

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

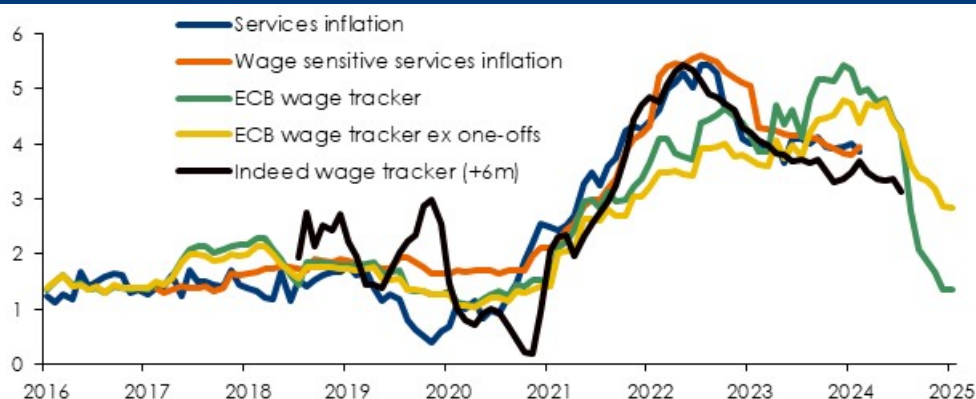
La settimana prossima, la BCE dovrebbe annunciare un altro taglio di 25 punti base dei tassi ufficiali, confermando un approccio basato sui dati e riunione per riunione; le proiezioni di crescita potrebbero essere riviste al ribasso, quelle di inflazione lievemente al rialzo; al momento, prevediamo che la riduzione dei tassi ufficiali si fermi al 2%, ma l'orientamento aggressivo dell'amministrazione americana in tema di commercio estero, se porterà a un incremento non marginale dei dazi o a un periodo protratto di incertezza, potrebbe rendere opportuno un allentamento più marcato della politica monetaria nel secondo semestre. In Germania, i risultati delle elezioni suggeriscono che il prossimo esecutivo potrebbe essere una riproposizione della Große Koalition tra CDU/CSU e SPD, ma non sarà agevole il raggiungimento della maggioranza qualificata necessaria per riformare la regola sull'indebitamento. Negli Stati Uniti, stanno emergendo i primi segnali di un rallentamento dei consumi, nonché di risalita delle aspettative di inflazione, in un quadro in cui i continui "giri di valzer" della nuova amministrazione in tema soprattutto di dazi potrebbero cominciare ad avere un impatto negativo sull'attività economica.

#### Eurozona:

##### ■ Questa settimana:

- **Completamento della tornata di indagini di fiducia di febbraio.** L'indice ESI della Commissione Europea è salito lievemente più del previsto, a 96,3 da un precedente 95,3; come visto dai PMI flash della settimana scorsa. Lo spaccato settoriale ha confermato i segnali di stabilizzazione su bassi livelli per l'attività industriale, a fronte di una correzione per i servizi. In Germania l'indagine IFO è rimasta invariata a 85,2, per via di una flessione di un punto della valutazione sulla situazione corrente in presenza di una risalita delle aspettative. In Italia le indagini Istat hanno registrato da un lato un miglioramento (per il secondo mese consecutivo) della fiducia di consumatori e imprese manifatturiere, dall'altro una diminuzione del morale delle aziende negli altri settori (servizi, commercio al dettaglio, costruzioni). **Le indagini di febbraio sono coerenti con una crescita del PIL area euro di 0,2% t/t nel trimestre corrente.** Tuttavia, l'elevata incertezza e il comportamento aggressivo dell'amministrazione statunitense continuano a rappresentare un rischio rilevante. Stimiamo che **dazi USA del 25% sui prodotti UE possano costare circa mezzo punto di PIL, in assenza di misure ritorsive; se i dazi fossero solo**

**Eurozona: il rallentamento in corso della crescita salariale, atteso continuare nei prossimi mesi, fa sperare in una moderazione dell'inflazione nei servizi (sinora assai resiliente)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

28 febbraio 2025

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

**Paolo Mameli**  
Economista

**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

**Mario Di Marcantonio**  
Economista - USA

**minacciati e non attuati, vi sarebbe comunque un impatto in termini di maggiore incertezza e minore fiducia** degli operatori economici, che potrebbe togliere 1-2 decimi alla già non brillante crescita attesa per l'Eurozona nel 2025 (nel nostro scenario di base: 0,9%).

- **Stime flash di inflazione di febbraio nelle tre principali economie.** L'inflazione armonizzata è rimasta invariata in **Germania** (al 2,8% a/a) mentre è calata in misura significativa in **Francia** (a 0,9% a/a da 1,8%, sulla scia della riduzione programmata delle tariffe elettriche regolamentate). **In Italia**, l'IPCA è rimasta stabile all'1,7% a/a e l'indice NIC è salito per il secondo mese, a 1,7% da 1,5% (in entrambi i casi, si tratta di un massimo da ottobre del 2023).
- **Prosegue il rallentamento dei redditi da lavoro.** Nel 4° trimestre 2024 **la crescita dei salari negoziali è decelerata** al 4,1% a/a da un precedente 5,4%. Al netto del dato italiano (che ha visto una crescita negativa a dicembre per via del pagamento in un'unica soluzione dell'indennità di vacanza contrattuale per i dipendenti della PA a fine 2023), il rallentamento sarebbe stato solo lievemente meno marcato (a 4,3%). Sulla base sia del wage tracker BCE sulle paghe contrattuali, che dell'indice Indeed sui salari offerti nei job posting, **la crescita delle retribuzioni pro-capite è attesa rallentare a poco più del 3%** entro fine anno.
- **Elezioni politiche in Germania.** Come atteso, è stata CDU/CSU ad ottenere il maggior numero di consensi (28,5%) seppur con un risultato inferiore rispetto a quanto anticipato dai sondaggi. Si registra al contrario una **significativa perdita di voti per i partiti dell'esecutivo uscente**: SPD ha ottenuto il 16,4% (il peggior risultato nella sua storia), seguita dai Verdi con l'11,6%, mentre i liberali di FDP non riescono nemmeno a raggiungere la soglia del 5% necessaria per entrare in parlamento. A sinistra si registra un buon risultato per Linke (8,9%) mentre BSW resta marginalmente al di sotto del 5%. Come previsto dai sondaggi, **è ora AfD il secondo partito in Germania, con un 20,8% che raddoppia i risultati ottenuti alle elezioni del 2017; la formazione di estrema destra, in ogni caso, dovrebbe essere esclusa dalle negoziazioni per formare un governo.** Sulla base dei risultati **la prospettiva più probabile è una riedizione della Große Koalition tra CDU/CSU e SPD.** 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 ma, a meno di ricorrere a modifiche "cosmetiche" circa le modalità di calcolo dell'indebitamento (che avrebbero impatti solo modesti) o alla dichiarazione dello stato di emergenza (che potrebbe però essere messa a rischio dalla Corte Costituzionale), per modificare la norma costituzionale sull'indebitamento è richiesta una maggioranza dei 2/3 sia del Bundestag che del Bundesrat. Anche la creazione di un eventuale nuovo fondo speciale per la spesa militare richiederebbe una maggioranza qualificata. In sostanza, per imprimere una svolta alla gestione della politica fiscale sarebbe necessaria una convergenza tra CDU/CSU, SPD, Verdi e Linke, che richiederebbe però delle concessioni non necessariamente appetibili per gli elettori della CDU.

#### ■ La prossima settimana:

- **Riunione Consiglio Direttivo Banca Centrale Europea.** Il 6 marzo, la BCE dovrebbe annunciare un altro taglio di 25 punti base dei tassi ufficiali, che abbasserà il tasso sui depositi al 2,50%. Non essendosi ancora minimamente dissolta l'incertezza sullo scenario previsionale, la BCE confermerà l'approccio basato sui dati e riunione per riunione, senza escludere la possibilità di nuovi tagli nei prossimi mesi ma neppure incoraggiando le aspettative in tal senso. Lo staff dovrebbe limare le proiezioni di crescita del PIL, mentre le stime di inflazione potrebbero aumentare leggermente. Al momento, prevediamo che la riduzione dei tassi ufficiali si fermi al 2%. Tuttavia, l'orientamento aggressivo dell'amministrazione americana in tema di commercio estero, se porterà a un incremento non marginale dei dazi o a un periodo protratto di incertezza, potrebbe

rendere opportuno un allentamento più marcato della politica monetaria nel secondo semestre. Riteniamo, infatti, che le ripercussioni negative sulla domanda finale prevalgano ampiamente su qualsiasi rischio inflattivo.

