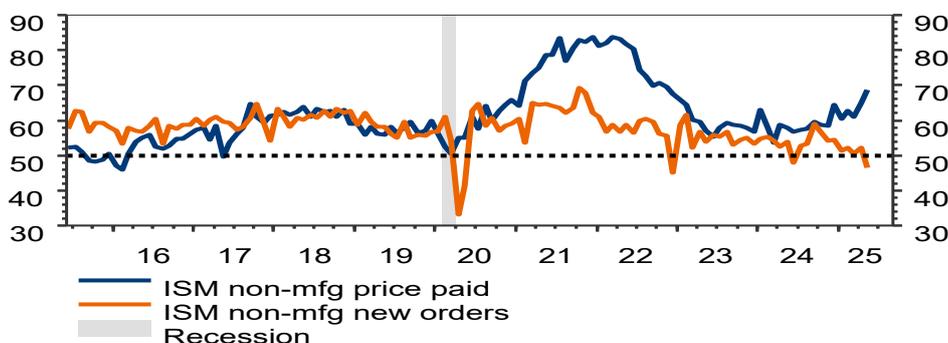
Come ampiamente atteso, la BCE ha tagliato i tassi di interesse di altri 25 punti base; tuttavia, la presidente Lagarde ha affermato che si avvicina la fine del ciclo espansivo: anche considerando l'ampia revisione al ribasso della stima sull'inflazione per il 2026, nonché i segnali positivi giunti dal dato sui prezzi al consumo di maggio, riteniamo ancora probabile (anche se tutt'altro che certo) un nuovo taglio dei tassi ufficiali di 25 punti base a settembre. Intanto, Trump ha deciso di raddoppiare l'aliquota tariffaria su acciaio e alluminio, portandola al 50%, in un quadro in cui è aumentata l'incertezza sia sull'esito dei ricorsi legali sia sul prosieguo dei negoziati con i partner commerciali. In ogni caso, l'economia americana comincia a mostrare segnali stagflattivi, che potrebbero essere confermati dai dati di prossima uscita su employment report e CPI.

Area euro

■ Questa settimana:

- [La BCE ha tagliato nuovamente \(per la quarta volta da inizio anno\) i tassi ufficiali di 25 punti-base, come ampiamente scontato.](#) Né sorprende il dissenso da parte di un membro (con tutta probabilità, si tratta ancora di Holzmann). Le novità più interessanti sono: 1) la **revisione al ribasso, più ampia di quanto immaginassimo, della stima di inflazione** per l'anno prossimo (a 1,6% da un precedente 1,9%); 2) l'indicazione esplicita da parte della presidente Lagarde secondo cui **"stiamo arrivando alla fine di un ciclo di politica monetaria"**. **Nel complesso, quanto emerso non ci appare contraddire radicalmente la nostra idea di un ultimo taglio di 25 punti base a settembre**, che pure, secondo le aspettative di mercato, è diventato ora meno probabile rispetto alle attese pre-meeting.
- [In Eurozona a maggio l'inflazione è scesa dal 2,2% a 1,9% a/a, e gli indici core hanno toccato nuovi minimi da oltre tre anni.](#) I rincari degli alimentari lavorati sono stati più che compensati dai ribassi dell'energia e dei servizi. Il dato sui servizi, in particolare, conferma che la risalita dei prezzi di aprile era dovuta in gran parte al posizionamento della Pasqua. In prospettiva, vediamo un'inflazione non distante dai valori di maggio nei mesi restanti del 2025, e una media annua dell'IPCA a 2,1% nel 2025 e 1,8% nel 2026, mentre l'indice "core BCE" potrebbe attestarsi a 2,4% in media nel 2025 e a 2% l'anno prossimo.

Stati Uniti: l'indice ISM non manifatturiero mostra una contrazione dei nuovi ordini a fronte di una accelerazione dei prezzi pagati



Fonte: ISM

6 giugno 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

- **Eurozona: la revisione irlandese spinge la crescita del PIL a 0,6% t/t nel 1° trimestre.** La crescita del PIL in area euro è stata rivista al rialzo di ben tre decimi a 0,6% t/t (1,5% a/a). Il dato risente in parte della lettura migliorativa tedesca della scorsa settimana (0,4% t/t da 0,2%) ma, soprattutto, del dato irlandese che è stato alzato drasticamente a 9,7% t/t da 3,2% preliminare. Al netto dell'Irlanda, l'area euro sarebbe cresciuta di 0,3% t/t. È probabile che queste revisioni abbiano risentito del processo di anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti in vista del Liberation Day che si è intensificato nel mese di marzo (e non era pienamente incorporato nelle stime flash). Il forte inizio d'anno lascia una solida eredità statistica positiva sulla media annua del 2025. Tuttavia, l'effetto positivo generato dall'export verso gli USA dovrebbe invertirsi già dal trimestre in corso, come si evince dai primi dati disponibili sul commercio estero di aprile. Di conseguenza confermiamo a 0,9% la nostra previsione sul PIL per quest'anno, riducendo la nostra stima soprattutto per il 2° trimestre. L'impatto negativo dei dazi sulle economie europee potrebbe scaricarsi più sulla media annua 2026 che sul 2025.
- **Produzione industriale in netto calo in Germania, Francia e Spagna.** Nel mese di aprile l'output industriale è calato di -1,4% m/m in Germania (dopo il +2,3% di marzo): il dato non sorprende, poiché il balzo del mese precedente era stato probabilmente influenzato dalla tempistica della Pasqua e dall'anticipo delle spedizioni in vista dell'aumento dei dazi, fattori che probabilmente si sono invertiti ad aprile (infatti, le esportazioni tedesche verso gli Stati Uniti sono diminuite di -10,5% m/m); indagini di fiducia e dati sulle commesse industriali sembrerebbero però suggerire che, pur tenendo conto dei rischi al ribasso, il punto di minimo per la manifattura tedesca possa essere stato superato. In **Francia** la produzione è calata a sorpresa di -1,4% m/m da +0,1% precedente; il dato è però condizionato dal crollo dell'energia (in contrazione da quattro mesi consecutivi) e della raffinazione, che hanno risentito di un clima più caldo rispetto alla media stagionale; l'output manifatturiero è sceso di -0,6% m/m dopo due mesi di crescita. In **Spagna**, dopo due mesi di espansione, la produzione è calata di -0,8% m/m (da un precedente 0,9%): tra le principali economie dell'Eurozona, quella iberica è comunque l'unica in cui l'industria rimane in crescita rispetto ad un anno prima (0,6% vs -2,1% in Francia e -1,8% in Germania).
- **I dati sul mercato del lavoro di aprile hanno registrato un calo del tasso di disoccupazione** nell'area euro, al 6,2% da 6,3% (rivisto al rialzo di un decimo), e in Italia, al 5,9% da 6,1% (anch'esso rivisto al rialzo di un decimo). Il dato italiano eguaglia il minimo da quando esiste la serie mensile (dal 2004); tuttavia, il calo del tasso dei senza-lavoro non è dovuto a un aumento degli occupati (stabili per il secondo mese consecutivo) ma a un aumento degli inattivi (+39 mila unità).
- **Le stime finali degli indici PMI di maggio hanno registrato una revisione al rialzo dell'indice composito** relativo al complesso dell'area euro (50,2 da 49,5 preliminare e 50,4 di aprile), **grazie al miglioramento del dato sui servizi** (49,7 da 48,9, comunque in calo dal 50,1 del mese precedente). Il livello degli indici di fiducia resta comunque coerente con una sostanziale stagnazione del PIL nel 2° trimestre. La prima stima in **Spagna** ha visto un calo del PMI composito da 52,5 a 51,4 (un minimo da fine 2023). In **Italia** viceversa si registra il secondo incremento consecutivo da 52,1 a 52,5 (un massimo da un anno), grazie ai servizi (53,2 da 52,9), a fronte di una lieve ma inattesa correzione nell'industria (49,2 da 49,3); in ogni caso, il dato manifatturiero italiano ha risentito di una riduzione dei tempi di consegna, mentre sono incoraggianti le indicazioni sia sulla produzione (al di sopra della soglia d'invarianza per la prima volta da oltre un anno) che sugli ordini (le commesse dall'estero tornano sopra la soglia di 50 come non succedeva da inizio 2023).
- **In Germania il Governo ha varato il primo provvedimento contenuto nel programma di coalizione: l'ammortamento agevolato per stimolare gli investimenti aziendali.** L'esecutivo ha presentato un pacchetto da 46 miliardi di euro che prevede l'introduzione di regole per l'ammortamento a tassi agevolati fino al 30% degli

