



Club degli Orafi Italia
L'INTELLIGENZA ITALIANA NEL GIOIELLO

INTESA  **SANPAOLO**

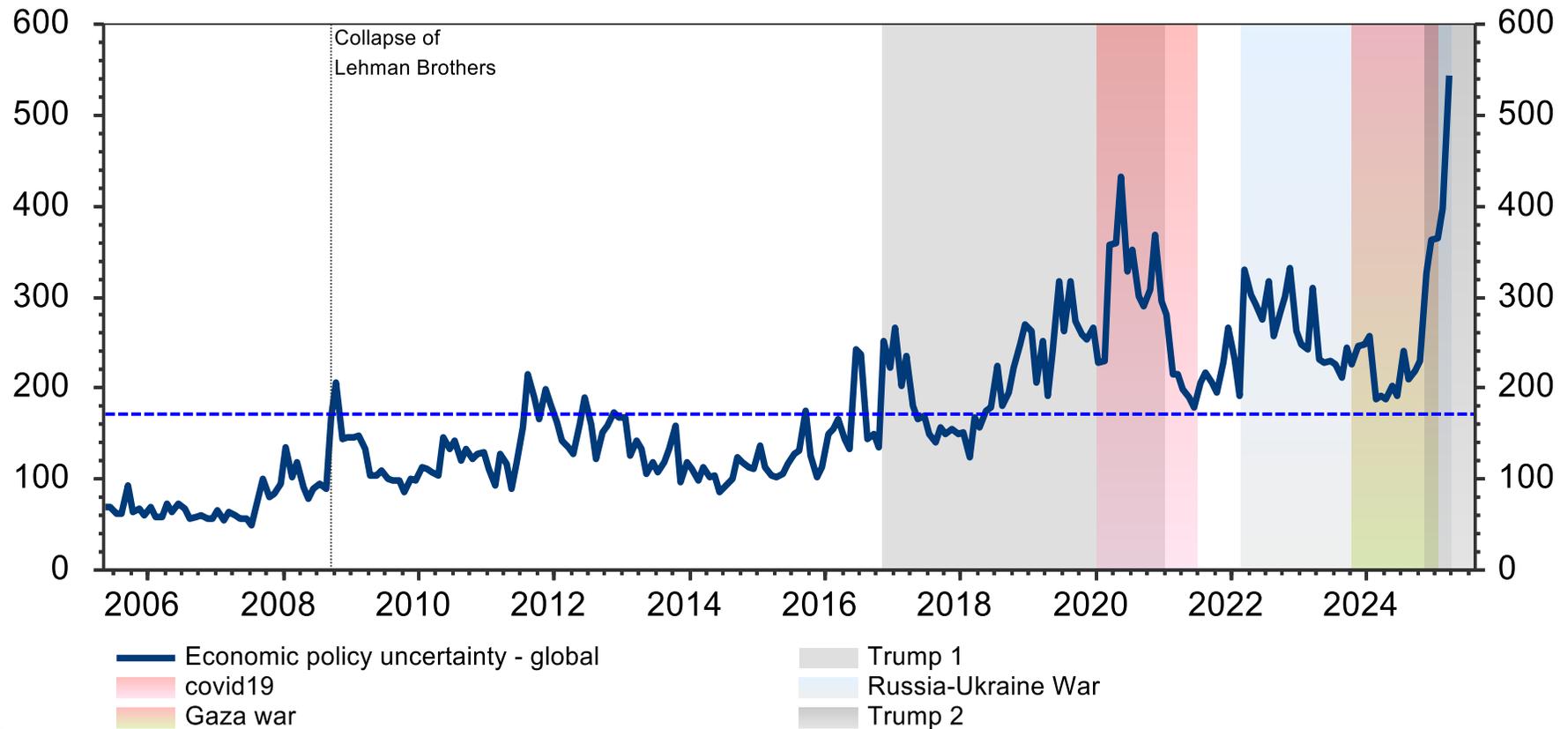
La grande incertezza: i mercati nell'era Trump

Daniela Corsini
Research Department

Arezzo, 10 maggio 2025

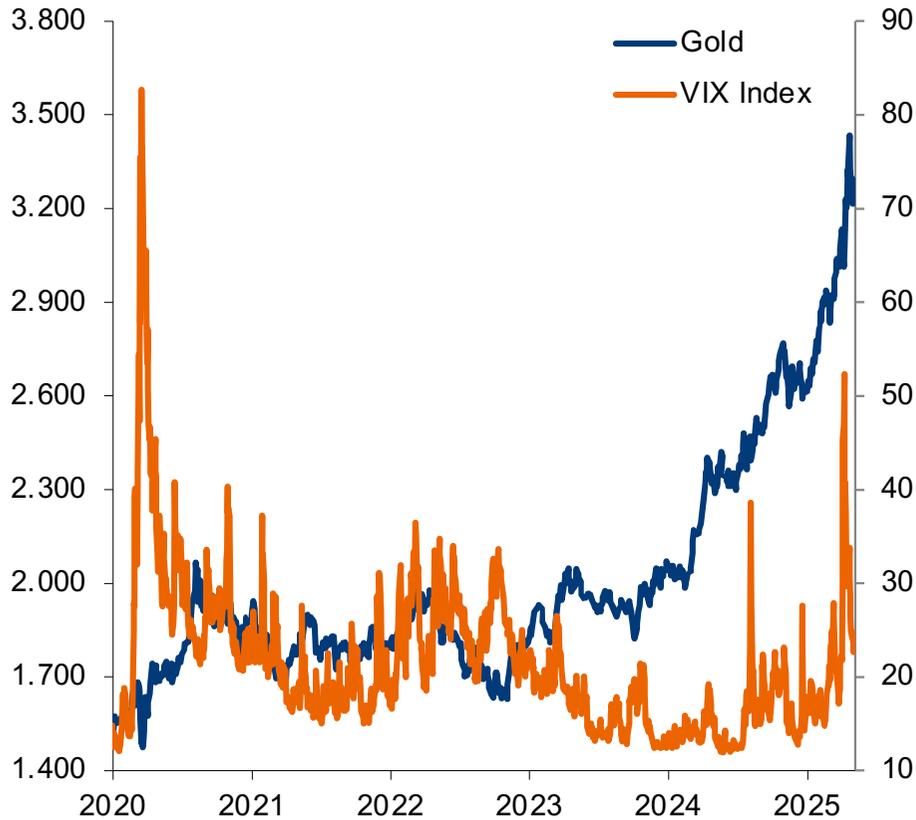
La grande incertezza: i mercati nell'era Trump

