



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Febbraio 2025



Indice**L'evoluzione dello scenario congiunturale**

La roulette dei dazi USA, quale effetto sull'Italia?

Sintesi della previsione macroeconomica

Produzione industriale in ampio calo a fine 2024

Le prospettive per il settore manifatturiero restano assai deboli

Torna a calare la produzione nelle costruzioni

Terziario: dopo la frenata a sorpresa di fine 2024, atteso un rimbalzo a inizio 2025

Vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori in moderato recupero

Disoccupazione ancora vicina ai minimi dagli anni '80

In aumento i rischi sull'export

Sorprende al rialzo l'inflazione a gennaio

Tendenze del settore bancario

Si ferma il calo dei prestiti al settore privato, accelerano le erogazioni di mutui

Prosegue la crescita dei depositi, al ritmo di circa il 2%

Febbraio 2025**2**

2

6

7

Nota Mensile

8

9

Research Department

10

11

Macroeconomic Research

12

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

13

14

Giuseppe Lista

Economista

15**Andrea Volpi**

Economista

15

17

Giorgio Ucropina

Economista

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La roulette dei dazi USA, quale effetto sull'Italia?

Secondo le nostre stime, adottando un approccio di stima granulare che tiene conto dell'elasticità della domanda statunitense ai prezzi dei prodotti importati, l'impatto diretto di un dazio orizzontale al 10% da parte degli USA verso l'Italia potrebbe essere nel range 0,1-0,3% di PIL. 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.

Andrea Volpi
Giuseppe Lista
Paolo Mameli

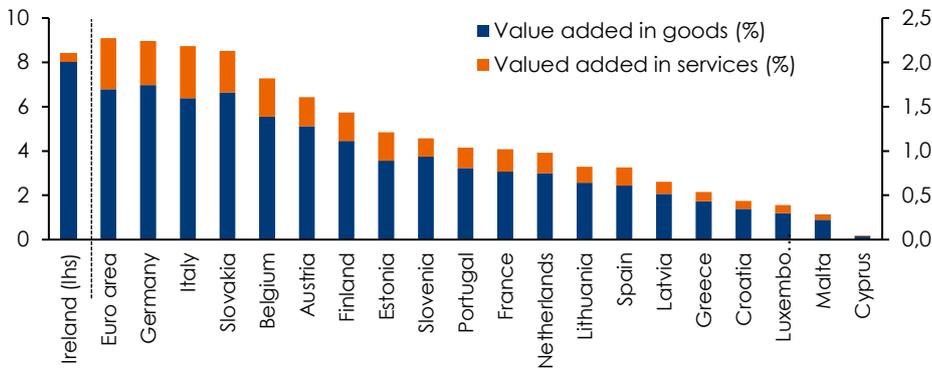
In Italia le vendite verso gli Stati Uniti (seconda destinazione del Made in Italy dopo la Germania) **pesano per il 10,7% dell'export totale e per il 18,7% delle esportazioni extra-Eurozona, e poco più del 3% del PIL.** Utilizzando le tabelle input-output OECD TiVA per calcolare il contributo, in termini di valore aggiunto generato domesticamente, nell'export di beni derivante sia dal settore industriale che dai servizi, si ottiene che per l'Italia le vendite negli USA pesano per il 2,2% del valore aggiunto generato internamente. Ciò significa che, ceteris paribus, un aumento del 10% dei dazi su tutte le esportazioni italiane verso gli Stati Uniti avrebbe un impatto diretto sull'attività economica pari allo 0,2% del PIL.

Export di beni verso gli Stati Uniti delle economie dell'area euro

	Export to US (EUR Bn)	% total	% extra-EZ exports	% GDP	% Value added in exports to US
Austria	14.7	7.1	15.6	3.1	1.6
Belgium	33.3	6.3	15.5	5.6	1.8
Cyprus	0.1	3.0	3.6	0.4	0.0
Germany	157.7	9.9	16.2	3.8	2.2
Estonia	0.5	2.8	6.2	1.3	1.2
Spain	18.9	4.8	11.1	1.3	0.8
Finland	8.5	11.1	18.3	3.1	1.4
France	43.9	7.3	14.1	1.6	1.0
Greece	2.1	4.2	7.2	0.9	0.5
Croatia	0.6	2.5	5.4	0.8	0.4
Ireland	51.3	26.6	43.7	10.1	8.4
Italy	67.3	10.7	18.7	3.2	2.2
Lithuania	1.9	4.7	8.3	2.6	0.8
Luxembourg	0.5	3.3	12.0	0.7	0.4
Latvia	0.5	2.4	4.7	1.3	0.7
Malta	0.1	3.9	7.6	0.6	0.3
Netherlands	40.3	4.7	11.6	3.8	1.0
Portugal	5.2	6.8	19.0	2.0	1.0
Slovenia	0.9	1.3	2.3	1.4	1.1
Slovakia	4.9	4.5	8.2	4.0	2.1
Euro area	453.3	15.9		3.1	2.3

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, OECD TiVA

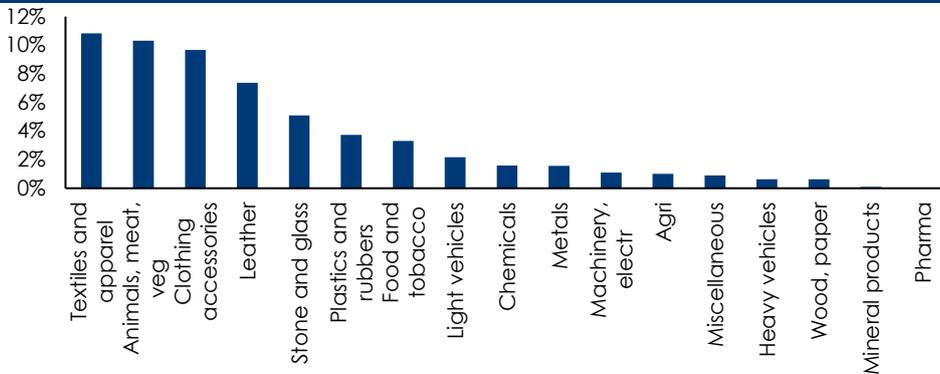
Valore aggiunto generato domesticamente e contenuto nelle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti (% del valore aggiunto totale)



Nota: dati al 2019, i dati per l'area euro escludono il commercio interno (l'Eurozona è considerata come singola economia e non come media pesata dei paesi). Fonte: Intesa Sanpaolo, OECD TiVA 2023

Tuttavia, per analizzare più accuratamente gli effetti di un aumento dei dazi sull'export italiano, consideriamo l'elasticità della domanda statunitense al prezzo dei prodotti importati. Infatti, a seconda dell'elasticità della domanda, i consumatori potrebbero decidere di ridurre, in tutto o in parte, gli acquisti di prodotti importati, oppure di mantenere invariati i volumi acquistati nonostante il maggior costo nel caso di beni considerati sostituibili. Utilizziamo i dati USITC e WITS sui dazi applicati ai singoli prodotti italiani esportati negli Stati Uniti e **ipotizziamo che su ogni bene venga applicato un dazio al 10%, mentre lasciamo invariate le tariffe correnti nel caso in cui esse siano già superiori al 10%.**

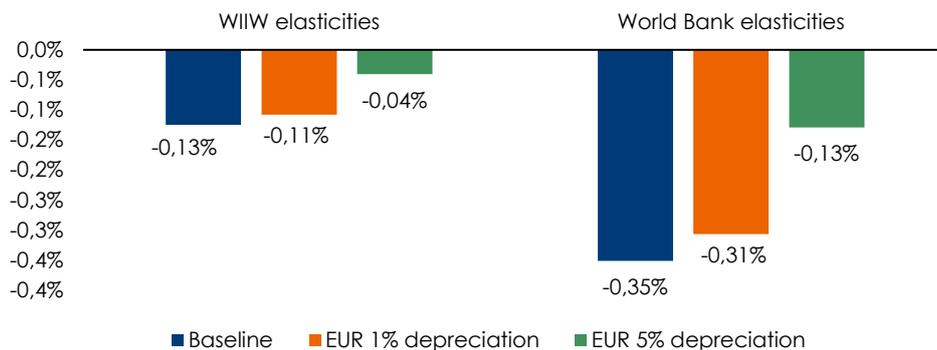
Dazio medio per selezionati settori applicato dagli Stati Uniti alle importazioni italiane



Note: dazio medio ottenuto come media pesata della tariffa AHS (stime WITS), sul valore delle esportazioni di un microsettore (e.g. HTS6) rispetto al totale delle esportazioni per il corrispettivo macrosettore (e.g. HTS5 aggregato da HTS6). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, WITS

Ad oggi **il dazio medio** (pesato per l'export) **applicato alle merci italiane è circa il 2,5%**. I macrosettori più penalizzati sono tessile, abbigliamento e accessori (già intorno al 10%), a fronte di un'aliquota media al 2,5% per il settore auto. Le tariffe più basse si registrano per il farmaceutico. I dazi applicati ai singoli prodotti registrano un'elevata variabilità (sono pari al 350% per alcune qualità di tabacco, così come sono molto elevati sulle bevande zuccherate e altri prodotti dal peso ridotto sull'export). In ogni caso, su base macro-settoriale l'incremento di prezzo rispetto ai livelli correnti derivante da un dazio al 10% sarebbe marginale per l'abbigliamento e molto ampio per i medicinali.

