



# Dall'immaginario al reale: lo scenario 2025 e la svolta politica negli Stati Uniti

Research Department – Macroeconomic Analysis

6 febbraio 2025

Documento basato sulle informazioni disponibili al 6 febbraio 2025  
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

# Sintesi

- L'**economia statunitense** mostra una resilienza superiore alle aspettative, giustificando un approccio monetario meno espansivo nel breve termine anche a prescindere da politiche più inflazionistiche nel 2025. Crescita ad almeno il 2% nel 2025. Ci attendiamo 50pb di riduzione dei tassi Fed, ma le tariffe verso Messico, Canada e Cina, se entreranno in vigore, potrebbero costringere la Fed a mantenere i tassi fermi.
- In **Cina**, politiche di derisking americane e difficoltà interne limitano il potenziale di crescita.
- **Eurozona**: si prevede una crescita moderata (2025: 0.9%), legata principalmente alla ripresa dei consumi, sostenuti dal recupero del potere d'acquisto delle famiglie. Ci sono rischi notevoli, legati all'andamento di risparmio, attività industriale e politiche commerciali.
- **BCE**: previsti ulteriori tagli gradualisti dei tassi d'interesse nel 2025 (per ulteriori 75 punti base dopo il taglio da 25pb dello scorso 30 gennaio), mentre prosegue la riduzione dei portafogli APP e PEPP.
- **Italia**: la crescita economica (intorno all'1% nel biennio 2025-26) sarà trainata principalmente dai consumi domestici, grazie al recupero del reddito disponibile reale e al calo del tasso di risparmio. Il rapporto debito/PIL continuerà a crescere almeno fino al 2026, nonostante le correzioni strutturali programmate, limitando la possibilità di upgrade sul rating nel breve termine.
- **La percezione dei rischi legati al secondo mandato Trump è in netta ascesa**. Una attuazione più radicale della agenda trumpiana potrebbe impattare negativamente sull'economia europea. La maggiore **incertezza** è il rischio principale per la fiducia delle imprese e per gli investimenti.
- **Un'azione coordinata a livello europeo** sarà essenziale per fronteggiare le sfide derivanti dalle tensioni geopolitiche e dalle trasformazioni strutturali, ma la mancanza di leadership rappresenta un ostacolo.

# Dalla rimozione del Trump immaginario all'impatto concreto del Trump reale

Fino a ieri, la lettura delle prospettive economiche future ignorava il possibile impatto del cambio di governo negli Stati Uniti, concentrandosi su processi ordinari di natura ciclica e su processi trasformativi di lungo termine (per es., la sfida competitiva in Europa). Ora ciò dovrà cambiare, ma come?

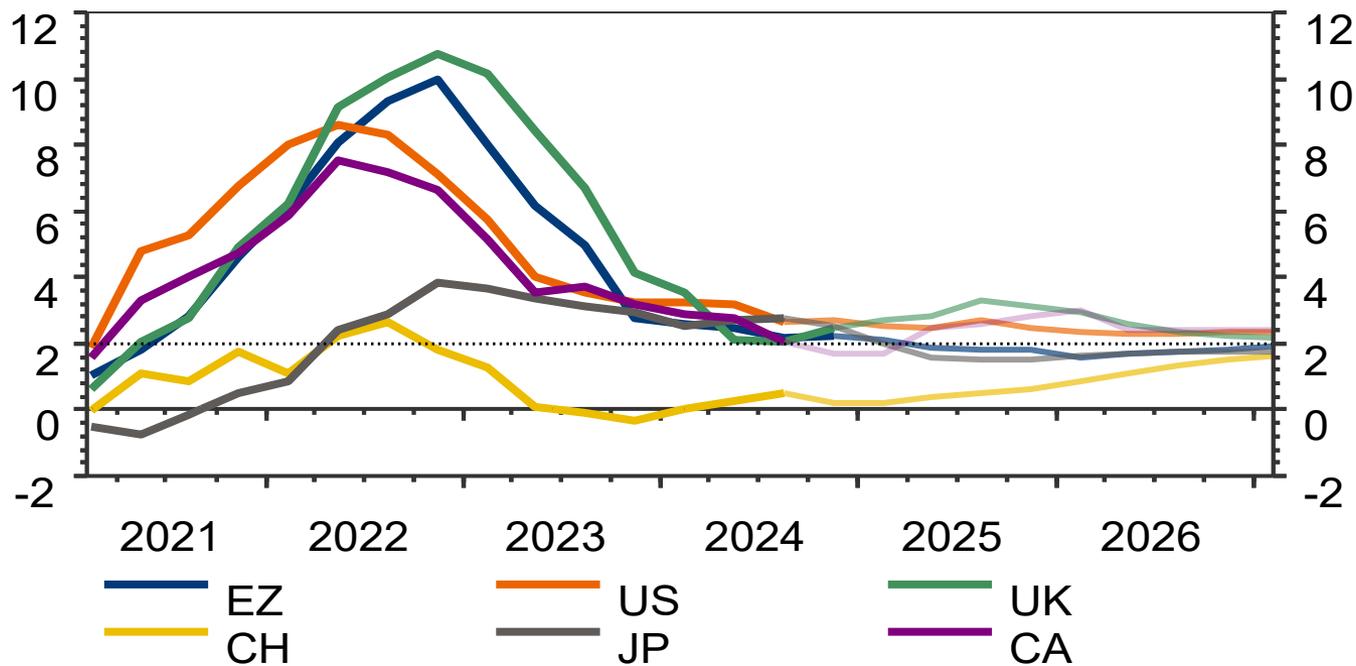
## Il mondo inizia a fare i conti con il secondo uragano Trump (indice globale di incertezza della politica economica)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research; dati LSEG Datastream, EPU

# Lo scenario di base: ripristino della stabilità dei prezzi in vista

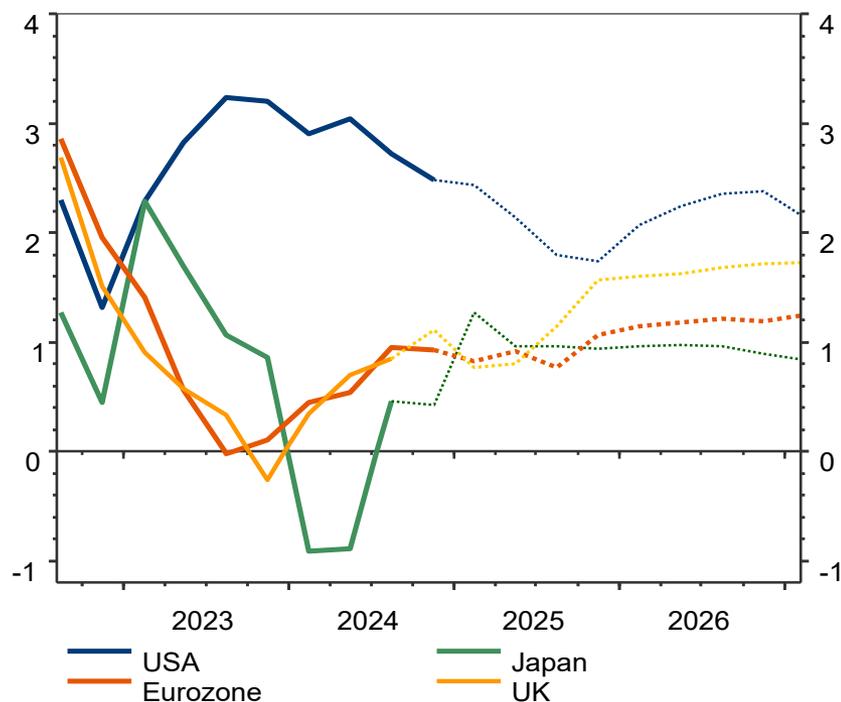
Tassi di inflazione % a/a (indici dei prezzi al consumo)



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department, LSEG Datastream, Oxford Economics

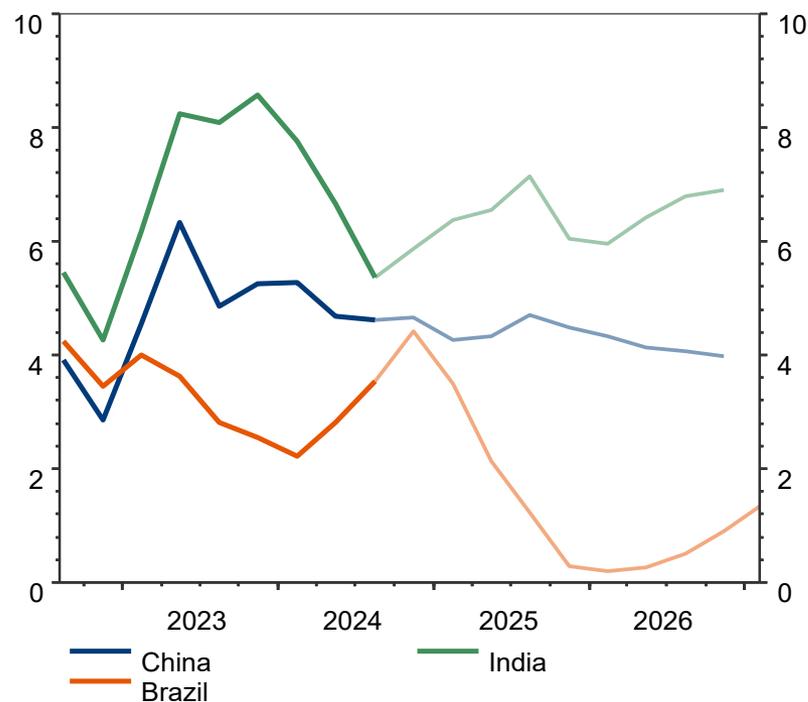
# Crescita del PIL mediamente stabile, con parziale riduzione del gap tra Eurozona e Stati Uniti

Ci attendiamo un'ulteriore convergenza della crescita del PIL tra paesi avanzati, ma il gap tra Stati Uniti ed Eurozona persisterà



Fonte: LSEG Datastream e Oxford Economics, proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department

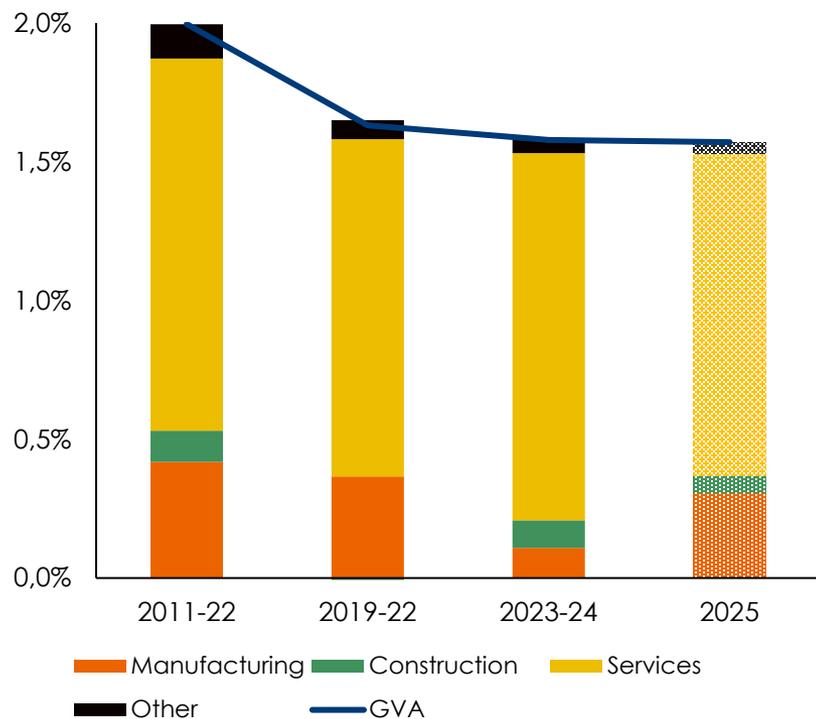
La crescita dell'economia cinese è prevista in rallentamento



Fonte: LSEG Datastream e proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department per Cina e India; Oxford Economics per il Brasile

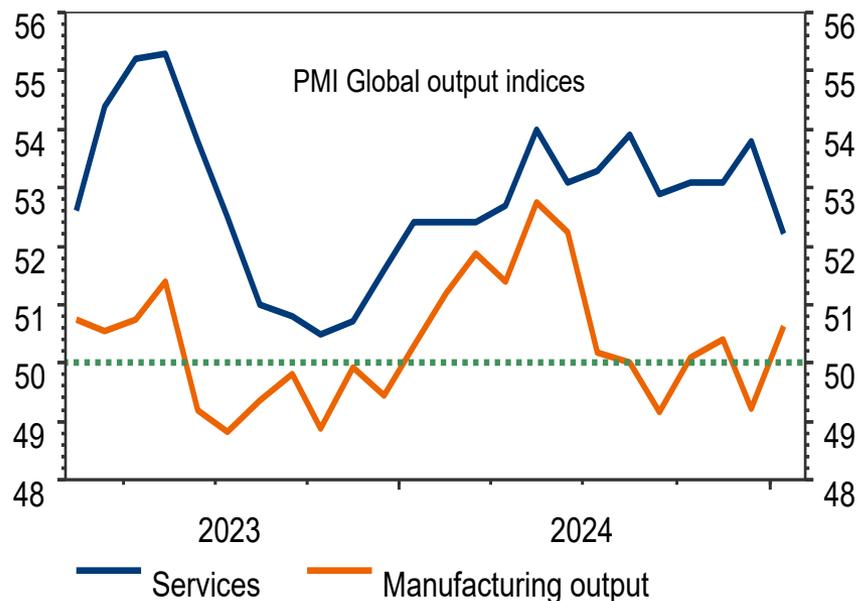
# L'espansione economica è ancora fortemente dipendente dal terziario

Nell'ultimo biennio, la crescita del valore aggiunto a livello globale è venuta quasi interamente dai servizi



Nota: la crescita aggregata è calcolata a cambi correnti medi annui a partire dai dati per USA, Eurozona, Cina, Giappone, UK e Canada. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department

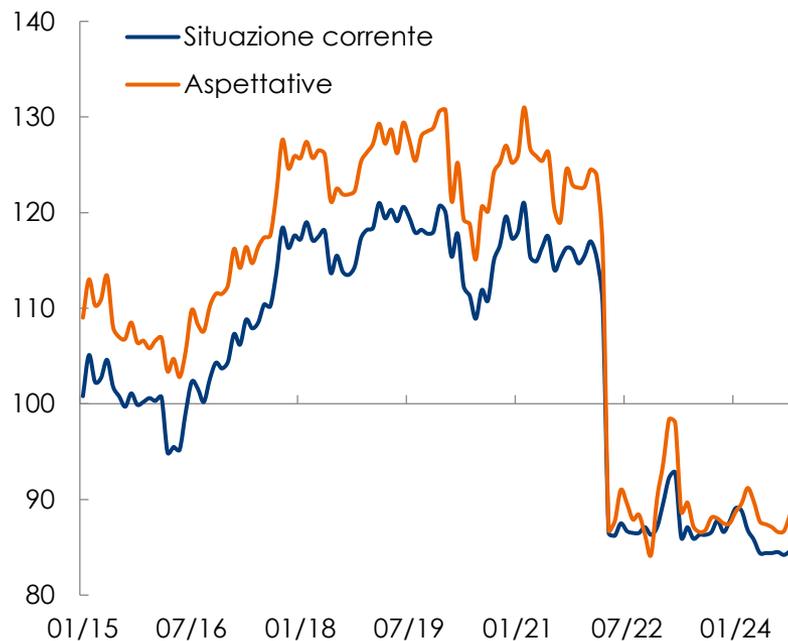
Le indagini congiunturali prospettano una continuazione della tendenza nel breve termine, anche se ci attendiamo poi un ribilanciamento