L'Economic Policy Uncertainty Index è in forte rialzo per l'imprevedibilità delle politiche economiche e commerciali statunitensi. La «strategia del caos» e la minaccia di tariffe punitive spaventano i mercati.

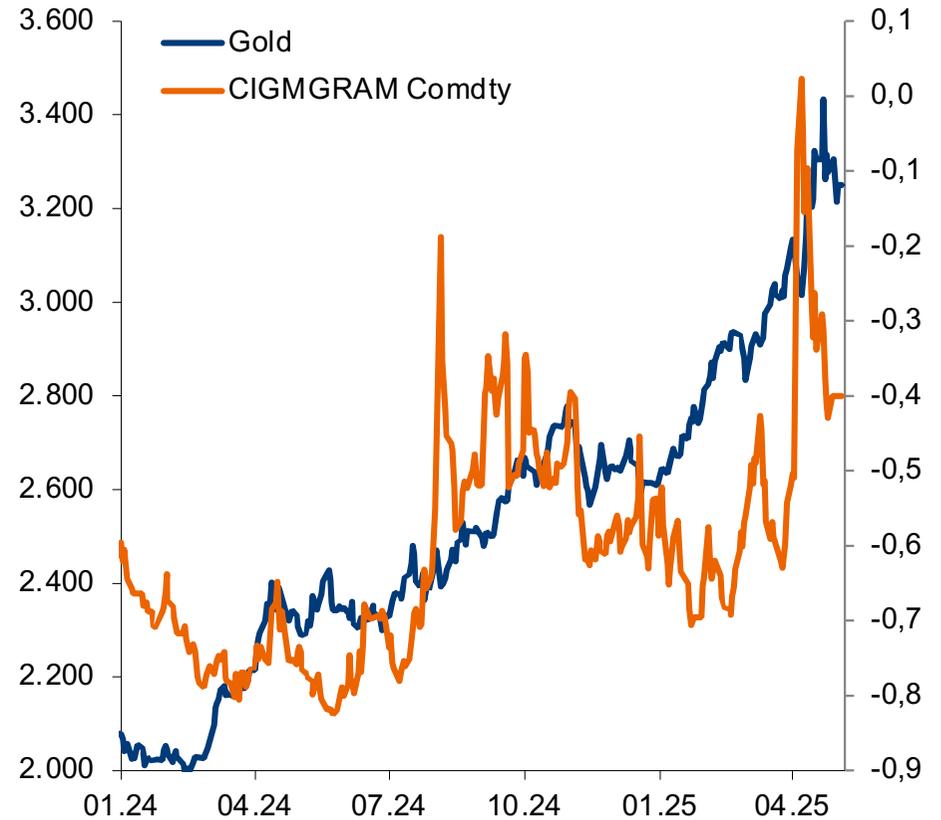


Volatilità e avversione al rischio spingono i beni rifugio

Oro in USD/oz e VIX Index (scala destra)



Oro in USD/oz e Risk Aversion Index (scala destra)



Rischi al ribasso per le stime di crescita, al rialzo per le stime di inflazione

	Variazione media annua del PIL				
	2022	2023	2024	2025f	2026f
United States	2.5	2.9	2.8	1.4	1.7
Euro Area	3.6	0.5	0.8	0.8	1.0
Germany	1.4	-0.1	-0.2	0.1	1.0
France	2.6	1.1	1.1	0.7	1.1
Italy	4.8	0.8	0.5	0.7	1.0
Spain	6.2	2.7	3.2	2.4	1.9
OPEC	5.2	2.1	2.5	3.2	3.8
Eastern Europe	-1.0	2.6	3.2	2.0	2.2
Latin America	4.1	2.0	2.3	2.8	2.7
Japan	0.9	1.5	0.1	1.3	0.9
China	3.1	5.4	5.0	4.6	4.3
India	7.0	8.8	6.7	6.5	6.5
World	3.5	3.2	3.2	3.0	3.2

Possibili revisioni delle stime di crescita e inflazione negli Stati Uniti, e nel resto del mondo:

