INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

Il punto

Non si arresta la roulette dei dazi minacciati dalla nuova amministrazione statunitense, che non fa marcia indietro sul fronte delle tariffe "reciproche" e annuncia ulteriori misure su specifici settori (auto, farmaceutica, semiconduttori); si registrano anche passi avanti sul fronte della deregolamentazione finanziaria e dell'estensione dei tagli fiscali. Nel frattempo, l'economia USA fa registrare un rallentamento dei consumi, che però non sembra tale da indurre la Fed ad agire sui tassi prima di giugno. Nell'Eurozona, la tornata di indagini di fiducia di febbraio dà segnali misti ma nel complesso coerenti con ritmi di espansione ancora assai modesti (0,1-0,2% t/t); la settimana prossima, le prime indicazioni sui prezzi al consumo di febbraio in Germania e Francia potrebbero essere compatibili con un rallentamento dell'inflazione area euro rispetto al 2,5% a/a visto a gennaio; in tale contesto, permangono ragioni per vedere tagli serrati dei tassi da parte della BCE, con obiettivo minimo al 2% sul tasso sui depositi.

Stati Uniti:

- **Nell'ultima settimana**:
  - **Nuovi sviluppi sul fronte della "guerra commerciale"**. Il presidente Trump ha ribadito l'intenzione di attuare un piano di **dazi "reciproci".** Secondo le recenti stime del Budget Lab, questo intervento, se includesse la compensazione per l'IVA applicata dai partner commerciali degli USA, farebbe aumentare l'aliquota tariffaria effettiva media di 13 punti percentuali, portandola al livello più alto dal 1937. L'impatto sull'inflazione è quantificato tra l'1,7% e il 2,1% (senza o con ritorsioni commerciali), con una perdita media per famiglia tra 2.700 e 3.400 dollari annui. La crescita del PIL reale nel 2025 sarebbe inferiore di 0,6-1%, mentre nel lungo periodo l'economia si attesterebbe su un livello strutturalmente più basso dello 0,3-0,6%. La misura genererebbe entrate fiscali comprese tra 2,5 e 3 trilioni di dollari nel periodo 2026-2035, al netto dell'impatto della minore crescita economica. Inoltre, il 18 febbraio, Trump ha annunciato **nuovi dazi di almeno il 25% su automobili** (che dovrebbero entrare in vigore il 2 aprile), **semiconduttori e prodotti farmaceutici** (in questo caso, non è stata specificata una data per l'implementazione); le imprese americane potrebbero beneficiare di un periodo di transizione per ricollocare la produzione.
  - **Altre mosse della nuova Amministrazione: deregulation e tagli fiscali**. Trump ha firmato un nuovo ordine esecutivo per estendere il **controllo della Casa Bianca sulle agenzie federali indipendenti** (tra cui SEC, FDIC, FHFA), inclusa la Fed, ma solo in tema di regolamentazione e vigilanza bancaria: questa mossa potrebbe accelerare il processo di deregolamentazione finanziaria, ma è destinata a sollevare sfide legali e scontri su competenze e autonomia degli enti in questione. Infine, il Senato ha approvato una risoluzione di bilancio in linea con il piano della Commissione di Bilancio della Camera, che prevede **tagli significativi alle tasse e alla spesa nei prossimi dieci anni**, con l'estensione degli sgravi del Tax Cuts and Jobs Act: la risoluzione indica un aumento massimo cumulato del deficit di 4,5 trilioni di dollari, a condizione che vengano realizzati almeno 1,2 trilioni di dollari di riduzioni della spesa; se questi ultimi raggiungessero i 2 trilioni di dollari, il tetto massimo utilizzabile per i tagli fiscali salirebbe fino a 5 trilioni di dollari.
  - **Rallentano i consumi**. Le **vendite al dettaglio** di gennaio hanno visto un calo significativo sia nell'indice generale (-0,9% m/m, per via della flessione delle vendite di auto e di condizioni meteo avverse) sia secondo il cosiddetto "control group" (-0,8% m/m): secondo le nostre stime, i consumi privati potrebbero crescere sotto il 2% t/t ann. nel trimestre corrente, in netta frenata dal 4,2% dei tre mesi precedenti.
  - **Prosegue il recupero nell'industria.** La **produzione industriale** è salita per il secondo mese a gennaio, di 0,5% m/m dopo l'1% di dicembre, anche se il settore manifatturiero fa

21 febbraio 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

segnare un calo di un decimo. Anche il **grado di utilizzo degli impianti** è risalito per il secondo mese a 77,8% da 77,5% (ai massimi dallo scorso agosto).

- **Settore immobiliare: prevalgono i segnali di debolezza**. L'indice **NAHB** di fiducia dei costruttori è calato più del previsto a febbraio, a 42 (ai minimi dallo scorso settembre) da 47 precedente. Hanno sorpreso al ribasso anche le **aperture di nuovi cantieri** (-9,8% m/m a gennaio da +16,1% m/m precedente, per via di condizioni meteo avverse), Infine, i **permessi edilizi** sono risultati poco variati a gennaio (0,1% m/m) dopo il calo di -0,7% m/m visto a dicembre.

- **Politica monetaria: segnali ancora coerenti con una pausa protratta nel ciclo di allenamento.** Dai **verbali del FOMC di gennaio** sono emersi timori per gli effetti di possibili modifiche alle politiche commerciali e migratorie che potrebbero rallentare il processo di disinflazione. Tutti i partecipanti hanno concordato sulla necessità di mantenere i tassi invariati, considerata l'elevata incertezza; solo un paio di partecipanti hanno sottolineato la natura potenzialmente transitoria delle recenti pressioni inflazionistiche. Per quanto riguarda il **flusso di discorsi dei membri del FOMC**, Bowman (Board) ha segnalato che i prezzi elevati delle attività finanziarie ostacolano i progressi sull'inflazione; Waller (Board) prevede invece un calo dell'inflazione che aprirebbe la strada a nuovi tagli, e si aspetta che i dazi abbiano un impatto modesto e transitorio sui prezzi.

- Tra i dati in uscita la **settimana prossima:**

  - **Redditi e spesa delle famiglie attesi in rallentamento, pressioni inflazionistiche ancora sostenute (ma meno di quanto suggerito dal CPI).** Il **reddito personale** è atteso in crescita ancora su ritmi sostenuti a gennaio (0,3% m/m da 0,4% a dicembre); la **spesa personale** è attesa in netto rallentamento a 0,2% m/m (con rischi al ribasso) dopo lo 0,7% precedente. Il **deflatore PCE core** potrebbe accelerare ma meno di quanto suggerito dai dati sui prezzi al consumo, a 0,3% m/m da 0,2% precedente (con un possibile rallentamento su base annua a 2,6% da 2,8%).

  - **Altri dati**. L'indice di **fiducia dei consumatori** del Conference Board è previsto in calo a 103,5 da 104,1 precedente. Gli **ordini di beni durevoli** dovrebbero mostrare un recupero solo parziale a gennaio, attorno a 1,2% m/m dopo il -2,2% m/m di dicembre, con ordinativi al netto dei trasporti in rallentamento a 0,2% m/m da 0,3% precedente. Infine, il **deficit commerciale** di gennaio è atteso in riduzione a -113,3 miliardi di dollari da -122,1 di dicembre.