- **Inflazione area euro: atteso un calo a febbraio.** I dati nazionali già comunicati sono coerenti con un'inflazione Eurozona in calo a 2,3% a/a da 2,5% di gennaio. Si dovrebbe anche vedere una decelerazione di almeno due decimi per l'indice al netto di energia e alimentari freschi (2,5% da 2,7% a/a: si tratterebbe di un minimo da oltre tre anni). Attualmente, stimiamo una media IPCA a 2,2% per l'anno in corso (2,4% per il core); entrambi gli indici sono attesi all'1,9% in media d'anno nel 2026.
- **Dettaglio componenti PIL Eurozona e Italia nel 4° trimestre 2024.** In **area euro**, come nel trimestre precedente, le esportazioni nette dovrebbero rappresentare il principale freno alla crescita, a fronte di un rimbalzo per gli investimenti in macchinari e costruzioni (queste ultime, per via di condizioni meteo più favorevoli rispetto alla media stagionale); il ritmo di crescita dei consumi dovrebbe rallentare a 0,2% t/t dopo che alcuni fattori temporanei avevano sostenuto i consumi durante l'estate. In **Italia**, sulla base del comunicato stampa rilasciato da Istat in occasione della stima preliminare, la stagnazione registrata a fine 2024 è sintesi di un contributo negativo dei servizi a fronte di un apporto positivo dell'industria. Tuttavia, l'ampio calo della produzione industriale a dicembre suggerisce che l'espansione delle costruzioni potrebbe non essere sufficiente a compensare la frenata manifatturiera: non si può quindi escludere una revisione al ribasso della stima del PIL, da zero a -0,1% t/t.
- **Italia: dati annui relativi al 2024 su PIL e indebitamento della PA.** Nel 2024, il PIL dovrebbe essere cresciuto di 0,7-0,8% in termini reali e di 2,6-2,7% a prezzi correnti. Il dato sul deficit annuale 2024 dovrebbe attestarsi al 3,5-3,6% del PIL, invece del 3,8% stimato dal Governo lo scorso settembre. Le ragioni principali sono: la crescita dell'occupazione (più che nel resto dell'Eurozona), con il conseguente aumento del gettito delle imposte dirette e dei contributi sociali; il cosiddetto fiscal drag (scaglioni fiscali fissi in un contesto di aumento dei redditi nominali); miglioramento della compliance fiscale (secondo l'Agenzia delle Entrate, il gettito recuperato dall'evasione fiscale raggiungerà un livello record nel 2024, con un miglioramento del 2% rispetto al 2023). La sorpresa positiva dello 0,2-0,3% sul deficit 2024 potrebbe avere un impatto anche sul disavanzo dell'anno corrente, a meno che tutti questi fattori non si rivelino transitori. Ciò significa che l'indebitamento netto di quest'anno, a parità di altre condizioni, potrebbe attestarsi a 3-3,1% invece del 3,3% previsto lo scorso autunno. Tuttavia, ciò potrebbe creare un incentivo per il governo a utilizzare questo "spazio fiscale" per nuove misure espansive (per limitare i costi dell'energia, per estendere i tagli Irpef, per limitare la salita dell'età pensionabile).

#### Stati Uniti:

##### ■ Nell'ultima settimana:

- **Commercio estero: allo studio nuove restrizioni su trasporto marittimo, cantieristica e rame.** A meno di ulteriori novità, le annunciate (e poi sospese) tariffe del 25% su Canada e Messico, assieme al 10% aggiuntivo sulla Cina, entreranno in vigore il 4 marzo, seguite da quelle su acciaio e alluminio il 12 marzo. Inizialmente, il presidente Trump aveva ipotizzato un rinvio al 2 aprile (data a partire dalla quale potrebbero essere implementati i dazi "reciproci" e quelli sul settore auto), ma la Casa Bianca ha successivamente confermato la data originaria. Tuttavia, non si può escludere quantomeno un nuovo rinvio. Nel frattempo, il Rappresentante per il Commercio sta lavorando a un'indagine sulla dominanza cinese nei settori marittimo e della cantieristica navale, che dovrebbe concludersi il 24 marzo: tra le misure proposte, l'imposizione di tasse fino a 1,5 milioni di dollari per l'ingresso nei porti statunitensi di navi costruite in Cina o battenti bandiera cinese, con importi variabili in base alla quota di navi cinesi nella flotta di ciascun operatore (ad oggi, circa il 20% delle portacontainer in ingresso negli USA sono di fabbricazione cinese, quota che è destinata a crescere nei prossimi anni). Inoltre, il 25 febbraio il presidente Trump ha ordinato un'indagine sulla sicurezza nazionale per quanto

concerne le importazioni di rame (ad oggi, il 36% del rame raffinato è importato). Dopo l'annuncio, il differenziale tra i prezzi di New York e Londra ha toccato un record, riflettendo un dazio implicito del 10,5%. L'indagine sarà completata entro 270 giorni. Infine, **il presidente ha dichiarato che gli Stati Uniti stanno valutando di imporre dazi del 25% sulle importazioni dall'Unione Europea.**

- **Estensione dei tagli fiscali.** Il 25 febbraio, la Camera dei Rappresentanti ha approvato con un margine ristretto (217-215) una risoluzione di bilancio che prevede 4,5 trilioni di dollari per l'estensione dei tagli fiscali del Tax Cuts & Jobs Act del 2017, e risparmi di spesa stimati tra 1,5 e 2 trilioni di dollari, sempre su base decennale. L'aumento stimato del disavanzo è dunque pari a circa 3 trilioni di dollari, un valore inferiore rispetto alla proposta iniziale della Commissione di Bilancio della Camera (3,3 trilioni di dollari). Il Senato, che ha già approvato una risoluzione simile, dovrà ora valutare il testo della Camera ed eventualmente apportare modifiche prima dell'avvio delle trattative di riconciliazione.
- **In aumento i rischi sulla tenuta dei consumi.** La principale novità emersa dagli ultimi dati congiunturali è il deciso calo del morale delle famiglie in base alle rilevazioni sia dell'Università del Michigan, sia di Conference Board (il primo ai minimi da novembre 2023, il secondo da giugno 2024); soprattutto l'indagine dell'Università del Michigan ha mostrato un aumento delle attese di inflazione a 5-10 anni al 3,5% (da 3,2% precedente): si tratta del valore più alto dal 1995. In altri termini, **le famiglie potrebbero aver iniziato a incorporare nelle loro aspettative l'incremento dei prezzi derivante dalle restrizioni annunciate sulle importazioni.** In ogni caso, sulla base dei dati riguardanti le vendite al dettaglio di gennaio (in attesa dei dati sulla spesa personale che verranno comunicati oggi pomeriggio), **è possibile che i consumi delle famiglie nel trimestre corrente crescano meno di 2% t/t ann., dopo il 4,2% visto a fine 2024.**
- **Politica monetaria: le recenti dichiarazioni dei membri della Fed riflettono un quadro più incerto.** Tra i votanti: Musalem (St. Louis Fed) ha avvertito che un aumento delle aspettative d'inflazione e il rischio di stagflazione potrebbero complicare lo scenario economico; Kugler (Board) ha ribadito che l'inflazione deve ancora avvicinarsi al target e che il percorso resta irregolare; Goolsbee (Chicago Fed) ha sottolineato che la Fed necessita di maggiore chiarezza prima di tagliare i tassi, per valutare il possibile impatto delle tariffe sui prezzi. Sul fronte dei non votanti, Barkin (Richmond Fed) si aspetta un ulteriore calo del PCE core ma invita alla prudenza, mentre Bostic (Atlanta Fed) ritiene che i tassi attuali siano ancora adeguati a frenare l'inflazione.

■ La **settimana prossima:**

- **Employment report di febbraio:** sia il ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro, sia il tasso di disoccupazione, sono attesi poco variati rispetto a gennaio, mentre la crescita dei salari orari medi dovrebbe attenuarsi a 0,3% m/m da 0,5% precedente; le ore lavorate settimanali sono viste in lieve aumento a 34,2 da 34,1.
- **Indagini ISM di febbraio:** dovrebbe proseguire la fase di espansione sia nell'industria che nei servizi. L'ISM manifatturiero è visto in rallentamento a 50,5 dopo il balzo a 50,9 il mese scorso, mentre l'ISM servizi potrebbe riaccelerare a 53 da 52,8.
- **Altri dati.** Le **vendite di auto** di febbraio sono stimate in aumento a 15,9 milioni da 15,6 milioni del mese precedente; il **disavanzo commerciale** di gennaio potrebbe ridursi grazie al calo delle importazioni (-91,3 miliardi da -98,4).
- Infine, verrà pubblicato il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 18-19 marzo prossimo.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (3 – 9 marzo)