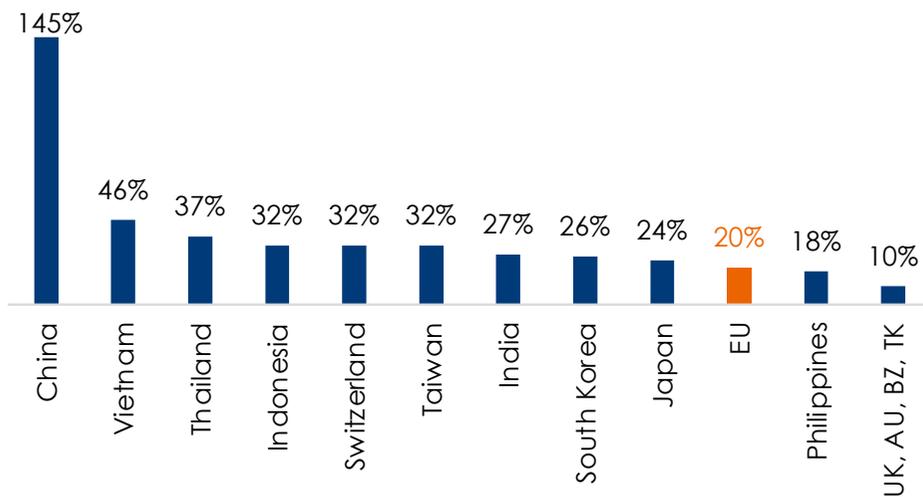
- Tutti i modelli econometrici indicano che, **se pienamente implementati, i dazi** minacciati sinora **avrebbero impatti negativi sulla crescita, e positivi sull'inflazione.**
- L'impatto negativo è amplificato dal **calo della fiducia** di consumatori e imprese (e quindi degli investimenti) **e del reddito disponibile** (e dunque dei consumi).
- **Il repricing dei corsi azionari** accresce la pressione sull'economia USA.
- **Un calo del prezzo del petrolio** potrebbe aumentare la crescita globale di 0,1-0,2% se trainato dall'offerta, ma non se trainato dalla domanda per l'aumento della propensione al risparmio. **Negli Stati Uniti, avrebbe invece effetti negativi sulla crescita per il calo degli investimenti**, che sovrasterebbero quelli positivi legati al maggior potere di acquisto.

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo
Variazione del PIL a prezzi costanti. Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department

I dazi USA torneranno ai massimi da quasi 125 anni?

Dal 5 aprile, è in vigore un **dazio base universale aggiuntivo** del **10%** (eccetto che per Canada, Messico e Cina, già soggetti a regimi differenziati), oltre a dazi settoriali (auto, acciaio, alluminio). Il 9 aprile sarebbero dovuti entrare in vigore **dazi bilaterali** più elevati per 57 paesi o unioni doganali, annunciati il 2 aprile, ma sono stati **sospesi per 90 giorni**.

Dazi bilaterali nominali annunciati il 2 aprile e al momento sospesi (tranne che per la Cina)

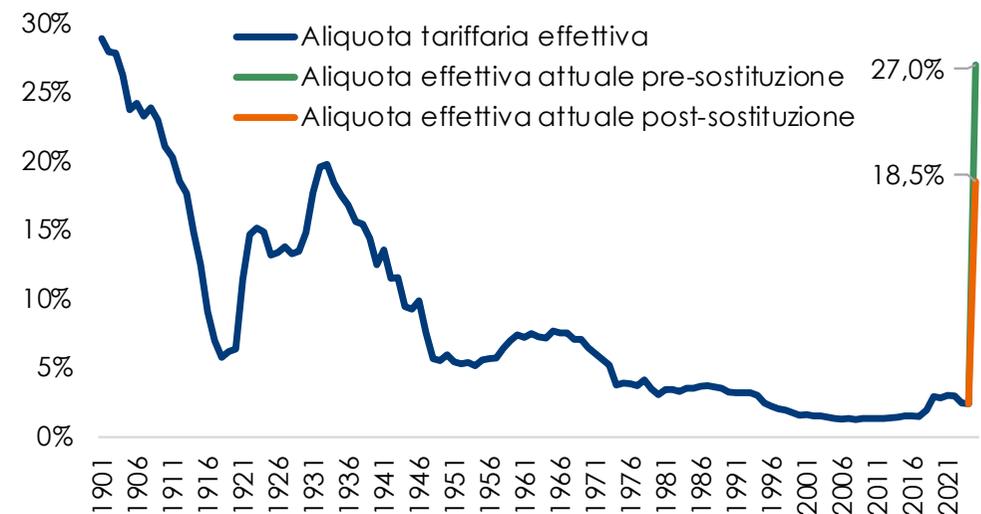


Nota: sono rappresentati soltanto 11 dei 57 paesi soggetti a dazi bilaterali specifici; per la Cina, il dazio bilaterale è sommato a quelli già in vigore (20%), ma non considera l'esenzione su alcuni prodotti tecnologici. Fonte: Governo USA, annex I al decreto presidenziale del 2 aprile 2025.

Club degli Orafi Italia

L'INTELLIGENZA ITALIANA NEL GIOIELLO

Dazio medio effettivo degli Stati Uniti dal 1900 al 2025 al 10 aprile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Budget Lab. La stima «post-substitution» include una valutazione riguardo allo spostamento di quote di mercato dalla Cina ad altri esportatori verso gli US.