Fonte: S&P Global

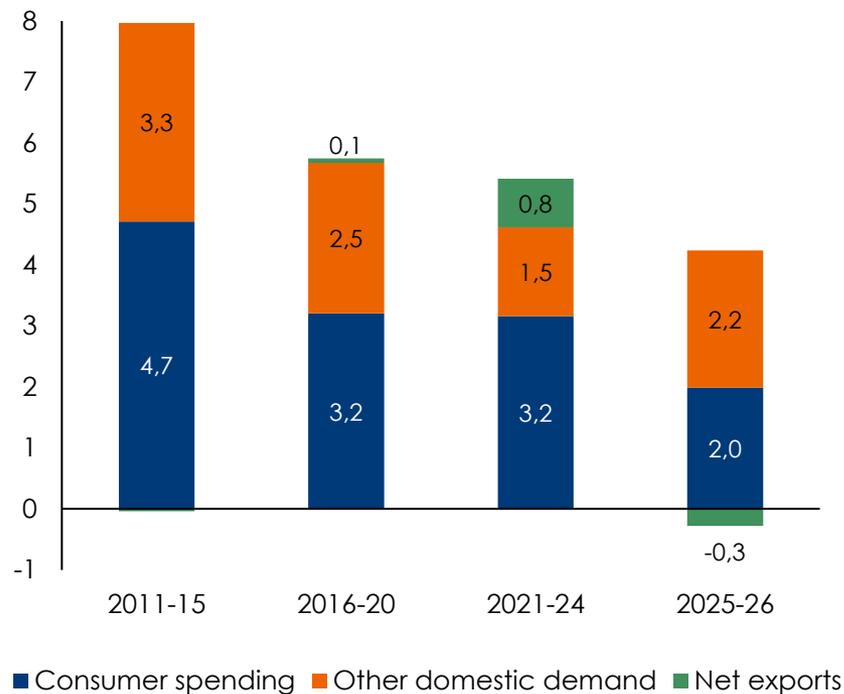
# Cina: minacce esterne e problemi interni incideranno sui ritmi di crescita

Tra i consumatori cinesi, prevale ancora il pessimismo



Fonte: CEIC da NBS

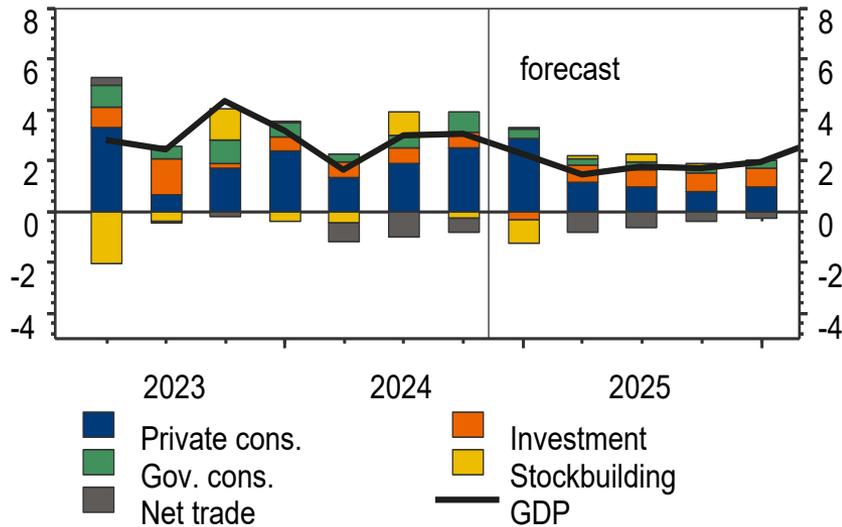
La crescita risentirà sia per le politiche di derisking attuato dall'Occidente, sia per la minore dinamica dei consumi interni



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department

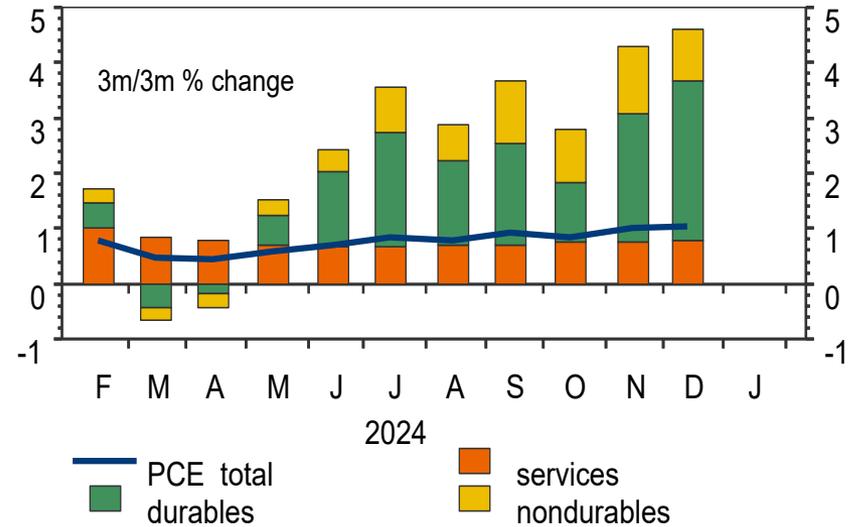
# Stati Uniti: l'economia rallenta meno del previsto...

**PIL a prezzi costanti: contributi alla crescita % a/a per componenti di domanda**



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

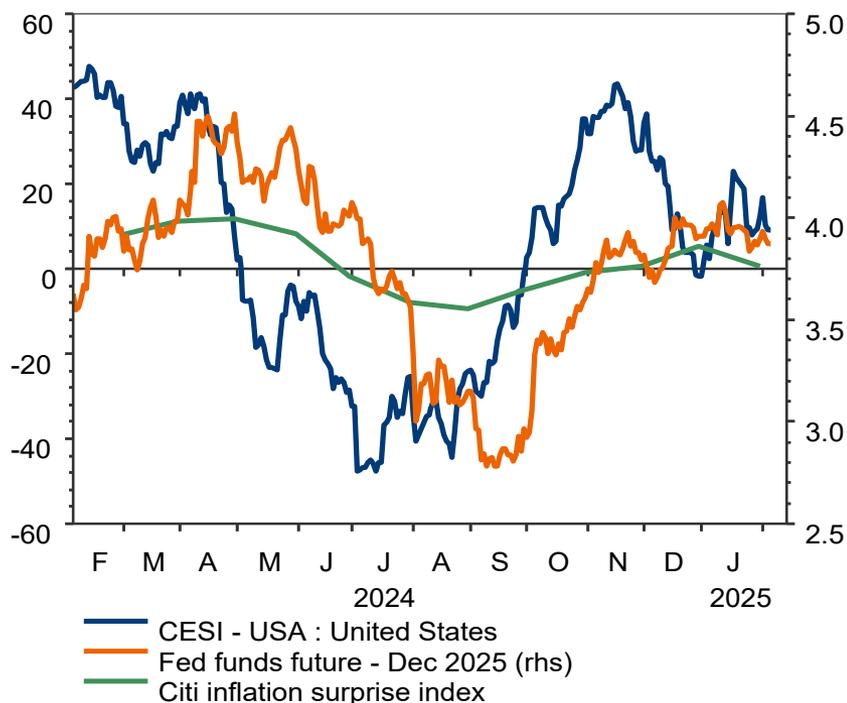
**Se nel 2023 sono cresciuti soprattutto i consumi di servizi, si inizia a notare maggiore dinamismo dei consumi di beni durevoli**



Fonte: BEA

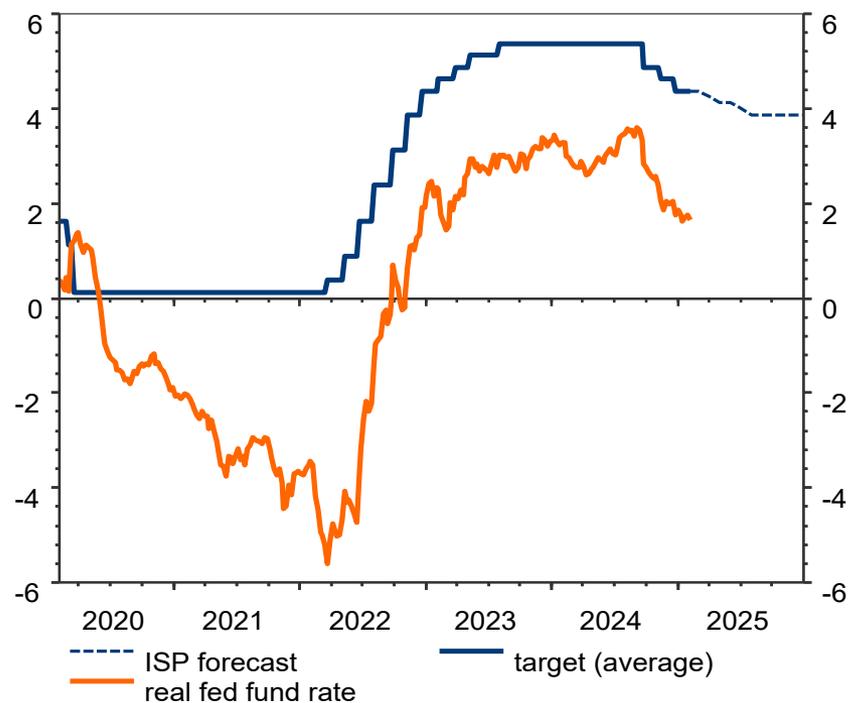
# ...giustificando un minor allentamento della politica monetaria anche prima dell'effetto Trump

Dati migliori delle attese hanno ridimensionato le aspettative di tagli dei tassi Fed



Fonte: LSEG Datastream

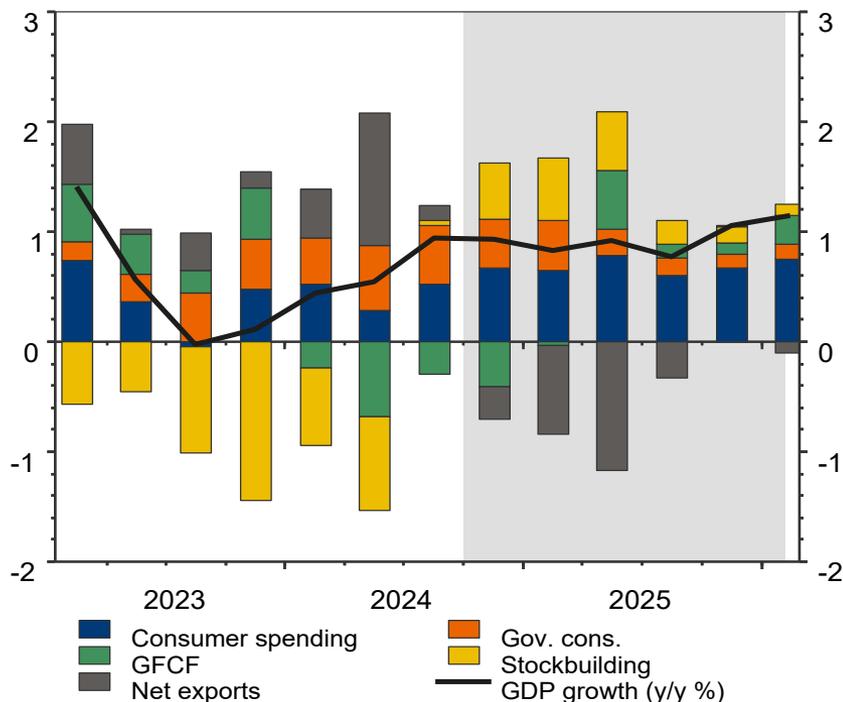
Prevediamo due tagli di 25pb dei fed funds nel 2025, ma i rischi sui tassi sono al rialzo



Nota: il tasso reale è calcolato sulla base dell'inflazione forward implicita a 12 mesi (tassi swap). Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department, dati LSEG Datastream

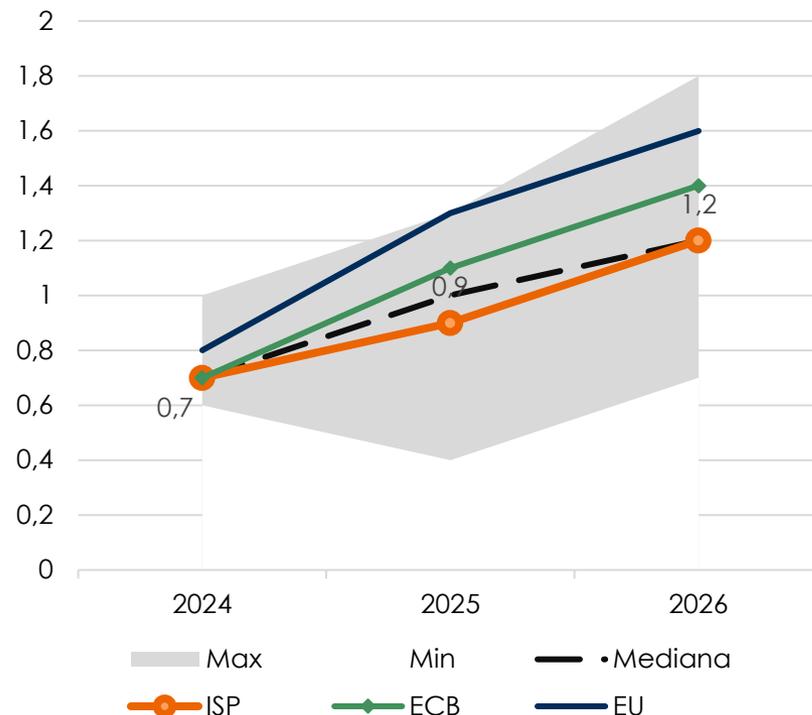
# Eurozona: riaccelerazione della crescita legata ai consumi

Ci attendiamo una crescita tendenziale stabile intorno all'1%



Fonte: Eurostat, elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department