Impatto sul PIL italiano di un dazio universale al 10% sull'export verso gli USA

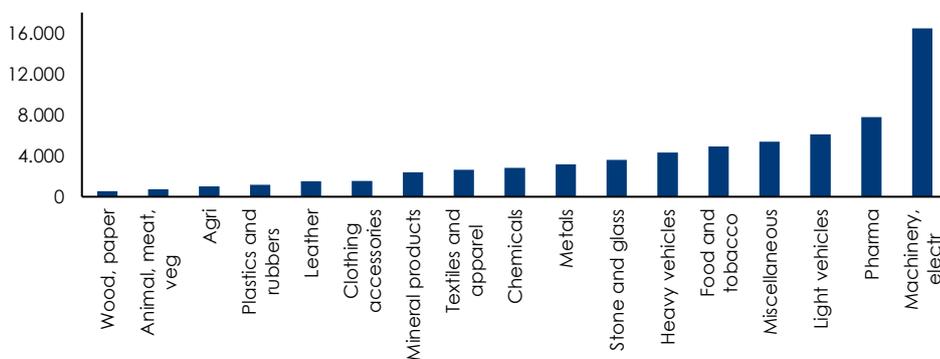


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, WITS, CEPII, WIIW, World Bank

Utilizziamo, infine, i dati di elasticità per stimare l'effetto dell'incremento dazionario sulla domanda statunitense di beni italiani e, di conseguenza, l'impatto sul PIL. Consideriamo due diverse fonti per le stime di elasticità: Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW) e World Bank. **L'impatto diretto di un dazio orizzontale al 10% sul PIL italiano sarebbe moderato: rispettivamente di -0,35% e di -0,13%.**

Peraltro, le dinamiche valutarie dovrebbero agire in senso opposto e contribuire a limitare l'effetto dei dazi. Consideriamo due diversi scenari di deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro: dell'1% e del 5%. **A seconda dell'entità del deprezzamento della valuta, gli impatti dei dazi sul PIL italiano si ridurrebbero di qualche decimo, fino a dimezzarsi nel caso di un indebolimento del 5%.**

Esportazioni di beni italiani verso gli Stati Uniti (milioni di euro)



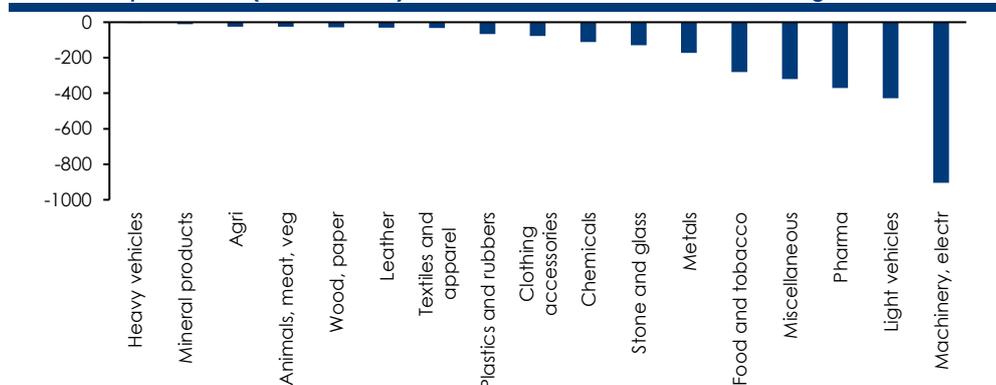
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Le nostre fonti non forniscono una stima di elasticità per tutti i prodotti: per coprire questa lacuna, assumiamo che, ove non disponibile, l'elasticità sia pari a quella di prodotti comparabili (a livello di dettaglio HTS6 o HTS5). Otteniamo risultati leggermente diversi a seconda delle aggregazioni, ma nel complesso **le stime sono robuste a diverse ipotesi di elasticità settoriale.**

Il risultato di queste simulazioni è che **l'export perso per l'Italia sarebbe quantificabile in circa 3 miliardi di euro**; quasi un miliardo sarebbe rappresentato da macchinari e relativa componentistica (circa il 5% dell'export totale del settore negli Stati Uniti), seguito da veicoli leggeri (come automobili e motocicli) e farmaceutica, con circa mezzo miliardo di perdite per il primo comparto e 370 milioni per il secondo. Al contrario, i comparti che perderebbero maggiori quote di mercato rispetto al totale delle proprie vendite negli Stati Uniti sarebbero quelli che presentano la maggiore elasticità della domanda al prezzo e/o dazi attuali più bassi, come

prodotti minerali, veicoli leggeri (oltre il -6%) e macchinari (-5%). Viceversa, i quasi 400 milioni di export a rischio per il settore farmaceutico rappresenterebbero "solo" il 4,6% del totale delle vendite del settore negli USA.

Perdita di export italiano (milioni di euro) nel caso di un dazio universale al 10% dagli USA



Nota: dati in milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WITS, WIW

In sintesi, **in uno scenario di dazi USA su tutti i prodotti al 10%, stimiamo un impatto diretto sul PIL italiano tra lo 0,35% e lo 0,13% (effetto che sarebbe più contenuto in caso di deprezzamento dell'euro).**

Export a rischio per l'Italia in caso di dazi USA al 10%, in % del totale dell'export del settore verso gli Stati Uniti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WITS, WIW

Sintesi della previsione macroeconomica

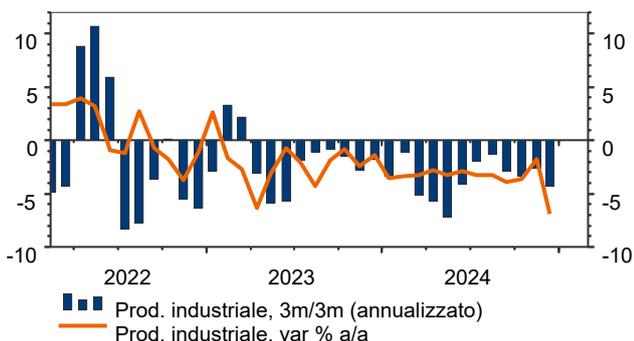
	2024	2025p	2026p	2024		2025			2026				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.7	1.1	1.6	1.4	1.2	0.9	0.6
- var.ne % t/t				0.0	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	0.5	1.2	1.0	1.4	-0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	0.5	0.5	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	0.2	0.5	1.9	-1.2	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
- in macchinari e altro	-2.9	0.7	2.8	-2.4	-0.4	1.0	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
- in mezzi di trasporto	-2.8	-0.5	2.1	-6.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
- in costruzioni	3.0	0.4	1.2	0.2	1.3	-0.5	0.0	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
Esportazioni	0.0	0.6	1.6	-0.9	0.8	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Importazioni	-2.1	2.1	2.1	1.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.6	-0.4	-0.1	-0.6	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	0.4	0.9	1.0	0.5	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	-0.6	0.5	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
Affinità produttiva													
Produzione industriale	-3.5	-1.5	1.2	-0.7	-1.1	-0.5	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	0.4	0.2
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.0	1.8	1.4	1.0	1.2	1.6	1.8	1.7	2.0	1.6	1.5	1.5	1.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	2.0	1.7	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	2.1	2.0
PPI (a/a)	-4.2	1.9	1.0	-1.3	-0.7	2.1	3.1	1.7	0.6	0.8	1.0	1.0	1.1
Disoccupazione (%)	6.5	6.6	7.1	6.2	6.0	6.3	6.5	6.6	6.7	7.0	7.0	7.1	7.2
Occupati totali	1.7	0.6	0.4	0.4	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
Salari contrattuali	3.0	3.1	2.7										
Reddito disponibile reale	2.6	1.2	0.6										
Tasso di risparmio (%)	9.4	8.7	8.3										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.8	-3.4	-3.2										
Debito (% PIL)	136.1	137.9	140.2										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.82	1.99	2.02	3.43	2.82	2.33	2.01	1.97	1.99	2.02	2.04	2.04	2.02
Long term (10Y) rate (%)	3.66	3.72	4.17	3.61	3.45	3.57	3.67	3.77	3.87	3.99	4.12	4.23	4.35
BTP/Bund spread	1.32	1.20	1.40	1.33	1.14	1.18	1.20	1.20	1.20	1.27	1.36	1.45	1.51