Eurozona:

- **Questa settimana**, si è aperta la tornata di indagini di fiducia di febbraio:

  - Le stime flash degli **indici PMI in area euro** sono compatibili con un'economia in stabilizzazione su ritmi di espansione ancora piuttosto modesti (0,1-0,2% t/t). Il PMI composito è rimasto invariato a 50,2 per via di un'inattesa correzione per i servizi (50,7 da 51,3) a fronte di un recupero nel manifatturiero (47,3 da 46,6). Il dato industriale è stato trainato soprattutto dalla Germania, dove emergono segnali di attenuamento della recessione manifatturiera (ma i rischi a nostro avviso rimangono verso il basso). Il dato sui prezzi di vendita nel terziario, che tornano ad accelerare, segnala come l'inflazione dei servizi potrebbe rimanere vischiosa nei prossimi mesi.

  - In **Francia** l'**INSEE** manifatturiero è salito di un punto a 97, pur rimanendo al di sotto della media storica. L'indagine riporta una risalita per la fiducia dei produttori di beni strumentali e di mezzi di trasporto ma conferma un quadro di debolezza per la domanda di beni. In miglioramento anche il morale nei servizi (98 da 96), a fronte di una correzione nelle costruzioni (98 da 99) e di una stabilità nel commercio al dettaglio (97). Si registra però un brusco calo dell'indice relativo all'occupazione (94 da 98, un minimo dal 2021), penalizzato soprattutto dai servizi.

  - L'indagine tedesca **ZEW** ha registrato un miglioramento sia delle aspettative (26 da 10,3) che della valutazione sulla situazione corrente (-88,5 da -90,4). L'incremento mensile delle

attese è il più ampio da due anni e risente probabilmente del buon andamento dei mercati finanziari, delle aspettative di tagli dei tassi, e delle speranze di un operato più incisivo da parte del prossimo governo. In ogni caso, l'indice ha dimostrato di recente una bassa capacità previsiva dell'andamento dell'attività economica.

- In Eurozona la **fiducia dei consumatori** rilevata dalla Commissione Europea è salita per il secondo mese, portandosi a -13,6 da -14,2, un massimo dallo scorso ottobre; in ogni caso, il livello dell'indice resta inferiore alla media storica e l'indagine non mostra segnali che una decisa riaccelerazione dei consumi sia imminente.

■ **La prossima settimana**:

- **Completamento della tornata di indagini di fiducia di febbraio**. L'indice **ESI** della Commissione Europea potrebbe evidenziare un incremento a 96 da un precedente 95,3; in Germania l'indagine **IFO** potrebbe registrare il secondo miglioramento consecutivo a 85,8 da un precedente 85,1 (la valutazione della situazione corrente dovrebbe risultare poco mossa a 86,2 dopo l'incremento di un punto registrato a gennaio, mentre le aspettative potrebbero salire a 85,5 da 84,2). In Italia le indagini **Istat** potrebbero tornare a evidenziare una flessione dopo il recupero del mese precedente: il morale manifatturiero è visto a 86 da 86,8 di gennaio, la fiducia delle famiglie è attesa a 97,6 da 98,2 precedente.

- **Francia: prospettive per i consumi**. La **fiducia delle famiglie** dovrebbe salire di un punto a 93 a febbraio (ancora al di sotto della media di lungo periodo), beneficiando del taglio programmato delle tariffe elettriche nonché dello sblocco dell'impasse sull'approvazione della legge di bilancio. La **spesa per consumi** a gennaio è attesa in rallentamento a 0,1% m/m da un precedente 0,7% (condizioni metereologiche sfavorevoli dovrebbero aver sostenuto la spesa energetica a fronte di un calo delle immatricolazioni di auto e di vendite al dettaglio circa stabili).

- **Stime flash di inflazione di febbraio nelle tre principali economie**. È atteso un calo dell'inflazione armonizzata sia in **Germania** (stimiamo a 2,6% a/a da 2,8%) che in **Francia** (a 1,3% a/a da 1,8%, sulla scia della riduzione programmata delle tariffe elettriche regolamentate). In **Italia** ci aspettiamo al contrario un'ulteriore risalita dell'IPCA a 1,8% a/a da un precedente 1,7%, per via principalmente della componente energetica, su cui dovrebbero pesare sia effetti base nel confronto con lo stesso mese dello scorso anno che i recenti rincari del gas.

- **Elezioni politiche in Germania** (domenica 23). Gli ultimi **sondaggi** confermano il vantaggio della CDU/CSU (al 30%) seguita dall'AfD (poco sopra il 21%); SPD e Verdi si attestano entrambi intorno al 15%; la Linke (al 7%) ha registrato un recupero nelle ultime settimane; in bilico (attorno alla soglia di sbarramento del 5%) la formazione di sinistra BSW ("Alleanza Sahra Wagenknecht"). Sulla base dei sondaggi, è a rischio l'ingresso in Parlamento dei liberali del FDP, che verosimilmente pagano l'intransigenza fiscale che ha contribuito a bloccare l'operato del Governo uscente. Dopo le elezioni, si apriranno le negoziazioni per la formazione di una coalizione di governo: dopo le ultime elezioni del 2021 furono necessari 73 giorni (circa in linea con la media degli ultimi 30 anni), assai meno che nel 2017 (ben 171 giorni). Sulla base dei sondaggi le **opzioni più probabili** sembrano essere un'alleanza tra CDU/CSU e Verdi, oppure una riproposizione della *Grosse Koalition* tra CDU/CSU e SPD. Potrebbe anzi essere necessario un accordo fra i tre partiti nell'eventualità in cui sia BSW che FDP riuscissero ad entrare in Parlamento. Non ci sarebbero al contrario i numeri per una coalizione di sinistra (SPD+Verdi+Linke), mentre le formazioni politiche più estreme (AfD e BSW) sembrano avere chance molto basse di partecipare a una qualsivoglia maggioranza. Dopo una campagna elettorale che si è combattuta soprattutto sul tema dell'**immigrazione**, il nuovo Governo dovrà fare i conti con la stagnazione economica, oltre che con un disagio sociale che alimenta la destra estrema. I partiti hanno presentato programmi con visioni assai differenti (accomunati solo da promesse di tagli alle tasse). Il tema più caldo sul fronte economico sembra quello di un'eventuale **revisione del freno costituzionale all'indebitamento**, sostenuta anche dal

Presidente della Bundesbank: tra i principali partiti sta crescendo la volontà di allentare le stringenti regole fiscali: le opzioni a disposizione sono diverse, da una modifica della norma costituzionale (che richiederebbe però una maggioranza dei 2/3 sia del Bundestag che del Bundesrat) a variazioni nelle metodologie di calcolo dell'indebitamento, che sarebbero più facili da approvare ma avrebbero un impatto solo moderato sulle possibilità di utilizzo della leva fiscale per sostenere il ciclo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (24 febbraio – 1° marzo) - continua