| Data    | Ora   | Paese | Dato                                       | *  | Periodo | Precedente | Consenso    |
|---------|-------|-------|--------------------------------------------|----|---------|------------|-------------|
| Lun 3/3 | 01:30 | GIA   | PMI manifatturiero finale                  |    | feb     | prel 48.9  |             |
|         | 02:45 | CN    | PMI manifatturiero - Caixin                | *  | feb     | 50.1       | 50.3        |
|         | 09:45 | ITA   | PMI manifatturiero                         | *  | feb     | 46.3       | 46.6        |
|         | 09:50 | FRA   | PMI manifatturiero finale                  |    | feb     | prel 45.5  | 45.5        |
|         | 09:55 | GER   | PMI manifatturiero finale                  | *  | feb     | prel 46.1  | 46.1        |
|         | 10:00 | EUR   | PMI manifatturiero finale                  | *  | feb     | prel 47.3  | 47.3        |
|         | 10:30 | GB    | Credito al consumo                         |    | gen     | 1.045      | Mld £       |
|         | 10:30 | GB    | PMI manifatturiero finale                  | *  | feb     | 46.4       |             |
|         | 11:00 | EUR   | CPI a/a stima flash                        | ** | feb     | 2.5        | % 2.3       |
|         | 11:00 | EUR   | CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash  | *  | feb     | 2.7        | % 2.6       |
|         | 15:45 | USA   | Markit PMI Manif. finale                   |    | feb     | 51.6       |             |
|         | 16:00 | USA   | Spesa in costruzioni                       |    | gen     | 0.5        | %           |
|         | 16:00 | USA   | Indice ISM manifatturiero                  | ** | feb     | 50.9       | 50.8        |
| Mar 4/3 | 00:30 | GIA   | Tasso di disoccupazione                    |    | gen     | 2.4        | % 2.4       |
|         | 00:30 | GIA   | Job to applicant ratio                     |    | gen     | 1.3        | 1.3         |
|         | 06:00 | GIA   | Fiducia delle famiglie                     |    | feb     | 35.2       |             |
|         | 10:00 | ITA   | Tasso di disoccupazione mensile            | *  | gen     | 6.2        | %           |
|         | 11:00 | EUR   | Tasso di disoccupazione                    | *  | gen     | 6.3        | % 6.3       |
| Mer 5/3 | 02:45 | CN    | PMI servizi - Caixin                       | *  | feb     | 51.0       |             |
|         | 08:45 | FRA   | Produzione industriale m/m                 | *  | gen     | -0.4       | %           |
|         | 09:45 | ITA   | PMI servizi                                | *  | feb     | 50.4       | 50.8        |
|         | 09:50 | FRA   | PMI servizi finale                         |    | feb     | prel 44.5  | 44.5        |
|         | 09:55 | GER   | PMI servizi finale                         | *  | feb     | prel 52.2  | 52.2        |
|         | 10:00 | EUR   | PMI composito finale                       | *  | feb     | prel 50.2  | 50.2        |
|         | 10:00 | EUR   | PMI servizi finale                         | *  | feb     | prel 50.7  | 50.7        |
|         | 10:00 | ITA   | PIL a/a finale                             |    | T4      | prel 0.5   | % 0.5       |
|         | 10:00 | ITA   | PIL t/t finale                             | *  | T4      | prel 0.0   | % 0.0       |
|         | 10:30 | GB    | PMI servizi finale                         | *  | feb     | 51.1       | 51.1        |
|         | 11:00 | ITA   | Vendite al dettaglio a/a                   |    | gen     | 0.6        | %           |
|         | 11:00 | EUR   | PPI a/a                                    |    | gen     | 0.0        | %           |
|         | 14:15 | USA   | Nuovi occupati: stima ADP                  |    | feb     | 183        | x1000       |
|         | 15:45 | USA   | Markit PMI Composito finale                |    | feb     | 50.4       |             |
|         | 15:45 | USA   | Markit PMI Servizi finale                  |    | feb     | 49.7       |             |
|         | 16:00 | USA   | Ordinativi industriali m/m                 |    | gen     | -0.9       | %           |
|         | 16:00 | USA   | Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale   | *  | gen     | prel 0.0   | %           |
|         | 16:00 | USA   | Ordinativi, beni durevoli m/m finale       | *  | gen     | prel 3.1   | %           |
|         | 16:00 | USA   | Indice ISM non manifatturiero composito    | *  | feb     | 52.8       | 53.0        |
| Gio 6/3 | 11:00 | EUR   | Vendite al dettaglio m/m                   |    | gen     | -0.2       | % 0.1       |
|         | 14:30 | USA   | Sussidi di disoccupazione esistenti        | *  | settim  | 1.867      | {1.862} Mln |
|         | 14:30 | USA   | Richieste di sussidio                      | *  | settim  | 220        | {242} x1000 |
|         | 14:30 | USA   | Bilancia commerciale                       |    | gen     | -98.4      | Mld \$      |
|         | 14:30 | USA   | Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale |    | T4      | prel 1.2   | %           |
|         | 14:30 | USA   | Costo unitario del lavoro t/t ann. finale  | *  | T4      | prel 3.0   | %           |
| Ven 7/3 | 08:00 | GER   | Ordini all'industria m/m                   | *  | gen     | 6.9        | % -3.0      |
|         | 09:00 | SPA   | Produzione industriale a/a                 |    | gen     | 2.1        | %           |
|         | 11:00 | EUR   | PIL a/a finale                             |    | T4      | prel 1.0   | % 0.9       |
|         | 11:00 | EUR   | Occupazione t/t finale                     |    | T4      | 0.1        | %           |
|         | 11:00 | EUR   | PIL t/t finale                             | *  | T4      | prel 0.1   | % 0.1       |
|         | 14:30 | USA   | Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli   | ** | feb     | 143        | x1000 133   |
|         | 14:30 | USA   | Salari orari m/m                           |    | feb     | 0.5        | % 0.3       |
|         | 14:30 | USA   | Tasso di disoccupazione                    | ** | feb     | 4.0        | % 4.0       |
| Dom 9/3 | 02:30 | CN    | CPI m/m                                    |    | feb     | 0.7        | %           |
|         | 02:30 | CN    | CPI a/a                                    | *  | feb     | 0.5        | %           |
|         | 02:30 | CN    | PPI a/a                                    | *  | feb     | -2.3       | %           |

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 (1 – 7 marzo)**

| Data | Ora | Paese | * Evento |                                                            |
|------|-----|-------|----------|------------------------------------------------------------|
| Sab  | 1/3 | 04:15 | USA      | Discorso di Goolsbee (Fed)                                 |
| Lun  | 3/3 | 18:35 | USA      | Discorso di Musalem (Fed)                                  |
| Mar  | 4/3 | 20:20 | USA      | Discorso di Williams (Fed)                                 |
|      |     | -     | USA      | Discorso di Barkin (Fed)                                   |
| Mer  | 5/3 | 02:30 | GIA      | Discorso di Uchida (BoJ)                                   |
|      |     | 15:30 | GB       | * Discorso di Bailey, Pill, Greene e Taylor (BoE)          |
| Gio  | 6/3 | 14:15 | EUR      | ** Riunione BCE (previsione ISP: depo rate -0,25% a 2,50%) |
|      |     | 14:45 | EUR      | ** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)                      |
|      |     | 21:30 | USA      | Discorso di Waller (Fed)                                   |
| Ven  | 7/3 | 01:00 | USA      | Discorso di Bostic (Fed)                                   |
|      |     | 10:30 | EUR      | * Discorsi di Lagarde, Nagel, Knot e Panetta (BCE)         |
|      |     | 16:15 | USA      | Discorso di Bowman (Fed)                                   |
|      |     | 16:45 | EUR      | Discorsi di Centeno e Costa (BCE)                          |
|      |     | 16:45 | USA      | Discorso di Williams (Fed)                                 |
|      |     | 18:20 | USA      | Discorso di Kugler (Fed)                                   |
|      |     | 18:30 | USA      | * Discorso di Powell (Fed)                                 |
|      |     | 19:00 | USA      | Discorso di Kugler (Fed)                                   |
|      |     | 21:15 | GB       | Discorso di Mann (BoE)                                     |

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

| Dato                                       | Periodo | Precedente               |        | Consenso | Effettivo |
|--------------------------------------------|---------|--------------------------|--------|----------|-----------|
| Indice dei prezzi delle case m/m           | dic     | 0.4 <del>(0.3)</del>     | %      |          | 0.4       |
| C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a | dic     | 4.3                      | %      | 4.4      | 4.5       |
| Fiducia consumatori (CB)                   | feb     | 105.3 <del>(104.1)</del> |        | 102.5    | 98.3      |
| Vendite di nuove case (mln ann.)           | gen     | 0.734 <del>(0.698)</del> | Mln    | 0.680    | 0.657     |
| Richieste di sussidio                      | settim  | 220 <del>(219)</del>     | x1000  | 221      | 242       |
| Sussidi di disoccupazione esistenti        | settim  | 1.867 <del>(1.869)</del> | Mln    | 1.872    | 1.862     |
| Ordinativi, beni durevoli m/m prelim       | gen     | -1.8 <del>(-2.2)</del>   | %      | 2.0      | 3.1       |
| Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim   | gen     | 0.1 <del>(0.3)</del>     | %      | 0.3      | 0.0       |
| Deflatore consumi core t/t 2a stima        | T4      | 2.5                      | %      | 2.5      | 2.7       |
| PIL t/t ann. prelim                        | T4      | 2.3                      | %      | 2.3      | 2.3       |
| PIL, deflatore t/t ann. 2a stima           | T4      | 2.2                      | %      | 2.2      | 2.4       |
| Bilancia commerciale dei beni prelim       | gen     | -122.0                   | Mld \$ |          |           |
| Deflatore consumi (core) a/a               | gen     | 2.8                      | %      | 2.6      |           |
| Deflatore consumi a/a                      | gen     | 2.6                      | %      | 2.5      |           |
| Spesa per consumi (nominale) m/m           | gen     | 0.7                      | %      | 0.1      |           |
| Redditi delle famiglie m/m                 | gen     | 0.4                      | %      | 0.3      |           |
| Deflatore consumi (core) m/m               | gen     | 0.2                      | %      | 0.3      |           |
| PMI (Chicago)                              | feb     | 39.5                     |        | 40.6     |           |