Nota: i dati annui su PIL (e componenti) sono corretti per i giorni lavorativi. Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale in ampio calo a fine 2024

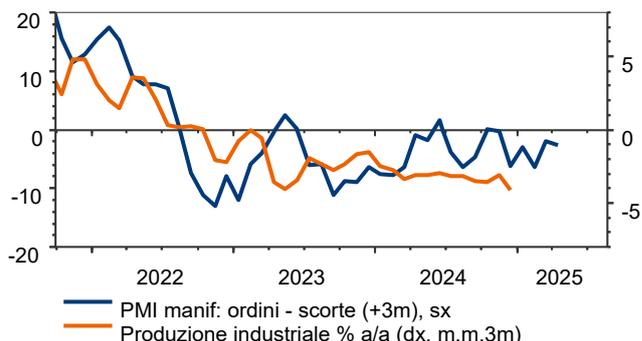
La produzione industriale italiana è calata assai più del previsto a dicembre, di **-3,1% m/m**, da **+0,3% a novembre**. Si tratta della **flessione congiunturale più ampia da gennaio del 2022**. La **contrazione su base annua affonda a -7,1%**, da -1,2% precedente: **il minimo da luglio del 2020**. La variazione annua grezza si attesta però a **-1,2%** da **-4,6%** precedente: ciò potrebbe segnalare l'effetto "distorso" delle procedure di destagionalizzazione, non inusuale nell'era post-pandemica. La possibile incidenza di effetti distortivi dovuti alla destagionalizzazione pare confermata dal fatto che **la flessione congiunturale di dicembre è diffusa ai raggruppamenti principali di industrie**, con la sola eccezione dell'energia. **Su base annua, la diminuzione più marcata è quella dei beni strumentali (-10,7% a/a)**, mentre l'unico incremento si riscontra per l'energia (+5,5%). Il dettaglio settoriale mostra **una contrazione tendenziale a due cifre per mezzi di trasporto, tessile e abbigliamento e metallurgia**. Gli unici settori industriali in progresso a fine 2024 sono, al di fuori del manifatturiero, l'attività estrattiva (che fa segnare un anomalo **+11,4% m/m**, **+17,4% a/a**) e la fornitura di energia. **Nel solo comparto manifatturiero, la diminuzione dell'output è anche più marcata (-3,6% m/m, -8,7% a/a)**. **Nel 4° trimestre del 2024 l'output è calato di -1,2% t/t, settima flessione consecutiva** (per trovare un trimestre peggiore occorre risalire ai mesi primaverili del 2023). Ciò pare coerente con un contributo negativo dell'industria in senso stretto al valore aggiunto totale di circa due decimi nel 4° trimestre dello scorso anno (in precedenza era stimato un apporto circa nullo); in tal senso, non si può escludere una revisione al ribasso, da zero a **-0,1% t/t**, del dato sul PIL di fine 2024.

Si aggrava decisamente la contrazione della produzione industriale



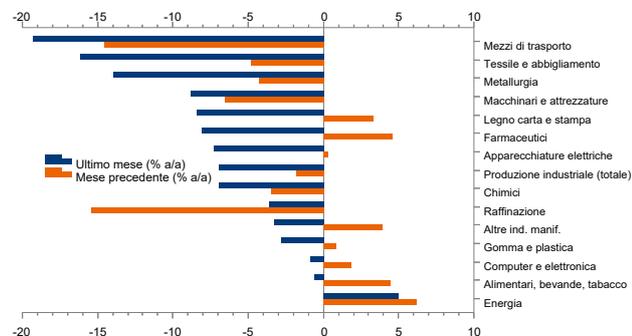
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini ancora non sono compatibili con una ripresa dell'attività produttiva



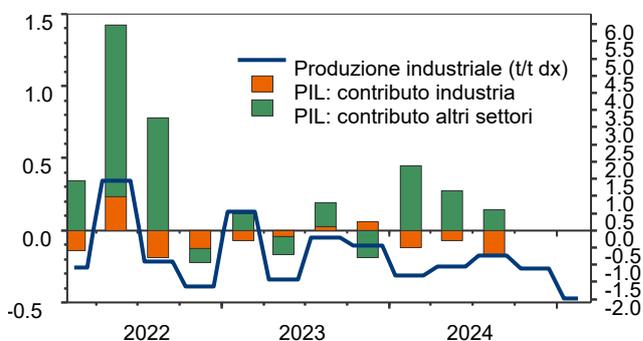
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Mezzi di trasporto, tessile e metallurgico sono i settori più colpiti su base annua (corretta per gli effetti di calendario)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'industria in senso stretto potrebbe aver dato un contributo significativamente negativo al valore aggiunto a fine 2024

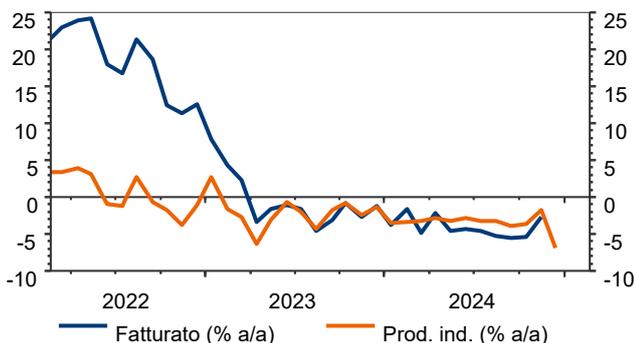


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le prospettive per il settore manifatturiero restano assai deboli

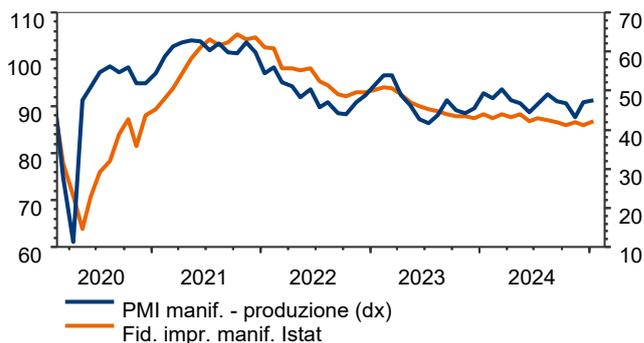
Nel complesso del 2024, **la produzione industriale si è contratta di ben -3,5%** (dopo il -2% del 2023); **negli ultimi 12 anni, solo il 2020 ha fatto registrare una diminuzione più ampia (-11,4%)**. Come segnalato in precedenza, a nostro avviso, sul dato di dicembre potrebbero aver inciso problematiche statistiche; in tal senso, **ci aspettiamo un rimbalzo su base congiunturale a gennaio** (d'altronde, il bimestre dicembre-gennaio vede sempre una elevata volatilità, anche per via delle festività). Tuttavia, **le indagini di fiducia ancora non sono compatibili con un recupero dell'attività produttiva**. A gennaio, l'indice Istat di morale delle aziende manifatturiere ha visto un rimbalzo a sorpresa a 86,8 da 85,9, ma il livello resta vicino ai minimi dal 2020 e anche il dettaglio dell'indagine non è interamente positivo. **Il PMI manifatturiero è risultato poco variato a 46,3** (da 46,2 di dicembre), **collocandosi per il decimo mese in territorio recessivo**. Sia pure su ritmi meno severi rispetto ai mesi precedenti, l'indagine PMI continua a segnalare una contrazione di ordinativi e produzione che non sembra offrire segnali d'inversione per il settore nel breve termine. In sostanza, riteniamo che **difficilmente l'industria contribuirà positivamente al PIL almeno per tutta la prima metà del 2025**. Nella seconda parte dell'anno i tagli dei tassi potrebbero tornare a sostenere la domanda di beni strumentali, ma il contesto internazionale di straordinaria incertezza potrebbe contribuire a posticipare ulteriormente le decisioni di investimento da parte delle imprese e la domanda di beni di consumo durevoli da parte dei nuclei familiari. **In generale, sono in netto aumento i rischi al ribasso sulla nostra stima di crescita dell'1% del PIL italiano quest'anno** (dopo lo 0,5% del 2024).