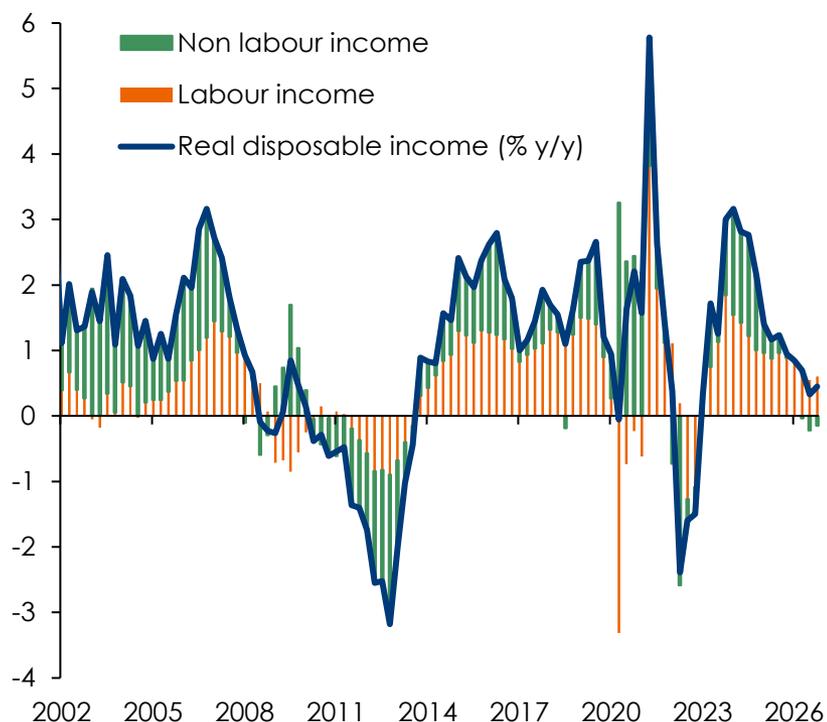
Le nostre proiezioni sulla crescita del PIL sono al centro della distribuzioni di consenso e più basse rispetto a quelle di Commissione e BCE



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department, ECB Staff Macroeconomic Projections (December 2024), Reuters Polls

# La ripresa dei consumi è legata al recupero di potere d'acquisto da parte delle famiglie

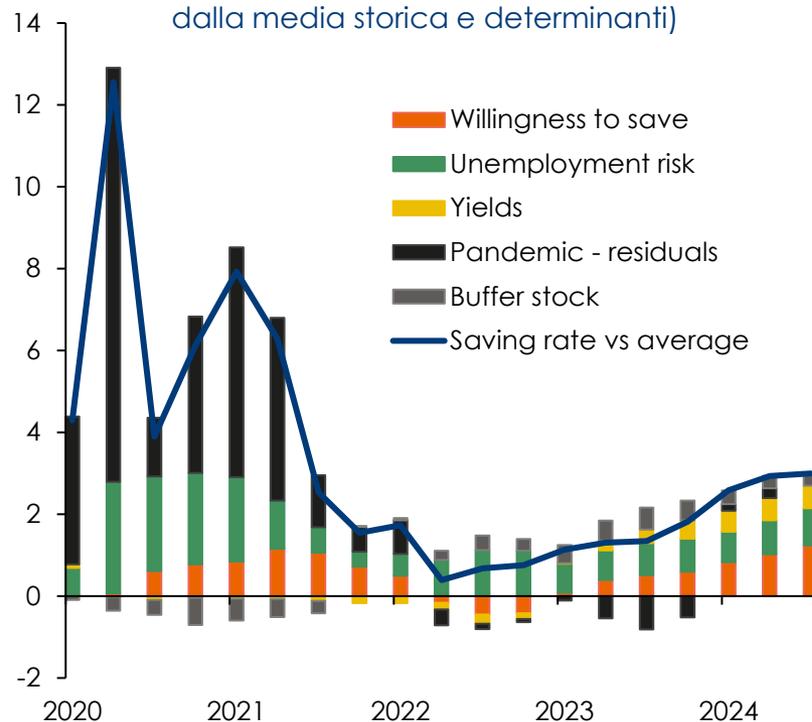
Ripresa dei salari reali e aumento dell'occupazione stanno facendo crescere il reddito reale delle famiglie



Nota: contributi alla variazione % a/a del reddito disponibile reale. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati BCE

L'effetto sui consumi si dispiegherà maggiormente quando la propensione al risparmio tornerà a calare

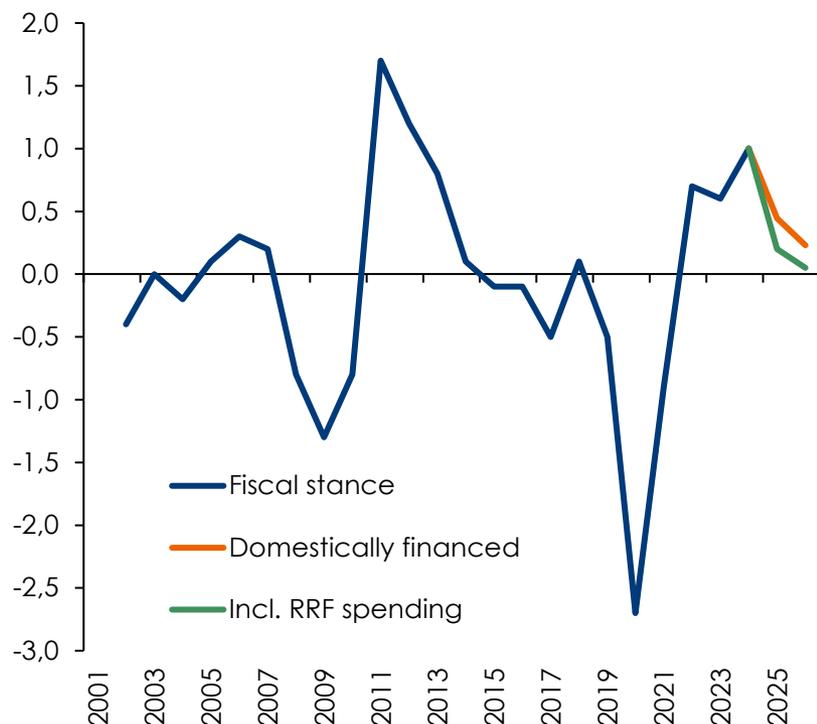
(deviazione della propensione al risparmio dalla media storica e determinanti)



Fonte: stime Intesa Sanpaolo – Research Department

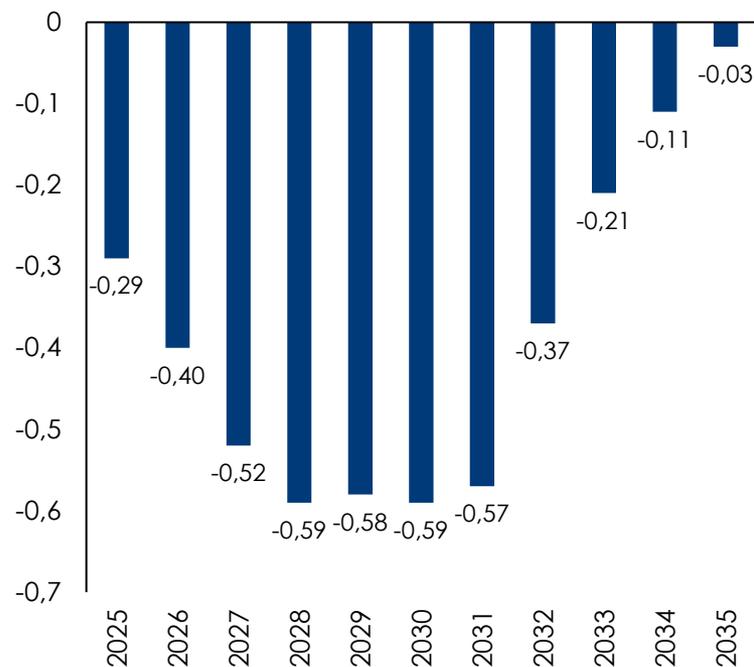
# Sulla carta, l'orientamento della politica fiscale sarà moderatamente restrittivo a partire dal 2025

Con il nuovo Patto di Stabilità e Crescita è improbabile che la politica fiscale fornisca supporto al ciclo nei prossimi anni



Nota: la 'fiscal stance' è calcolata come variazione annuale del saldo primario strutturale. Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat e AMECO. Si ipotizza una politica fiscale neutrale in Germania dal 2026 e un aggiustamento coerente con le nuove regole fiscali in Belgio

Impatto cumulato (% PIL) del risanamento di bilancio programmato

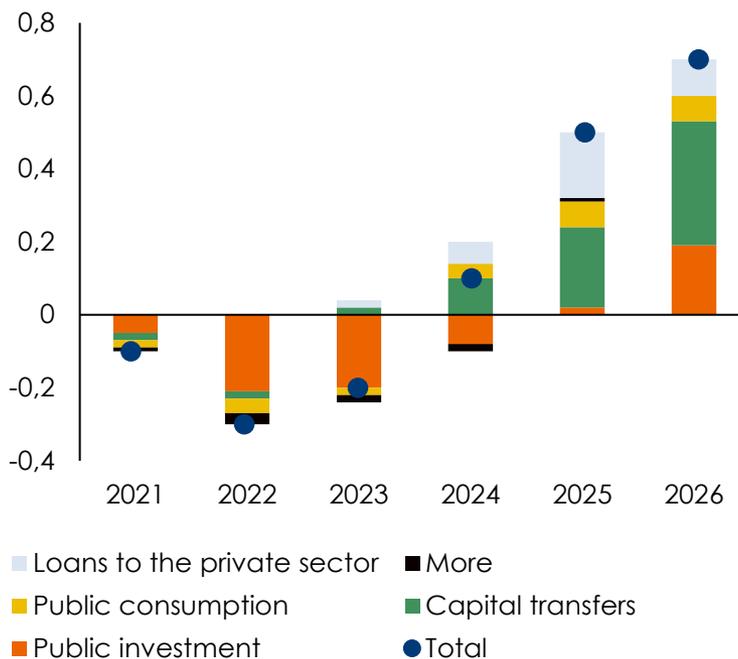


Fonte: Intesa Sanpaolo, stime OCPI su Piani Fiscali Strutturali Nazionali a medio termine

# La spesa finanziata da NGEU potrebbe compensare in parte politiche fiscali nazionali più prudenti

## Significativa sottoesecuzione della spesa finanziata dal RRF nel 2021-23

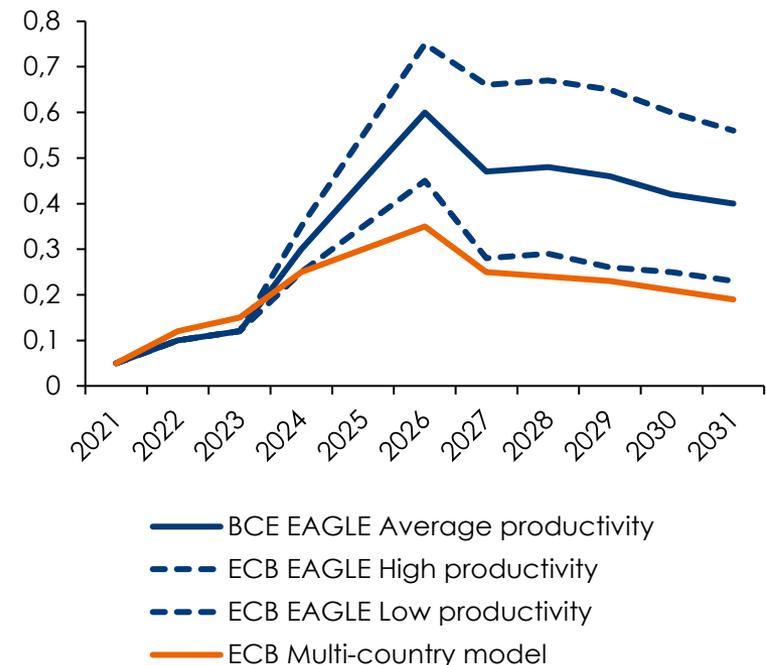
(differenza in % del PIL della spesa totale rispetto alle stime iniziali)



Fonte: Intesa Sanpaolo, stime BCE

## L'impatto di NGEU non si è ancora concretizzato

(scostamento in % del PIL rispetto allo scenario di base, ipotizzando il pieno assorbimento dei fondi)

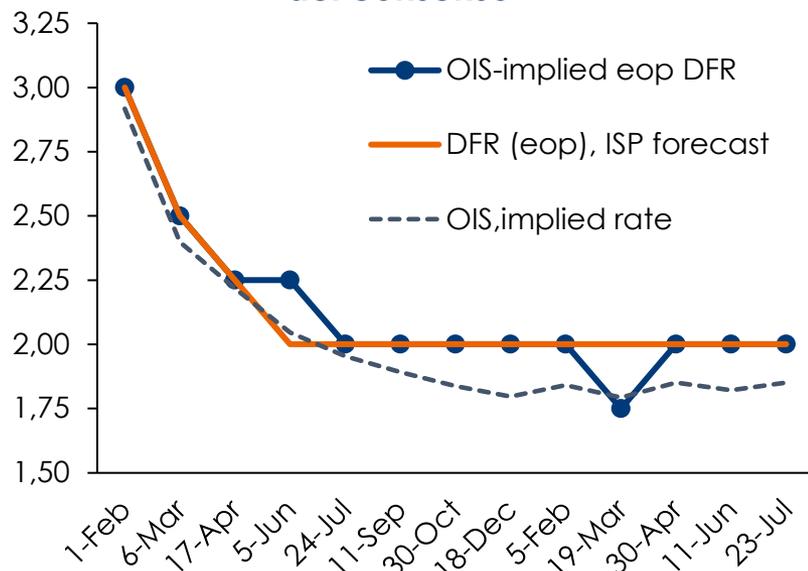


Fonte: Intesa Sanpaolo, stime BCE

# La BCE allenterà ancora la politica monetaria nella prima metà del 2025

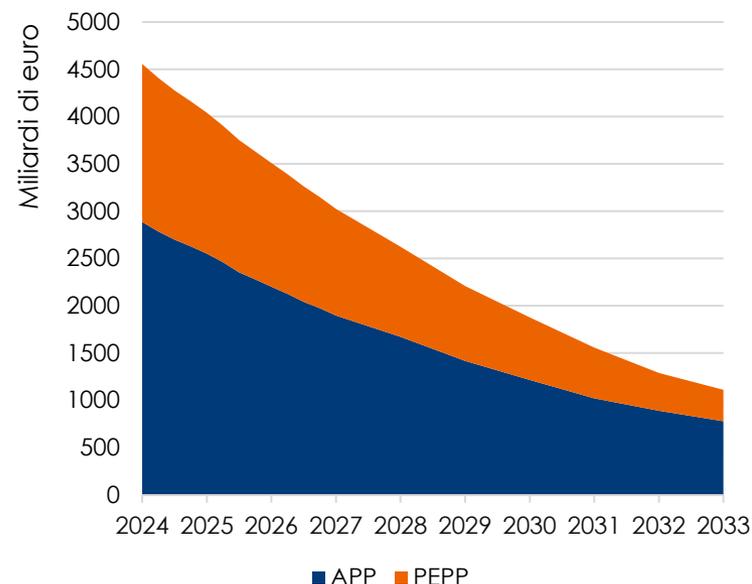
È probabile che la BCE tagli i tassi di 25pb ("gradualmente") ad ogni riunione nella prima metà del 2025. Il seguito dipenderà dalla ripresa o meno della domanda. Al momento ci aspettiamo che il tasso depo scenda al 2% e vi rimanga per il resto del 2025.