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

### Area euro

| Paese | Dato                            | Periodo | Precedente               |       | Consenso | Effettivo |
|-------|---------------------------------|---------|--------------------------|-------|----------|-----------|
| BEL   | Indice ciclico BNB              | feb     | -13.6                    |       |          | -12.3     |
| BEL   | PIL t/t prelim                  | T4      | 0.3                      | %     | 0.2      | 0.2       |
| BEL   | PIL t/t finale                  | T4      | 0.2                      | %     |          | 0.2       |
| EUR   | M3 dest. a/a                    | gen     | 3.5                      | %     | 3.8      | 3.6       |
| EUR   | Fiducia consumatori finale      | feb     | -13.6                    |       | -13.6    | -13.6     |
| EUR   | Fiducia servizi                 | feb     | 6.7 <del>(6.6)</del>     |       | 6.8      | 6.2       |
| EUR   | Fiducia industria               | feb     | -12.7 <del>(-12.9)</del> |       | -12.0    | -11.4     |
| EUR   | Indice di fiducia economica     | feb     | 95.3 <del>(95.2)</del>   |       | 96.0     | 96.3      |
| FRA   | Fiducia consumatori             | feb     | 92                       |       | 93       | 93        |
| FRA   | Spese per consumi m/m           | gen     | 0.7                      | %     | -0.7     | -0.5      |
| FRA   | IPCA a/a prelim                 | feb     | 1.8                      | %     | 1.2      | 0.9       |
| GER   | IFO                             | feb     | 85.2 <del>(85.1)</del>   |       | 85.8     | 85.2      |
| GER   | IFO (sit. corrente)             | feb     | 86.0 <del>(86.1)</del>   |       | 86.3     | 85.0      |
| GER   | IFO (attese)                    | feb     | 84.3 <del>(84.2)</del>   |       | 85.0     | 85.4      |
| GER   | PIL s.a. a/a dettagliato        | T4      | -0.2                     | %     | -0.2     | -0.2      |
| GER   | PIL s.a. t/t dettagliato        | T4      | -0.2                     | %     | -0.2     | -0.2      |
| GER   | Fiducia consumatori             | mar     | -22.6 <del>(-22.4)</del> |       | -21.4    | -24.7     |
| GER   | Prezzi import a/a               | gen     | 2.0                      | %     | 2.7      | 3.1       |
| GER   | Vendite al dettaglio m/m        | gen     | -0.9 <del>(-1.6)</del>   | %     | 0.0      | 0.2       |
| GER   | Vendite al dettaglio a/a        | gen     | 2.0 <del>(1.8)</del>     | %     |          | 2.9       |
| GER   | Tasso di disoccupazione         | feb     | 6.2                      | %     | 6.2      | 6.2       |
| GER   | Variazione n° disoccupati       | feb     | 11                       | x1000 | 15       | 5         |
| GER   | IPCA m/m prelim                 | feb     | -0.2                     | %     | 0.5      |           |
| GER   | CPI (Lander) a/a prelim         | feb     | 2.3                      | %     | 2.3      |           |
| GER   | CPI (Lander) m/m prelim         | feb     | -0.2                     | %     | 0.4      |           |
| GER   | IPCA a/a prelim                 | feb     | 2.8                      | %     | 2.7      |           |
| ITA   | Fiducia delle imprese manif.    | feb     | 86.8 <del>(86.8)</del>   |       | 87.0     | 87.0      |
| ITA   | Fiducia consumatori             | feb     | 98.2                     |       | 98.4     | 98.8      |
| ITA   | Fatturato industriale a/a       | dic     | -2.5 <del>(-2.6)</del>   | %     |          | -7.2      |
| ITA   | Fatturato industriale m/m       | dic     | 1.4 <del>(1.5)</del>     | %     |          | -2.7      |
| ITA   | Bilancia commerciale (extra-UE) | gen     | 7.79                     | Mld € |          | 0.25      |
| ITA   | IPCA m/m prelim                 | feb     | -0.8                     | %     | 0.1      | 0.1       |
| ITA   | Prezzi al consumo a/a prelim    | feb     | 1.5                      | %     | 1.7      | 1.7       |
| ITA   | IPCA a/a prelim                 | feb     | 1.7                      | %     | 1.8      | 1.7       |
| ITA   | Prezzi al consumo m/m prelim    | feb     | 0.6                      | %     |          | 0.2       |
| SPA   | IPCA a/a prelim                 | feb     | 2.9                      | %     | 2.8      | 2.9       |

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

**Focus Area Euro - Il caos trumpiano renderà la politica monetaria BCE ancora più adattiva.** Incertezza in netto aumento, uno stillicidio di misure protezionistiche e tensioni sul prezzo del gas riducono la visibilità sulla politica monetaria. La BCE attuerà a marzo un nuovo taglio di 25pb, confermando l'approccio riunione per riunione. A nostro giudizio, aumenta la probabilità che si riveli opportuno proseguire l'allentamento oltre giugno. Allo stesso tempo, è anche evidente che le resistenze interne ai tagli stanno aumentando e che una pausa ad aprile o giugno non può essere esclusa.

**Area euro: indagini di fiducia coerenti con un PIL in crescita a 0,2% t/t ma aumentano i rischi futuri.** A febbraio l'indice di fiducia ESI della Commissione Europea è salito, lievemente più del previsto, a 96,3 da un precedente 95,3. Come segnalato dai PMI flash dei giorni scorsi lo spaccato settoriale conferma i segnali di stabilizzazione ma a bassi livelli per l'attività industriale a fronte di una correzione per i servizi. Si accentuano però anche i segnali di rallentamento delle assunzioni, con gli indici relativi ora compatibili con una sostanziale stagnazione degli occupati nella prima metà del 2025. A differenza dei PMI tornano invece a calare le aspettative sui prezzi praticati nei servizi, che restano comunque su livelli superiori alla media storica, mentre continuano a risalire nell'industria, probabilmente influenzati dal rincaro dell'energia di inizio anno. Nel complesso le indagini di febbraio, PMI e della Commissione Europea, sono coerenti con una crescita del PIL a 0,2% t/t nel 1° trimestre del 2025. Tuttavia, anche a fronte di un miglioramento degli indici di fiducia nel breve termine, l'elevata incertezza e il comportamento aggressivo dell'amministrazione statunitense continuano a rappresentare rischi al ribasso per il ciclo nei prossimi trimestri che potrebbero portare a più tagli dei tassi da parte della BCE nella seconda parte del 2025.

**Germania: elezioni e indice IFO.** I risultati delle elezioni suggeriscono che il prossimo esecutivo potrebbe essere una riproposizione della Grosse Koalition tra CDU/CSU e SPD. Sulla base dei risultati non è però ancora chiaro se si riuscirà a trovare la maggioranza dei 2/3 del parlamento per riformare la regola sull'indebitamento. A conferma di un ciclo ancora fiacco, l'indagine IFO è risultata invariata a febbraio: al calo di un punto della valutazione della situazione corrente si contrappone un miglioramento delle aspettative.

**Italia: segnali misti dalle indagini di fiducia di febbraio.** A febbraio, le indagini Istat hanno registrato un miglioramento (per il secondo mese di fila) della fiducia di consumatori e imprese manifatturiere, ma l'indice composito di morale delle aziende è calato, appesantito da servizi, commercio al dettaglio e costruzioni. Il livello delle indagini nei primi mesi del 2025 resta superiore a quello dell'ultima parte del 2024, e sembra coerente con un ritorno alla crescita per il PIL dal trimestre in corso (dopo la stagnazione vista in tutto il secondo semestre dello scorso anno), sia pure su ritmi moderati. In ogni caso, molto dipenderà dall'evolversi del contesto internazionale.

**Italia: sale ancora l'inflazione nazionale, stabile l'IPCA.** L'inflazione italiana, all'1,7% a/a a febbraio sia sul NIC che sull'IPCA, è ai massimi da quasi un anno e mezzo, spinta dall'energia. Pensiamo che tale trend possa continuare, ma solo moderatamente, nel corso del 2025. Nel frattempo, l'inflazione "di fondo" resta contenuta (assai più che nel resto dell'Eurozona).