INTESA  SANPAOLO

La politica commerciale americana continuerà ad essere fonte di instabilità nei prossimi mesi

Nuovi annunci

Dazi settoriali, probabilmente del 25%, attesi su legname, rame e forse prodotti farmaceutici, elettronica. Sono già in vigore su auto, acciaio, alluminio.

I dazi bilaterali sono stati soltanto sospesi per 90 giorni, non abrogati.

Ricorsi legali

Congresso: la sospensione dei dazi bilaterali ha congelato i bills bipartisan per fermare l'amministrazione.

Il ricorso alla dichiarazione di emergenza economica è considerato discutibile e ci si attende che possa essere impugnato con successo presso la U.S. Court of International Trade. Il governo potrebbe essere costretto a usare altri strumenti giuridici, più lenti.

Negoziati, rappresaglie

Diversi paesi molto dipendenti dal mercato USA sono pronti a concessioni (per es., Vietnam) per scendere al dazio base del 10%.

Non c'è una struttura negoziale, né chiarezza sugli obiettivi.

Canada, Messico: revisione del trattato USMCA nei prossimi anni.

Misure di rappresaglia sono già state annunciate da Cina, Canada, UE (sospese).

Calo di consensi

In vista delle elezioni legislative del novembre 2026, **l'eventuale calo di consensi per inflazione e rallentamento economico potrebbe rendere il governo USA più propenso a trovare accordi per ridurre i dazi**, anche perché alcuni deputati/senatori repubblicani potrebbero volersi distanziare da alcune misure più impopolari.

Come ci siamo arrivati? Da un problema all'altro. Protezionismo, inflazione e debito sono interconnessi



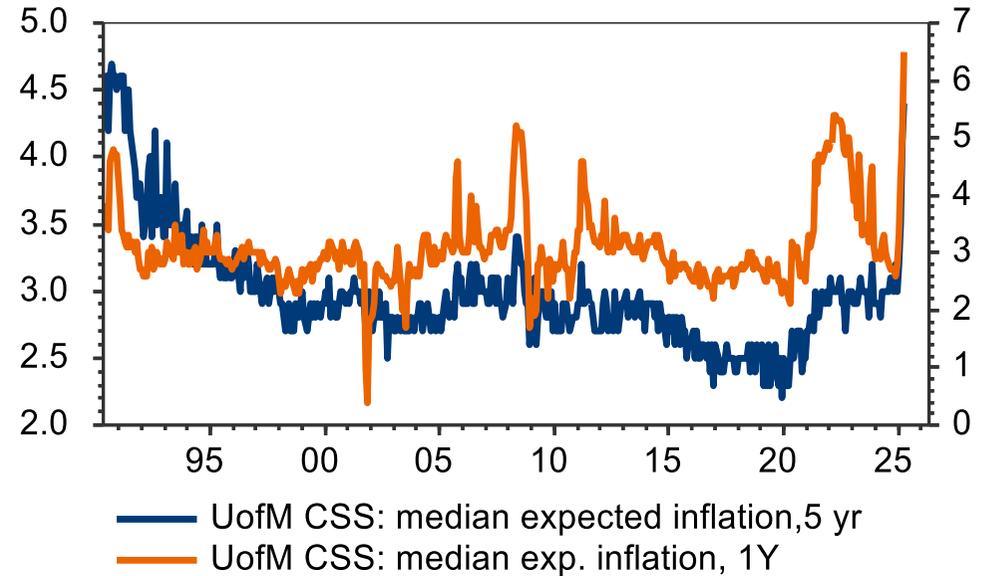
Negli USA, le guerre commerciali hanno già iniziato ad incidere su aspettative e fiducia

Negli USA, l'effetto reale dei dazi sarà evidente soltanto nei prossimi mesi

Netto aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine delle famiglie



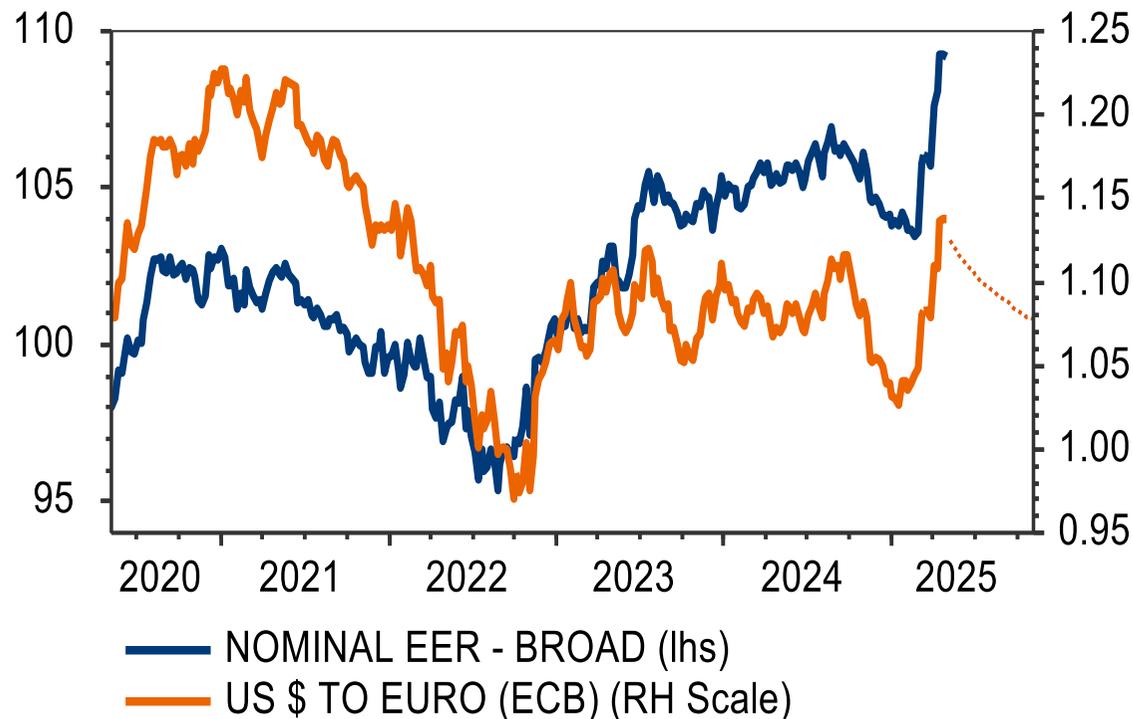
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citigroup, LSEG Datastream