Il calo di produzione e fatturato industriale potrebbe non arrestarsi a breve



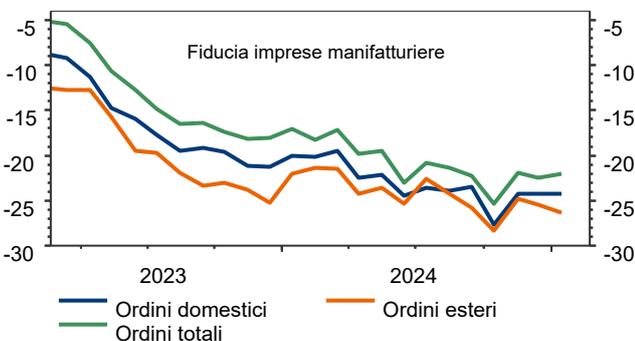
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indagini manifatturiere (Istat e PMI) compatibili con un'attività industriale debole anche a inizio 2025



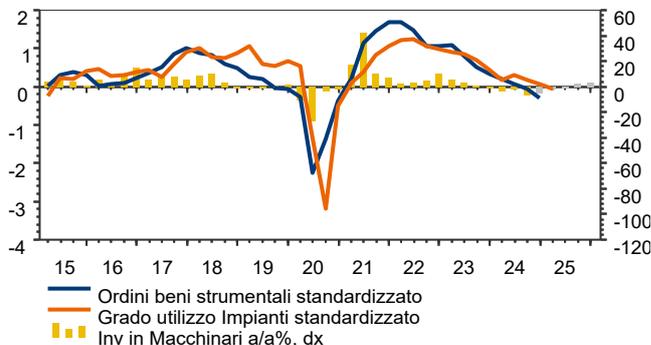
Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Le indicazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini ancora non mostrano una chiara ripartenza né sul mercato interno né su quello estero



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

L'elevata incertezza continua a frenare la domanda di beni strumentali

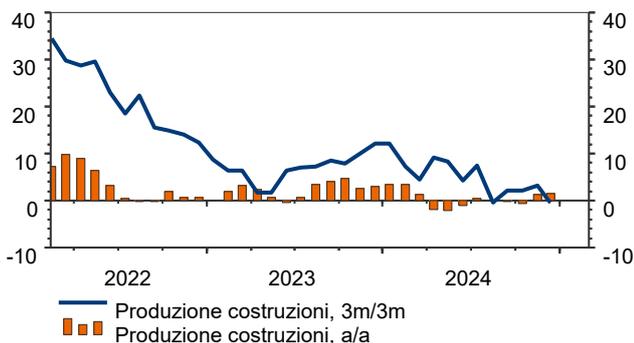


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Torna a calare la produzione nelle costruzioni

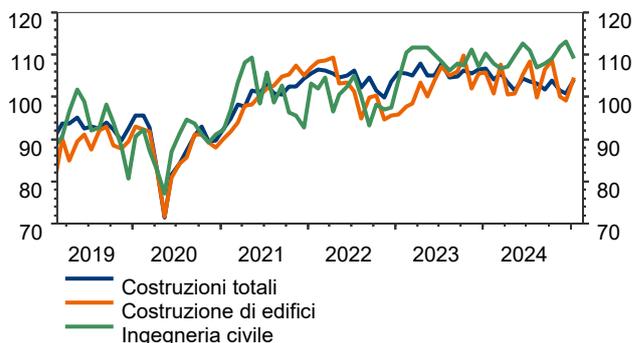
A dicembre la produzione nelle costruzioni è tornata a contrarsi dopo tre mesi di espansione, registrando un **-1,7% m/m** dopo il **+2,3% m/m** del mese precedente. I solidi progressi messi a segno tra settembre e novembre permettono comunque alle costruzioni di espandersi dell'**1,5% t/t nel 4° trimestre, dopo due trimestri di flessione**. I dati mensili sull'attività nelle costruzioni non appaiono in ogni caso sufficienti a compensare la frenata manifatturiera e permettere al settore secondario di contribuire in misura almeno marginalmente positiva alla crescita del PIL a fine 2024. La più recente Indagine sul credito bancario (BLS), condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con la BCE, ha riportato un sensibile aumento della domanda di mutui, ma le condizioni creditizie rimangono restrittive e pare ancora prematuro vedere effetti dei tagli dei tassi sull'attività reale. Peraltro, **è possibile che a fine 2024 l'edilizia possa aver beneficiato di un'accelerazione della spesa infrastrutturale finanziata dai fondi NGEU nonché di condizioni meteorologiche più favorevoli rispetto alla media stagionale**. I dati mensili sulla produzione nelle costruzioni sono molto volatili e potranno essere rivisti in occasione di letture future; tuttavia, il calo di dicembre lascia un'eredità statistica negativa sui primi tre mesi del 2025, quando è probabile che il clima rigido e piovoso abbia frenato l'attività. In sintesi, **dopo un temporaneo rimbalzo ci aspettiamo che il valore aggiunto nelle costruzioni torni a calare nel 1° trimestre**; nella parte centrale dell'anno stimiamo una crescita solo modesta per il settore, sostenuto dall'auspicata implementazione dei progetti del PNRR ma frenato dagli effetti sul comparto residenziale dell'esaurirsi del sostegno del Superbonus.

Dopo tre mesi di espansione la produzione nelle costruzioni è tornata a calare a dicembre



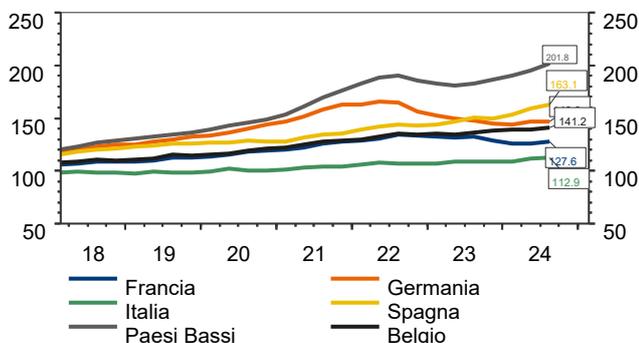
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiducia dei costruttori tiene meglio nell'ingegneria civile che nel settore della costruzione di edifici



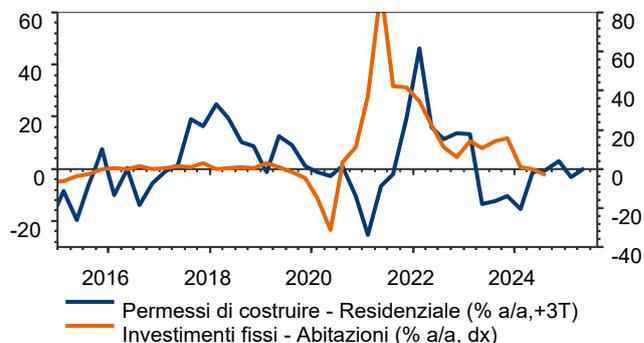
Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi degli immobili in Italia, seppure in crescita negli ultimi anni, non appaiono inflazionati come in altri Paesi europei



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

È ancora prematuro perché la ripartenza della domanda di mutui inizi a trasmettersi in misura più sostenuta sulle nuove costruzioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

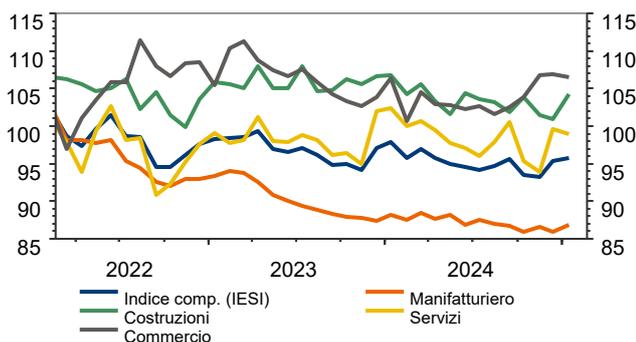
Terziario: dopo la frenata a sorpresa di fine 2024, atteso un rimbalzo a inizio 2025

A gennaio l'indice PMI servizi si è mantenuto in territorio espansivo, in linea con la media del 2024, pur rallentando a 50,4 da 50,7 di dicembre. L'indagine riporta una (modesta) flessione del volume di nuovi ordini totali (per il terzo mese consecutivo); inoltre, il continuo calo degli ordini inevasi sembra confermare che l'attività nel settore abbia ormai superato il picco. Anche le aspettative delle imprese sembrano essere meno positive.

Le rilevazioni sui prezzi dell'indagine PMI sembrano suggerire come i rischi al rialzo sull'inflazione nei servizi non sono ancora completamente sopiti. Le aziende riportano un'accelerazione della crescita dei prezzi degli input (prevalentemente salari e tariffe energetiche) che si sono riversati in un secondo incremento mensile consecutivo dei prezzi di vendita (sia i prezzi pagati che quelli ricevuti si attestano ai massimi dallo scorso aprile).