investimenti fissi nel triennio 2025-27. Le agevolazioni salgono al 75% in caso di acquisto di veicoli elettrici. L'impatto fiscale è quantificabile in 2,5 miliardi di euro (circa un decimo di PIL) già quest'anno, e sale negli anni successivi, sino a 12 miliardi nel 2028. Il disegno di legge dovrà essere approvato dal Parlamento. A partire dal 2028 è previsto inoltre un taglio graduale della tassazione alle imprese, di un punto percentuale all'anno (dal 30% al 25% entro il 2032). Il programma di governo pubblicato nelle scorse settimane prevede inoltre misure per contenere i prezzi dell'energia e per ridurre la burocrazia.

#### ■ La settimana prossima:

- **Produzione industriale di aprile in Italia e nell'intera Eurozona attesa in calo.** In Italia, similmente a quanto accaduto negli altri grandi paesi europei, pensiamo che l'output sia tornato a flettere ad aprile, condizionato anche dal posizionamento delle festività: ci aspettiamo una correzione di -0,2% m/m dopo l'incremento di un decimo a marzo. In **area euro**, sulla base dei dati nazionali disponibili, stimiamo un calo di -1,5% m/m dopo il +2,6% m/m di marzo.
- **In Eurozona i dati sul commercio estero di aprile potrebbero registrare una correzione dell'export** dopo che nei mesi precedenti era stato determinante l'anticipo delle consegne verso gli Stati Uniti (+17% t/t nel 1° trimestre). I dati italiani e tedeschi di aprile sul commercio estero hanno infatti riportato un'inversione di tendenza per le esportazioni negli USA.

#### Stati Uniti

#### ■ Questa settimana:

- **Dazi su acciaio e alluminio al 50%.** Dopo lo stop giudiziario della US Court of International Trade contro l'uso dell'IEEPA per imporre dazi, al momento sospeso in attesa d'appello, Trump ha scelto di rilanciare raddoppiando i dazi su acciaio e alluminio, portandoli dal 25% al 50% con ordine esecutivo firmato il 3 giugno, nell'ambito della Section 232 per motivi di sicurezza nazionale. Il Regno Unito è stato escluso dall'aumento, in virtù dell'accordo commerciale firmato a maggio. La mossa segnala la volontà della Casa Bianca di rafforzare l'uso delle tariffe settoriali, considerate maggiormente al riparo da ricorsi legali. Secondo le stime del Budget Lab, la misura porta l'aliquota tariffaria effettiva media degli Stati Uniti al 15,6%, e l'effetto complessivo lordo delle misure sinora varate è pari a +1,5% sul livello dei prezzi al consumo e -0,5% sul livello del PIL reale. Intanto, **i negoziati con la Cina procedono a rilento, ma c'è stato un colloquio telefonico diretto fra Trump e Xi Jinping**, che il presidente americano ha definito "molto positivo", senza però fornire dettagli.
- **Il Congressional Budget Office ha analizzato gli effetti macroeconomici e fiscali delle tariffe** introdotte nel 2025 dall'Amministrazione Trump fino al 13 maggio. L'imposizione di un dazio generalizzato del 10% su tutte le importazioni, di un'aliquota del 25% sulle auto e di tariffe "reciproche" verso i Paesi con surplus commerciale verso gli USA comporterebbe una riduzione del PIL reale compresa tra -0,1% e -0,5% entro il 2026. L'impatto sull'inflazione è stimato tra +0,2% e +0,9%. Le tariffe ridurrebbero il disavanzo federale di circa 2.800 miliardi di dollari nel periodo 2025-2035, ma parte di questi risparmi verrebbe erosa dalla minore crescita economica.
- I dati su redditi e spesa personale di aprile (pubblicati venerdì 30 maggio) hanno mostrato una **crescita del reddito assai più forte del previsto** (0,8% m/m, e il dato precedente è stato rivisto al rialzo da 0,5% a 0,7% m/m) **a fronte di un rallentamento dei consumi** (a 0,2% a prezzi correnti e 0,1% in termini reali, da 0,7% precedente); il tasso di risparmio è, pertanto, risalito al 4,9%, ai massimi da quasi un anno. Il deflatore dei consumi è aumentato come previsto di 0,1% m/m, rallentando di due decimi su base annua (a 2,1% da 2,3% l'headline, a 2,5% da 2,7% il **PCE core, ai minimi da oltre 4 anni**).
- **Indagini ISM di maggio: rallentano gli indici di attività, aumentano le pressioni sui prezzi.** L'ISM manifatturiero è calato a sorpresa a 48,5 a maggio da 48,7 di aprile (ai minimi da 6 mesi), con l'indice dei prezzi pagati in lieve rallentamento ma ancora su livelli molto elevati

(69,4 da 69,8). Ancor più ha sorpreso al ribasso l'ISM servizi, sceso a 49,9 da 51,6, in territorio recessivo per la prima volta da quasi un anno: l'indagine registra un ampio calo dei nuovi ordini (che fanno segnare il secondo valore più basso dal 2020), mentre tengono a sorpresa le intenzioni di assunzione; inoltre, si registra un aumento dei prezzi pagati da 65,1 a 68,7, un massimo da novembre del 2022; molte imprese segnalano, infine, difficoltà di pianificazione e ritardi negli ordini.