#### Giappone

| Dato                              | Periodo | Precedente  | Consenso | Effettivo |
|-----------------------------------|---------|-------------|----------|-----------|
| Vendite al dettaglio a/a          | gen     | 3.5 (3.7) % | 4.0      | 3.9       |
| Produzione industriale m/m prelim | gen     | -0.2 %      | -1,2     | -1,1      |

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

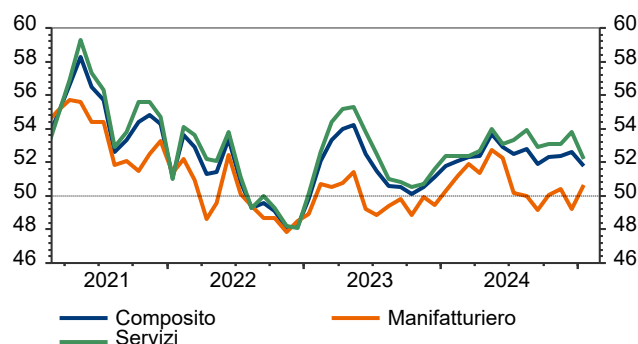
#### Cina

| Dato                         | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|------------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| PMI composito - Caixin       | feb     | 50.1       |          |           |
| PMI manifatturiero - NBS     | feb     | 49.1       | 49.9     |           |
| PMI non manifatturiero - NBS | feb     | 50.2       |          |           |

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

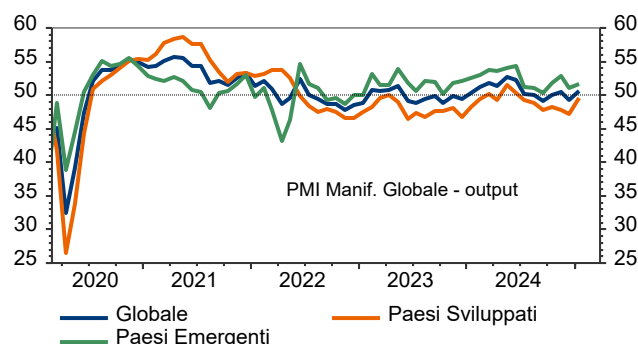
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



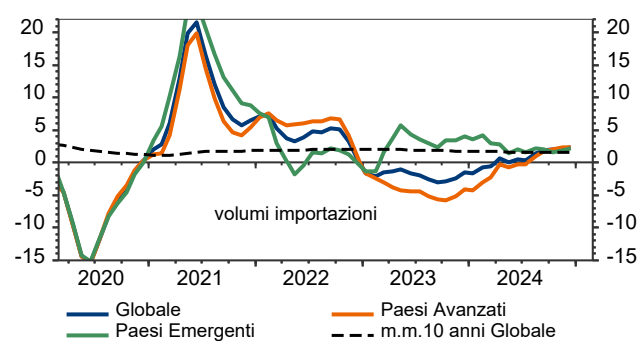
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



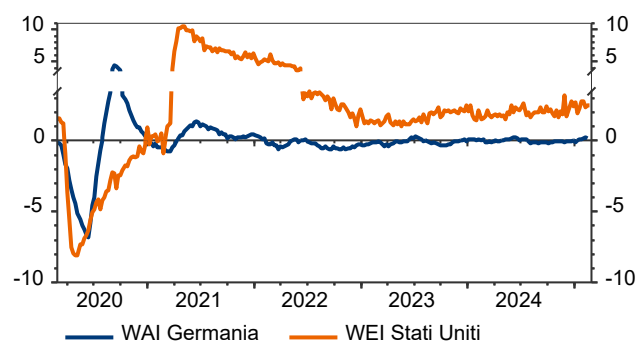
Fonte: S&P Global

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



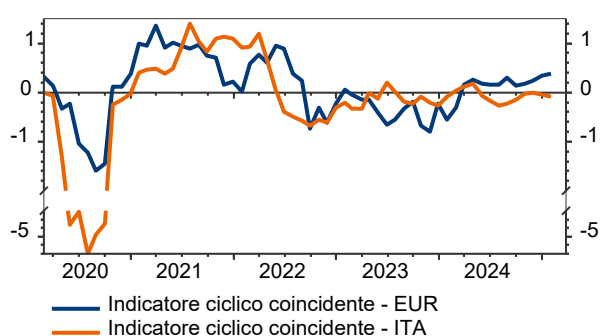
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



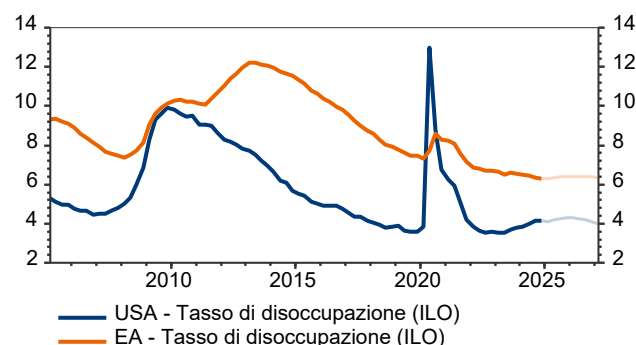
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

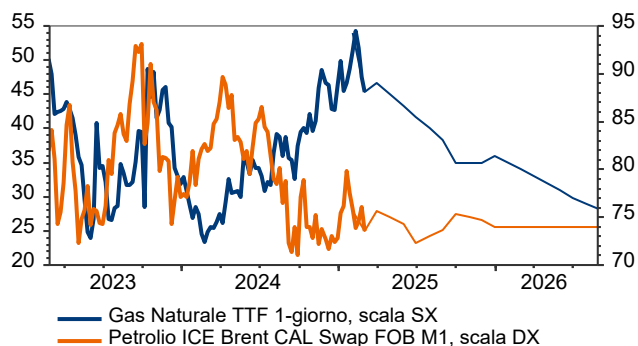
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

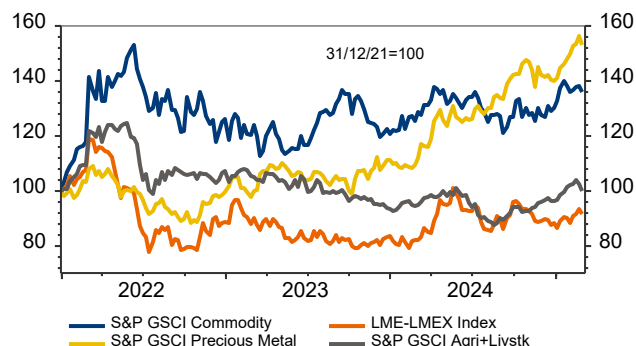
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



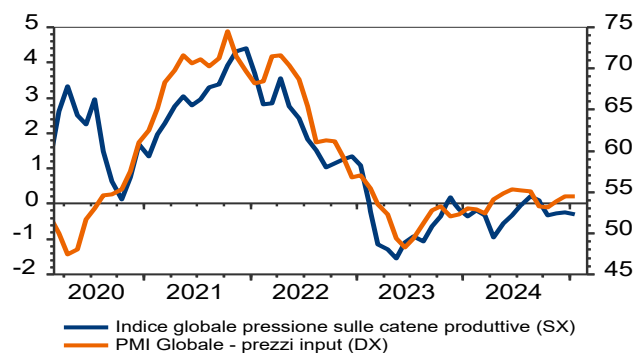
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



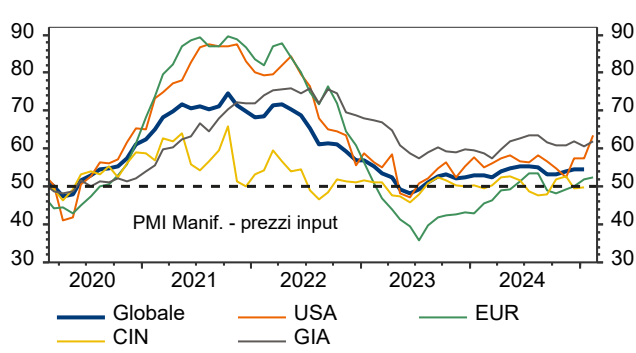
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, LSEG Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



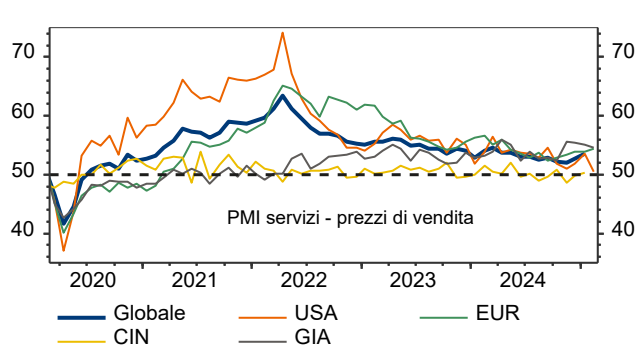
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



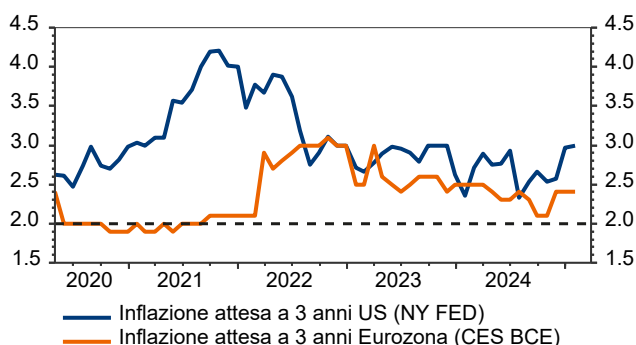
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