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente			Consenso
Lun	24/2	10:00	GER	IFO (attese)		feb	84.2			85.1
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		feb	86.1			86.4
		10:00	GER	IFO	**	feb	85.1			85.8
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	gen	prel 2.5		%	2.5
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	gen	prel -0.3		%	-0.3
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		gen	prel 2.7		%	
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		feb	-13.6			
Mar	25/2	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T4	-0.2		%	-0.2
		08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T4	-0.2		%	-0.2
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		dic	4.3		%	
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		dic	0.3		%	
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	feb	104.1			102.1
Mer	26/2	08:00	GER	Fiducia consumatori		mar	-22.4			-21.0
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		feb	92			92
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	gen	0.698		Mln	0.690
Gio	27/2	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		feb	2.9		%	
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	feb	11		x1000	15
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		feb	6.2		%	6.2
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		feb	98.2			
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	feb	86.8			
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	gen	3.5		%	3.8
		11:00	EUR	Fiducia industria		feb	-12.9			
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		feb	prel -13.6			
		11:00	EUR	Fiducia servizi		feb	6.6			
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	feb	95.2			
		11:00	ITA	Fatturato industriale a/a		dic	-2.6		%	
		11:00	ITA	Fatturato industriale m/m		dic	1.5		%	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.845	(1.869)	Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	214	(219)	x1000	
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	gen	0.4		%	
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	gen	-2.2		%	1.3
		14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T4	prel 2.2		%	
		14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T4	prel 2.5		%	
		14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T4	2.3		%	2.3
Ven	28/2	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		gen	3.5	(3.7)	%	4.0
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		gen	-0.2		%	-1.2
		08:00	GER	Prezzi import a/a		gen	2.0		%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		gen	1.8		%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	-1.6		%	
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	gen	0.7		%	
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	feb	1.8		%	
		08:45	FRA	PIL t/t finale	*	T4	prel -0.1		%	-0.1
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		gen	7.8		Mld €	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	feb	0.6		%	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	feb	1.7		%	
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	feb	-0.8		%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	feb	1.5		%	
		11:00	BEL	PIL t/t finale		T4	prel 0.2		%	
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	feb	-0.2		%	0.4
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	feb	-0.2		%	0.4
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	feb	2.3		%	2.3
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	feb	2.8		%	2.6

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (24 febbraio – 1 marzo)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Ven	28/2	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		gen	-122.1	Mld $	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	gen	2.8	%	
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		gen	0.4	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	gen	2.6	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	gen	0.2	%	
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	gen	0.7	%	0.2
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	feb	39.5		
Sab	1/3	02:30	CN	PMI composito - Caixin		feb	50.1		
		02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	feb	49.1		49.9
		02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		feb	50.2		

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 (24 febbraio – 1 marzo)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	24/2	10:00	GB		Discorso di Lombardelli (BoE)
		14:15	GB		Discorso di Ramsden (BoE)
		19:00	GB		Discorso di Dhingra (BoE)
Mar	25/2	10:20	USA		Discorso di Logan (Fed)
		14:00	EUR		Discorso di Schnabel (BCE)
		15:00	GB		Discorso di Pill (BoE)
		17:45	USA		Discorso di Barr (Fed)
		19:00	USA		Discorso di Barkin (Fed)
Mer	26/2	17:30	GB		Discorso di Dhingra (BoE)
		18:00	USA		Discorso di Bostic (Fed)
			USA		Discorso di Barkin (Fed)
Gio	27/2	13:30	EUR	*	La BCE pubblica i verbali della riunione di gennaio
		19:15	USA		Discorso di Hammack (Fed)
		21:15	USA		Discorso di Harker (Fed)
			USA		Discorso di Barkin (Fed)
Ven	28/2	08:00	GB		Discorso di Ramsden (BoE)
			OLA		Moody's si pronuncia sul debito sovrano dei Paesi Bassi
			GER		S&P si pronuncia sul debito sovrano della Germania
			GB		S&P si pronuncia sul debito sovrano del Regno Unito
			GER		Fitch si pronuncia sul debito sovrano della Germania
			GB		Fitch si pronuncia sul debito sovrano del Regno Unito
			OLA		DBRS si pronuncia sul debito sovrano dei Paesi Bassi
Sab	1/3	04:15	USA		Discorso di Goolsbee (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	feb	-12.6			-1.0	5.7
Indice Mercato Immobiliare NAHB	feb	47			47	42
Acquisti netti att. finanziarie (I/term.)	dic	53.2	~~(79.0)~~	Mld $		72.0
Licenze edilizie	gen	1.5		Mln	1.5	1.483
Nuovi cantieri residenziali	gen	1.515	~~(1.499)~~	Mln	1.390	1.366
Richieste di sussidio	settim	214	~~(213)~~	x1000	215	219
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.845	~~(1.85)~~	Mln	1.871	1.869
Indice Philadelphia Fed	feb	44.3			20.0	18.1
Indice anticipatore m/m	gen	0.1	~~(-0.1)~~	%	-0.1	-0.3
Markit PMI Manif. prelim.	feb	51.2			51.5	
Markit PMI Servizi prelim.	feb	52.9			53.0	
Markit PMI Composito prelim.	feb	52.7				
Vendite di case esistenti (mln ann.)	gen	4.24		Mln	4.12	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	feb	67.8			67.8	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori flash	feb	-14.2			-14.0	-13.6
EUR	PMI servizi prelim	feb	51.3			51.5	50.7
EUR	PMI composito prelim	feb	50.2			50.5	50.2
EUR	PMI manifatturiero prelim	feb	46.6			47.0	47.3
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	feb	96	~~(95)~~		96	97
FRA	PMI servizi prelim	feb	48.2			48.9	44.5
FRA	PMI manifatturiero prelim	feb	45.0			45.5	45.5
GER	ZEW (Sit. corrente)	feb	-90.4			-90.0	-88.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	feb	10.3			20.0	26.0
GER	PPI a/a	gen	0.8		%	1.3	0.5
GER	PPI m/m	gen	-0.1		%	0.6	-0.1
GER	PMI servizi prelim	feb	52.5			52.5	52.2
GER	PMI manifatturiero prelim	feb	45.0			45.5	46.1
ITA	Bilancia commerciale (totale)	dic	3.995	~~(4.218)~~	Mld €		5.980
ITA	Bilancia commerciale (UE)	dic	-2.039	~~(-1.816)~~	Mld €		-1.861
ITA	IPCA a/a finale	gen	1.7		%	1.7	1.7
ITA	IPCA m/m finale	gen	-0.7		%	-0.7	-0.8
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	gen	0.6		%	0.6	0.6
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	gen	1.5		%	1.5	1.5

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

Focus Area Euro - La roulette dei dazi, quale effetto su Eurozona e Italia? Secondo le nostre stime, l'impatto diretto di un dazio orizzontale al 10% da parte degli USA verso l'UE potrebbe essere pari allo 0,2-0,3% del PIL sia per l'Italia che per l'aggregato dell'area euro. Per l'economia italiana adottiamo un approccio di stima granulare che tiene conto dell'elasticità della domanda statunitense ai prezzi dei prodotti importati. Nell'ipotesi di dazi "reciproci", se essi fossero pari all'imposta sul valore aggiunto dei singoli paesi esportatori, l'impatto potrebbe ampliarsi fino a quasi raddoppiare; assumendo, invece, che la reciprocità sia basata sui soli dazi doganali, l'effetto sarebbe più moderato ma colpirebbe significativamente alcuni specifici settori come l'Automotive, e di conseguenza l'economia tedesca. L'eventualità di misure ritorsive, l'estensione del conflitto commerciale su scala globale, il sovrapporsi di misure protezionistiche settoriali più aggressive e la maggiore incertezza associata potrebbero amplificare l'impatto finale. Al contrario, il deprezzamento dell'euro contribuirebbe a sterilizzare in parte l'effetto dei maggiori dazi.