**Prevediamo un ulteriore allentamento di 75pb nel 2025, in linea con la mediana del consenso**



Note: il DFR implicito è stimato ipotizzando uno spread ESTR invariato, con arrotondamento ai 25 punti base più vicini.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, London Stock Exchange Group

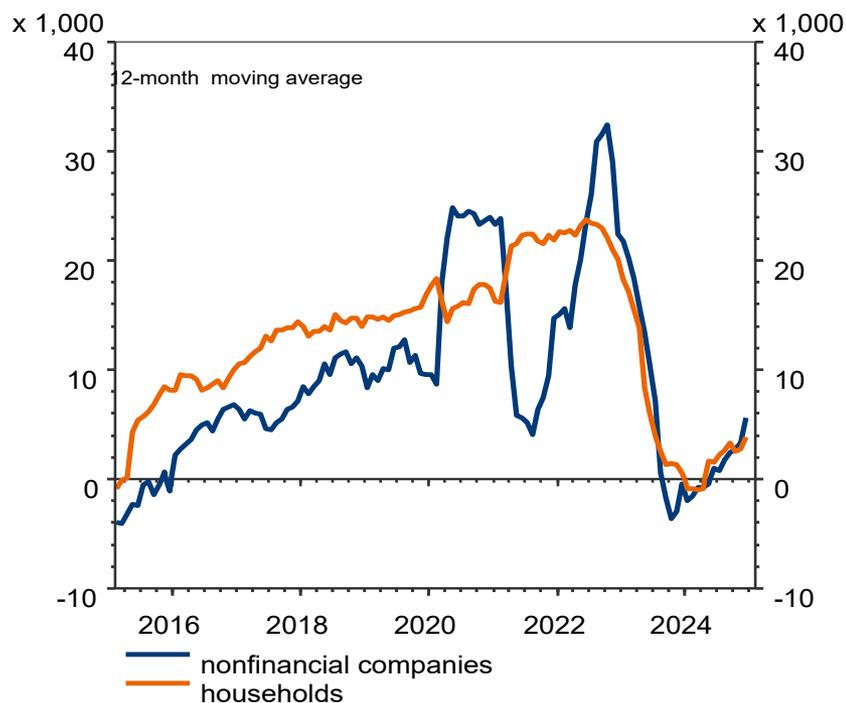
**D'altro canto, i portafogli APP/PEPP saranno ulteriormente ridotti**



Fonte: Indagine della BCE sugli analisti monetari - Dicembre 2024

# I tagli dei tassi dovrebbero fornire supporto alla domanda nel 2025-26

Si vede una modesta ripresa dei flussi di credito



Fonte: BCE, via LSEG Datastream

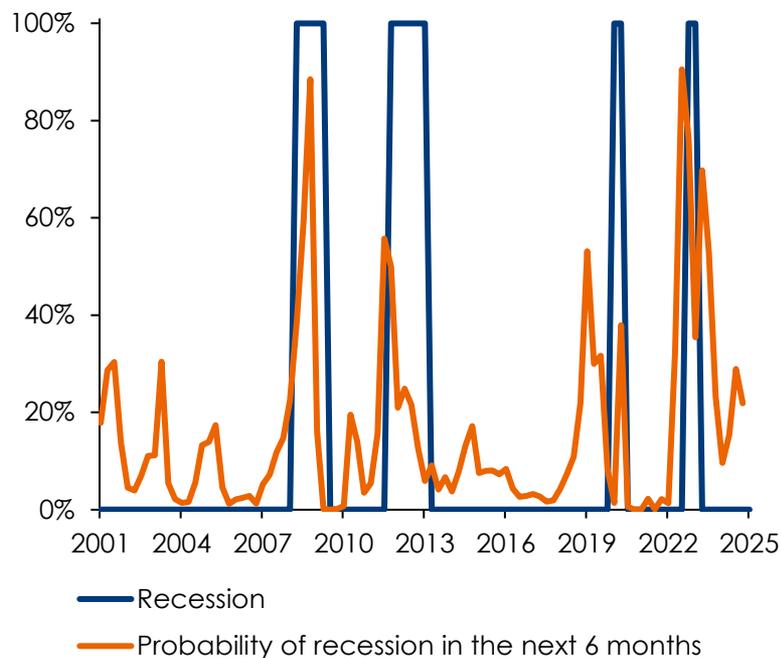
I tassi sui prestiti continueranno a scendere nel 2025, anche se le tensioni sui tassi a lungo termine smorzano la trasmissione



Nota: un valore negativo dell'ISP FCI implica condizioni finanziarie accomodanti. Fonte: Intesa Sanpaolo

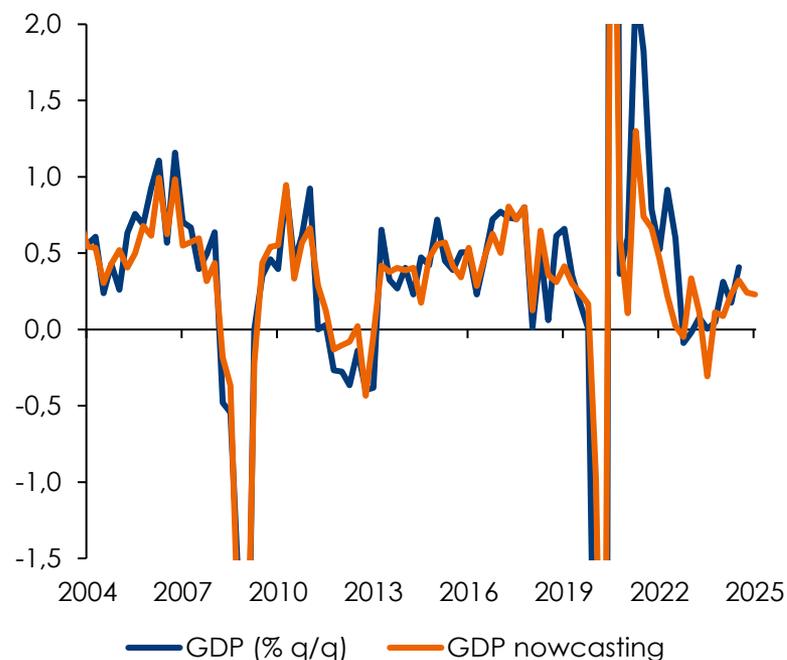
# Nel breve termine, valutiamo il rischio di recessione come relativamente basso

La probabilità di recessione nei prossimi 6 mesi nell'Eurozona resta contenuta...



Nota: la probabilità di recessione è stimata con una regressione probit multivariata su dati reali e indagini di fiducia. Fonte: stime Intesa Sanpaolo

...anche se la crescita economica rimarrà probabilmente fiacca nella prima parte del 2025



Fonte: Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

# Dalla crisi energetica a quella dell'automotive

Una caduta non transitoria del 10% della produzione di mezzi di trasporto toglierebbe lo 0,4% alla crescita attesa del PIL della zona euro, aumentando la probabilità che sia necessaria una maggiore riduzione dei tassi ufficiali. Situazione emblematica di un ritardo crescente nei settori di frontiera?

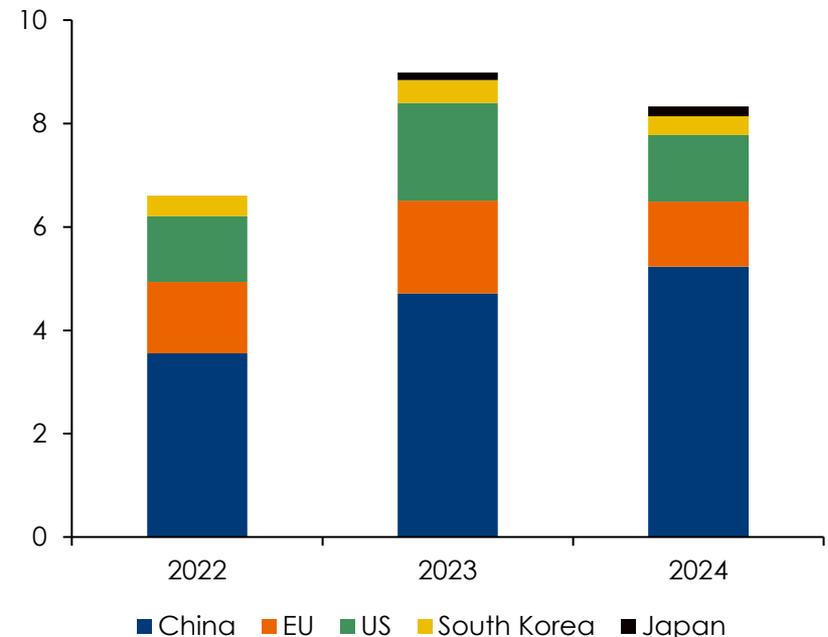
**La produzione si è stabilizzata nei comparti ad alta intensità di energia...**



Fonte: Eurostat

**... ma ora sale l'allarme sul comparto automotive, dato il ritardo sull'elettrico**

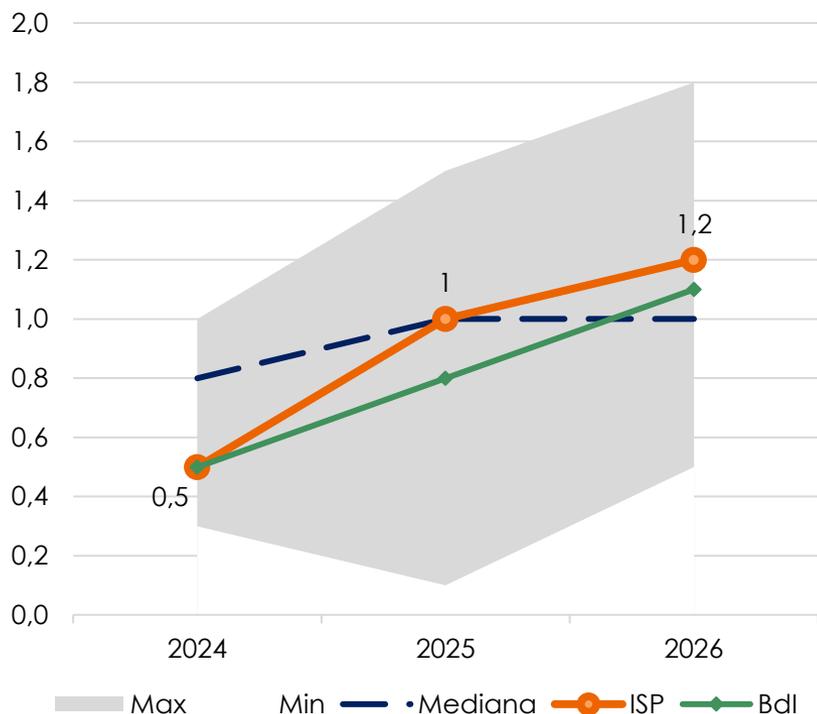
(volumi delle 20 maggiori marche, milioni di veicoli)



Fonte: Intesa Sanpaolo, volumi EV. Nota: primi 20 marchi per volumi (mln) di vendite globali. Per Paese di origine si intende la sede centrale. Dati aggiornati a settembre 2024

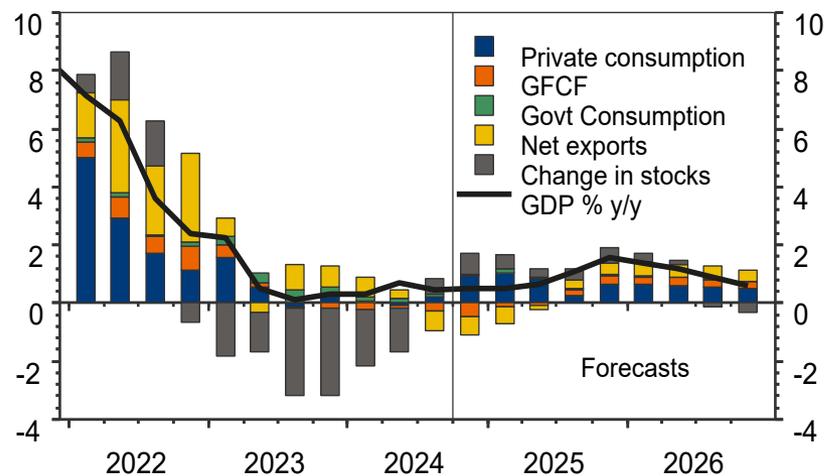
# Anche in Italia, la crescita dovrebbe poggiare soprattutto sui consumi domestici

Le nostre proiezioni per la crescita del PIL italiano sono vicine alla mediana del consenso



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department, LSEG – Reuters Polls

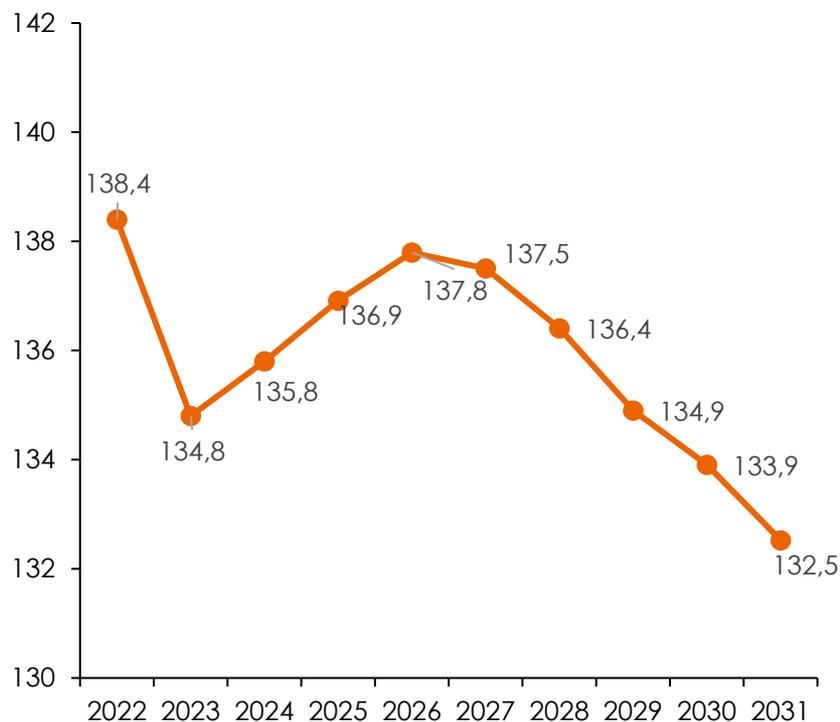
Anche in Italia, riteniamo che la crescita verrà soprattutto dai consumi finali