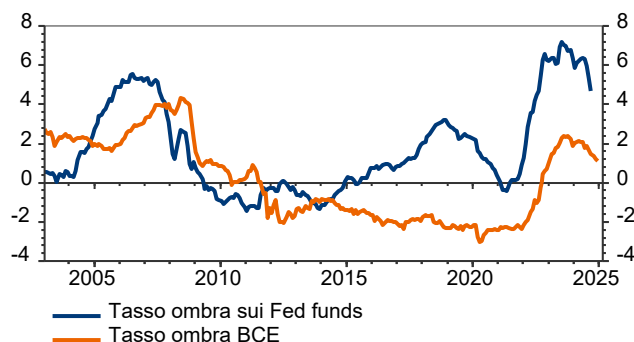
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

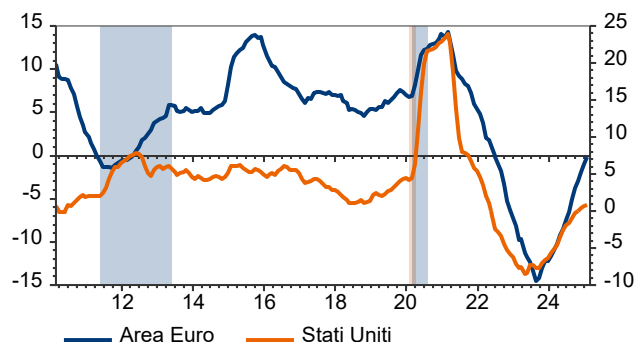
## Condizioni Finanziarie

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



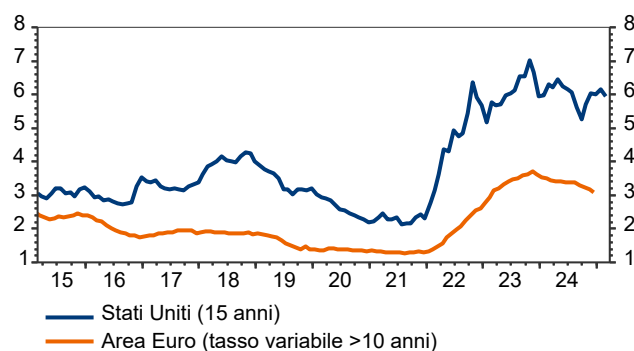
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



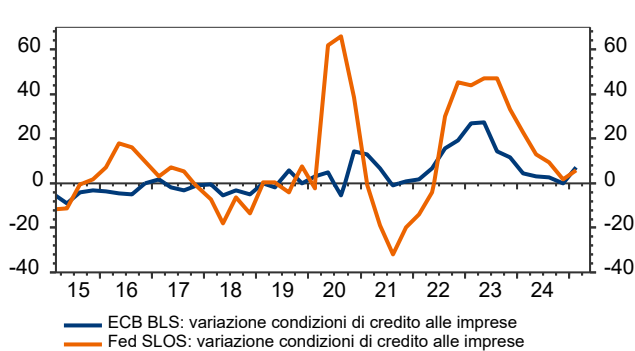
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



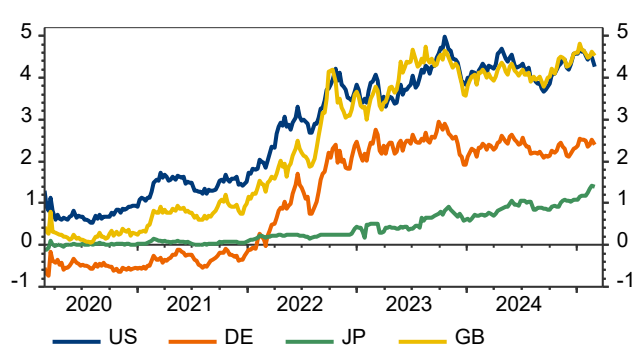
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



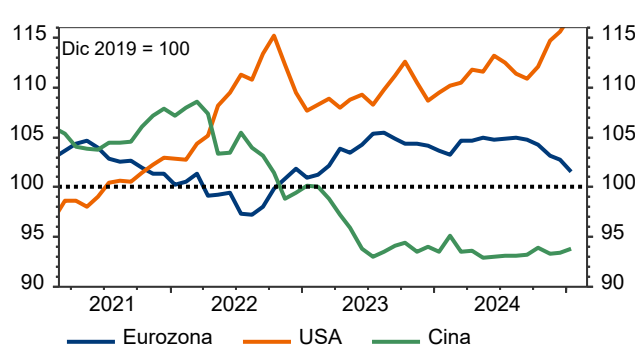
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: LSEG Datastream

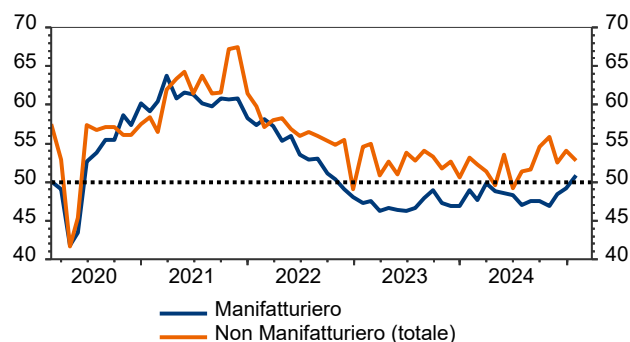
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

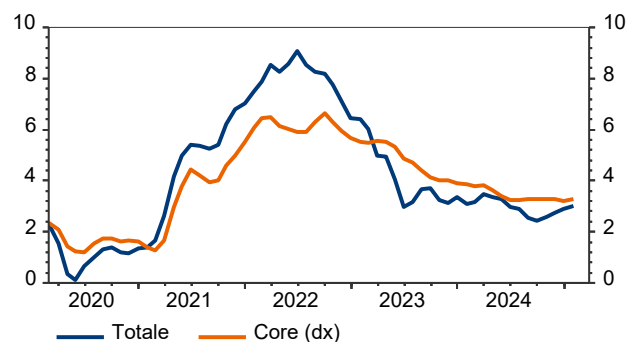
## Stati Uniti

### Indagini ISM



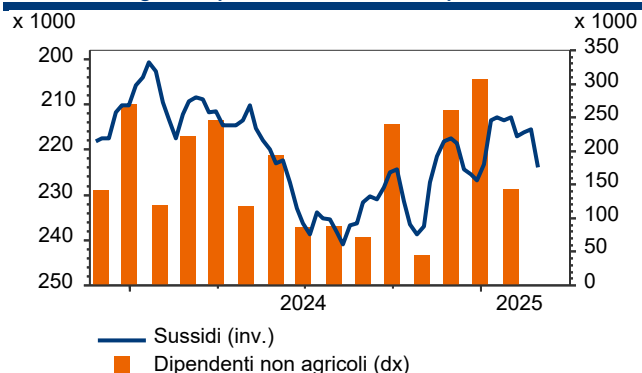
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



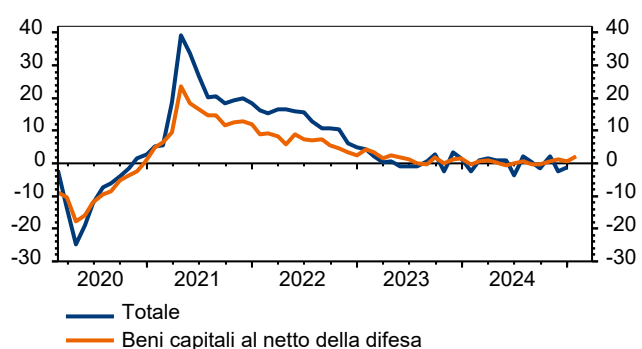
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

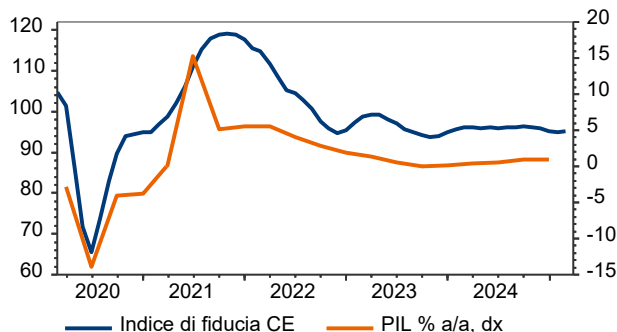
### Previsioni

|                                | 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  | 2.5  | 2.2 | 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   | 3.6   | 3.1   | 4.5  | 3.9  | 4.0  | -3.2 | 4.8  | 4.8 | 4.8 | 4.9 |
| IFL - privati residenziali     | -8.3  | 4.2   | 2.9   | 13.7 | -2.8 | -4.3 | 5.4  | 3.4  | 4.5 | 5.0 | 5.5 |
| Consumi e inv. pubblici        | 3.9   | 3.4   | 2.3   | 1.8  | 3.1  | 5.1  | 2.9  | 1.3  | 1.6 | 1.3 | 2.0 |
| Esportazioni                   | 2.8   | 3.2   | 3.8   | 1.9  | 1.0  | 9.6  | -0.5 | 3.5  | 4.2 | 5.0 | 5.7 |
| Importazioni                   | -1.2  | 5.4   | 5.9   | 6.1  | 7.6  | 10.7 | -1.2 | 7.9  | 6.9 | 6.1 | 5.5 |
| Var. scorte (contrib., % PIL)  | -0.4  | 0.0   | 0.0   | -0.5 | 0.9  | -0.2 | -0.8 | 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