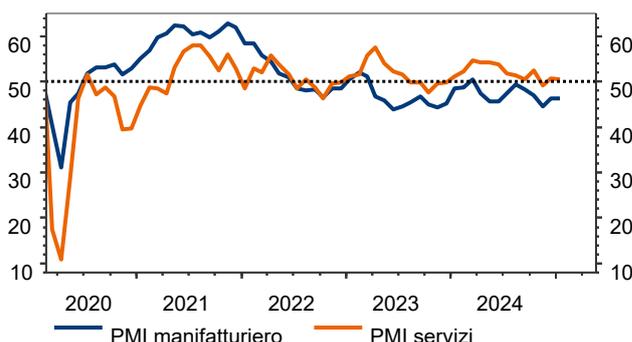
In sintesi, dopo l'inattesa flessione del valore aggiunto a fine 2024 (su cui potrebbero aver influito problematiche di stagionalizzazione), i servizi potrebbero tornare ad espandersi a inizio 2025, ma su ritmi ancora modesti (circa in linea con quelli visti in media lo scorso anno).

Torna a calare a gennaio l'indice di fiducia delle imprese dei servizi



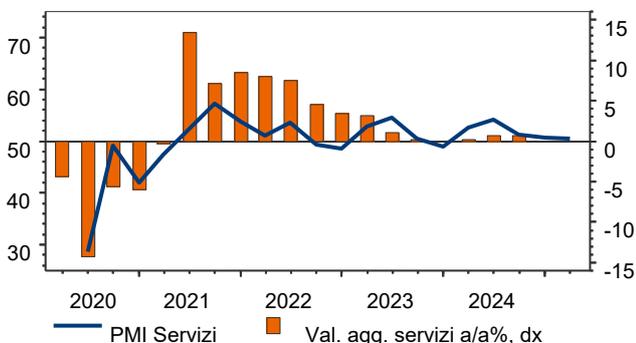
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il PMI servizi segnala un'attività poco più che stabile (a fronte di un settore manifatturiero ancora in contrazione)



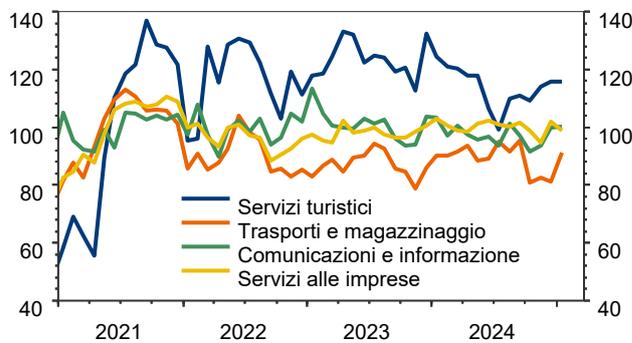
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

L'indice PMI servizi è coerente con un valore aggiunto nei servizi solo marginalmente positivo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Fiducia delle imprese ben impostata soprattutto nel turismo, ma si nota un recupero anche nel comparto più legato all'industria, quello del "trasporto e magazzinaggio"

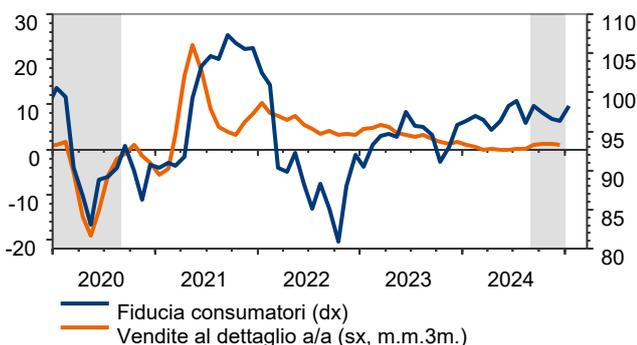


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori in moderato recupero

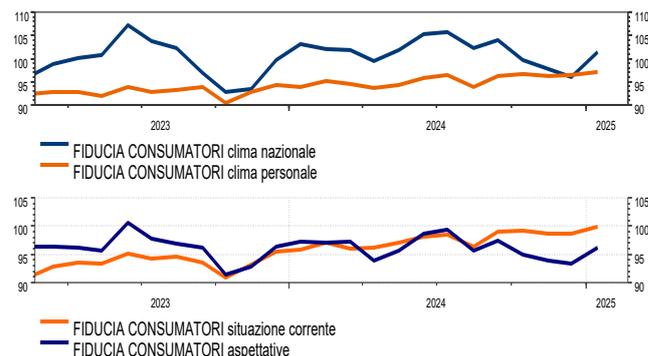
Le vendite al dettaglio hanno visto un aumento a dicembre sia in valore (+0,6% m/m) che in volume (+0,8% m/m), con una crescita (in volume e in valore) diffusa tanto agli alimentari quanto ai beni non alimentari. Nel 4° trimestre si registra un lieve aumento del valore degli acquisti al dettaglio (0,2% t/t), trainato soprattutto dagli alimentari (0,5% t/t), a fronte di una stagnazione per gli altri beni. Il dato sui volumi, che non risente dell'aumento dei prezzi, subisce al contrario una flessione (-0,2% t/t), dopo un semestre di miglioramento, dovuta proprio agli alimenti (-0,7% t/t), mentre si registra il quinto trimestre consecutivo di risalita delle vendite di beni non alimentari (0,1% t/t). Si rilevano segnali di miglioramento sul fronte della fiducia dei consumatori: il morale delle famiglie è salito più del previsto a gennaio (dopo essere calato in ciascuno dei tre mesi precedenti), a 98,2 da 96,3 di dicembre. Il recupero è diffuso ma riguarda più il clima nazionale e le aspettative per il futuro (le componenti più penalizzate nei mesi finali del 2024) che non la condizione personale degli intervistati e i giudizi sulla situazione corrente (comunque in progresso). L'aspetto più positivo concerne i timori sulla disoccupazione, che, dopo essere saliti in ciascuno dei sei mesi precedenti, si sono attenuati in misura significativa, a 28,4 da 44,3 di dicembre. Tuttavia, è tornata a salire l'inflazione sia percepita nei passati 12 mesi (a 106,9 da 101,2, ai massimi da luglio) sia attesa per i prossimi 12 mesi, a 19,1 da 9,3 (un record da ottobre del 2022). Nel complesso, dopo la probabile flessione di fine 2024 (dovuta ai servizi), i consumi dovrebbero tornare a crescere già da inizio 2025, sia pure su ritmi ancora moderati (non distanti, almeno per il momento, da quelli medi visti lo scorso anno).

Le vendite al dettaglio ancora non riflettono in pieno il trend di recupero della fiducia delle famiglie



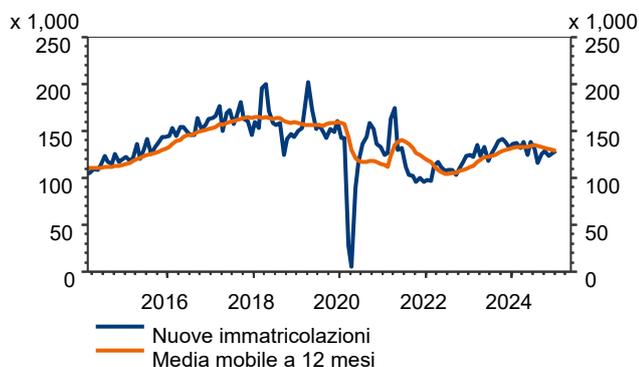
Nota: la serie sulla fiducia dei consumatori è interpolata a causa della mancanza di dati ad aprile 2020; aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La salita del morale dei consumatori a gennaio è trainata da clima nazionale e aspettative



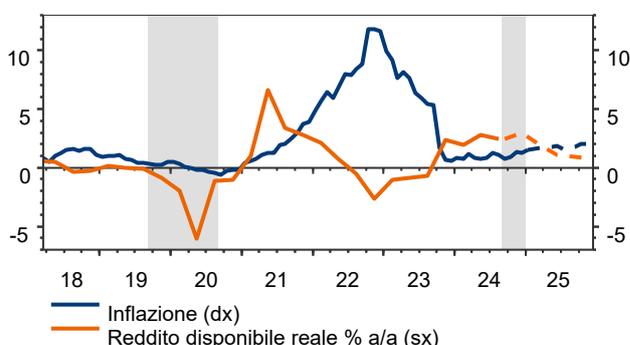
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La tendenza delle immatricolazioni di auto sta tornando a rallentare e difficilmente riaccelererà nel 2025



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Il reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe mantenersi in crescita su base annua anche nei prossimi trimestri



Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Disoccupazione ancora vicina ai minimi dagli anni '80