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department, LSEG Datastream, dati Istat

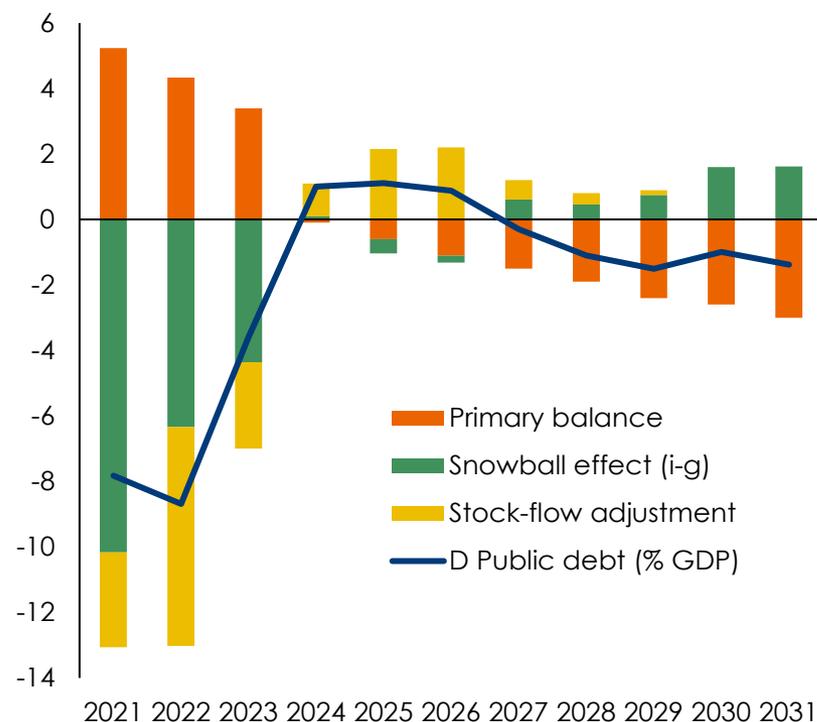
# Nel biennio in corso, anche attuando la correzione strutturale programmata il rapporto debito/PIL salirà ancora

**Rapporto debito/PIL in crescita almeno fino al 2026**



Fonte: Intesa Sanpaolo, previsioni del Governo italiano

**Nella programmazione di bilancio, il debito inizierà a calare soltanto dal 2027, quando l'avanzo primario sarà portato al 1,5% del PIL**

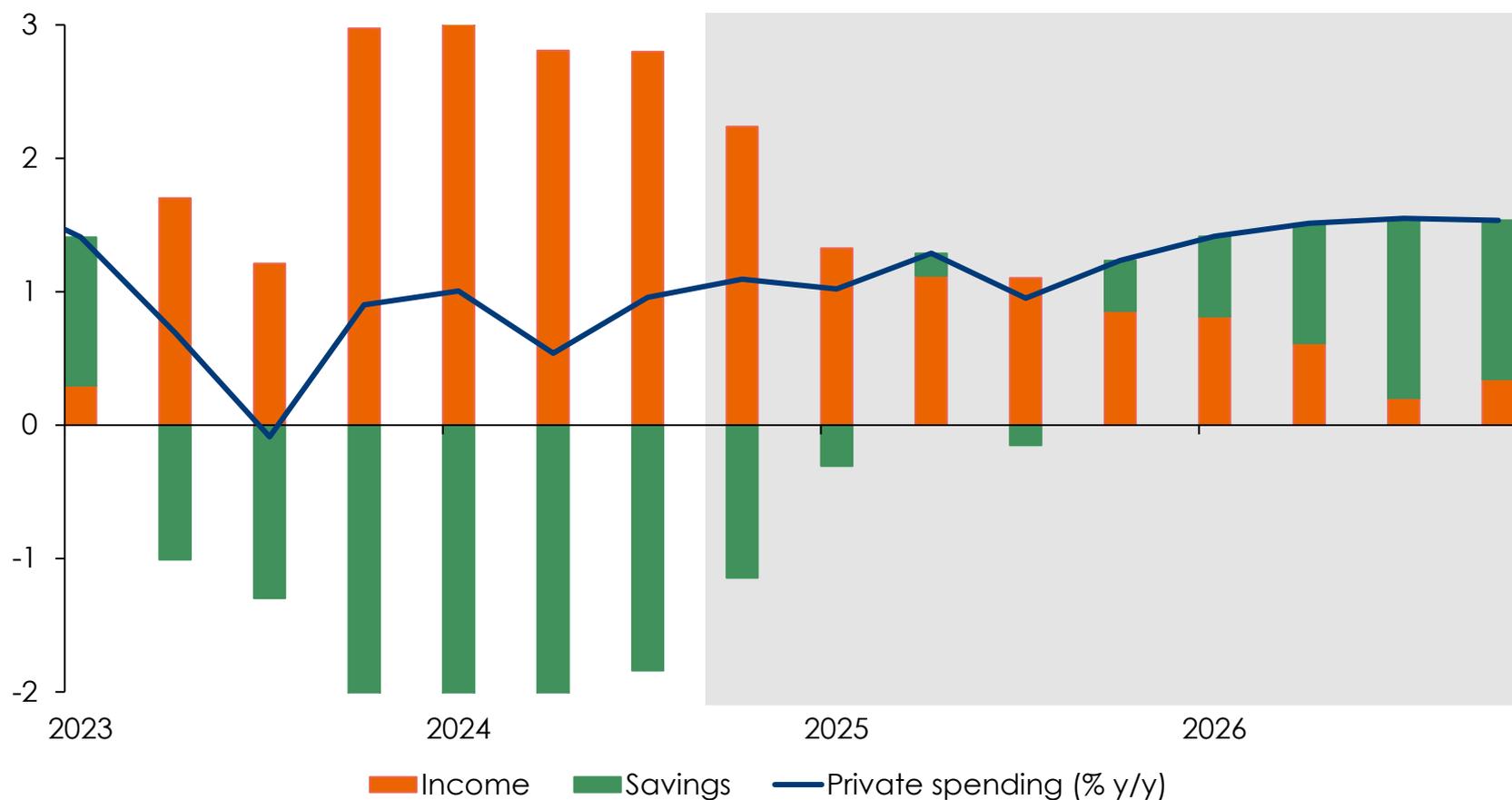


Nota: contributo alle variazioni annuali del debito pubblico lordo (% PIL). Fonte: Intesa Sanpaolo, previsioni del Governo italiano

- ➔ **Il nodo del tasso di risparmio nell'area dell'euro**
- ➔ Credibilità del consolidamento fiscale nell'area dell'euro
- ➔ Il fattore Trump

# La nostra ipotesi di ripresa si basa in parte su una diminuzione del tasso di risparmio delle famiglie

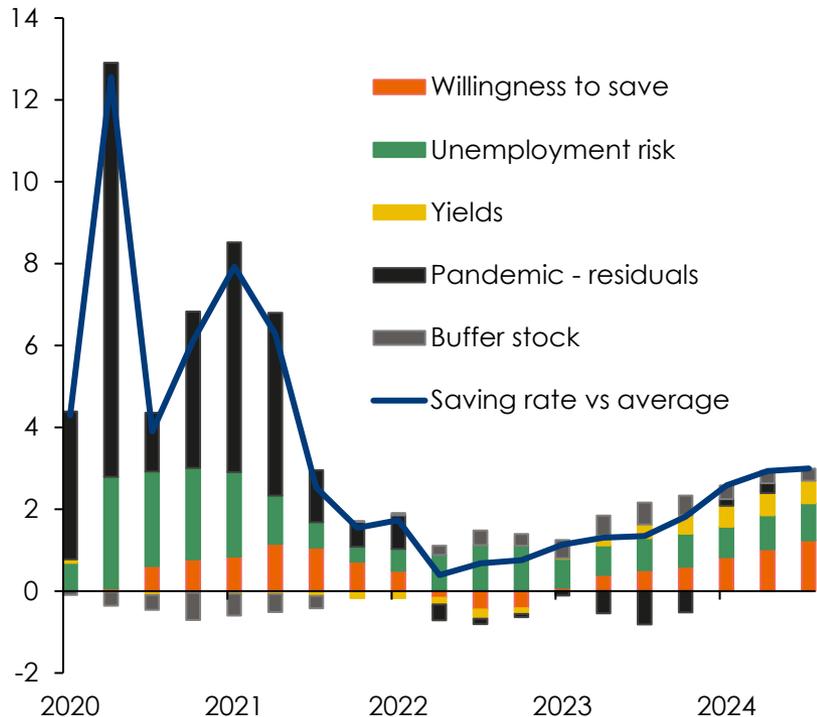
Contributo di redditi e propensione al risparmio alla variazione dei consumi delle famiglie



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

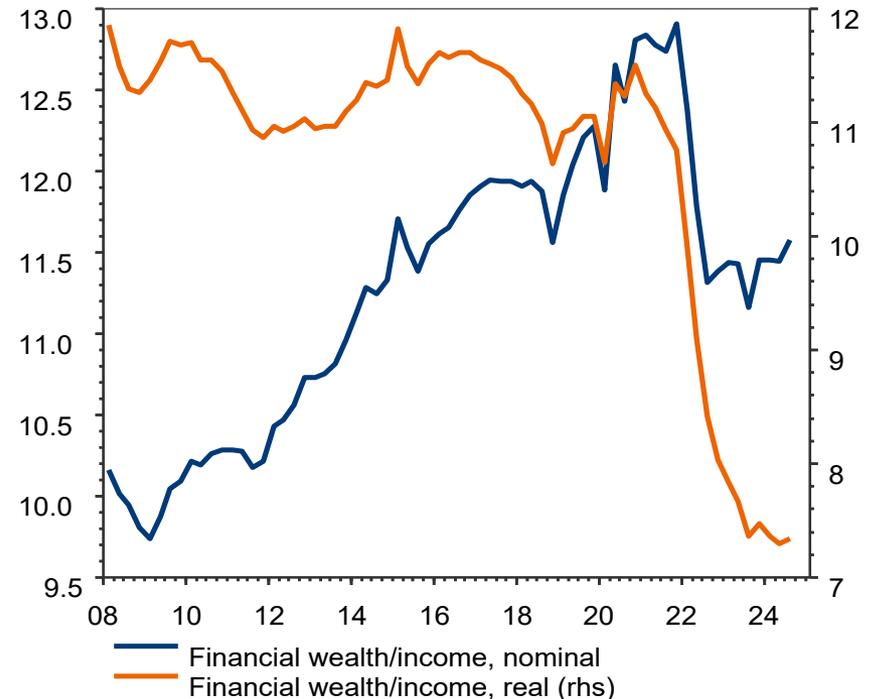
# Ragioni temporanee, cicliche e strutturali alla base dell'aumento del tasso di risparmio

Contributi alla differenza tra il tasso di risparmio e la sua media storica



Fonte: Intesa Sanpaolo Research

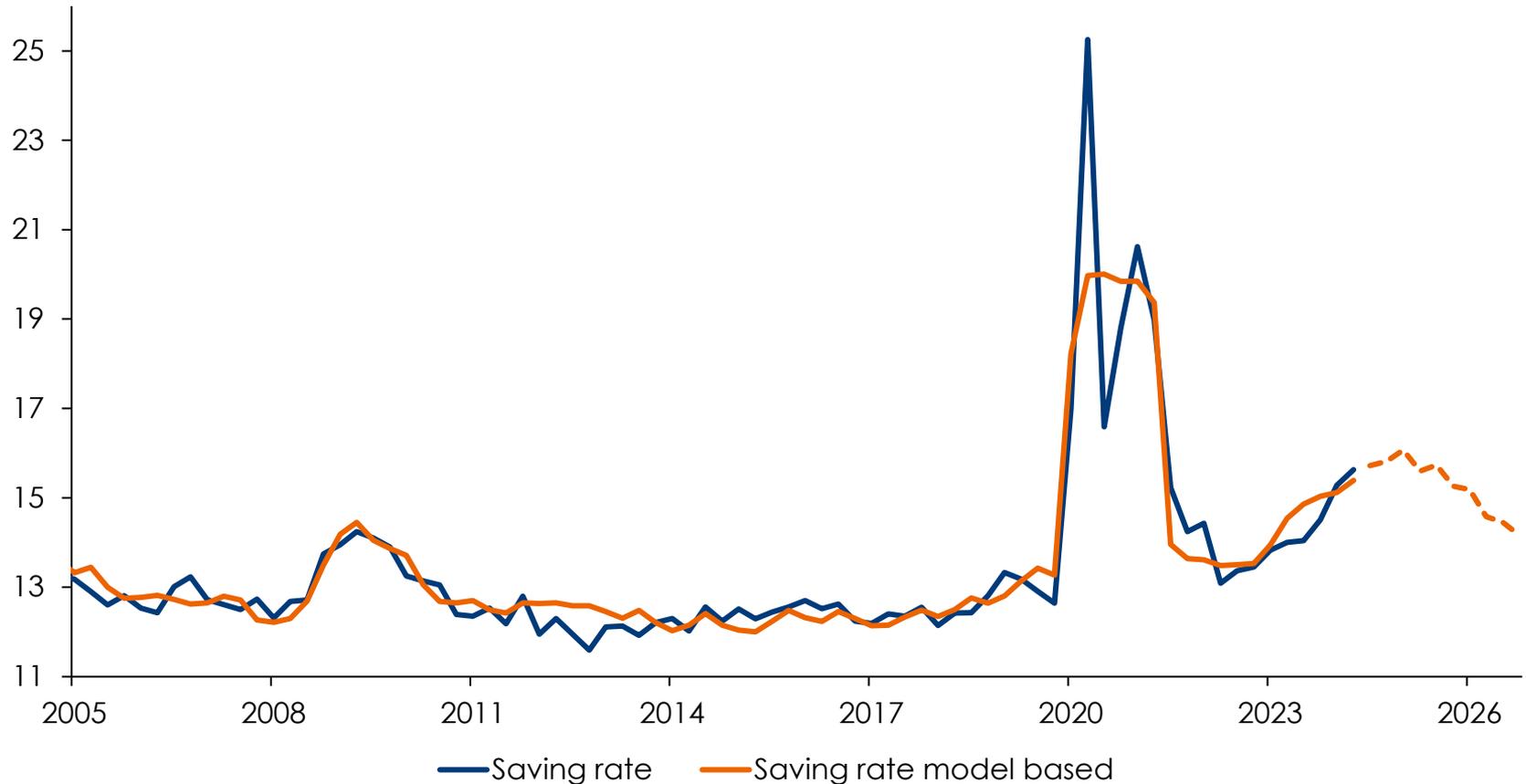
Le famiglie potrebbero dare priorità alla ricostruzione dei buffer di ricchezza erosi dallo shock inflazionistico