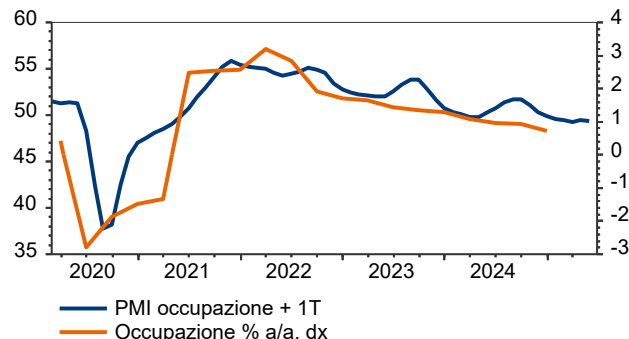
## Area euro

### 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 BCE   | Core AEAT  | Core ex ex tob | IPCA ex tob |
| gen-25       | 126.7        | 122.7        | 119.2        | 126.1        | 2.5        | 2.7        | 2.7            | 2.4         |
| feb-25       | 127.2        | 123.2        | 119.9        | 126.6        | 2.3        | 2.5        | 2.6            | 2.2         |
| mar-25       | 128.0        | 124.2        | 121.1        | 127.4        | 2.2        | 2.4        | 2.5            | 2.1         |
| apr-25       | 128.4        | 124.6        | 121.6        | 127.8        | 1.9        | 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       | 129.3        | 125.8        | 122.8        | 128.7        | 2.2        | 2.4        | 2.6            | 2.2         |
| ago-25       | 129.3        | 125.8        | 122.7        | 128.7        | 2.0        | 2.1        | 2.1            | 2.0         |
| set-25       | 129.6        | 126.2        | 123.0        | 129.0        | 2.4        | 2.3        | 2.4            | 2.4         |
| ott-25       | 129.9        | 126.4        | 123.2        | 129.3        | 2.2        | 2.2        | 2.3            | 2.3         |
| nov-25       | 129.5        | 126.0        | 122.7        | 129.0        | 2.3        | 2.4        | 2.4            | 2.3         |
| dic-25       | 130.0        | 126.5        | 123.2        | 129.2        | 2.3        | 2.4        | 2.4            | 2.0         |
| <b>Media</b> | <b>128.9</b> | <b>125.3</b> | <b>122.1</b> | <b>128.3</b> | <b>2.2</b> | <b>2.4</b> | <b>2.5</b>     | <b>2.2</b>  |

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

### Previsioni di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |            |                |             |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|----------------|-------------|
|              | IPCA         | Core BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core AEAT  | Core ex ex tob | IPCA ex tob |
| gen-26       | 128.7        | 125.0        | 121.5        | 128.0        | 1.6        | 1.9        | 2.0            | 1.5         |
| feb-26       | 129.5        | 125.8        | 122.5        | 128.7        | 1.8        | 2.1        | 2.2            | 1.7         |
| mar-26       | 130.0        | 126.4        | 122.9        | 129.2        | 1.6        | 1.7        | 1.5            | 1.4         |
| apr-26       | 130.4        | 126.8        | 123.3        | 129.6        | 1.6        | 1.7        | 1.5            | 1.4         |
| mag-26       | 131.7        | 128.3        | 125.1        | 131.0        | 1.8        | 1.9        | 1.7            | 1.6         |
| giu-26       | 132.0        | 128.6        | 125.3        | 131.2        | 1.9        | 2.0        | 1.7            | 1.7         |
| lug-26       | 131.9        | 128.3        | 124.9        | 131.1        | 2.0        | 2.0        | 1.8            | 1.8         |
| ago-26       | 132.0        | 128.3        | 124.8        | 131.2        | 2.1        | 2.0        | 1.7            | 1.9         |
| set-26       | 132.4        | 128.6        | 125.2        | 131.5        | 2.1        | 2.0        | 1.8            | 1.9         |
| ott-26       | 132.5        | 128.7        | 125.4        | 131.4        | 2.0        | 1.9        | 1.8            | 1.6         |
| nov-26       | 132.0        | 128.2        | 125.0        | 130.9        | 1.9        | 1.7        | 1.9            | 1.5         |
| dic-26       | 132.5        | 128.7        | 125.7        | 131.4        | 1.9        | 1.7        | 2.0            | 1.7         |
| <b>Media</b> | <b>131.3</b> | <b>127.6</b> | <b>124.3</b> | <b>130.4</b> | <b>1.9</b> | <b>1.9</b> | <b>1.8</b>     | <b>1.7</b>  |

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

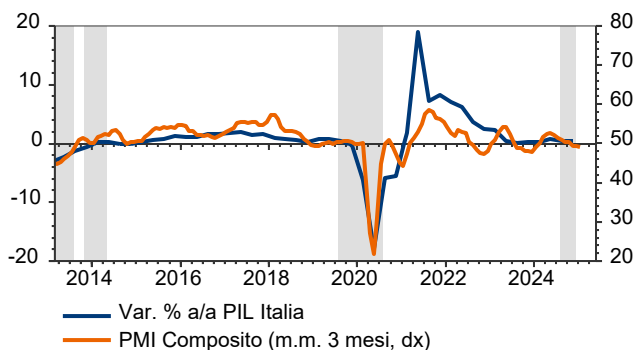
### Previsioni

|                               | 2023 | 2024 | 2025 | 2024 | T1   | T2   | T3   | T4   | 2025 | T1   | T2   | T3   | T4   |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 0.5  | 0.7  | 0.9  | 0.4  | 0.5  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 0.8  | 1.0  |
| - t/t                         |      |      |      | 0.3  | 0.2  | 0.4  | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.3  |
| Consumi privati               | 0.7  | 0.9  | 1.2  | 0.3  | 0.0  | 0.7  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.4  |
| Investimenti fissi            | 1.9  | -1.8 | 1.2  | -2.3 | -2.4 | 2.0  | 1.2  | -0.6 | 0.4  | 0.0  | 0.7  | 0.7  | 0.7  |
| Consumi pubblici              | 1.6  | 2.4  | 1.2  | 0.1  | 1.1  | 0.6  | 0.4  | 0.2  | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.1  |
| Esportazioni                  | -0.6 | 0.8  | 0.5  | 1.1  | 1.5  | -1.5 | -0.6 | 0.7  | 0.3  | 0.5  | 0.5  | 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  | 0.6  | 0.6  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.9 | -0.3 | 0.4  | 0.0  | 0.2  | 0.4  | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 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  | 2.2  | 2.3  | 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  | 0.0  | 1.3  | 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  | 6.5  | 6.5  |
| Euribor 3 mesi                | 3.43 | 3.57 | 2.18 | 3.92 | 3.81 | 3.56 | 3.00 | 2.54 | 2.16 | 2.01 | 2.02 | 2.02 | 2.02 |