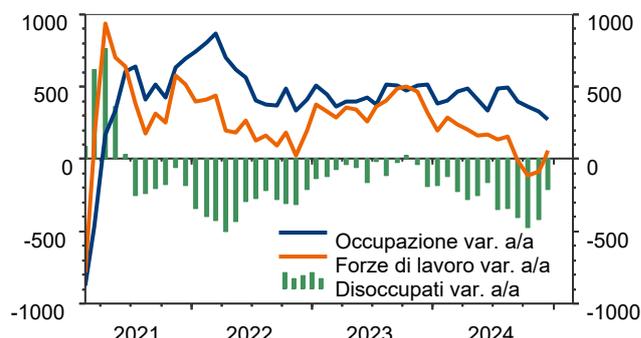
Nel 4° trimestre il tasso di disoccupazione si è attestato in media al 6% (ai minimi dall'inizio degli anni '80), facendo segnare una flessione di due decimi rispetto ai tre mesi precedenti. La contrazione è dovuta a un tasso di occupazione stabile, a fronte di un **aumento del tasso di inattività** (a 33,5% nel 4° trimestre 2024, da 33,4% precedente). L'analisi per genere evidenzia dinamiche divergenti: tra gli uomini, gli occupati sono cresciuti (+34 mila unità, +0,2% t/t) e la forza lavoro è rimasta stabile, mentre tra le donne gli occupati sono pressoché invariati ma l'offerta di lavoro si è ridotta (-25 mila, -0,1% t/t). Sul fronte dei salari, **nel 4° trimestre le retribuzioni contrattuali sono salite del 4,4% a/a nel settore privato** (in linea con i tre mesi precedenti), **e del 2,3% a/a nel totale dell'economia** (da 3,5% a/a precedente). A incidere sull'indice generale sono state le retribuzioni nella Pubblica Amministrazione (-4,2% a/a da 8,8% di un anno prima), che hanno risentito dell'effetto statistico di confronto indotto dall'erogazione, a dicembre 2023, dell'indennità di vacanza contrattuale. Sulla base delle disposizioni definite dai contratti in vigore alla fine di dicembre, le retribuzioni orarie nel settore privato registrerebbero un incremento del 4,1% nel 1° trimestre e del 2,6% nel 2° trimestre 2025. Il rinnovo dei contratti per la Pubblica Amministrazione, e il processo di adeguamento dei salari all'inflazione degli ultimi anni, potrebbero contribuire però a limitare la decelerazione attesa per le retribuzioni a partire dai mesi primaverili. Nel complesso, **l'occupazione è attesa in moderato rallentamento e il tasso dei senza-lavoro in modesta risalita nei prossimi mesi, in un quadro in cui le retribuzioni rallenteranno ma manterranno ritmi di crescita annua superiori all'inflazione.**

Il tasso di disoccupazione risale dai minimi a dicembre (a 6,2%)



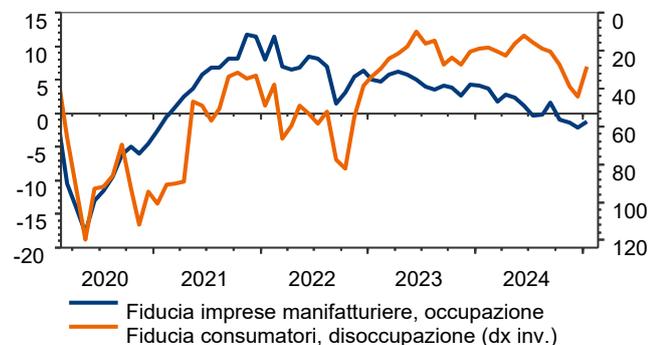
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Occupazione ancora in rallentamento, mentre le forze di lavoro tornano ad espandersi



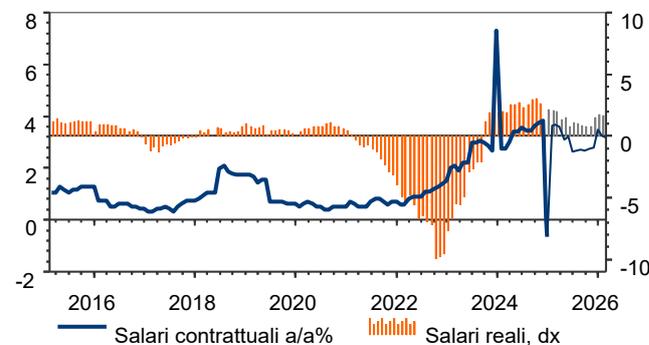
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Famiglie più ottimiste sulle prospettive occupazionali a gennaio



Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I salari reali dovrebbero rimanere in territorio positivo su base annua nei prossimi mesi

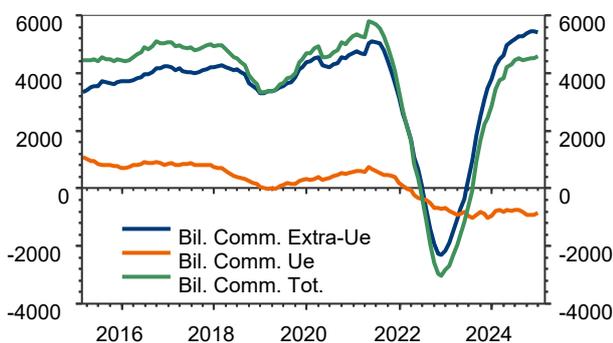


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

In aumento i rischi sull'export

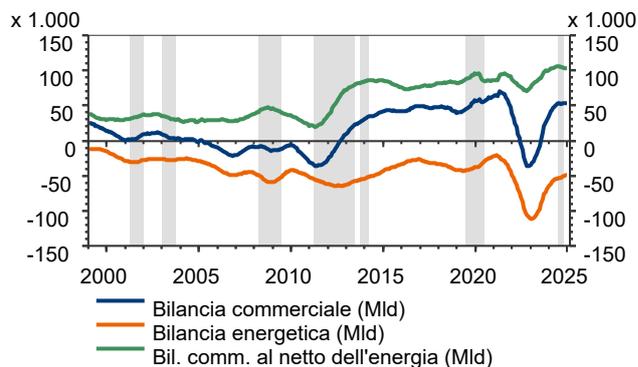
A dicembre 2024 l'export è aumentato su base congiunturale (+1,9% m/m) mentre l'import ha registrato una flessione (-0,8% m/m); sulla base dei flussi commerciali di beni in valore, il 4° trimestre si è chiuso con un aumento nella stessa misura di export e import (+0,8% t/t). I dati sul commercio estero di beni sembrano dunque compatibili con un apporto sostanzialmente nullo delle esportazioni nette al PIL a fine 2024. In verità l'Istat, in occasione della pubblicazione della stima preliminare dei dati di contabilità nazionale, ha segnalato un **contributo positivo da parte del canale estero netto** che potrebbe aver quindi beneficiato di un effetto "deflatore" per via di una crescita dei prezzi dell'import superiore a quelli dell'export, nonché di un maggior dinamismo delle vendite verso l'estero di servizi. **Nel complesso del 2024, l'export in valore (sempre sulla base dei dati mensili sui flussi di beni) ha subito una lieve flessione (-0,4%); al netto dei prodotti energetici, si registra però una variazione positiva (+0,3%). Il calo in valore è dovuto alle vendite verso i paesi UE (-1,9%), a fronte di una dinamica positiva extra-UE (+1,2%). Per l'import, la flessione nell'anno (-3,9%) riguarda quasi tutti i raggruppamenti, ed è in buona parte spiegata dai minori volumi di energia acquistati (-22,6%), pur risentendo anche di una riduzione dei prezzi dei prodotti energetici rispetto al 2023. In prospettiva, gli indicatori anticipatori sulla domanda globale iniziano a mostrare qualche segnale di ripartenza ma al momento l'export europeo, e quindi italiano, non sembra ancora beneficiarne. Al contrario, l'incertezza legata alla politica commerciale americana da un lato, e la debolezza della Germania (il principale partner commerciale dell'Italia), confermano che i rischi sull'export sono al momento orientati decisamente verso il basso.**

Ampiamente in deficit il saldo con i paesi UE, mentre l'avanzo con i mercati extra-UE è su livelli record



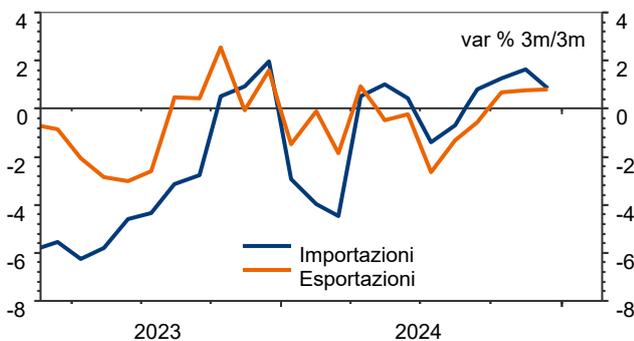
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il surplus al netto dei prodotti non energetici resta vicino ai massimi storici



Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Negli ultimi mesi, l'import di beni in valore è stato più dinamico rispetto all'export



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export italiano non sembra al momento aver "agganciato" la moderata ripresa della domanda dall'estero