PMI area euro: in stabilizzazione a bassi livelli. Le stime flash degli indici PMI in area euro sono compatibili con un'economia in stabilizzazione ma su ritmi di espansione ancora piuttosto modesti se non stagnanti. Il PMI composito è rimasto invariato a 50,2 per via di un'inattesa correzione per i servizi (50,7 da 51,3) che nasconde un, più incoraggiante, aumento del PMI manifatturiero (47,3 da 46,6). Il dato sui prezzi di vendita nel terziario, che tornano ad accelerare, segnala come l'inflazione dei servizi potrebbe rimanere piuttosto vischiosa nei prossimi mesi. Il contesto ciclico ancora sfidante dovrebbe comunque permettere alla BCE di continuare a tagliare i tassi fino ad almeno il 2% nel corso delle prossime riunioni.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T4	0.4	~~(0.3)~~	%	0.3	0.7
PIL t/t, ann. prelim	T4	1.7	~~(1.2)~~	%	1.0	2.8
Produzione industriale m/m finale	dic	0.3		%		-0.2
Ordinativi di macchinari m/m	dic	3.4		%	0.1	-1.2
Bilancia commerciale	gen	132.5	~~(130.9)~~	Mld ¥ JP	-2100.5	-2758.8
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	gen	3.0		%	3.1	3.2
CPI (naz.) a/a	gen	3.6		%		4.0
PMI manifatturiero prelim	feb	48.7				48.9

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

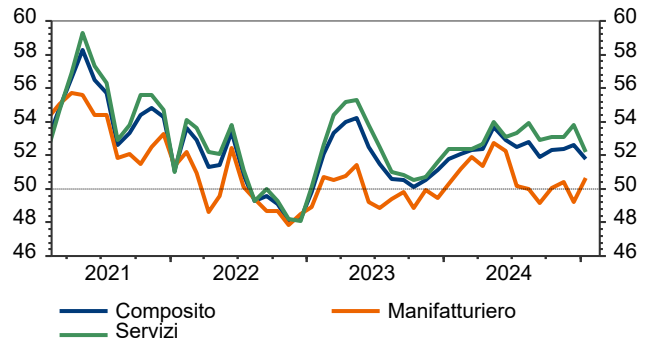
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	feb	3.10	%		3.10
Tasso prime rate a 5 anni	feb	3.60	%		3.60

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

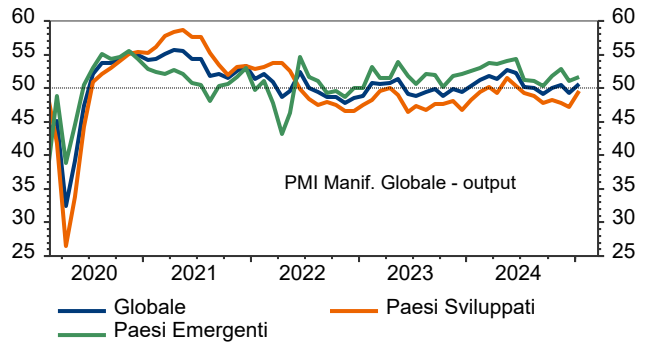
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



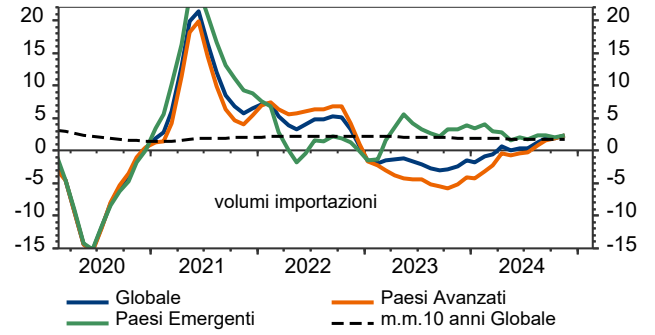
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



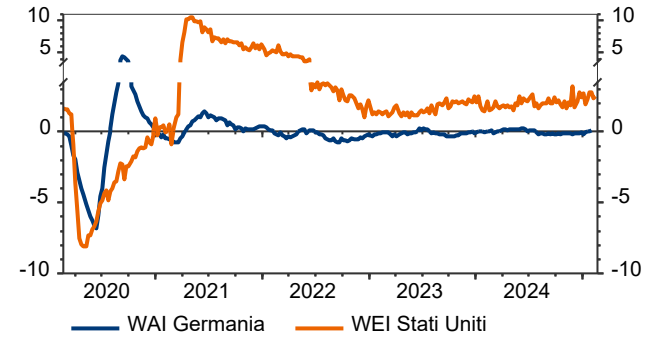
Fonte: S&P Global

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



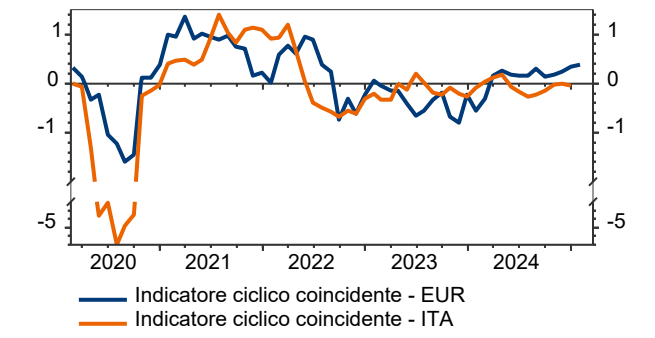
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



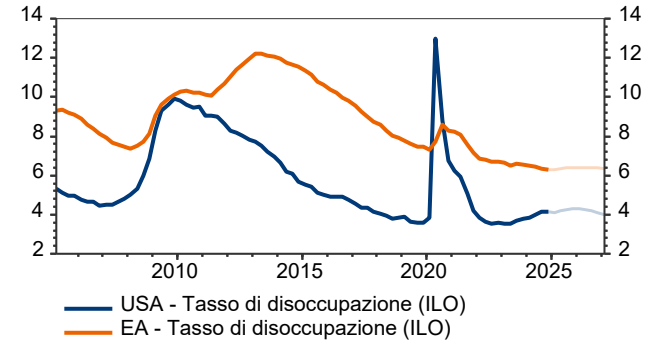
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

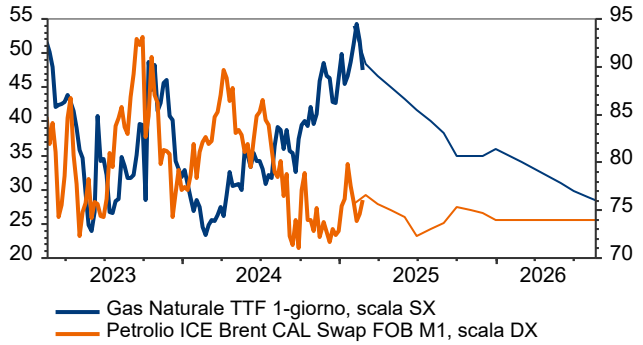
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

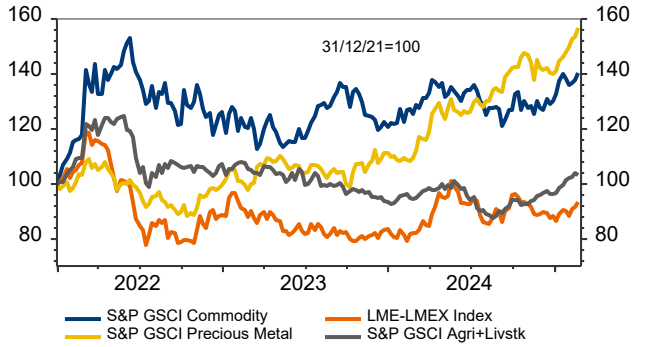
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