Fonte: University of Michigan Consumer Sentiment Survey

In Europa, l'inatteso rafforzamento della valuta unica peggiora l'impatto reale dei dazi

Cambio EUR/USD e cambio medio effettivo dell'euro

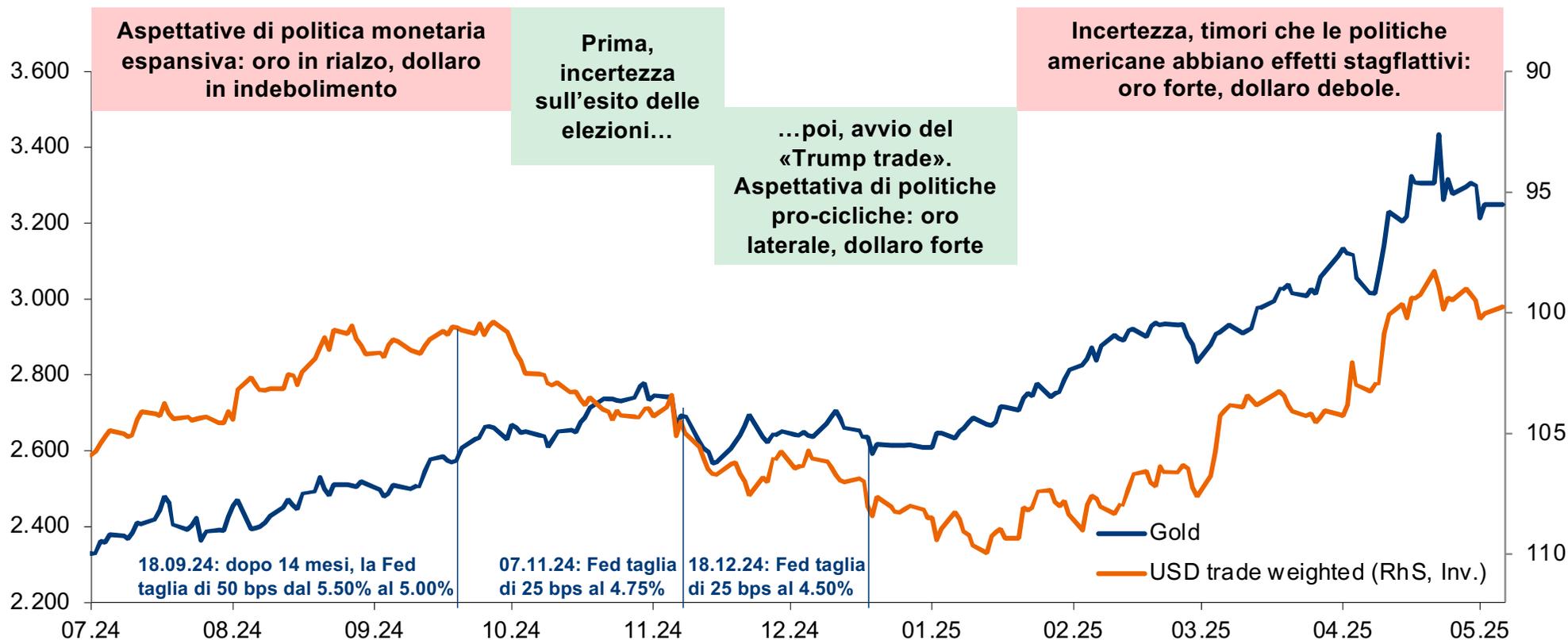


Lungo entrambe le sponde dell'Atlantico, **l'incertezza** sulle politiche economiche e commerciali, e conseguentemente sull'evoluzione dei dati macroeconomici **complica il lavoro delle banche centrali:**

- **Fed:** probabili **due tagli** da 25 bps nel 2025, a settembre e dicembre (vs. 3 attesi dal mercato, in settembre, ottobre e dicembre), che porterebbero i tassi in area **4.00% (upper bound)**.
- **BCE:** aumenta la probabilità di **due tagli** da 25 bps entro fine estate (vs. 3 attesi dal mercato), che porterebbero i tassi all'**1.75%**.
- Date le attuali previsioni relative al differenziale dei tassi e all'evoluzione dello scenario macroeconomico, **ci attendiamo un recupero del dollaro contro euro**. Il profilo atteso per l'EUR/USD è **1.12 a 1 mese; 1.10 a 3 mesi; 1.08 a 6 mesi; 1.06 a 12 mesi; 1.08 a 24 mesi**.