Fonte: Intesa Sanpaolo Research, Eurostat

# Ci sarà la prevista discesa del tasso di risparmio?

Riteniamo che il tasso di risparmio potrebbe tornare al 14% entro la fine del 2026. Tuttavia, un eccessivo deterioramento della situazione occupazionale o un calo della fiducia potrebbero agire da freno



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

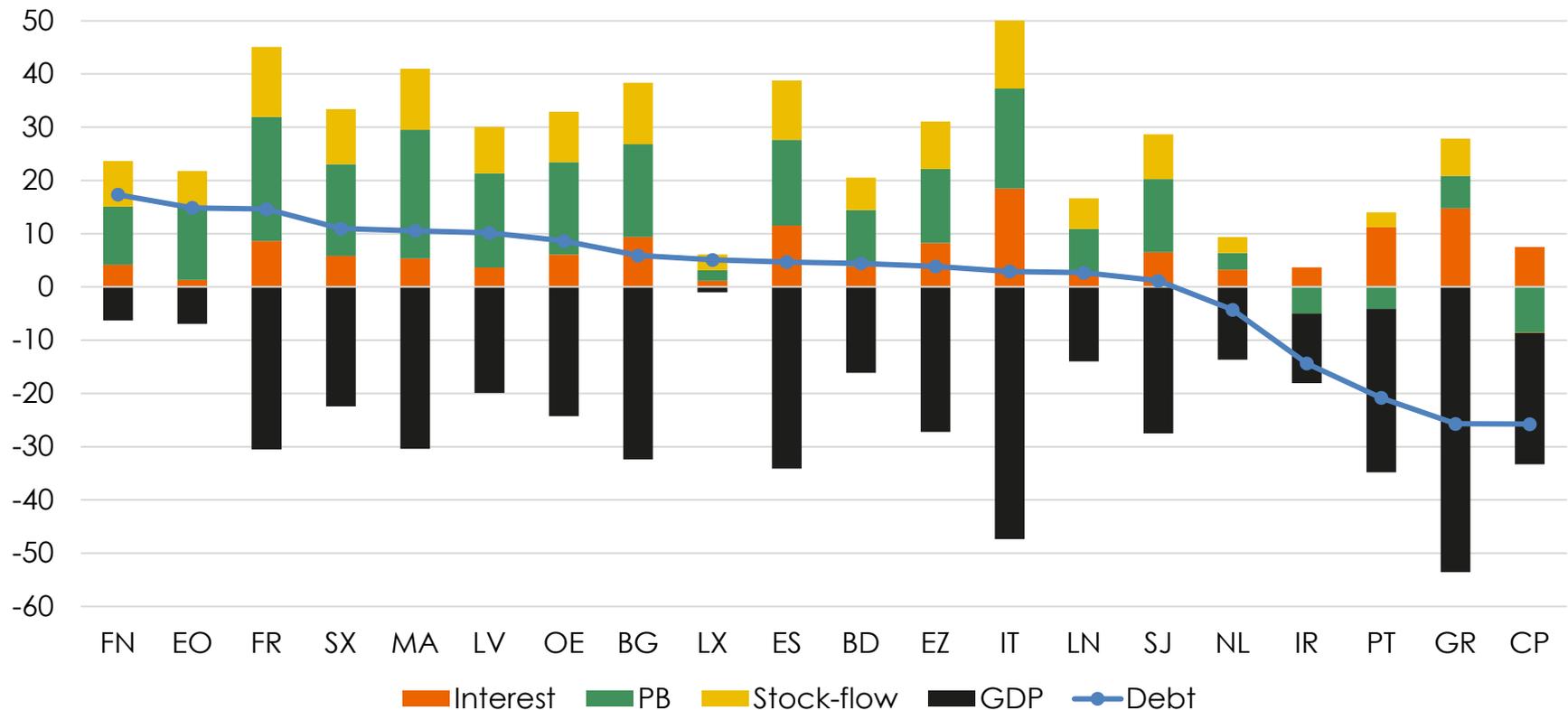
- ➔ Il nodo del tasso di risparmio nell'area dell'euro
- ➔ **Credibilità del consolidamento fiscale nell'area dell'euro**
- ➔ Il fattore Trump

# Il buono, il brutto e il cattivo

**I peggiori:** Francia (insieme a Finlandia ed Estonia), a causa dell'evoluzione sfavorevole sia del saldo primario che dell'aggiustamento stock-flussi.

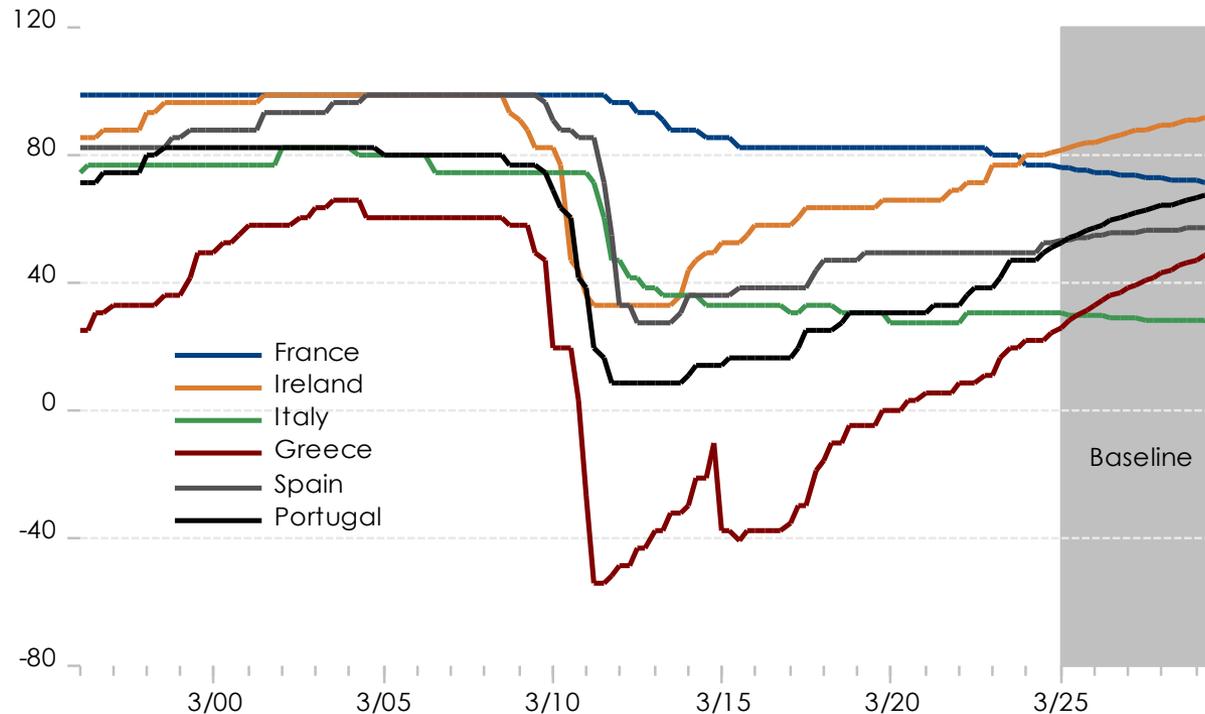
**I migliori:** Grecia, Portogallo, Irlanda (e Cipro), grazie all'elevata crescita del PIL (GR) o a una "genuina" correzione del saldo primario (PT, IR).

## Scomposizione della variazione del rapporto debito/PIL (2024 vs 2019, paesi dell'Eurozona)



# Un fattore strutturale (negativo): lo 'spazio fiscale' non mostra una ripresa nei Paesi periferici

Spazio fiscale (% PIL)



- Nella nostra elaborazione il "limite del debito" è identificato dal livello al quale il rating medio delle principali agenzie entrerebbe nella categoria "altamente speculativa" (singola B).
- La distanza tra l'attuale livello del debito e il suo limite definisce il nostro indicatore di spazio fiscale.

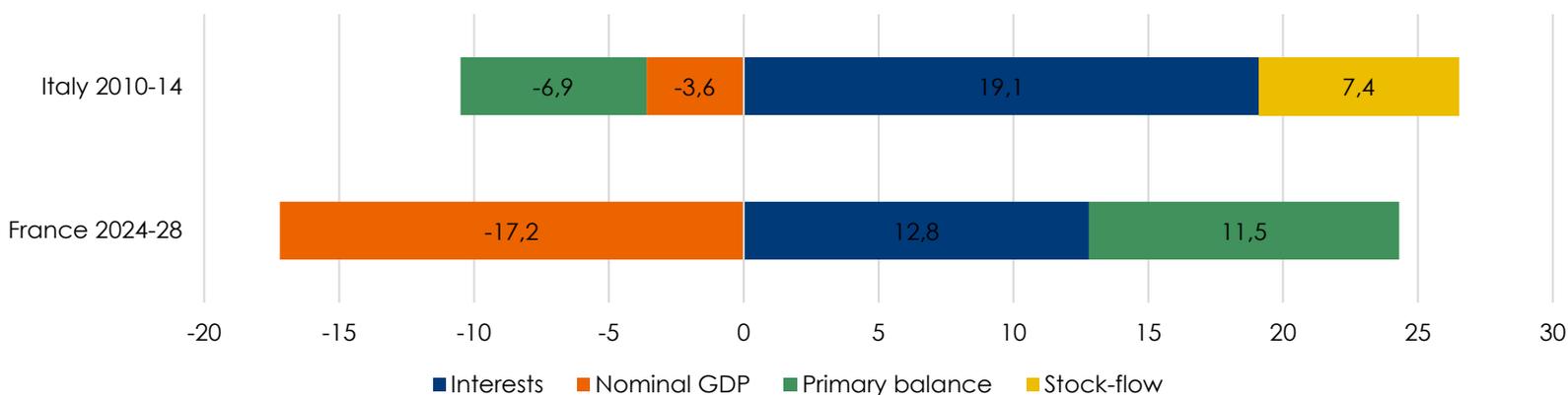
Fonte: S. Capaldi, *Spread periferici: uno sguardo a volo d'uccello*, IRS 5 dic 2024, Intesa Sanpaolo

# La Francia di oggi assomiglia all'Italia del 2010, ma il contesto è diverso

Un **quadro di gestione della crisi** molto migliorato (ESM, TPI, OMT...) e un contesto esterno più stabile di quello del 2009-10 rendono oggi molto meno probabile una crisi di fiducia.

## 2024 Francia vs 2010 Italia

		Francia	Italia	
		2024	2010	2024
Debito pubblico	% del PIL	112.7	118.7	136.6
Disavanzo pubblico	% del PIL	-6.1	-4.2	-3.8
Saldo primario	% del PIL	-4.1	0.1	0.1
Effetto 'palla di neve' (r-g)		-0.2%	+1.3%	
Quota debito pubbl. detenuta da non residenti	%	46.5	46.8	27.8
IFM – titoli pubblici domestici detenuti	% del totale attivi	2.1	6.3	9.4
Vita media ponderata del debito pubblico	anni	8.1	7.6	
Saldo di conto corrente	% del PIL	0.5	-3.2	1.1
Posizione patrimoniale netta sull'estero	% del PIL	-28.1	-20.0	7.4
Rating	media (scala 1-20)	17.4	17.0	11.7
Spread vs Bund		59.1	122.7	



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE, FMI e LSEG; piano fiscale-strutturale a medio termine della Francia

# I rischi

- **Francia:** rischio significativo di non centrare gli obiettivi a causa della mancanza di una maggioranza parlamentare, dell'alto rischio di elezioni anticipate e della posizione debole del Presidente.
- **Italia:** il ciclo elettorale nel 2027 potrebbe creare incentivi a deviare dal percorso di correzione concordato.
- Il nuovo **PSC** richiede di compensare le deviazioni dalla traiettoria concordata per la spesa netta, ma solo se superano lo 0,3% del PIL o se la loro dimensione cumulata eccede lo 0,6% del PIL. Pertanto, potrebbe esserci spazio per limitati “sforamenti”.
- Il risanamento fiscale complessivo richiesto in Francia, Belgio, Spagna e Italia è significativo: a un certo punto dovranno essere fatte e comunicate **scelte politiche difficili**.
- Un deterioramento del flusso di notizie potrebbe avere un impatto più significativo a causa della crescente **dipendenza dagli afflussi di capitale estero** per finanziare il fabbisogno di finanziamento complessivo.

- ➔ Il nodo del tasso di risparmio nell'area dell'euro
- ➔ Credibilità del consolidamento fiscale nell'area dell'euro
- ➔ **Il fattore Trump**

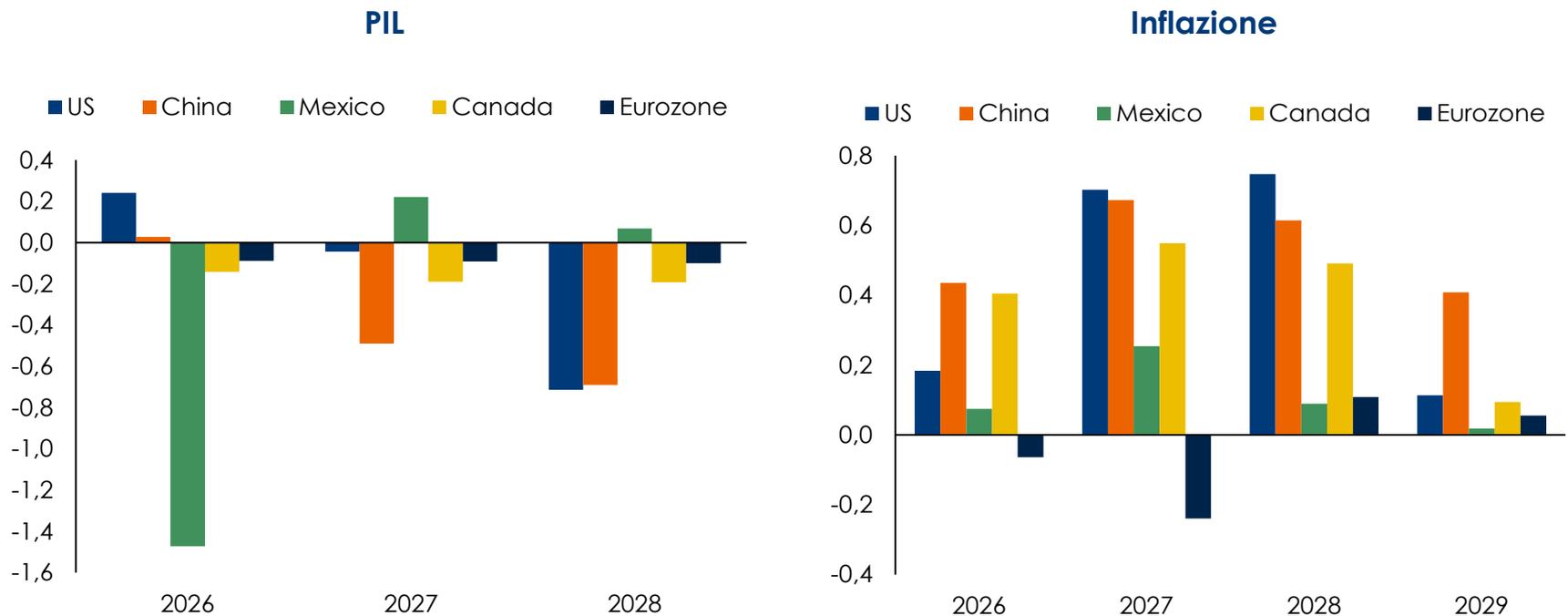
# Lo scenario base include ipotesi benigne sulla politica economica degli Stati Uniti

	Scenario base	Scenario alternativo
<b>Politica fiscale</b>	Mix espansivo (estensione di sgravi fiscali non compensato da riduzione della spesa). Impatti netti crescenti dal 2026 e pari a 0,4-0,5% del PIL nel biennio 2027-28	Maggiore allentamento dal 2025Q4. Deficit superiore di 1% rispetto allo scenario base dal 2026. Modesta erosione del merito di credito del governo federale.
<b>Immigrazione</b>	Impatto cumulato sulla forza lavoro di -548 mila unità al 2028	Dimezzamento dei flussi migratori netti; crescita cumulata della forza lavoro inferiore di 0,2% nel 2028
<b>Politiche commerciali</b>	Aumento del dazio medio sulle importazioni di 2-3% nei confronti di UE, UK, Canada, Giappone, Corea (si ipotizzano accordi commerciali), ma del 27% sulla Cina.	Dazio del 60% su gran parte dell'import dalla Cina. Dazi del 10/20% sulle importazioni dagli altri paesi.
<b>Altri aspetti</b>	Deregulation per estrazione energetica, trasporti, standard minimi di efficienza energetica, finanza.	

Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department

# Quanto danno infliggerebbe all'area euro un'attuazione più radicale dell'agenda Trump?

L'impatto sulla crescita europea di dazi più elevati ma asimmetrici (molto più pesanti sulla Cina) risulterebbe gestibile, assumendo flessibilità del cambio e della politica monetaria a fronte dello shock. Tuttavia, ci sono rischi di sottostima dei danni causati dall'aumento dell'incertezza.



Fonte: Intesa Sanpaolo - Research Department. Nota: scostamento dallo scenario di base. Lo scenario ipotizza dazi al 60% sulle importazioni dalla Cina e al 10% su tutte le altre importazioni, con ritorsioni da parte di altri Paesi; dimezzamento dei flussi migratori netti e allentamento della politica fiscale a partire dal quarto trimestre del 2025; rallentamento della transizione alle rinnovabili; la Fed torna ad alzare i tassi a partire dal 2026 a causa dell'aumento dell'inflazione; il clima di fiducia migliora tra la fine del 2024 e la metà del 2025, ma in seguito peggiora. Per le simulazioni è stato utilizzato il World Model di Oxford Economics

# Non è ancora chiaro quale sarà l'effettiva politica commerciale degli USA

## Tariffe da intendere come...

<b>Politica industriale?</b> (per riportare capacità produttiva verso gli Stati Uniti; devono essere abbastanza grandi da incidere sulla competitività; effetto negativo sulle aziende a valle)	<b>Fonte di entrate fiscali?</b> (per monetizzare l'accesso ai mercati statunitensi, il che significa che dovrebbero essere piccole)	<b>Sanzioni?</b> (per ottenere risultati rapidi sulle priorità di politica estera; potrebbero essere minacciate e non attuate)
--	---	---

Secondo il **Memorandum** del 20 gennaio "**America First Trade Policy**", l'amministrazione proporrà "misure appropriate, come una tariffa globale o altre politiche" per rimediare all'ampio deficit commerciale. Il presupposto (infondato) è che i disavanzi commerciali dipendano da manipolazioni valutarie o da un trattamento iniquo dei prodotti statunitensi, non da squilibri macroeconomici.

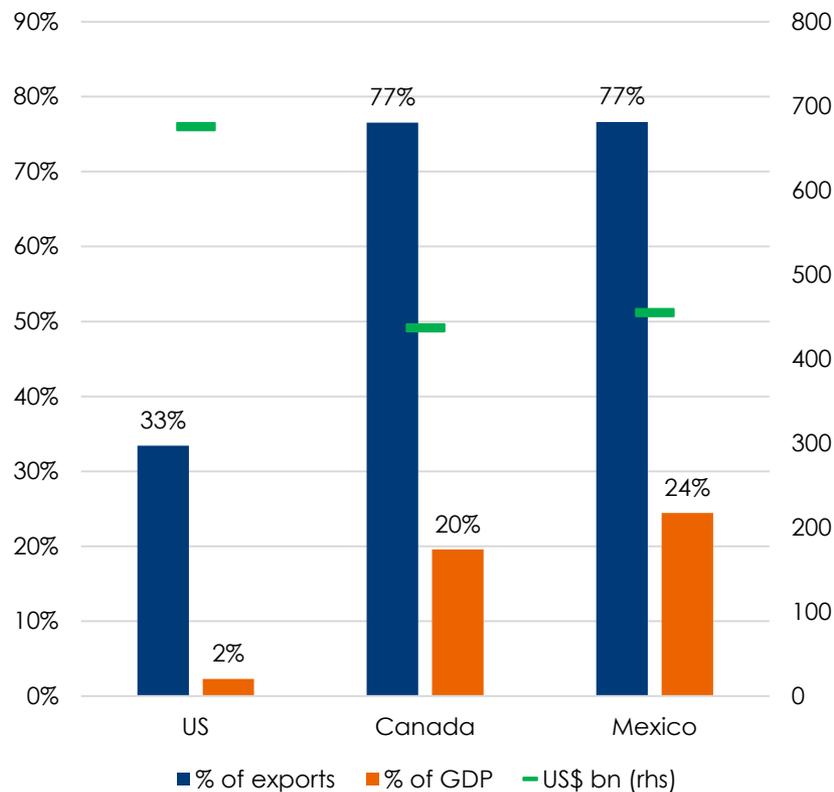
Tuttavia, il Segretario al Tesoro **Bessent** ha descritto un piano per introdurre una **piccola tariffa universale di base** del 2,5%, da aumentare gradualmente nel tempo (il che farebbe poco per affrontare gli squilibri commerciali e potrebbe essere più una fonte di entrate fiscali).

**Cina**: secondo il memorandum, l'accordo commerciale con la Cina sarà riesaminato e saranno proposte azioni correttive (ad esempio, sull'elusione delle tariffe attraverso i trasbordi, le esenzioni de minimis...).

L'**UE** non è esplicitamente menzionata nel Memorandum, ma potrebbe diventare un obiettivo a causa dell'ampio surplus bilaterale e dei tentativi di tassare le aziende tecnologiche statunitensi.

# Nel 'gioco del pollo' tra Stati Uniti e Messico/Canada, per ora Trump non ne esce vincitore

L'amministrazione statunitense sembra aver scommesso che Canada e Messico avrebbero ceduto per primi, perché la posta in gioco è maggiore, in termini relativi. Ma per ora a cedere è Trump...

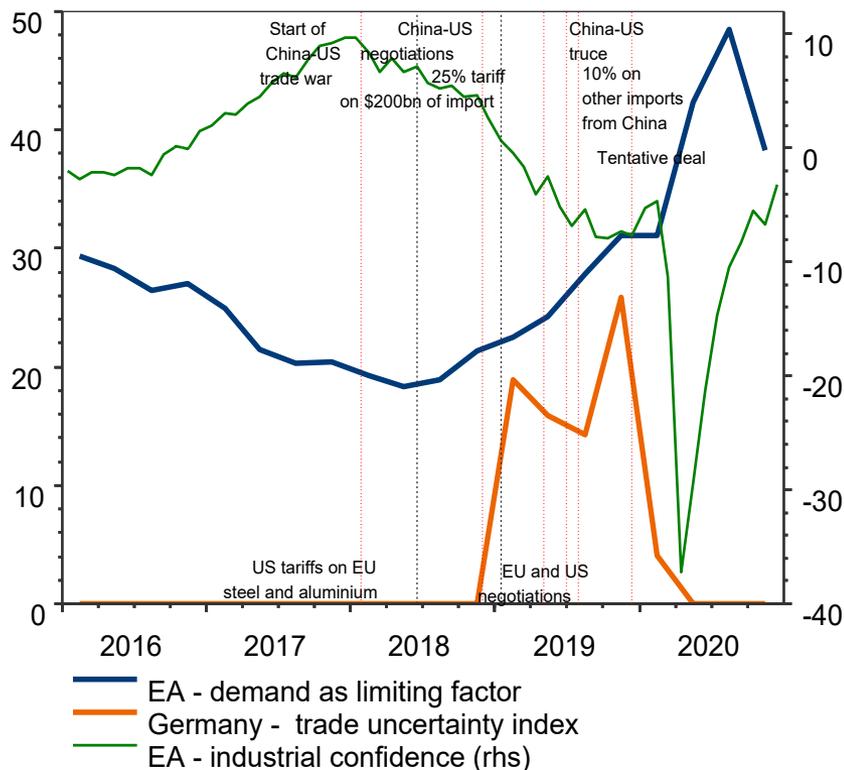


Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department

- Il 2 febbraio, gli USA hanno annunciato una **tariffa del 25% sulle importazioni da Canada e Messico a partire dal 4 febbraio 2025**. Il 3 febbraio, tuttavia, la misura è stata sospesa per un mese.
- Se applicate, le **tariffe aumenterebbero l'inflazione statunitense dello 0,4-0,5% nel 2025**. Forse di più, a causa dell'abrogazione dell'eccezione *de minimis* per le importazioni <800 dollari da Canada, Messico e Cina.
- Secondo le simulazioni del PIIIE, **la perdita di PIL** risultante entro il 2027 è pari a -0,26% per gli Stati Uniti, -1,1% per il Messico, -1,3% per il Canada.
- Rischi di difficile valutazione per le catene del valore locali**, a causa dell'elevato livello di integrazione.
- Questa eventualità non è stata inclusa nel caso peggiore perché non sembrava economicamente razionale. Inoltre, lo stesso Trump aveva firmato la revisione dell'accordo commerciale con entrambi i Paesi durante il suo primo mandato, dopo aver minacciato di imporre tariffe al Messico nel 2016 e nel 2019.

# L'impatto su fiducia e percezione di incertezza rappresenta il maggiore rischio di breve termine

## Il folle biennio trumpiano 2018-19 e l'andamento della fiducia delle imprese UE



Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department, Reuters News, LSEG Datastream

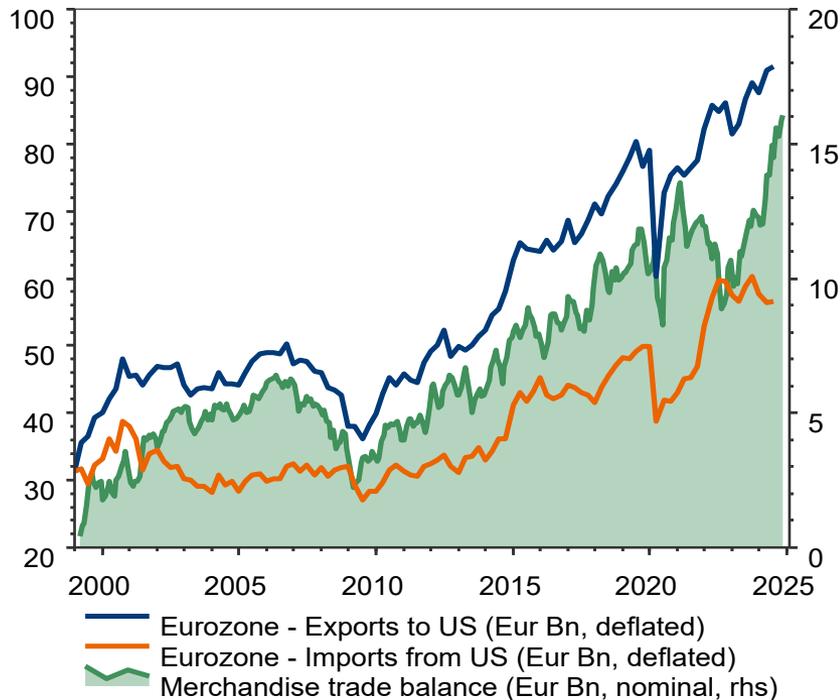
*“What the Trump administration wants is to keep everything moving fast. Muzzle velocity, remember. If you’re always consumed by the net outrage, you can’t look closely at the last one. The impression of Trump’s power remains; the fact that he keeps stepping on rakes is missed [...] What Trump wants you to see in all this activity is command. What is really in all this activity is chaos”*

[E. Klein, “Don’t Believe Him”, *The New York Times*, 2 February 2025].

- Nel 2018-19, la politica commerciale degli Stati Uniti è stata caratterizzata da un flusso confuso di minacce, tregue, annunci roboanti di successi inesistenti (ad esempio, le colossali importazioni cinesi di soia statunitense, mai viste...).
- Questo comporta dei costi:
  - 1) Una maggiore incertezza economica **destabilizza le aspettative sui tassi e aumenta i premi a termine**, aggravando l'impatto del QT.
  - 2) La confusione e le guerre commerciali a intermittenza possono **intaccare la fiducia delle imprese e frenare gli investimenti**.