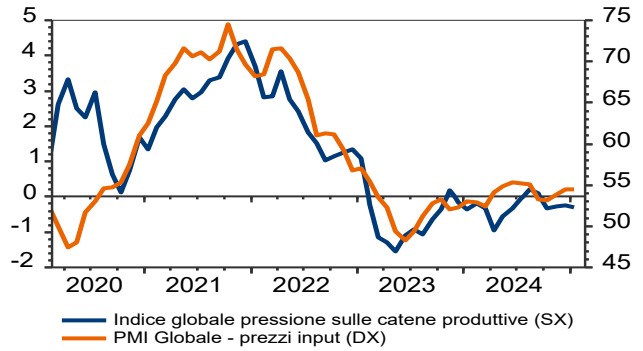
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



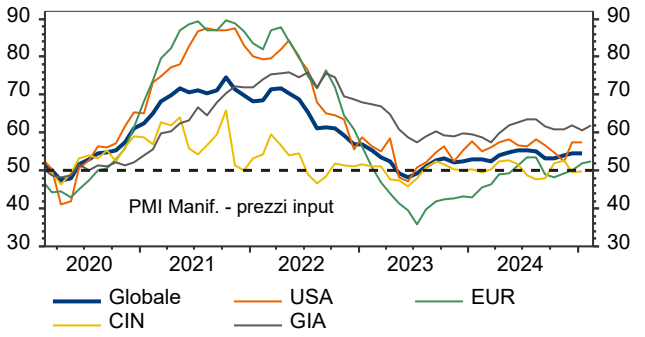
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



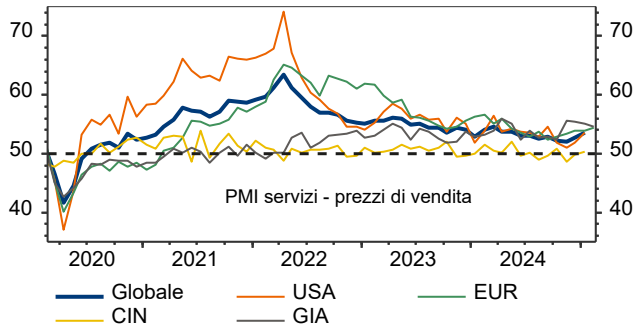
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



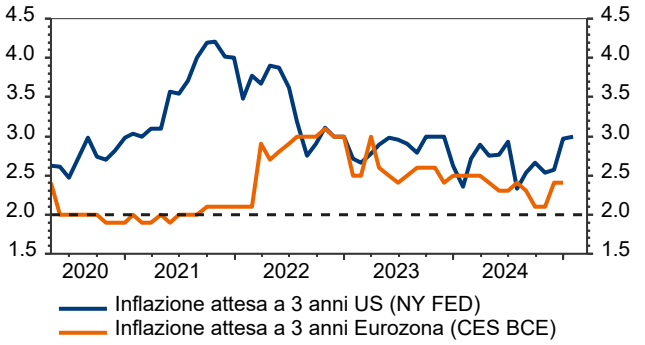
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

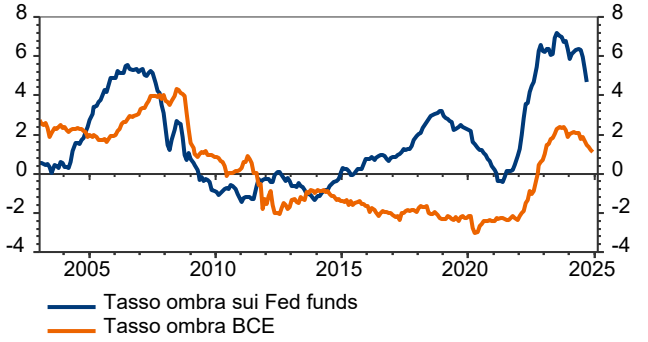
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

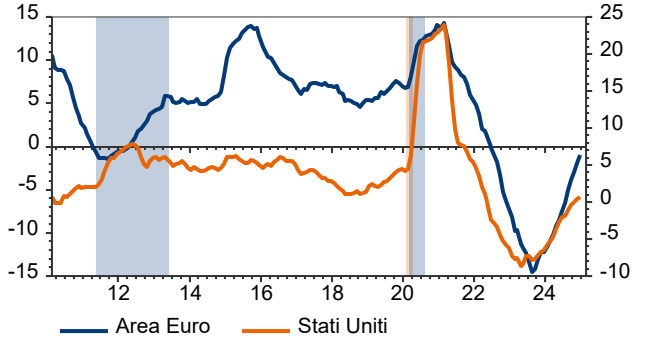
Condizioni Finanziarie

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



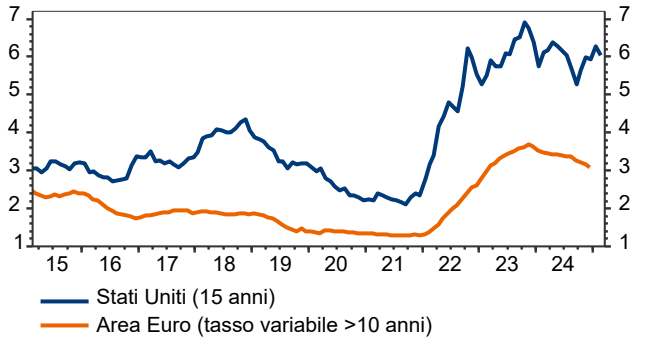
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



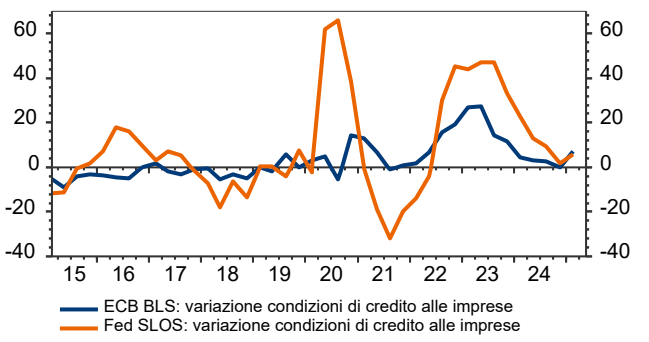
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



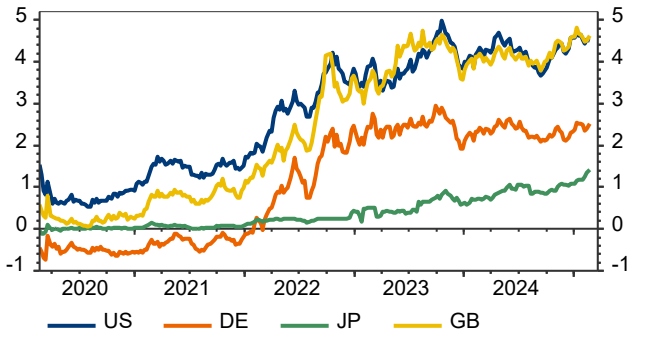
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