- **Si dimezza il disavanzo commerciale ad aprile**, a -61,6 miliardi di dollari (ai minimi da settembre 2023) dopo il record negativo di -138,3 miliardi registrato a marzo. Le importazioni sono calate di -16,3% m/m dopo l'aumento registrato nel trimestre precedente (+9,7% m/m a gennaio e +4,7% m/m a marzo), a fronte di un aumento del 3% m/m dell'export. I cali più significativi dell'import hanno riguardato preparati farmaceutici, automobili e beni elettronici (i settori per i quali erano maggiori le attese di aumento dei dazi pre-Liberation Day). Il dato segnala che **l'effetto del frontloading degli acquisti si è invertito ad aprile, anche sui prodotti (come i farmaceutici) che non sono stati colpiti da effettivi incrementi tariffari**.
- **Employment report di maggio (in calendario oggi pomeriggio)**: atteso un ulteriore rallentamento nel ritmo di crescita dei nuovi occupati (sotto le 130 mila unità, da 177 mila ad aprile). Il tasso di disoccupazione è visto stabile al 4,2%, ma con rischi al rialzo. La crescita dei salari orari medi è attesa in accelerazione di un decimo a 0,3% m/m.
- **Politica monetaria: crescono le divisioni all'interno del FOMC, prevale un orientamento attendista**. Waller (Board) ha ribadito che l'effetto inflattivo sarà modesto e temporaneo, spiegando che, finché le aspettative di inflazione a lungo termine restano ancorate, la Fed può "guardare oltre" lo shock tariffario. Cook (Board) ha, invece, avvertito che le tariffe potrebbero creare un contesto di stagflazione, spingendo le imprese ad aumentare i prezzi. Di tono intermedio Goolsbee (Fed di Chicago), secondo cui gli effetti sui prezzi potrebbero manifestarsi già nel giro di un mese, ma, in assenza di ulteriori shock, un taglio dei tassi entro un anno potrebbe essere appropriato. Il **Beige Book**, preparato per la riunione del FOMC del 17-18 giugno prossimo, ha evidenziato che l'attività economica complessiva è leggermente diminuita rispetto al precedente rapporto: la manifattura è in calo e i consumi sono stabili o in lieve flessione; l'occupazione è sostanzialmente ferma; i salari crescono moderatamente, ma con pressioni in attenuazione.

#### ■ La settimana prossima:

- **Primi effetti visibili dei dazi sui prezzi?** A maggio, il **CPI** è visto in aumento di 0,2% m/m sull'indice headline (in linea con il dato di aprile) e di 0,3% sul core (da 0,2% precedente): su base annua entrambi gli indici sono visti in riaccelerazione, a 2,5% da 2,3% l'headline e a 2,9% da 2,8% il core. Anche il **PPI** dovrebbe mostrare un rimbalzo, di 0,2% m/m per l'indice generale (da -0,5% m/m di aprile) e di 0,3% m/m al netto di energia e alimentari (da -0,4% m/m). A nostro avviso, l'impatto degli aumenti dei dazi sui prezzi alla produzione e al consumo non potrà che amplificarsi nei prossimi mesi, in quanto all'effetto diretto delle tariffe sui prezzi dei prodotti importati si potrebbe aggiungere il ritocco al rialzo dei listini da parte dei produttori domestici (vi sono segnali in tal senso nel settore dell'acciaio).
- **Sentiment dei consumatori (Università del Michigan) atteso tornare a calare**, sia pur lievemente, a giugno. Il focus resterà sulle aspettative d'inflazione, che il mese scorso avevano visto un ulteriore aumento sull'orizzonte a 1 anno (a un record dal 1981) e un calo solo lieve (da un massimo dal 1991) sul medio termine.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (9 – 13 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	9/6	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T1	prel -0.2	% -0.2
		01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T1	prel -0.7	% -0.7
		03:30	CN	CPI m/m		mag	0.1	% -0.2
		03:30	CN	PPI a/a	*	mag	-2.7	% -3.2
		03:30	CN	CPI a/a	*	mag	-0.1	% -0.2
Mar	10/6	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		apr	4.5	% 4.6
		08:00	GB	Retribuzioni medie		apr	5.5	% 5.5
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	apr	0.1	% 0.2
Mer	11/6	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mag	0.2	% 0.3
		14:30	USA	CPI m/m	*	mag	0.2	% 0.2
		14:30	USA	CPI a/a		mag	2.3	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mag	2.8	%
Gio	12/6	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		apr	-19.9	Mld £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		apr	-6.8	Mld £
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	apr	-0.7	% -0.4
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.907	{-1.904} Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	239	{247} x1000
		14:30	USA	PPI m/m		mag	-0.5	% 0.2
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mag	-0.4	% 0.3
Ven	13/6	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		apr	prel -0.9	%
		08:00	GER	IPCA a/a finale		mag	prel 2.1	% 2.1
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	mag	prel 0.2	% 0.2
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	mag	prel 0.1	% 0.1
		08:00	GER	CPI a/a finale		mag	prel 2.1	% 2.1
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	mag	prel -0.2	% -0.2
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		mag	prel 0.6	% 0.6
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	mag	0.6	%
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		mag	prel 1.9	% 1.9
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		apr	-2.5	Mld €
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		apr	3.7	Mld €
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	apr	2.6	% -1.0
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		giu	52.2	

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 (7 – 13 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento
Sab	7/6	09:30	EUR * Discorso di Lagarde (BCE)
		11:40	EUR Discorso di Schnabel (BCE)
		11:40	GB Discorso di Greene (BoE)
Mar	10/6	09:10	EUR Discorso di Villeroy (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Holzmann (BCE)
		10:00	EUR Discorso di Rehn (BCE)
Mer	11/6	10:00	EUR La BCE diffonde l'indice "Wage Tracker"
Gio	12/6	09:00	EUR Discorso di Muller (BCE)
		09:00	EUR Discorso di Escrivá (BCE)
		09:15	EUR Discorso di Knot (BCE)
		14:00	EUR Discorso di Guindos (BCE)
		14:20	EUR Discorso di Schnabel (BCE)
Ven	13/6	GER *	S&P si pronuncia sul debito sovrano della Germania
		BEL *	Fitch si pronuncia sul debito sovrano del Belgio

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	mag	52.3		52.0
Spesa in costruzioni	apr	-0.8	(-0.5) %	0.3
Indice ISM manifatturiero	mag	48.7	49.5	48.5
Ordinativi industriali m/m	apr	3.4	(4.3) %	-3.1
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	apr	-6.3	%	-6.3
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	apr	0.2	%	0.2
Nuovi occupati: stima ADP	mag	60	(62) x1000	110
Markit PMI Composito finale	mag	52.1		53.0
Markit PMI Servizi finale	mag	52.3		53.7
Indice ISM non manifatturiero composito	mag	51.6	52.0	49.9
Richieste di sussidio	settim	239	(240) x1000	235
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.907	(1.919) Mln	1.910
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T1	5.7	%	5.7
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T1	-0.8	%	-0.8
Bilancia commerciale	apr	-138.3	(-140.5) Mld \$	-70.0
Tasso di disoccupazione	mag	4.2	%	4.2
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mag	177	x1000	130
Salari orari m/m	mag	0.2	%	0.3