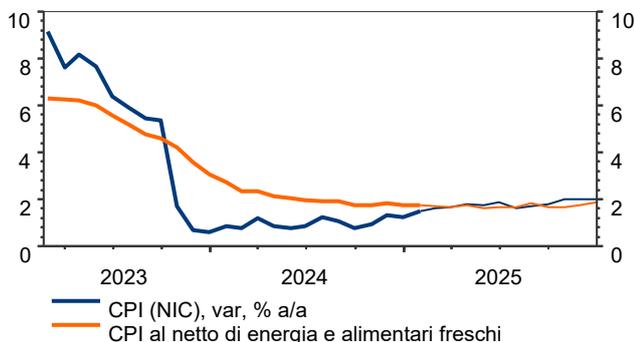


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Sorprende al rialzo l'inflazione a gennaio

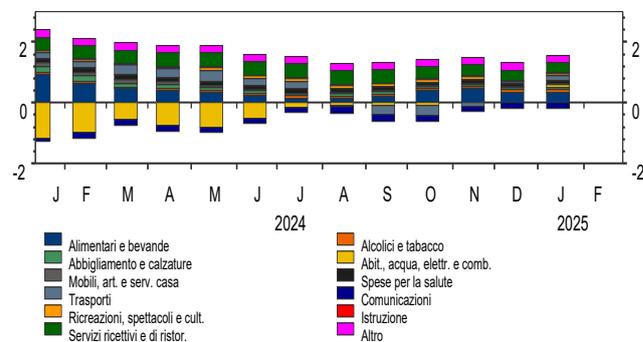
L'inflazione ha sorpreso al rialzo a gennaio, risultando più alta del previsto di un decimo sull'indice nazionale (1,5% a/a, da 1,3% a dicembre) e di ben tre decimi sulla misura armonizzata UE (1,7% a/a, da 1,4% il mese precedente: si tratta di un massimo da ottobre del 2023). Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,6% m/m sul NIC e calati di -0,8% m/m sull'IPCA (per via del diverso trattamento dei saldi su abbigliamento e calzature). Lo spaccato del NIC per divisione di spesa mostra **ampi rincari per le spese per "abitazione, acqua, elettricità e combustibili" (2,4% m/m), bevande alcoliche e tabacchi (0,9% m/m), alimentari (0,8% m/m) e ricreazione, spettacoli e cultura (0,8% m/m)**. Proprio questi ultimi fanno segnare la maggiore accelerazione su base annua, a 1,7% a/a da 0,9% (le spese per la casa tornano in positivo, a 0,8% a/a, da zero). **A differenza che nell'Eurozona, l'energia in Italia mantiene una variazione annua negativa, seppure in attenuazione rispetto al mese precedente (-0,7% da -2,8% a/a)**. Tuttavia, si nota una netta crescita nel mese (3,4% m/m), dovuta soprattutto agli energetici regolamentati (14,2% m/m, 27,5% a/a da 12,7% di dicembre). La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi), sul NIC, cresce di 0,2% m/m come a dicembre, e risulta stabile su base annua a 1,8%. **L'indice del "carrello della spesa" rimbalza di ben 0,8% m/m (dopo il calo di dicembre), ed è invariato a 1,7% in termini tendenziali. Sull'indice armonizzato, i servizi si mantengono di un punto al di sotto della media Eurozona (stabili a 2,9% a/a), mentre l'inflazione di fondo, dopo la frenata di dicembre, è invariata a 1,8% a/a, quasi un punto sotto la media dell'area euro (2,7%)**. In prospettiva, dopo le sorprese al ribasso del 2024, **l'inflazione italiana comincia a mostrare il trend di risalita che ci aspettavamo da tempo, guidato soprattutto dall'energia**. Stimiamo un IPCA in media annua pari a 1,9% nel 2025 (contro 2,2% nell'area euro).

Inflazione verso una graduale risalita nei prossimi mesi (ma ancora sotto il 2% in media annua nel 2025)



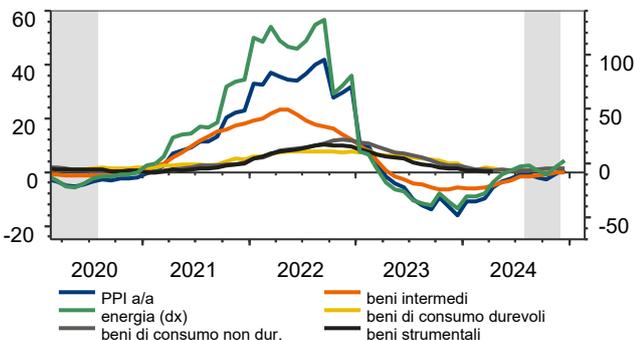
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Alimentari e servizi ricettivi / di ristorazione forniscono il maggior contributo all'inflazione annua



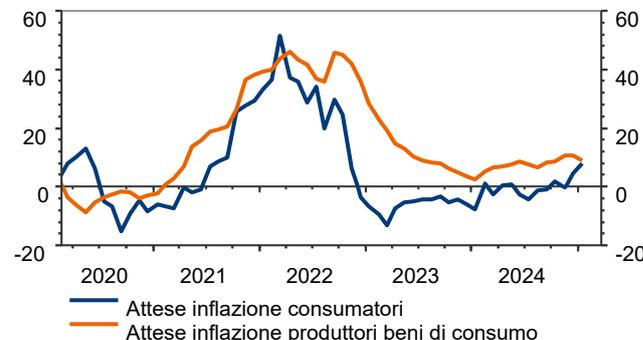
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il PPI è tornato in territorio positivo a dicembre (1,1%), sospinto dall'energia (la cui risalita è attesa proseguire nei prossimi mesi)



Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative sui prezzi sia dei consumatori che dei produttori sono superiori alla media



Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

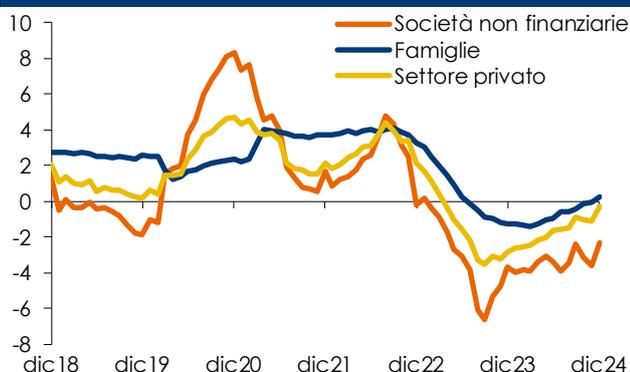
Tendenze del settore bancario

Si ferma il calo dei prestiti al settore privato, accelerano le erogazioni di mutui

Tra fine 2024 e inizio 2025 si è osservata un'interruzione del calo dei prestiti al settore privato, con il -0,3% a/a registrato a dicembre e la variazione nulla stimata da ABI per gennaio che, se confermata, segnerebbe l'epilogo di una fase di contrazione durata quasi due anni. Questo risultato riflette il **ritorno in positivo del tasso di variazione dei prestiti alle famiglie**, che hanno chiuso il 2024 con un +0,2% a/a, mentre **i finanziamenti alle società non-finanziarie, pur restando deboli, hanno registrato un'attenuazione del calo a -2,3%**, da -3,6% del mese precedente. Complessivamente, **i prestiti a famiglie e imprese hanno riportato una flessione del -1,0% a dicembre e dovrebbero aver registrato un calo di analoga entità a gennaio 2025**, secondo i dati preliminari ABI, dopo il -1,8% di novembre.

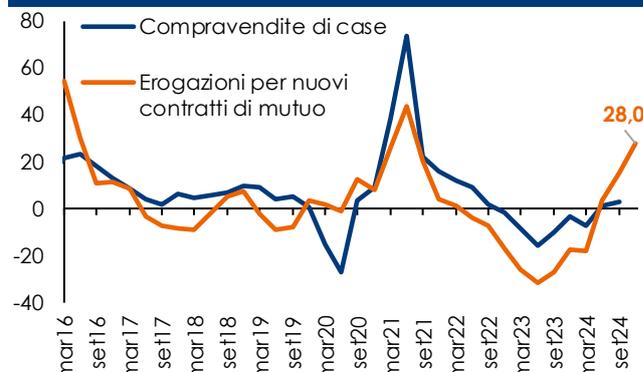
Elisa Coletti

Prestiti al settore privato residente in Italia, dati corretti per le cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

Erogazioni di nuovi mutui e compravendite di case (dati trimestrali, var. % a/a)

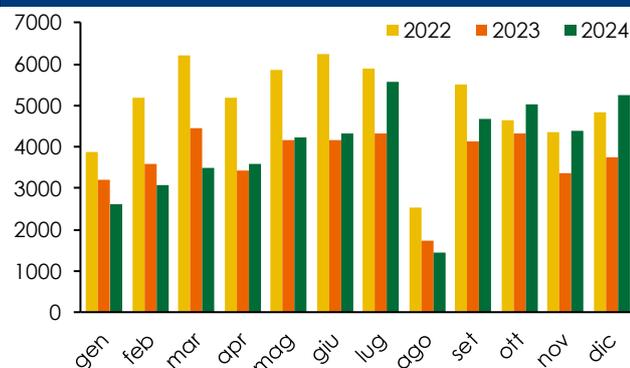


Fonte: OMI ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

L'andamento dell'aggregato dei prestiti alle famiglie continua a essere determinato dai finanziamenti per l'acquisto della casa, che hanno mostrato una graduale ripresa nel secondo semestre 2024, passando dal -0,1% di aprile al +1,2% di dicembre. Il trend è stato sostenuto dalla **forte accelerazione delle nuove erogazioni di mutui che hanno chiuso l'anno in crescita del 40% a/a dopo il +30% di novembre**. Su base trimestrale la progressione è particolarmente marcata, dal +3,1% a/a del 2° trimestre, al +15,2% del terzo e +28% del quarto.