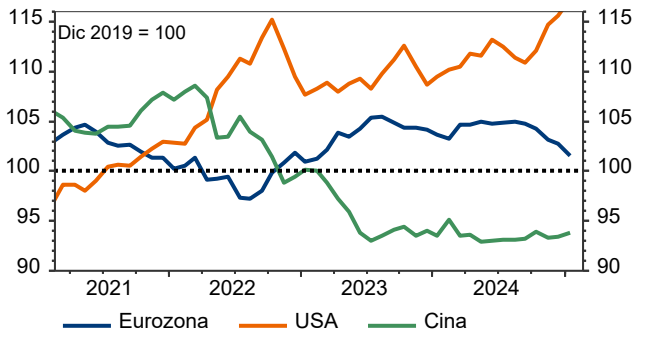
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: LSEG Datastream

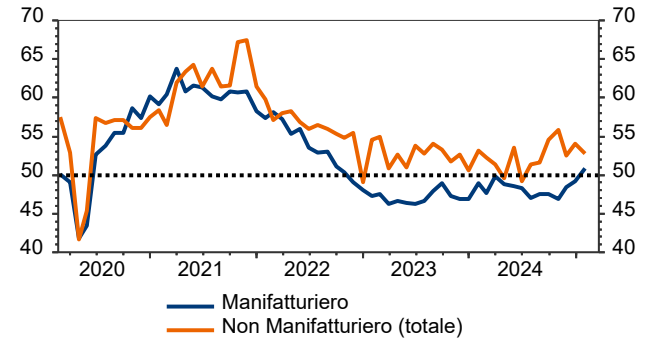
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

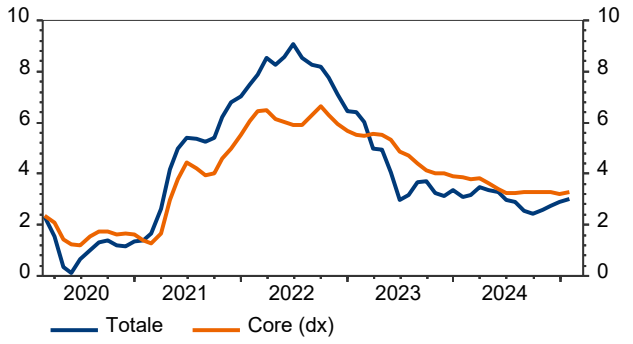
Stati Uniti

Indagini ISM



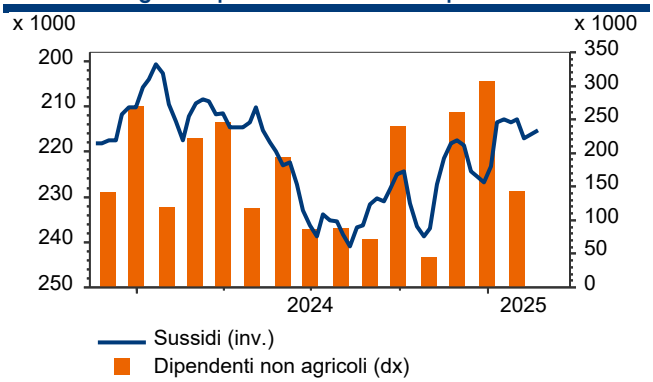
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



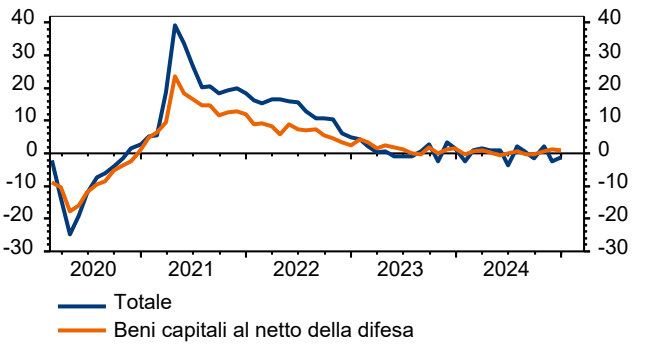
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

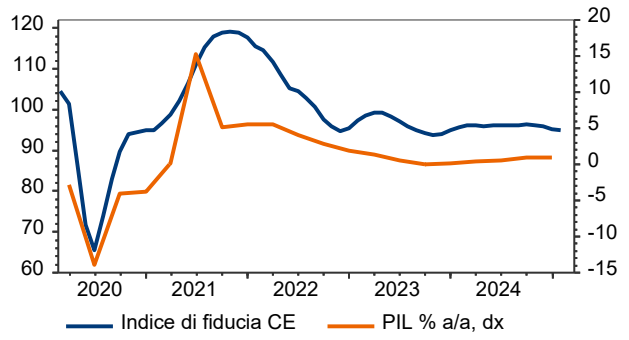
Previsioni

	2023	2024	2025	2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	**2.9**	**2.8**	2.0	**2.9**	**3.0**	**2.7**	**2.5**	2.4	2.1	1.8	1.7
- trim./trim. annualizzato				**1.6**	**3.0**	**3.1**	**2.3**	1.5	1.8	1.7	2.0
Consumi privati	**2.5**	**2.8**	2.3	**1.9**	**2.8**	**3.7**	**4.2**	1.7	1.4	1.1	1.4
IFL - privati non residenziali	**6.0**	**3.7**	3.3	**4.5**	**3.9**	**4.0**	**-2.2**	4.8	4.8	4.8	4.9
IFL - privati residenziali	**-8.3**	**4.2**	2.9	**13.7**	**-2.8**	**-4.3**	**5.3**	3.4	4.5	5.0	5.5
Consumi e inv. pubblici	**3.9**	**3.4**	2.2	**1.8**	**3.1**	**5.1**	**2.5**	1.3	1.6	1.3	2.0
Esportazioni	**2.8**	**3.2**	3.7	**1.9**	**1.0**	**9.6**	**-0.8**	3.5	4.2	5.0	5.7
Importazioni	**-1.2**	**5.4**	6.0	**6.1**	**7.6**	**10.7**	**-0.8**	7.9	6.9	6.1	5.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.4**	**0.0**	0.0	**-0.5**	**0.9**	**-0.2**	**-0.9**	0.2	0.3	0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	**-3.3**	-3.8	-3.9								
Deficit pubblico (% PIL)	**-7.5**	-7.5	-7.4								
Debito pubblico (% PIL)	**137.3**	138.0	138.7								
CPI (a/a)	**4.1**	**2.9**	2.5	**3.2**	**3.2**	**2.6**	**2.7**	2.6	2.3	2.6	2.6
Produzione industriale	**0.2**	**-0.3**	1.7	**-0.4**	**0.6**	**-0.2**	**-0.3**	1.1	0.6	0.5	0.4
Disoccupazione (%)	**3.6**	**4.0**	4.3	**3.8**	**4.0**	**4.2**	**4.1**	4.2	4.2	4.3	4.4