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	mag	49.4	49.4	49.4
EUR	CPI a/a stima flash	mag	2.2	%	2.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mag	2.7	%	2.5
EUR	Tasso di disoccupazione	apr	6.3	(6.2) %	6.2
EUR	PMI servizi finale	mag	48.9	48.9	49.7
EUR	PMI composito finale	mag	49.5	49.5	50.2
EUR	PPI a/a	apr	1.9	%	1.2
EUR	Occupazione t/t finale	T1	0.3	%	0.3
EUR	PIL t/t finale	T1	0.3	%	0.4
EUR	PIL a/a finale	T1	1.2	%	1.2
EUR	Vendite al dettaglio m/m	apr	0.4	(0.1) %	0.1
FRA	PMI manifatturiero finale	mag	49.5	49.5	49.8
FRA	PMI servizi finale	mag	47.4	47.4	48.9
FRA	Produzione industriale m/m	apr	0.1	(0.2) %	-1.4
GER	PMI manifatturiero finale	mag	48.8	48.8	48.3
GER	PMI servizi finale	mag	47.2	47.2	47.1
GER	Ordini all'industria m/m	apr	3.4	(3.6) %	-1.0
GER	Produzione industriale m/m	apr	2.3	(3.0) %	-1.4
GER	Bilancia commerciale destag.	apr	21.2	(21.1) Mld €	20.0
ITA	PMI manifatturiero	mag	49.3	49.6	49.2
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	apr	6.1	(6.0) %	5.9
ITA	PMI servizi	mag	52.9	52.0	53.2
ITA	Vendite al dettaglio a/a	apr	-2.7	(-2.8) %	3.7
SPA	Produzione industriale a/a	apr	0.9	(1.0) %	0.6

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

**Inflazione Eurozona in calo, soprattutto sugli indici core.** A maggio, l'inflazione area euro è scesa un decimo più del previsto, da 2,2% a 1,9% a/a, e gli indici core hanno toccato nuovi minimi da oltre tre anni. I rincari degli alimentari lavorati sono stati più che compensati dai ribassi dell'energia e dei servizi. Il dato conferma che la risalita dei prezzi di aprile era dovuta in gran parte al posizionamento della Pasqua. In prospettiva, vediamo un'inflazione non distante dai valori di maggio nei mesi restanti del 2025, e una media annua dell'IPCA a 2,1% nel 2025 e 1,8% nel 2026.

**Il tasso BCE sui depositi cala al 2%.** La Banca Centrale Europea ritiene l'inflazione ormai stabilmente all'obiettivo e taglia il tasso sui depositi al 2%, come atteso. Nuovi assestamenti dei tassi ufficiali sono possibili nel corso dell'estate, ma non scontati. Probabile una pausa a luglio.

**Germania: produzione industriale in pausa ad aprile.** In Germania la produzione industriale è diminuita di -1,4% m/m ad aprile. Questo dato non sorprende, poiché il balzo del mese precedente era stato probabilmente influenzato anche dalla tempistica della Pasqua e dall'anticipo delle spedizioni in vista dell'aumento dei dazi, fattori che probabilmente si sono invertiti ad aprile. Infatti, le esportazioni verso gli Stati Uniti sono diminuite di -10,5% m/m e la produzione farmaceutica è calata di -17,7% m/m. Non siamo troppo preoccupati circa la lettura di aprile in quanto le indagini di fiducia e i dati reali sugli ordini rimangono in linea con una tendenza di ripresa nei prossimi mesi. Tuttavia, l'inasprimento delle politiche commerciali e i noti problemi strutturali sono variabili da non sottovalutare, mentre il dirottamento delle esportazioni cinesi dagli Stati Uniti potrebbe anche frenare la competitività dei produttori tedeschi. Di conseguenza, sebbene riteniamo che il settore abbia probabilmente superato il punto di minimo, prevediamo solo una modesta ripresa manifatturiera nel 2025.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	mag	49.0		49.4
Consumi delle famiglie a/a	apr	2.1	%	1.4

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

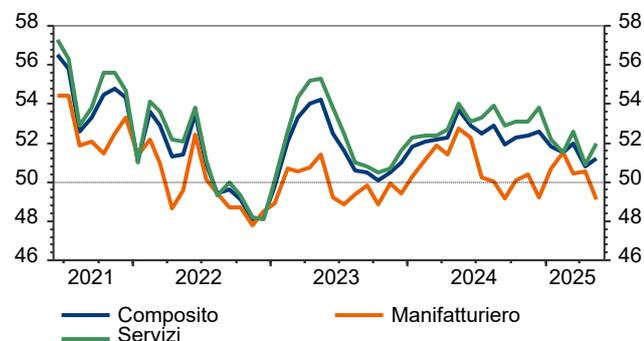
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	mag	50.4	50.6	48.3
PMI servizi - Caixin	mag	50.7		51.1

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

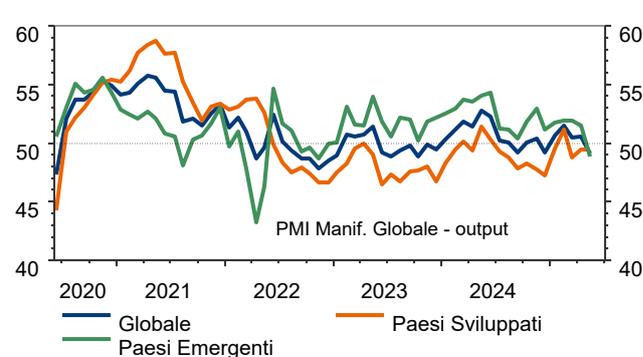
## Ciclo Reale

**PMI globale: manifatturiero e servizi**



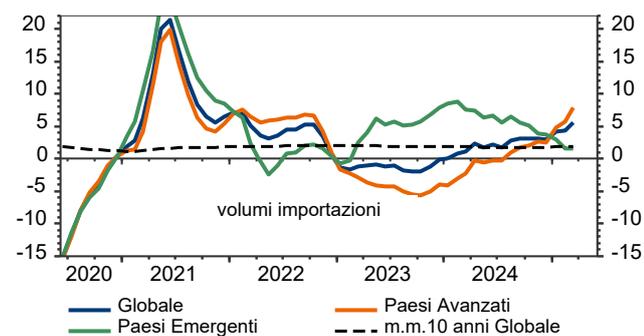
Fonte: S&P Global

**PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti**



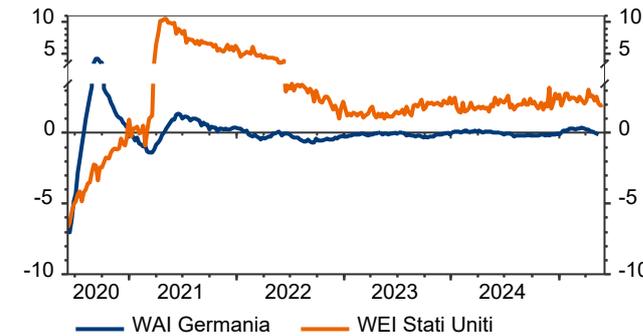
Fonte: S&P Global

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



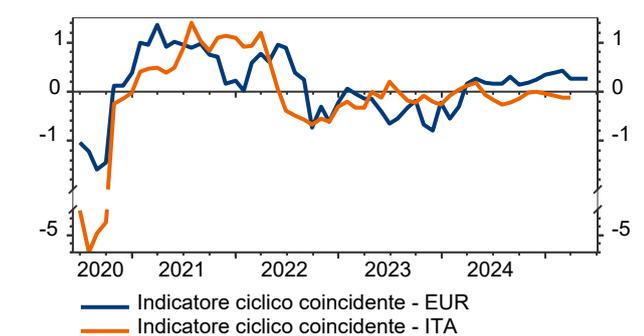
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

**Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti**



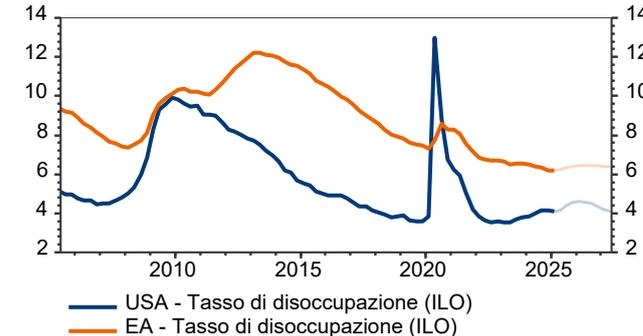
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

**Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia**



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

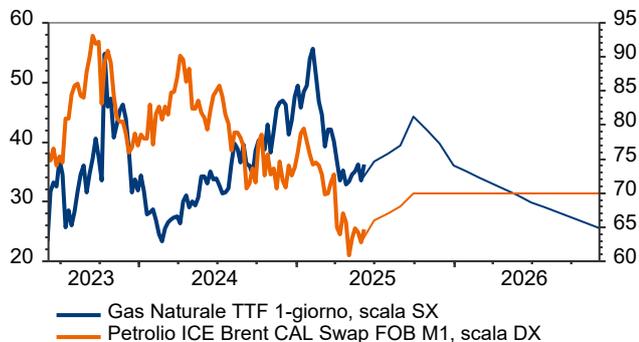
**Tasso di disoccupazione (ILO)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

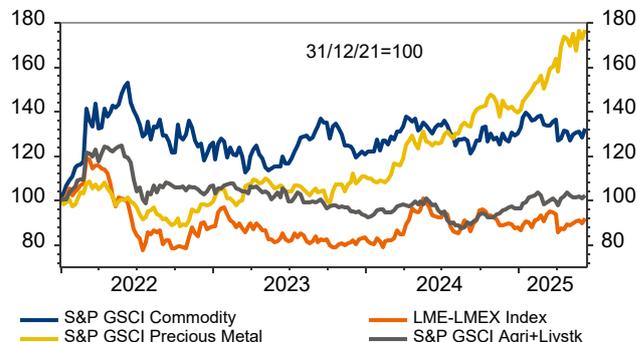
## Inflazione

**Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale**



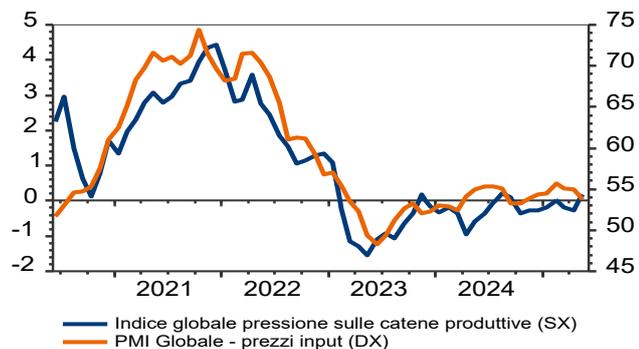
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

**Andamento dei prezzi delle materie prime**



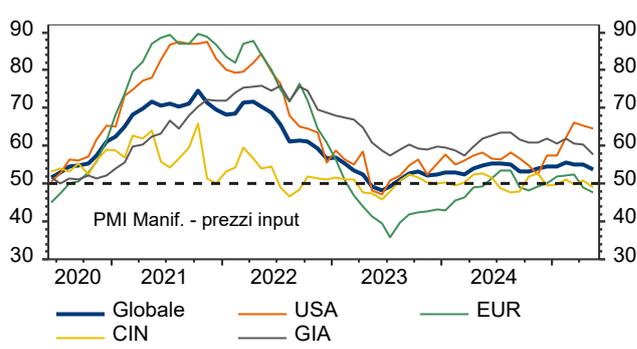
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

**Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento**



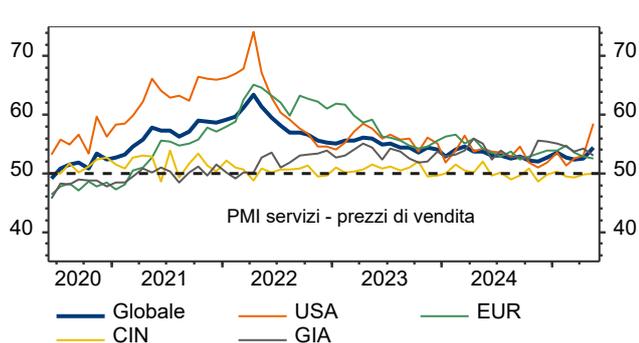
Fonte: NY Fed, S&P Global

**Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera**



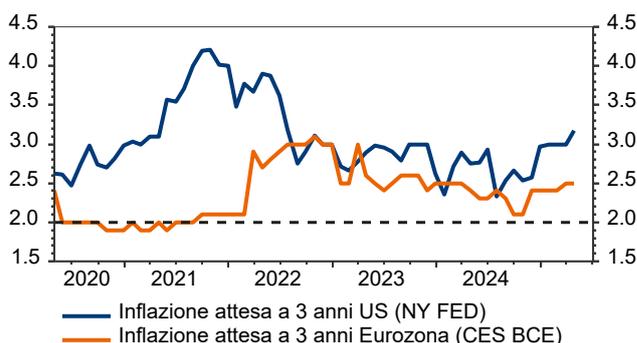
Fonte: S&P Global

**Prezzi di vendita nei servizi**



Fonte: S&P Global

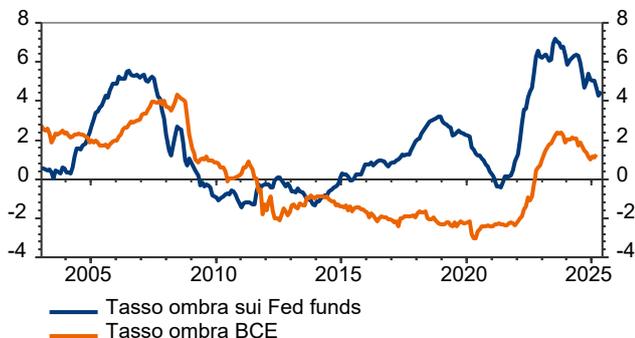
**Aspettative di inflazione dei consumatori**



Fonte: NY Fed, BCE

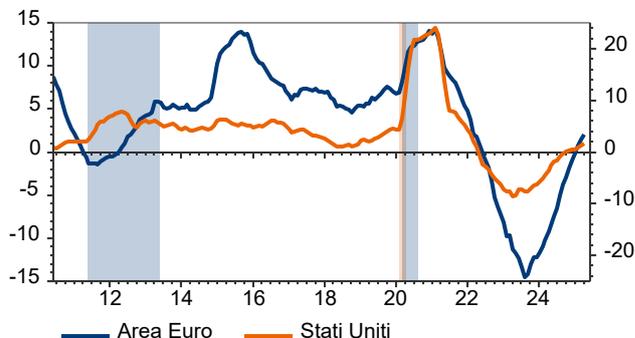
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