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

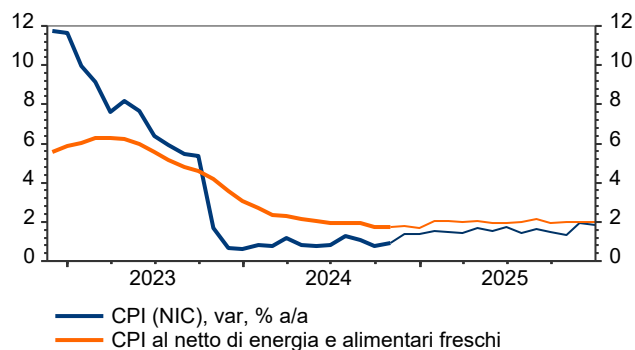
## Italia

## 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        | 122.2        | 121.6        | 121.7        | 1.7        | 1.7        | 1.9        | 2.0        |
| mar-25       | 124.1        | 122.3        | 121.2        | 121.8        | 1.9        | 1.8        | 1.6        | 2.0        |
| apr-25       | 124.9        | 122.6        | 121.4        | 122.0        | 2.0        | 1.9        | 1.8        | 2.3        |
| mag-25       | 125.1        | 122.9        | 121.5        | 122.1        | 2.0        | 1.9        | 1.7        | 2.2        |
| giu-25       | 125.5        | 123.1        | 121.7        | 122.3        | 2.1        | 2.0        | 1.8        | 2.3        |
| lug-25       | 124.0        | 123.3        | 121.9        | 122.0        | 1.8        | 1.8        | 1.6        | 1.7        |
| ago-25       | 124.0        | 123.7        | 122.2        | 122.3        | 1.9        | 1.9        | 1.7        | 1.8        |
| set-25       | 125.5        | 123.5        | 122.1        | 122.2        | 2.0        | 1.9        | 1.8        | 1.8        |
| ott-25       | 126.1        | 123.8        | 122.3        | 122.4        | 2.2        | 2.1        | 1.9        | 1.9        |
| nov-25       | 126.0        | 123.7        | 122.3        | 122.4        | 2.2        | 2.1        | 1.9        | 1.9        |
| dic-25       | 126.1        | 123.8        | 122.5        | 122.6        | 2.2        | 2.1        | 1.9        | 2.0        |
| <b>Media</b> | <b>124.7</b> | <b>123.1</b> | <b>121.8</b> | <b>122.1</b> | <b>2.0</b> | <b>1.9</b> | <b>1.7</b> | <b>1.9</b> |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |            |            |            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
|              | IPCA         | NIC          | FOI          | FOI ex tob   | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI ex tob |
| gen-26       | 124.5        | 123.9        | 122.6        | 122.7        | 1.7        | 1.6        | 1.5        | 1.5        |
| feb-26       | 124.5        | 124.1        | 122.8        | 122.9        | 1.6        | 1.5        | 1.0        | 1.0        |
| mar-26       | 126.2        | 124.3        | 123.1        | 123.2        | 1.7        | 1.6        | 1.6        | 1.1        |
| apr-26       | 126.8        | 124.4        | 123.1        | 123.2        | 1.6        | 1.5        | 1.4        | 1.0        |
| mag-26       | 127.0        | 124.6        | 123.2        | 123.3        | 1.5        | 1.4        | 1.4        | 1.0        |
| giu-26       | 127.4        | 124.9        | 123.5        | 123.6        | 1.5        | 1.5        | 1.5        | 1.1        |
| lug-26       | 126.0        | 125.2        | 123.8        | 123.9        | 1.6        | 1.5        | 1.6        | 1.6        |
| ago-26       | 125.9        | 125.5        | 124.1        | 124.2        | 1.6        | 1.5        | 1.6        | 1.6        |
| set-26       | 127.5        | 125.4        | 124.0        | 124.1        | 1.6        | 1.5        | 1.6        | 1.6        |
| ott-26       | 127.8        | 125.4        | 124.0        | 124.1        | 1.4        | 1.3        | 1.4        | 1.4        |
| nov-26       | 127.8        | 125.3        | 124.0        | 124.1        | 1.4        | 1.3        | 1.4        | 1.4        |
| dic-26       | 127.9        | 125.4        | 124.2        | 124.3        | 1.4        | 1.3        | 1.4        | 1.4        |
| <b>Media</b> | <b>126.6</b> | <b>124.9</b> | <b>123.5</b> | <b>123.6</b> | <b>1.5</b> | <b>1.5</b> | <b>1.4</b> | <b>1.3</b> |

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   | 0.5   | -0.9 | -0.5 | -1.2 | 0.6  | 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   | 0.0   | 0.6   | -0.2 | -1.2 | -0.9 | 0.8  | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.4  |
| Importazioni                  | 0.0   | -2.1  | 2.1   | -1.0 | 0.3  | 1.2  | 0.3  | 0.4  | 0.5  | 0.6  | 0.6  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -2.3  | -0.6  | 0.5   | 0.3  | 0.2  | 0.1  | -0.1 | 0.2  | 0.1  | 0.2  | 0.2  |
| Partite correnti (% PIL)      | -0.1  | 1.3   | 1.1   |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Deficit pubblico (% PIL)      | -7.2  | -3.6  | -3.2  |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito pubblico (% PIL)       | 134.8 | 136.1 | 137.7 |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Prezzi al consumo (IPCA, a/a) | 5.9   | 1.1   | 2.0   | 1.0  | 0.9  | 1.2  | 1.3  | 1.8  | 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 |

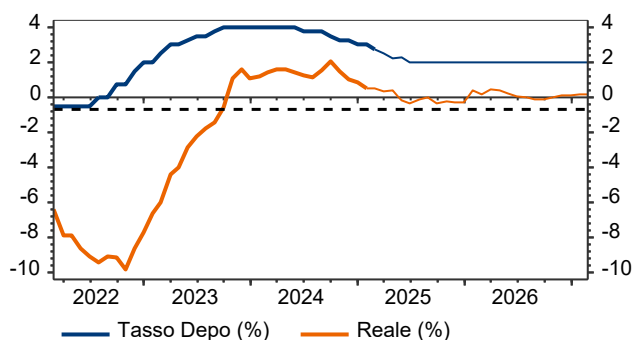
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

|              | giu  | set  | dic  | 27/2        | mar  | giu  | set  | dic  |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Deposit rate | 3.75 | 3.50 | 3.00 | <b>2.75</b> | 2.50 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| Euribor 1m   | 3.63 | 3.35 | 2.85 | <b>2.46</b> | 2.46 | 2.05 | 2.01 | 2.00 |
| Euribor 3m   | 3.71 | 3.28 | 2.71 | <b>2.46</b> | 2.39 | 2.06 | 2.01 | 2.02 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

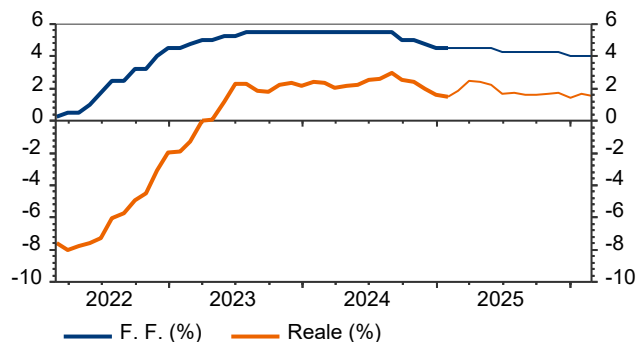


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Stati Uniti

|           | giu  | set  | dic  | 27/2        | mar  | giu  | set  | dic  |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds | 5.50 | 5.00 | 4.50 | <b>4.50</b> | 4.50 | 4.25 | 4.25 | 4.00 |
| OIS 3m    | 5.32 | 4.59 | 4.32 | <b>4.32</b> | 4.33 | 4.25 | 4.30 | 4.21 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

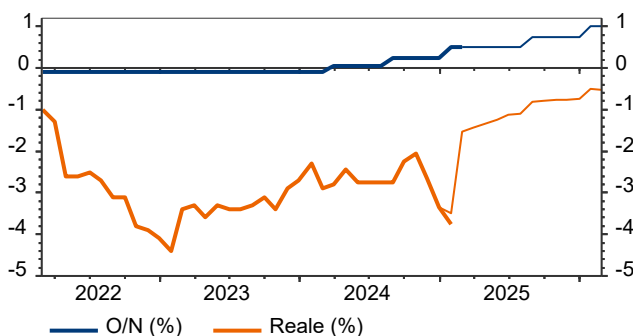


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Giappone

|            | giu  | set  | dic  | 27/2        | mar  | giu  | set  | dic  |
|------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| O/N target | 0.05 | 0.25 | 0.25 | <b>0.50</b> | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.75 |
| OIS 3m     | 0.12 | 0.25 | 0.32 | <b>0.50</b> | 0.55 | 0.65 | 0.80 | 0.90 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

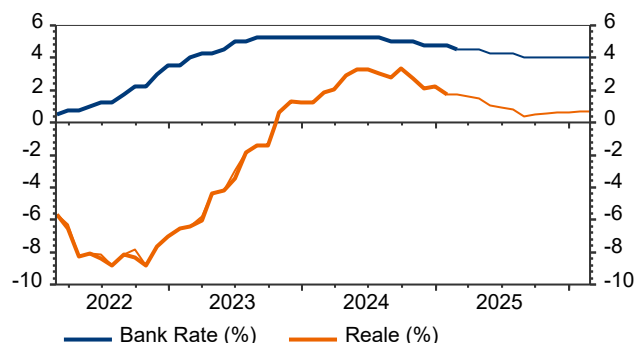


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Regno Unito

|           | giu  | set  | dic  | 27/2        | mar  | giu  | set  | dic  |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate | 5.25 | 5.00 | 4.75 | <b>4.50</b> | 4.50 | 4.25 | 4.00 | 4.00 |
| OIS 3m    | 5.13 | 4.82 | 4.62 | <b>4.42</b> | 4.35 | 4.15 | 3.95 | 3.90 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LSEG Datastream

### Tassi di cambio

|         | -24m | -12m | -6m  | -3m  | -1m  | 28/2          | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.06 | 1.08 | 1.11 | 1.05 | 1.04 | <b>1.0402</b> | 1.03 | 1.02 | 1.04 | 1.05 | 1.07 |
| USD/JPY | 136  | 151  | 145  | 152  | 156  | <b>150.42</b> | 158  | 160  | 153  | 147  | 140  |
| GBP/USD | 1.21 | 1.27 | 1.32 | 1.27 | 1.24 | <b>1.2596</b> | 1.26 | 1.25 | 1.28 | 1.31 | 1.33 |
| EUR/CHF | 0.99 | 0.95 | 0.94 | 0.93 | 0.94 | <b>0.9382</b> | 0.93 | 0.92 | 0.94 | 0.95 | 0.98 |
| EUR/JPY | 145  | 163  | 161  | 160  | 162  | <b>156.48</b> | 163  | 164  | 159  | 154  | 150  |
| EUR/GBP | 0.88 | 0.86 | 0.84 | 0.83 | 0.84 | <b>0.8257</b> | 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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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

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

#### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

##### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

##### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)