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

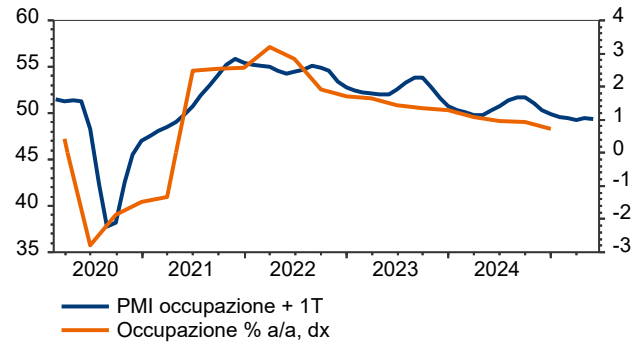
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	**126.7**	**122.7**	**119.2**	126.0	**2.5**	**2.7**	**2.7**	2.3
feb-25	127.1	123.2	119.9	126.6	2.2	2.5	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.2	121.1	127.4	2.1	2.4	2.5	2.1
apr-25	128.4	124.6	121.5	127.8	1.8	2.1	2.2	1.8
mag-25	129.4	125.9	123.1	128.9	2.4	2.8	3.0	2.4
giu-25	129.5	126.1	123.2	129.0	2.3	2.5	2.7	2.3
lug-25	129.2	125.8	122.8	128.7	2.1	2.4	2.6	2.2
ago-25	129.2	125.8	122.6	128.7	2.0	2.1	2.1	2.0
set-25	129.6	126.2	123.0	129.1	2.3	2.3	2.4	2.4
ott-25	129.8	126.4	123.2	129.4	2.2	2.2	2.3	2.3
nov-25	129.5	126.0	122.6	129.0	2.3	2.4	2.4	2.4
dic-25	130.0	126.5	123.2	129.3	2.3	2.4	2.4	2.1
Media	**128.9**	**125.3**	**122.1**	**128.3**	**2.2**	**2.4**	**2.5**	**2.2**

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	125.0	121.5	128.0	1.6	1.9	2.0	1.7
feb-26	129.5	125.8	122.5	128.8	1.8	2.1	2.2	1.7
mar-26	130.0	126.4	122.9	129.3	1.6	1.7	1.5	1.5
apr-26	130.4	126.8	123.3	129.7	1.6	1.7	1.5	1.5
mag-26	131.7	128.3	125.1	131.0	1.8	1.9	1.7	1.7
giu-26	132.0	128.6	125.3	131.3	1.9	2.0	1.7	1.8
lug-26	131.9	128.3	124.9	131.2	2.0	2.0	1.8	1.9
ago-26	132.0	128.3	124.8	131.3	2.1	2.0	1.7	2.0
set-26	132.3	128.6	125.2	131.6	2.1	2.0	1.8	2.0
ott-26	132.4	128.7	125.4	131.5	2.0	1.9	1.8	1.7
nov-26	132.0	128.2	125.0	131.0	1.9	1.7	1.9	1.6
dic-26	132.4	128.7	125.7	131.5	1.9	1.7	2.0	1.7
Media	**131.3**	**127.6**	**124.3**	**130.5**	**1.9**	**1.9**	**1.8**	**1.7**

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

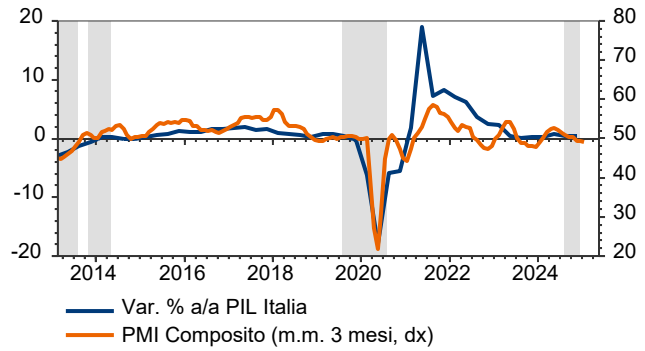
Previsioni

	2023	2024	2025	2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	**0.5**	**0.7**	0.9	**0.4**	**0.5**	**0.9**	**0.9**	0.8	0.9	0.7	1.0
- t/t				**0.3**	**0.2**	**0.4**	**0.1**	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	**0.7**	0.9	1.3	**0.3**	**0.0**	**0.7**	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	**1.9**	-1.9	0.9	**-2.3**	**-2.4**	**2.0**	0.8	-0.5	0.4	0.0	0.7
Consumi pubblici	**1.6**	2.3	1.1	**0.1**	**1.1**	**0.6**	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
Esportazioni	**-0.6**	0.8	0.7	**1.1**	**1.5**	**-1.5**	-0.4	0.7	0.3	0.5	0.5
Importazioni	**-1.2**	0.1	2.0	**-0.3**	**1.1**	**0.2**	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.9**	-0.2	0.3	**0.0**	**0.2**	**0.4**	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	**1.7**	2.6	2.6								
Deficit pubblico (% PIL)	**-3.6**	-3.2	-2.9								
Debito pubblico (% PIL)	**87.5**	88.1	88.7								
Prezzi al consumo (a/a)	**5.4**	**2.4**	2.2	**2.6**	**2.5**	**2.2**	**2.2**	2.3	2.2	2.2	2.3
Produzione industriale (a/a)	**-1.7**	**-2.9**	-0.2	**-4.6**	**-3.8**	**-1.6**	**-1.6**	-1.2	-1.0	0.0	1.3
Disoccupazione (%)	**6.6**	**6.4**	6.4	**6.5**	**6.4**	**6.3**	**6.3**	6.4	6.4	6.5	6.5
Euribor 3 mesi	**3.43**	**3.57**	2.15	**3.92**	**3.81**	**3.56**	**3.00**	2.52	2.11	1.97	1.99

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

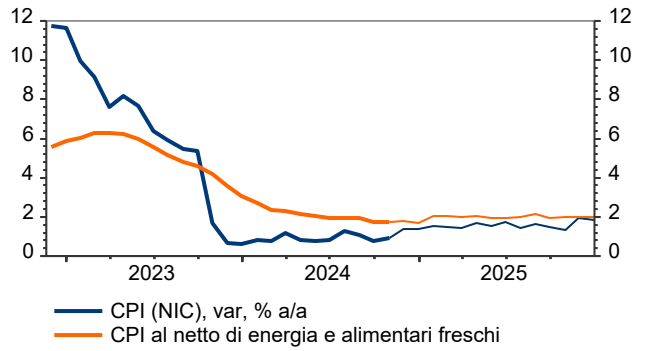
Italia

PIL



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

Inflazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	**122.4**	**121.9**	**120.8**	**120.9**	**1.7**	**1.5**	**1.3**	**1.3**
feb-25	122.5	122.1	121.6	121.6	1.8	1.6	1.9	1.9
mar-25	124.0	122.2	121.1	121.6	1.8	1.6	1.5	1.8
apr-25	124.8	122.4	121.3	121.8	1.9	1.8	1.7	2.1
mag-25	125.0	122.7	121.4	121.9	1.9	1.8	1.6	2.0
giu-25	125.4	123.0	121.6	122.1	2.0	1.9	1.8	2.2
lug-25	124.0	123.2	121.8	121.8	1.8	1.6	1.5	1.5
ago-25	123.9	123.5	122.1	122.1	1.9	1.7	1.7	1.7
set-25	125.4	123.4	122.0	122.0	2.0	1.8	1.7	1.7
ott-25	126.1	123.6	122.2	122.2	2.2	2.0	1.8	1.7
nov-25	126.0	123.5	122.2	122.2	2.2	2.0	1.8	1.7
dic-25	126.1	123.6	122.4	122.4	2.2	2.0	1.8	1.8
Media	**124.6**	**122.9**	**121.7**	**121.9**	**1.9**	**1.8**	**1.7**	**1.8**