**M1 reale, variazione % a/a**



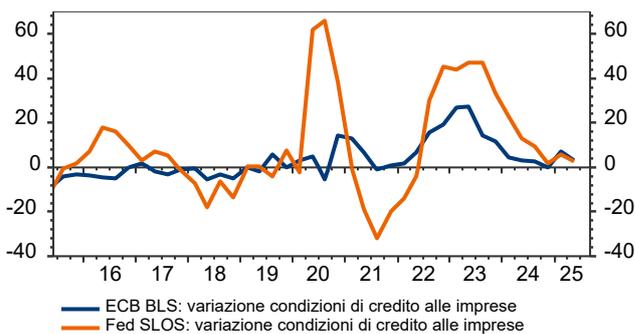
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

**Tassi sui mutui residenziali**



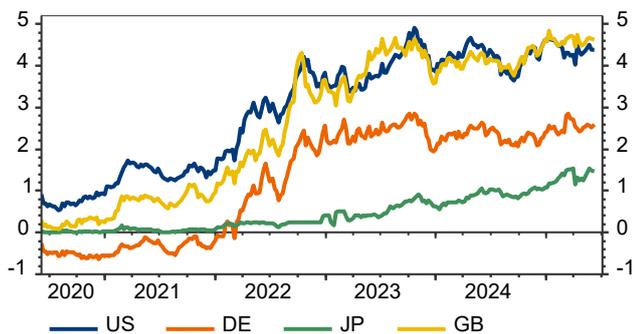
Fonte: Fed, BCE

**Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie**



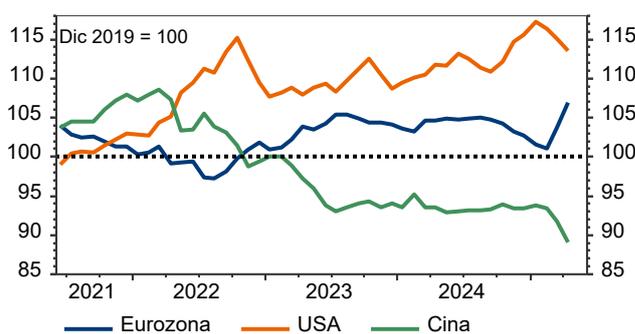
Fonte: Fed, BCE

**Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)**



Fonte: LSEG Datastream

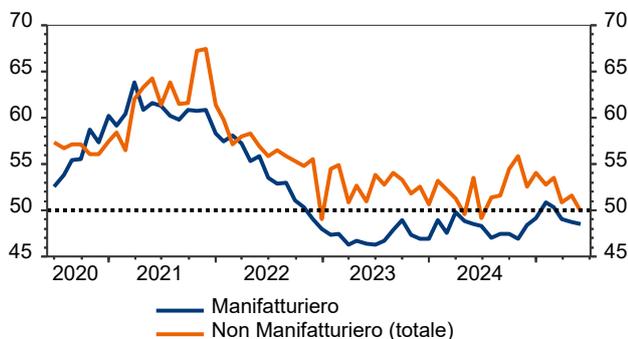
**Cambi reali effettivi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

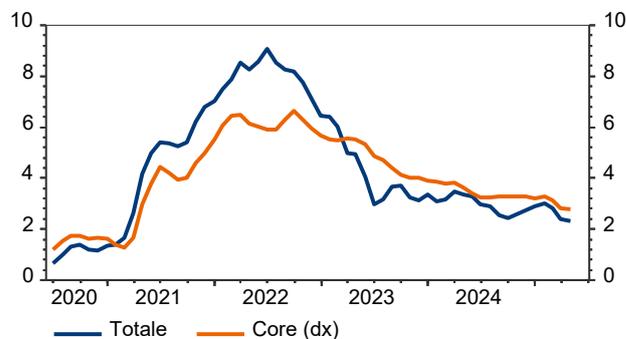
## Stati Uniti

### Indagini ISM



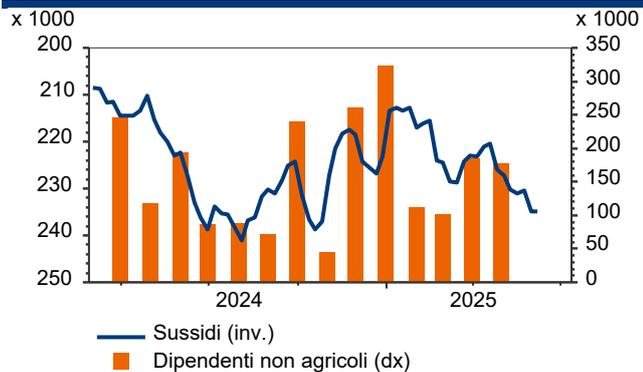
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



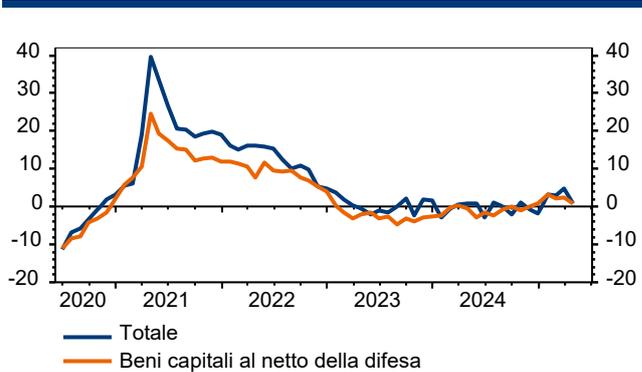
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

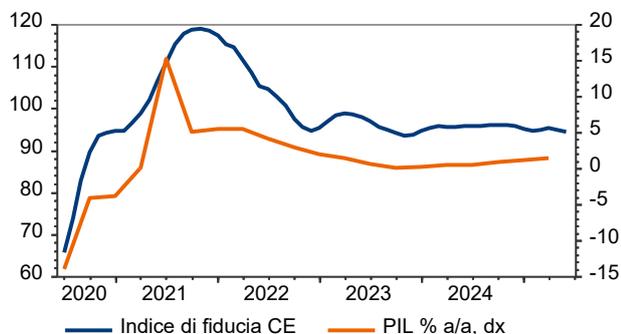
### Previsioni

	2024	2025	2026	2024	2025	2026					
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.8	1.5	1.6	3.0	2.7	2.5	2.1	1.8	1.3	0.9	1.3
- trim./trim. annualizzato				3.0	3.1	2.5	-0.2	2.0	0.9	0.7	1.4
Consumi privati	2.8	2.2	1.3	2.8	3.7	4.0	1.2	1.7	1.3	0.8	0.9
IFL - privati non residenziali	3.6	2.1	3.0	3.9	4.0	-2.9	10.3	-3.6	-0.2	2.9	3.0
IFL - privati residenziali	4.2	0.1	2.3	-2.8	-4.3	5.5	-0.6	-1.4	0.5	2.0	3.0
Consumi e inv. pubblici	3.4	1.6	1.3	3.1	5.1	3.1	-0.7	1.0	1.0	0.7	1.1
Esportazioni	3.3	1.6	3.5	1.0	9.6	-0.2	2.4	-1.0	-0.9	2.3	4.7
Importazioni	5.3	7.9	2.1	7.6	10.7	-1.9	42.6	-12.0	-3.0	2.3	4.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.3	-0.1	0.9	-0.2	-0.8	2.6	-0.7	-0.5	-0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.9	-4.1	-2.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.6	-6.5	-7.1								
Debito pubblico (% PIL)	138.0	139.1	140.7								
CPI (a/a)	2.9	3.0	2.9	3.2	2.6	2.7	2.7	2.6	3.4	3.3	3.1
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	4.4	4.0	4.2	4.1	4.1	4.4	4.6	4.3	4.3