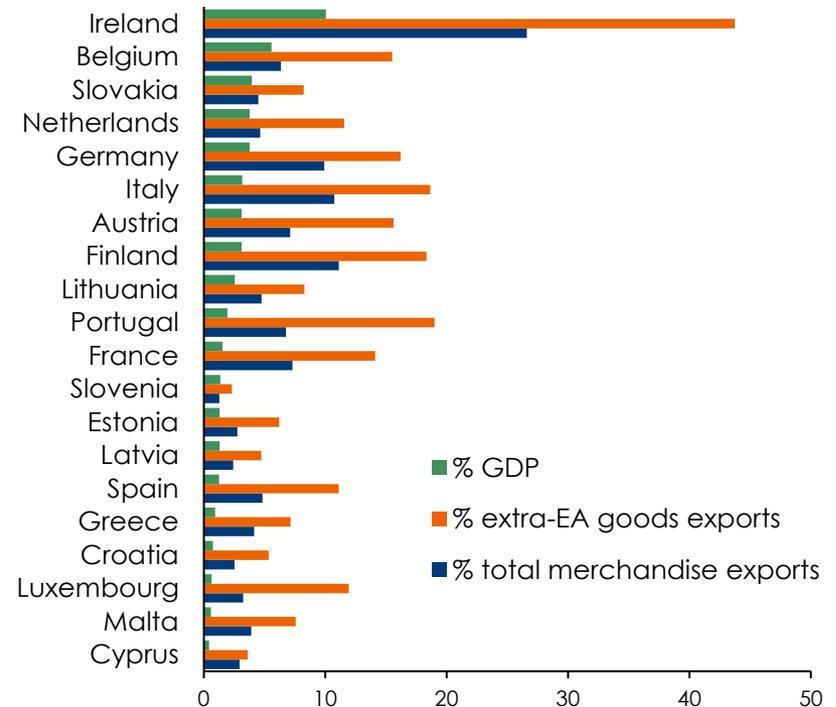
# Il crescente avanzo commerciale europeo verso gli Stati Uniti rischia di attirare gli strali del governo americano

**Flussi commerciali tra area euro e Stati Uniti:  
la maggiore crescita della domanda negli Stati  
Uniti alimenta lo squilibrio commerciale**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

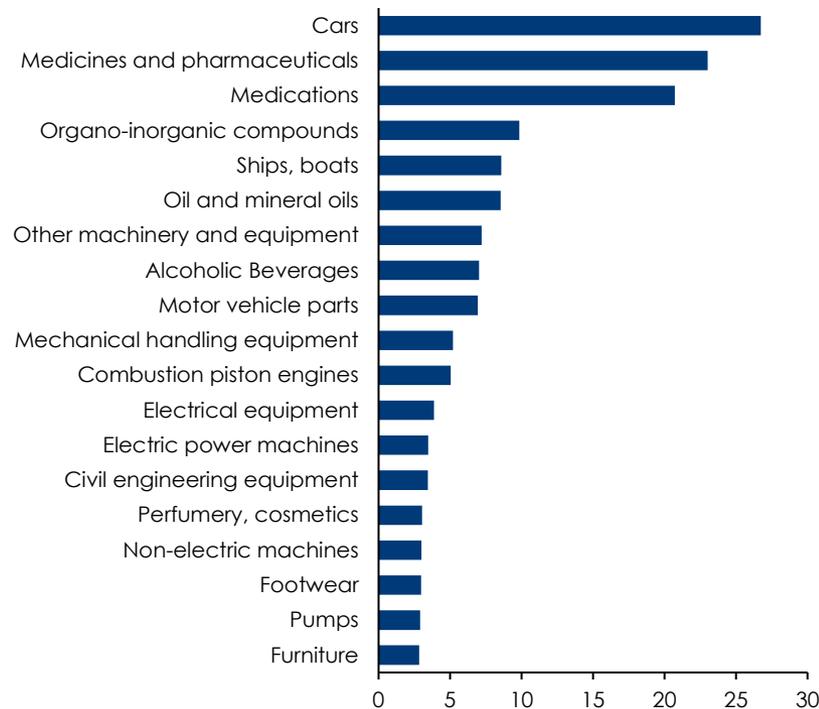
**Esportazioni di merci verso gli Stati Uniti da  
parte degli Stati UE**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

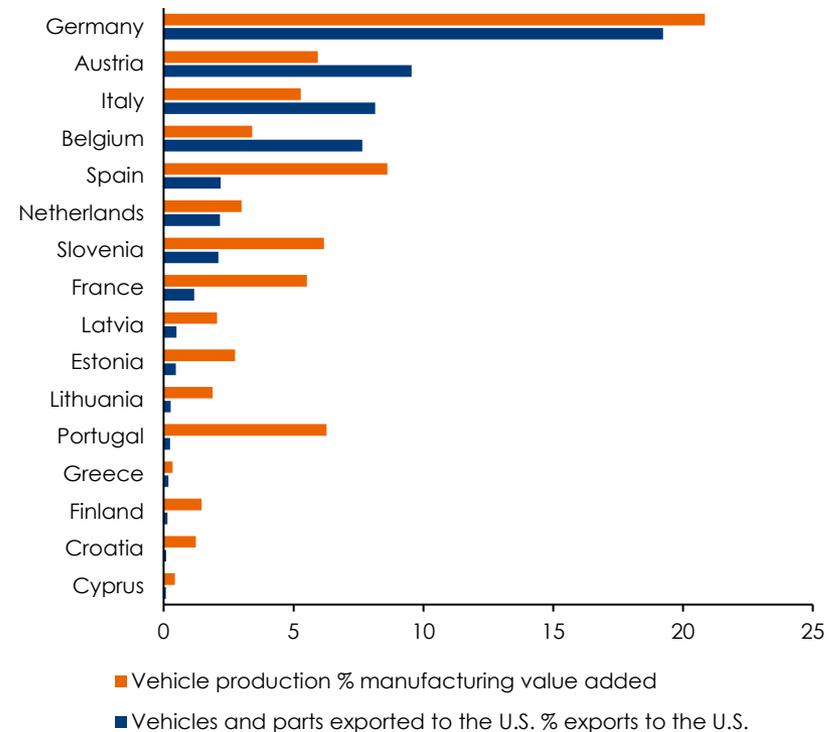
# Autoveicoli e farmaceutica in cima alla graduatoria per saldo attivo

## Eccedenza commerciale dell'Eurozona con gli Stati Uniti per gruppo merceologico



Nota: miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

## L'industria automobilistica potrebbe essere un probabile bersaglio delle misure



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

# Effetto Trump sulla reazione europea di politica economica?

- Si sostiene che la struttura dell'UE progredisce con le crisi, ma ora c'è un vuoto di leadership: crisi politica in Francia e in Germania, avanzata di partiti nazionalisti euroscettici in molti paesi UE. Chi ha visione e autorevolezza per mettersi alla guida del processo?
- Trump promuove partiti e movimenti nazionalisti euroscettici, pronti a sfruttare la reazione a scelte impopolari. Lusinga i suoi 'favoriti' tra i leader nazionali, puntando a prevenire la formazione di un fronte comune.
- A livello nazionale, lo spazio d'azione limitato da invecchiamento demografico, livelli sostenuti del debito pubblico, minacce esterne, cambiamento climatico, gap di produttività.

## Best case

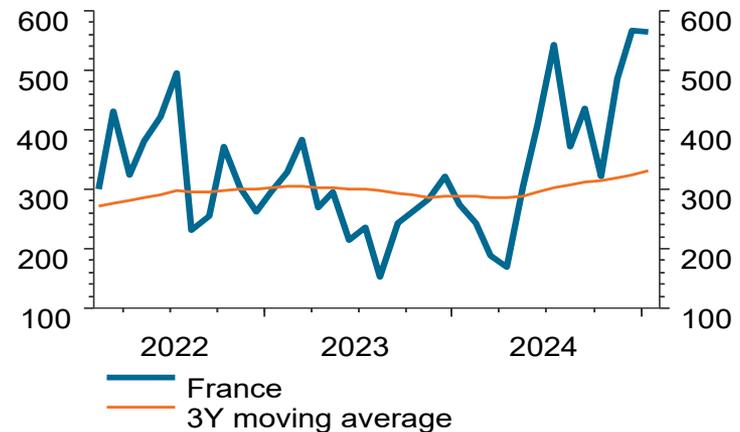
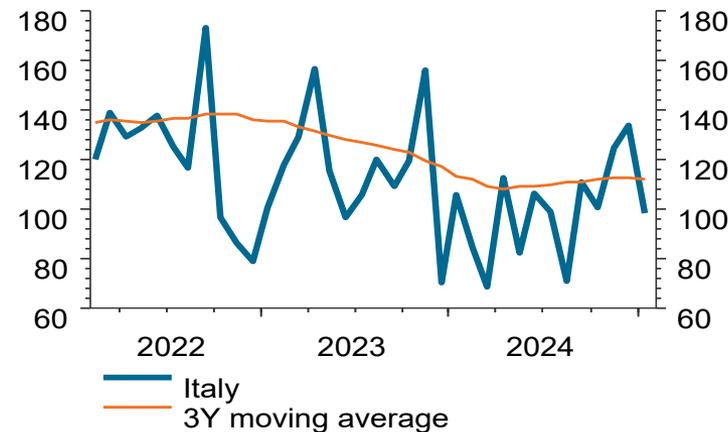
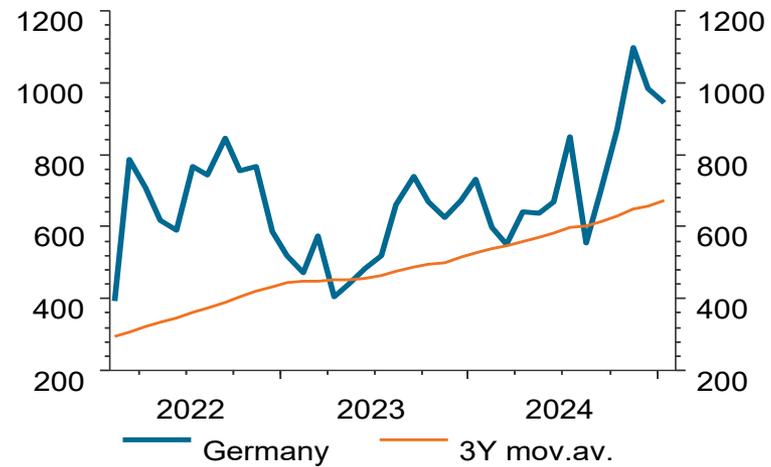
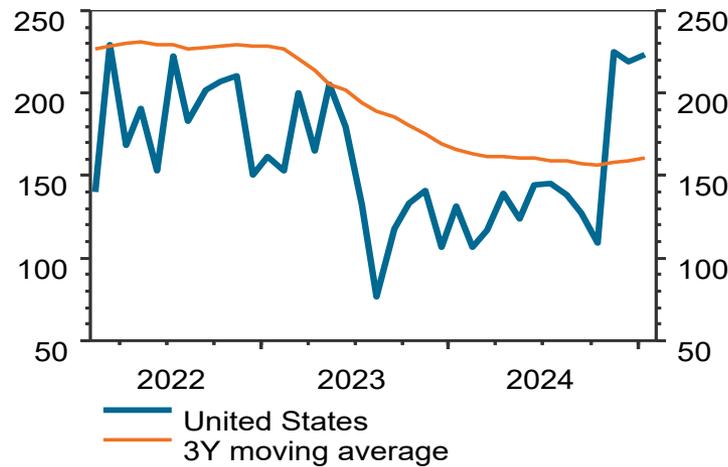
- Sforzo collettivo per ridurre il divario di produttività con misure strutturali
- Le misure tengono conto della necessità di evitare un'ulteriore erosione del consenso sociale
- L'UE presenta un fronte comune nel confronto con gli Stati Uniti

## Worst case

- Prevale un orientamento di breve termine di difesa del consenso elettorale
- La politica economica si limita al contenimento delle emergenze
- Gli stati membri si dividono riguardo alle concessioni da fare agli Stati Uniti in tema commerciale

# Un mondo più incerto

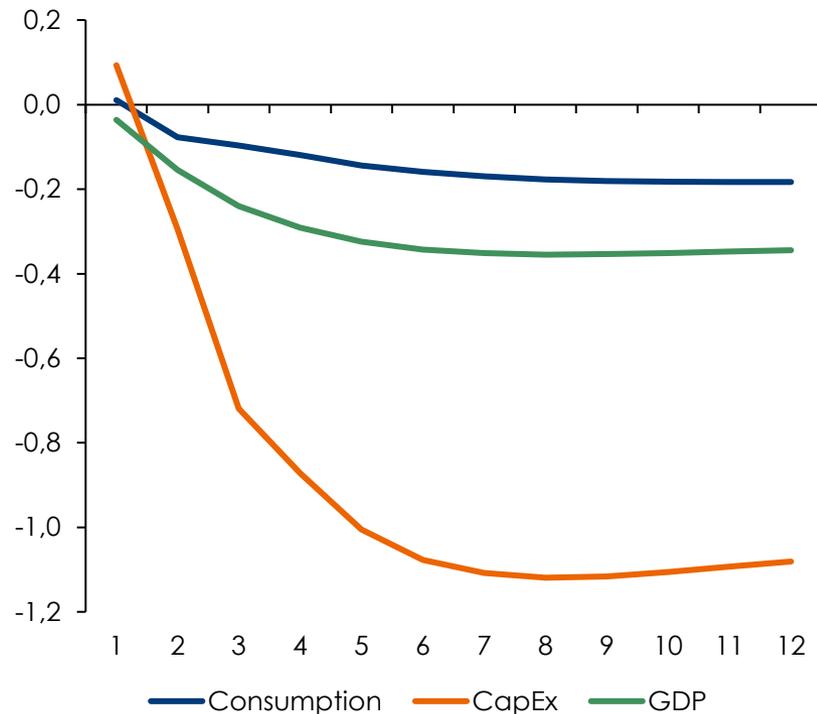
L'incertezza politica è elevata in tutto il G7, soprattutto a causa della politica (non in Italia).



Fonte: [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com) (Scott Baker, Nicholas Bloom e Steven J. Davis)

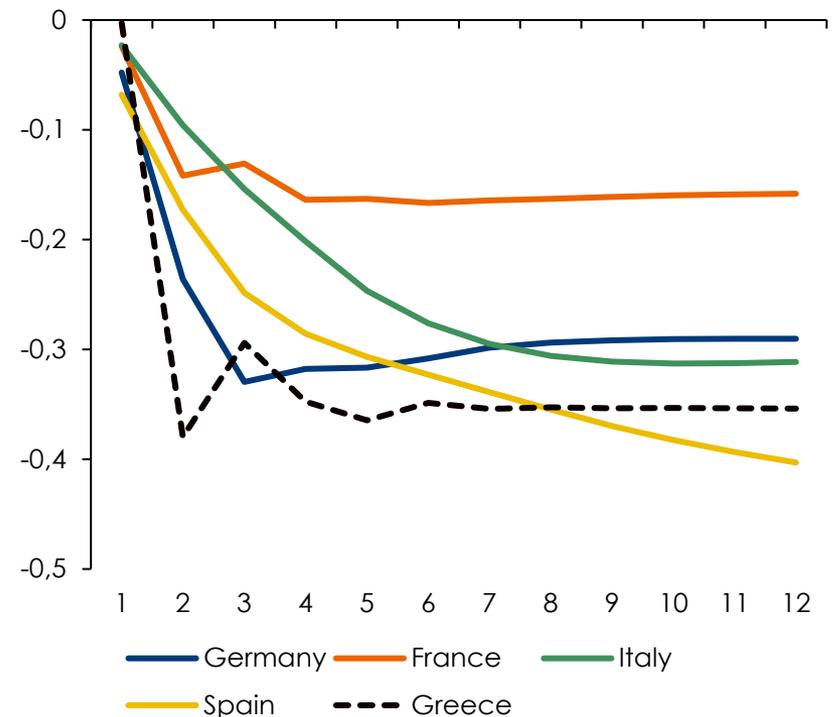
# Il prezzo dell'incertezza

Impatto cumulato di uno shock di incertezza di una deviazione standard nell'Eurozona



Nota: risposte agli impulsi di un modello VAR con variabili economiche e finanziarie. Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Impatto cumulato sul PIL di uno shock di incertezza di una deviazione standard



Nota: risposte agli impulsi di un modello VAR con variabili economiche e finanziarie. Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Importanti comunicazioni

### Certificazione degli analisti

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 Protection 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.

**A cura di:**

Luca Mezzomo, Paolo Mameli, Andrea Volpi (Macroeconomic Analysis, *Intesa Sanpaolo*)