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	124.4	123.7	122.5	122.5	1.7	1.5	1.4	1.3
feb-26	124.6	124.0	122.8	122.8	1.7	1.5	1.0	1.0
mar-26	126.2	124.2	123.0	123.0	1.8	1.6	1.6	1.2
apr-26	126.8	124.2	123.0	122.9	1.6	1.5	1.4	0.9
mag-26	127.0	124.5	123.1	123.0	1.6	1.4	1.4	0.9
giu-26	127.4	124.8	123.4	123.3	1.6	1.5	1.5	1.0
lug-26	126.0	125.0	123.7	123.6	1.6	1.5	1.6	1.5
ago-26	125.9	125.3	124.0	123.9	1.6	1.5	1.6	1.5
set-26	127.5	125.2	123.9	123.8	1.7	1.5	1.6	1.5
ott-26	127.9	125.2	123.9	123.8	1.4	1.3	1.4	1.3
nov-26	127.8	125.1	123.9	123.8	1.4	1.3	1.4	1.3
dic-26	127.9	125.3	124.1	124.0	1.5	1.3	1.4	1.3
Media	**126.6**	**124.7**	**123.4**	**123.4**	**1.6**	**1.4**	**1.4**	**1.2**

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2023	2024	2025	2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	**0.8**	**0.5**	1.0	**0.3**	**0.7**	**0.5**	**0.5**	0.5	0.7	1.1	1.6
- t/t				**0.4**	**0.2**	**0.0**	**0.0**	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	**1.0**	0.5	1.2	**0.2**	**0.6**	**1.4**	-0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	**8.7**	0.2	0.6	**-0.9**	**-0.5**	**-1.2**	0.7	0.2	0.4	0.4	0.4
Consumi pubblici	**1.9**	0.5	0.5	**-0.6**	**0.9**	**-0.2**	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	**1.1**	-0.2	0.5	**-0.2**	**-1.2**	**-0.9**	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
Importazioni	**0.0**	-2.2	1.9	**-1.0**	**0.3**	**1.2**	0.1	0.3	0.5	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-2.3**	-0.5	0.4	**0.3**	**0.2**	**0.1**	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Partite correnti (% PIL)	**-0.1**	1.3	1.1								
Deficit pubblico (% PIL)	**-7.2**	-3.8	-3.4								
Debito pubblico (% PIL)	**134.8**	136.1	137.9								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	**5.9**	**1.1**	1.9	**1.0**	**0.9**	**1.2**	**1.3**	1.7	2.0	1.9	2.2
Produzione industriale (a/a)	**-2.2**	**-3.5**	-1.5	**-3.4**	**-3.0**	**-3.5**	**-4.1**	-3.4	-2.1	-1.0	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	**7.7**	**6.5**	6.6	**7.1**	**6.7**	**6.2**	**6.0**	6.3	6.5	6.6	6.7
Tasso a 10 anni (%)	**4.15**	**3.66**	3.72	**3.74**	**3.86**	**3.61**	**3.45**	3.57	3.67	3.77	3.87

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

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

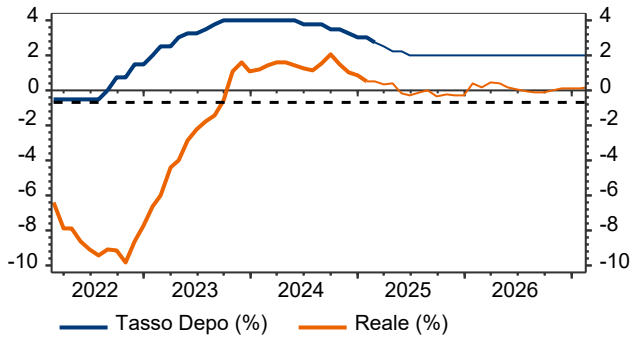
	giu	set	dic	20/2	mar	giu	set	dic
Deposit rate	3.75	3.50	3.00	**2.75**	2.50	2.00	2.00	2.00
Euribor 1m	3.63	3.35	2.85	**2.60**	2.41	2.01	1.97	1.97
Euribor 3m	3.71	3.28	2.71	**2.52**	2.33	2.01	1.97	1.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

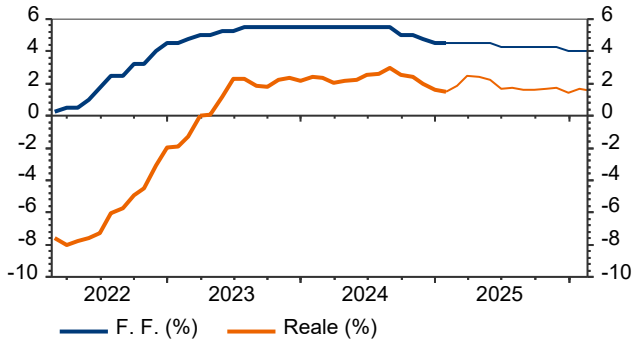
Stati Uniti

	giu	set	dic	20/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.50	5.00	4.50	**4.50**	4.50	4.25	4.25	4.00
OIS 3m	5.32	4.59	4.32	**4.34**	4.33	4.25	4.30	4.21

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Giappone

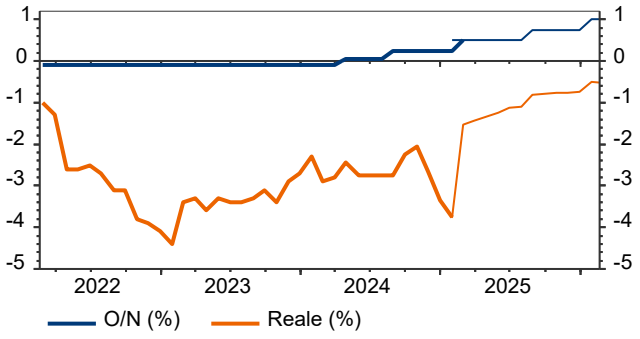
	giu	set	dic	20/2	mar	giu	set	dic
O/N target	0.05	0.25	0.25	**0.50**	0.50	0.50	0.75	0.75
OIS 3m	0.12	0.25	0.32	**0.50**	0.55	0.65	0.80	0.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

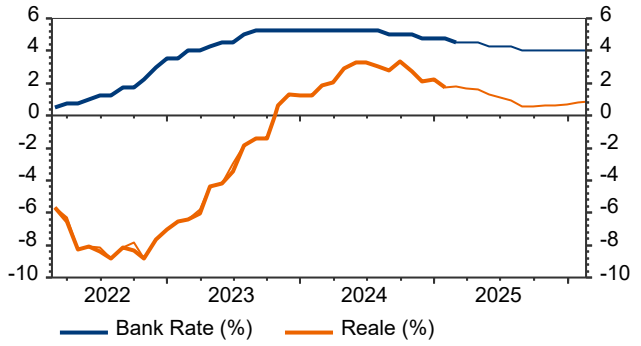
Regno Unito

	giu	set	dic	20/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.25	5.00	4.75	**4.50**	4.50	4.25	4.00	4.00
OIS 3m	5.13	4.82	4.62	**4.44**	4.35	4.15	3.95	3.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	21/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.08	1.11	1.05	1.04	**1.0470**	1.03	1.02	1.04	1.05	1.07
USD/JPY	135	150	146	154	155	**150.26**	158	160	153	147	140
GBP/USD	1.21	1.26	1.31	1.26	1.23	**1.2648**	1.26	1.25	1.28	1.31	1.33
EUR/CHF	0.99	0.95	0.95	0.93	0.94	**0.9408**	0.93	0.92	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	144	162	162	163	161	**157.33**	163	164	159	154	150
EUR/GBP	0.88	0.86	0.85	0.83	0.85	**0.8278**	0.82	0.81	0.81	0.80	0.80

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 separatezza 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)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com