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

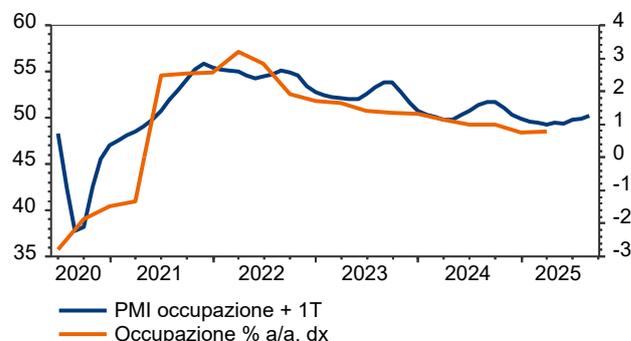
## Area euro

### 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	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	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	128.7	125.5	122.2	127.9	1.9	2.4	2.3	1.7
giu-25	129.1	126.0	122.7	128.4	2.0	2.4	2.3	1.8
lug-25	128.9	125.8	122.4	128.2	1.8	2.4	2.2	1.7
ago-25	129.2	126.2	122.8	128.5	2.0	2.4	2.3	1.9
set-25	129.4	126.3	123.3	128.7	2.2	2.4	2.6	2.1
ott-25	129.6	126.5	123.5	128.9	2.0	2.3	2.5	1.9
nov-25	129.2	126.0	122.6	128.4	2.0	2.4	2.4	1.9
dic-25	129.6	126.4	123.1	128.8	2.0	2.3	2.3	1.8
<b>Media</b>	<b>128.7</b>	<b>125.4</b>	<b>122.1</b>	<b>128.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>

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	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	ex tob
gen-26	129.1	125.4	121.6	128.4	1.9	2.2	2.0	1.8
feb-26	129.5	126.0	122.2	128.7	1.7	2.2	2.0	1.6
mar-26	130.4	127.0	123.4	129.6	1.8	2.2	2.0	1.7
apr-26	131.2	127.9	124.5	130.4	1.9	2.0	1.9	1.7
mag-26	131.3	128.1	124.6	130.5	2.0	2.0	2.0	2.0
giu-26	131.5	128.4	125.1	130.7	1.9	1.9	1.9	1.8
lug-26	131.3	128.2	124.8	130.4	1.9	1.9	2.0	1.8
ago-26	131.5	128.6	125.2	130.7	1.8	1.9	2.0	1.7
set-26	131.6	128.7	125.7	130.7	1.7	1.9	1.9	1.6
ott-26	131.7	128.8	125.8	130.9	1.6	1.9	1.9	1.5
nov-26	131.0	128.3	124.9	130.1	1.4	1.8	1.9	1.3
dic-26	131.3	128.7	125.4	130.4	1.4	1.8	1.9	1.3
<b>Media</b>	<b>131.0</b>	<b>127.8</b>	<b>124.4</b>	<b>130.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>

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.

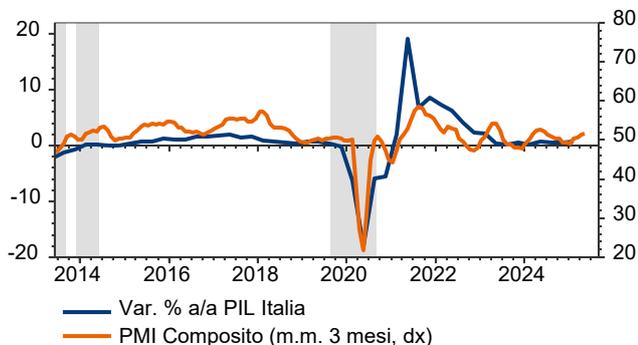
### Previsioni

	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	0.6	0.9	1.2	1.5	1.0	0.7	0.6	0.3
- t/t				0.2	0.4	0.3	0.6	-0.3	0.1	0.2	0.3
Consumi privati	1.1	1.2	1.5	0.1	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	-1.8	1.4	1.8	-2.4	1.8	0.7	1.8	-1.9	0.3	0.5	0.7
Consumi pubblici	2.5	1.2	1.1	0.9	0.7	0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
Esportazioni	1.0	0.7	1.5	2.1	-1.6	0.0	1.9	-0.7	-0.5	-0.1	0.8
Importazioni	0.1	2.7	2.7	1.6	0.5	-0.1	1.4	0.3	0.6	0.6	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.6	0.1	0.1	0.6	-0.2	-0.1	0.5	0.3	0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	2.7	2.2	2.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.1	-2.5	-2.6								
Debito pubblico (% PIL)	87.4	88.6	89.0								
Prezzi al consumo (a/a)	2.4	2.1	1.8	2.5	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0	1.8
Produzione industriale (a/a)	-3.0	2.2	1.9	-4.0	-1.8	-1.6	1.5	1.9	2.4	3.2	1.5
Disoccupazione (%)	6.4	6.3	6.3	6.4	6.3	6.2	6.3	6.2	6.3	6.3	6.3
Euribor 3 mesi	3.57	2.07	1.78	3.81	3.56	3.00	2.56	2.13	1.87	1.72	1.75