La grande incertezza aiuta l'oro

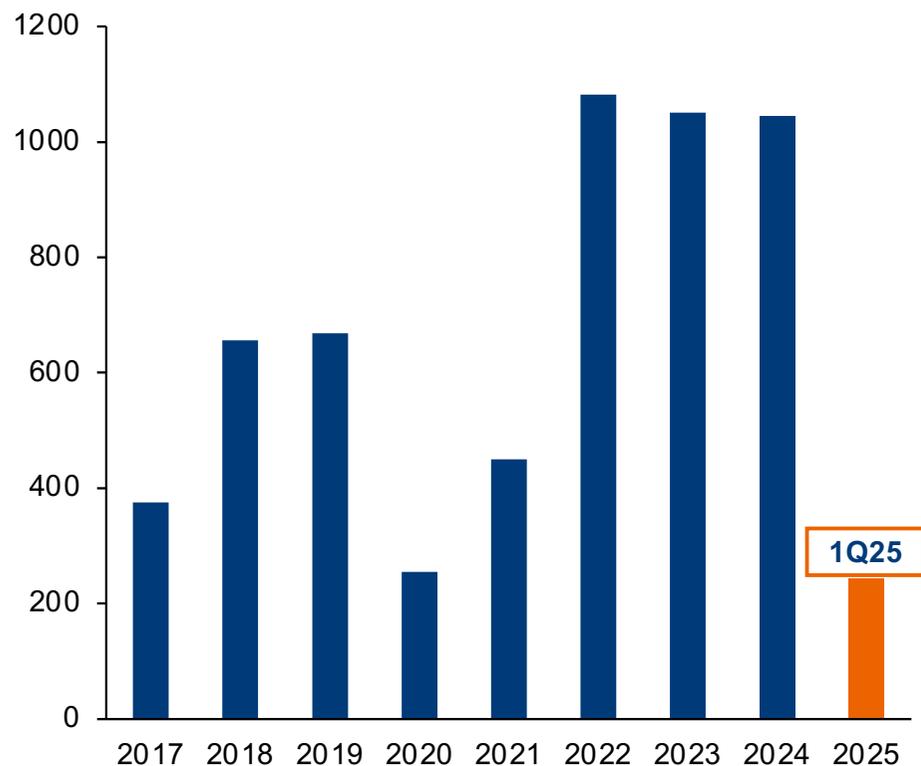
Oro (USD/oncia) vs. dollaro americano pesato per il commercio (scala destra, invertito)



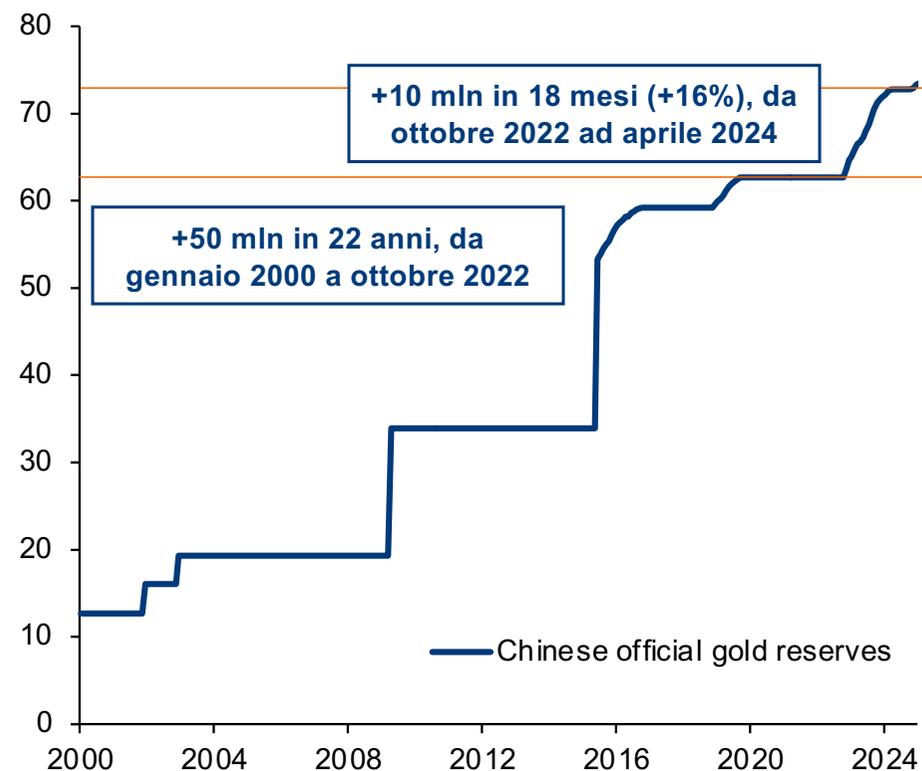
Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg

L'oro piace alle banche centrali...