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

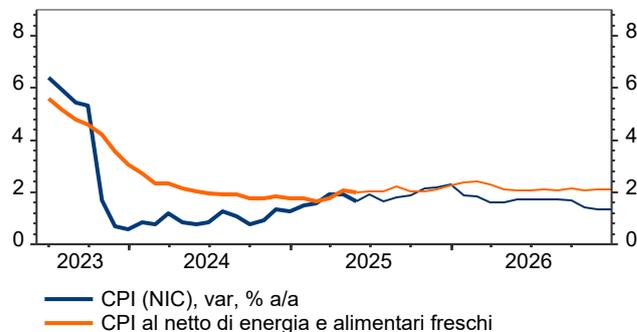
## Italia

## 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	125.0	122.6	121.3	121.2	1.9	1.7	1.5	1.4
giu-25	125.5	123.0	121.7	121.6	2.1	1.9	1.8	1.8
lug-25	124.1	123.2	121.9	121.8	1.9	1.6	1.6	1.5
ago-25	124.0	123.6	122.2	122.1	2.0	1.8	1.7	1.7
set-25	125.6	123.5	122.2	122.1	2.1	1.9	1.8	1.8
ott-25	126.3	123.8	122.4	122.3	2.3	2.1	2.0	1.8
nov-25	126.3	123.8	122.4	122.3	2.4	2.2	2.0	1.8
dic-25	126.5	124.0	122.7	122.6	2.5	2.3	2.1	2.0
<b>Media</b>	<b>124.8</b>	<b>123.0</b>	<b>121.8</b>	<b>121.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	125.0	124.2	122.9	122.8	2.1	1.9	1.7	1.6
feb-26	125.0	124.3	123.1	123.0	2.0	1.8	1.6	1.6
mar-26	126.7	124.5	123.3	123.2	1.8	1.6	1.5	1.5
apr-26	127.2	124.6	123.2	123.1	1.8	1.6	1.5	1.5
mag-26	127.4	124.7	123.2	123.1	1.9	1.7	1.6	1.6
giu-26	127.9	125.1	123.6	123.5	1.9	1.7	1.6	1.6
lug-26	126.5	125.3	123.9	123.8	2.0	1.7	1.6	1.6
ago-26	126.4	125.7	124.2	124.1	1.9	1.7	1.6	1.6
set-26	128.0	125.6	124.1	124.0	1.9	1.7	1.6	1.6
ott-26	128.3	125.5	124.1	124.0	1.6	1.4	1.4	1.4
nov-26	128.3	125.4	124.1	124.0	1.6	1.4	1.4	1.4
dic-26	128.4	125.6	124.3	124.2	1.5	1.3	1.3	1.3
<b>Media</b>	<b>127.1</b>	<b>125.0</b>	<b>123.7</b>	<b>123.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>

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	0.6	0.7	0.6	0.8	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	1.0	1.1	-0.2	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	0.0	1.9	1.1	-0.3	-1.4	1.6	1.6	-0.3	0.1	0.2	0.3
Consumi pubblici	1.1	0.3	0.5	0.6	0.3	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2
Esportazioni	-0.3	1.1	0.0	-1.5	-0.4	-0.1	2.8	-1.0	-0.5	0.0	0.1
Importazioni	-1.5	3.3	1.7	0.6	1.3	-0.2	2.6	-0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	0.2	0.5	0.9	0.5	-0.3	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.5	-3.3	-2.6								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	137.5	138.4								
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	2.0
Produzione industriale (a/a)	-3.9	-0.4	0.9	-3.4	-4.5	-4.3	-1.8	-1.0	0.3	0.9	0.7
Disoccupazione (ILO, %)	6.5	6.1	6.5	6.7	6.3	6.1	6.1	5.9	6.0	6.2	6.4
Tasso a 10 anni (%)	3.70	3.75	4.17	3.88	3.67	3.48	3.67	3.64	3.74	3.94	4.07

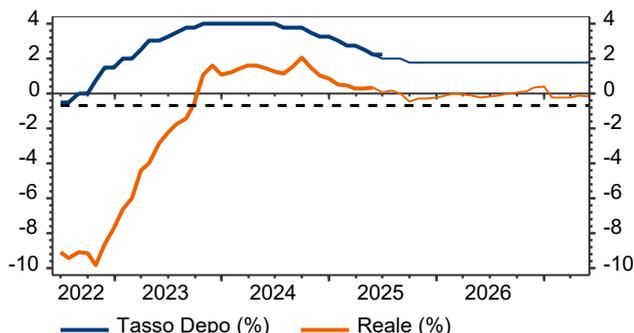
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	set	dic	mar	5/6	giu	set	dic	mar
Deposit rate	3.50	3.00	2.50	<b>2.25*</b>	2.00	1.75	1.75	1.75
Euribor 1m	3.35	2.85	2.36	<b>1.97</b>	2.00	1.80	1.72	1.72
Euribor 3m	3.28	2.71	2.34	<b>1.96</b>	2.02	1.76	1.72	1.77

Nota: \* Deposit facility rate pari al 2.00% dall'11/06/25. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

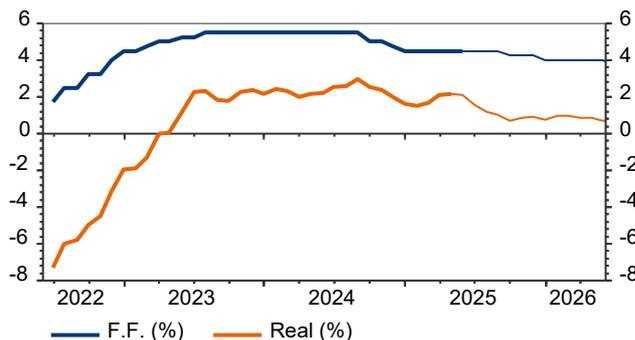


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	5/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.00	4.50	4.50	<b>4.50</b>	4.50	4.25	4.00	4.00
OIS 3m	4.59	4.32	4.30	<b>4.32</b>	4.32	4.20	4.03	4.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

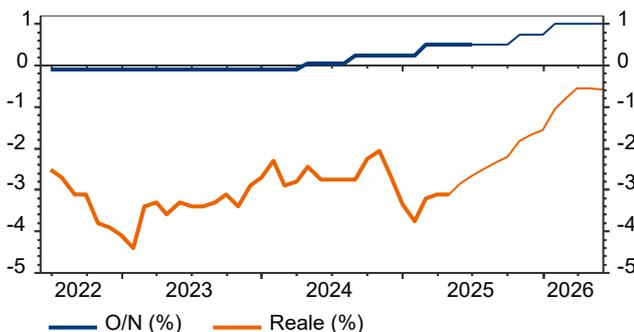


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	5/6	giu	set	dic	mar
O/N target	0.25	0.25	0.50	<b>0.50</b>	0.50	0.50	0.75	1.00
OIS 3m	0.25	0.32	0.53	<b>0.49</b>	0.49	0.55	0.90	1.02

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

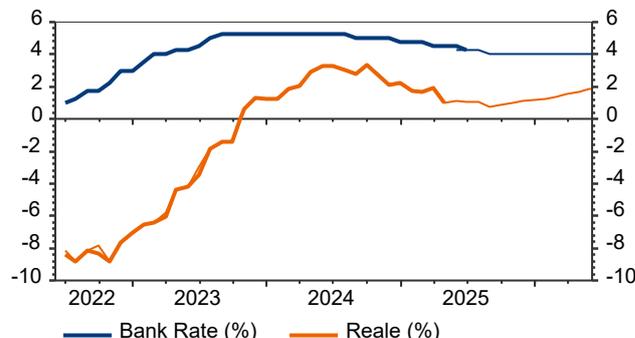


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	5/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.00	4.75	4.50	<b>4.25</b>	4.25	4.00	4.00	4.00
OIS 3m	4.82	4.62	4.36	<b>4.18</b>	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	6/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.09	1.06	1.08	1.13	<b>1.1422</b>	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17
USD/JPY	140	156	150	148	143	<b>144.02</b>	144	142	140	138	136
GBP/USD	1.24	1.28	1.27	1.29	1.34	<b>1.3547</b>	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
EUR/CHF	0.97	0.97	0.93	0.96	0.93	<b>0.9380</b>	0.93	0.94	0.95	0.96	0.97
EUR/JPY	149	170	159	159	162	<b>164.52</b>	163	162	161	160	159
EUR/GBP	0.86	0.85	0.83	0.84	0.85	<b>0.8430</b>	0.84	0.84	0.85	0.85	0.85

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