Acquisti di oro per riserve strategiche da parte delle banche centrali, in tonnellate



Oro detenuto (e dichiarato) dalla People Bank of China (PBoC) in milioni di once

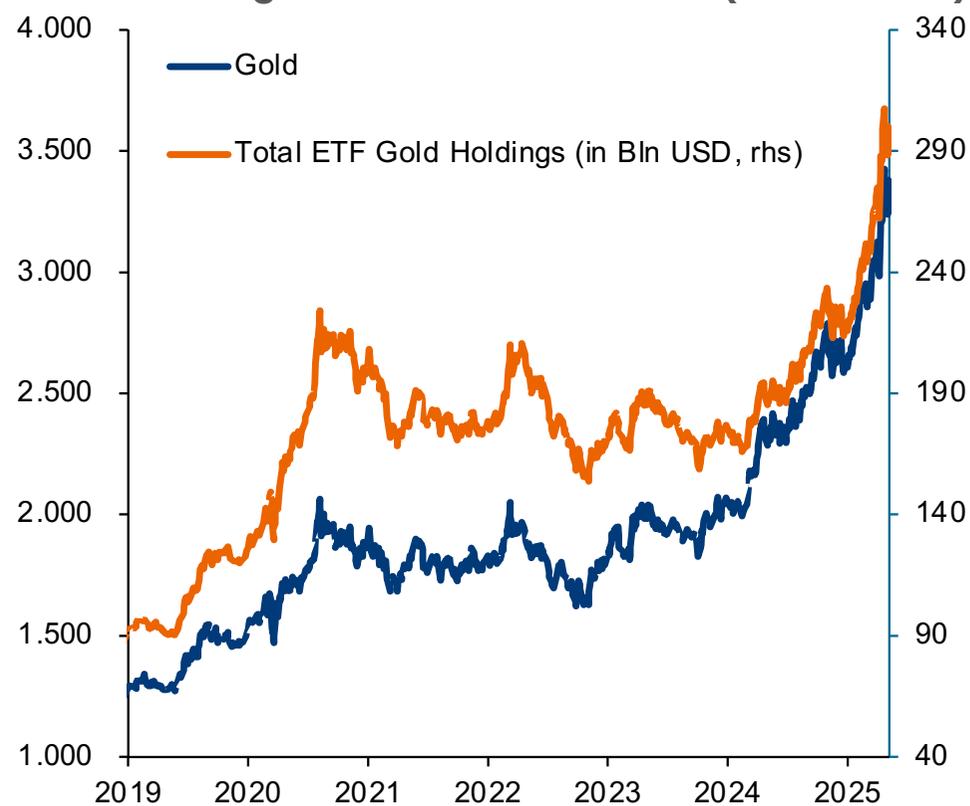


...e agli investitori, soprattutto nei paesi emergenti

Prezzo dell'oro in USD/oz e volumi di oro detenuti dagli ETFs in milioni di onces (scala destra)

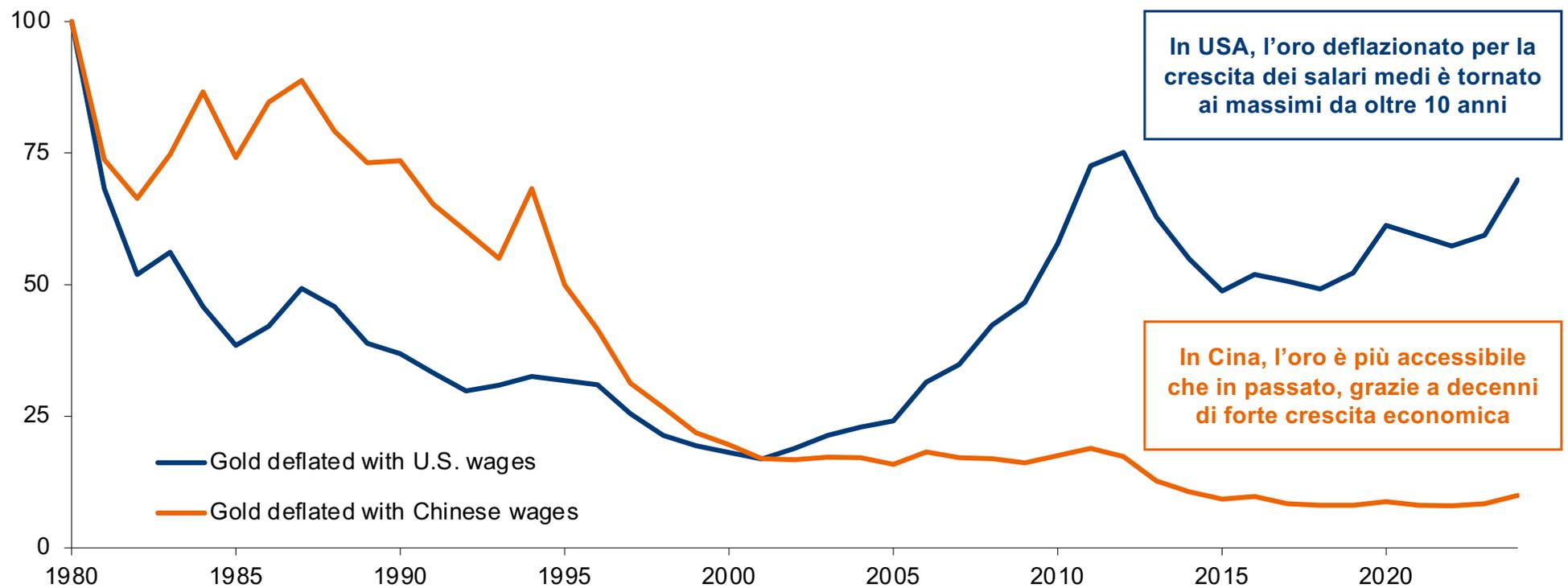


Prezzo dell'oro in USD/oz e controvalore dell'oro detenuto dagli ETFs in miliardi di dollari (scala destra)



L'Asia gioca un ruolo più importante che in passato

Oro deflazionato per la crescita dei salari americani e cinesi



Il rally è alimentato dai mercati finanziari: gli alti prezzi frenano la domanda in gioielleria ed aumentano l'offerta

World Gold Council, fondamentali di domanda e offerta

	2023		2024		y/y growth		1Q24		1Q25		y/y growth
Total gold demand, in tons	4,493		4,554		1%	Total gold demand, in tons	1,133		1,310		16%
Jewellery consumption	2,111	47%	1,877	41%	-11%	Jewellery consumption	480	42%	380	29%	-21%
Jewellery inventory	80	2%	126	3%	57%	Jewellery inventory	58	5%	54	4%	-8%
Bars and coin	1,190	26%	1,186	26%	0%	Bars and coin	317	28%	325	25%	3%
ETFs	-244	-5%	-7	0%	----	ETFs	-113	-10%	227	17%	---
Central banks	1,051	23%	1,045	23%	-1%	Central banks	310	27%	244	19%	-21%
Technology	305	7%	326	7%	7%	Technology	80	7%	81	6%	0%
Total gold supply, in tons	4,946		4,974		1%	Total gold supply, in tons	1,194		1,206		1%
Mine production	3,644	74%	3,661	74%	0%	Mine production	853	71%	856	71%	0%
Net producer hedging	67	1%	-57	-1%	-184%	Net producer hedging	-9	-1%	5	0%	---
Recycled gold	1,234	25%	1,370	28%	11%	Recycled gold	350	29%	345	29%	-1%
OTC and other	453		421		-7%	OTC and other	61		-104		---

Oro: l'incertezza può spingere su nuovi record, ma un consolidamento sarebbe appropriato

Prezzi spot di oro e argento in USD/oz

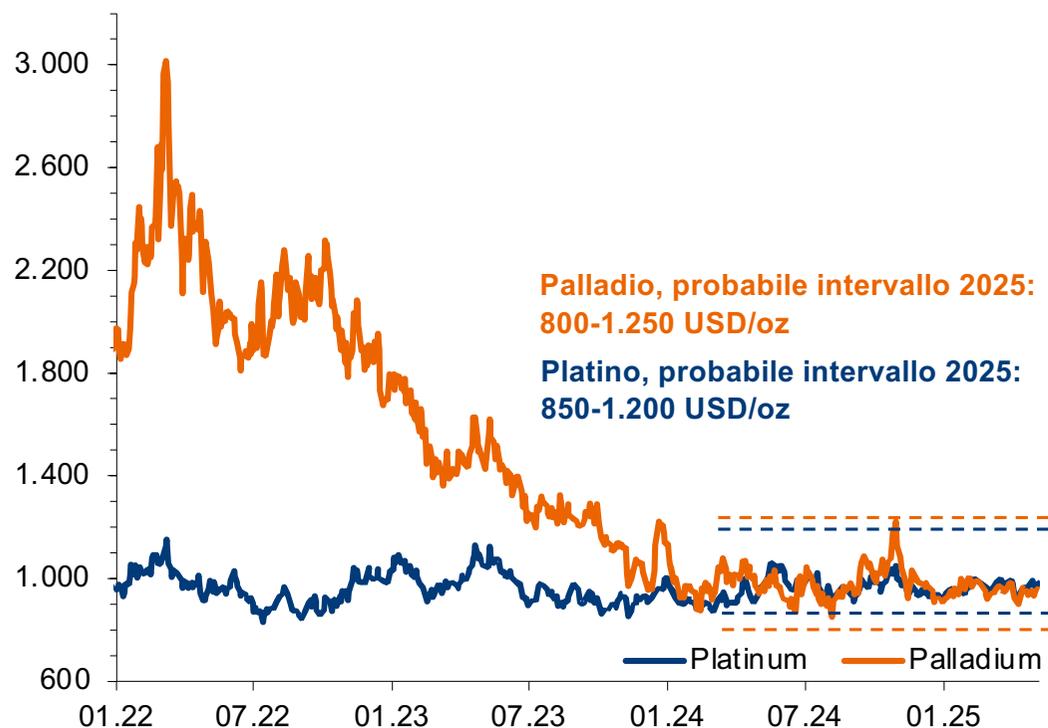


Stime Intesa Sanpaolo, prezzo medio

		2025	2026	2027	2028
LME ORO	USD/oz	3,000	2,900	2,900	3,000
	EUR/gr	89.1	87.4	86.0	87.3
LME ARGENTO	USD/oz	31.50	33.00	34.00	35.00
	EUR/gr	0.93	0,99	1.01	1.02
EUR/USD		1.08	1.07	1.08	1.10

Platino e palladio: probabile ripresa dei consumi

Prezzi spot di platino e palladio in USD/oz



Stime Intesa Sanpaolo, prezzo medio

		2025	2026	2027	2028
LME PLATINO	USD/oz	1,060	1,200	1,225	1,250
	EUR/gr	31.5	36.2	36.3	36.4
LME PALLADIO	USD/oz	1,040	1,170	1,195	1,220
	EUR/gr	30.9	35.3	35.4	35.5
EUR/USD		1.08	1.07	1.08	1.10

Grazie!

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 - 20121 Milano - Italia.

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. - Industry & Banking Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

A cura di:

Daniela Corsini, *Research Department, Intesa Sanpaolo*