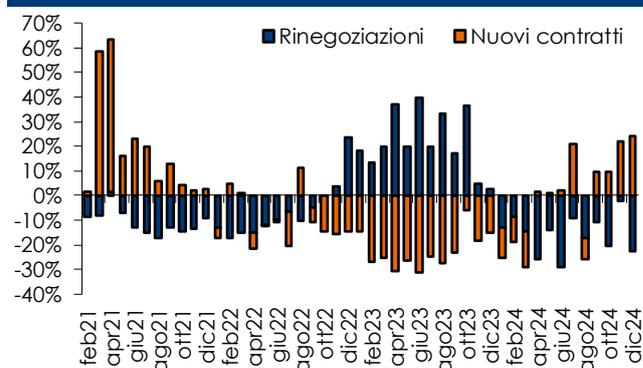
Diversamente, le **rinegoziazioni sono rimaste in forte calo**, come osservato da inizio 2024 (-45,7% nel 4° trimestre e -46,9% nell'intero anno).

Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: tre anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE

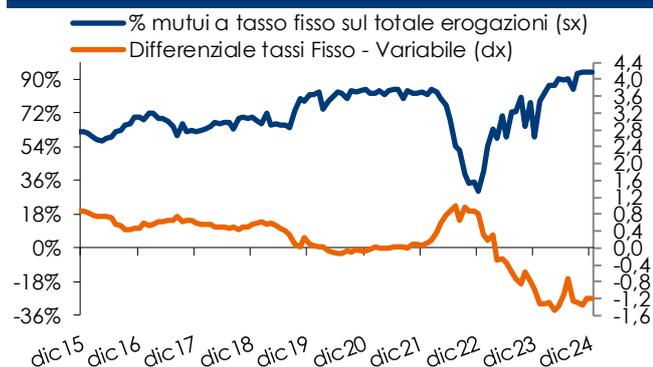
Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

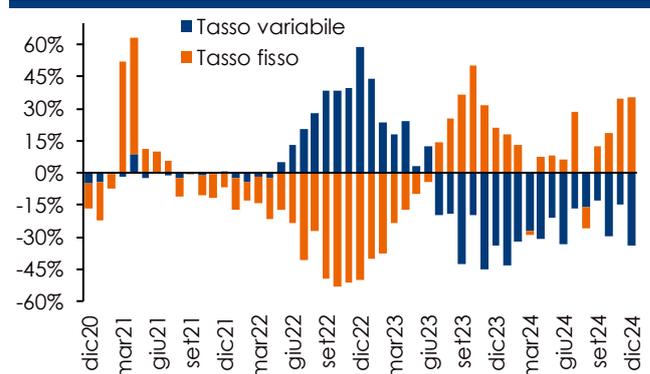
Anche nell'ultima parte dell'anno, **le erogazioni a tasso fisso sono risultate nettamente prevalenti, pari al 93,5% del totale operazioni, una quota record** in linea con i tre mesi precedenti. Il 2024 nel complesso ha registrato transazioni per 60,4 miliardi, tra nuovi contratti, surroghe e rinegoziazioni, di cui l'89,5% a tasso fisso, dal 64,3% medio del 2023. **Le erogazioni a tasso fisso sono cresciute del 59,8% a fine 2024** e del 22,7% nell'anno. All'opposto, per il diciottesimo mese consecutivo **è proseguita la forte riduzione delle operazioni a tasso variabile**, pari a -83,8% a dicembre, un record storico negativo, e del -74,1% nell'intero 2024. Alla base della preferenza per il tasso fisso resta il **differenziale molto ampio con il tasso variabile, il primo più basso del secondo per 1,2 punti percentuali a dicembre**, come in media nell'anno (1,24%).

Erogazioni di prestiti per acquisto abitazioni: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Contributo dei flussi a tasso fisso e a tasso variabile alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prosegue la crescita dei depositi, al ritmo di circa il 2%

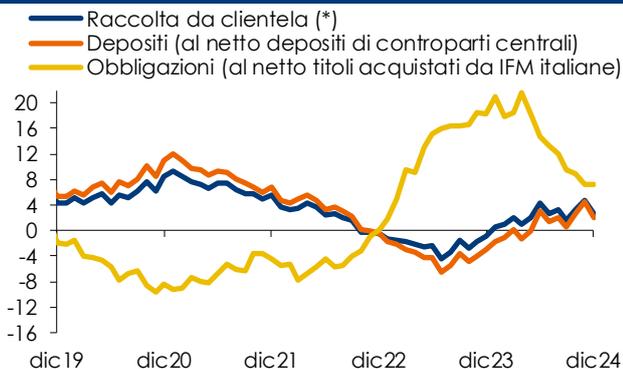
Per i depositi bancari i dati ufficiali di fine 2024 hanno riportato una crescita dell'1,9% a/a, in continuità con la ripresa evidenziata da giugno e **confermata a inizio 2025 secondo le stime ABI** che danno un incremento leggermente più intenso (+2,1% rispetto a +2,0% di dicembre su basi omogenee).

Elisa Coletti

E' proseguito l'aumento più moderato delle obbligazioni bancarie, del +7,2% nell'ultimo bimestre del 2024, seguito da +6,0% a gennaio 2025 secondo le stime ABI. Di conseguenza, dicembre è stato il dodicesimo mese di **crescita continua della raccolta da clientela, pari a +2,7%, un ritmo confermato a inizio 2025 con il +2,6%** stimato su dati preliminari (fonte: ABI).

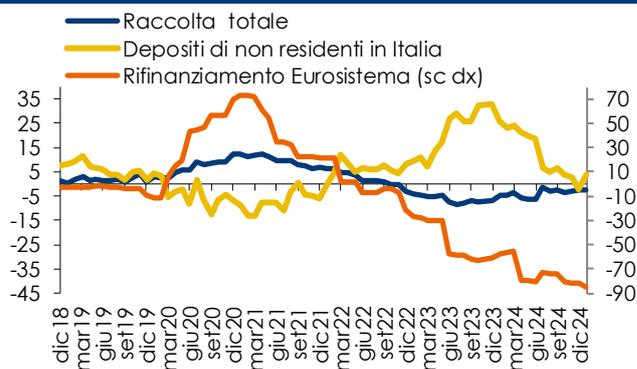
La **raccolta complessiva è rimasta in calo, del -2,6% a fine 2024**, circa in linea con i cinque mesi precedenti (-2,8% la media da luglio a novembre), continuando a risentire della **riduzione del rifinanziamento presso l'Eurosistema** (-84,7% a dicembre, un minimo storico da inizio 2010) e della **frenata dei depositi di non residenti**. Quest'ultimi a dicembre sono tornati a segnare una variazione annua positiva dopo il calo di novembre (+3,9% e -2,4% a/a rispettivamente). In media, nel 2° semestre 2024 sono cresciuti del 3,2%, in forte rallentamento rispetto alla dinamica a due cifre osservata fino a maggio (+18,9% nel 1° semestre, +21,4% in media nel 2023).

Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



Nota: (*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

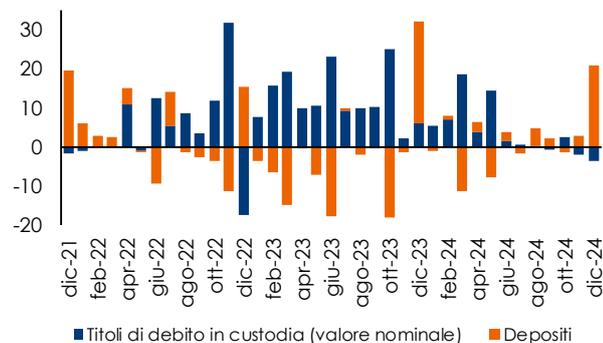
Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

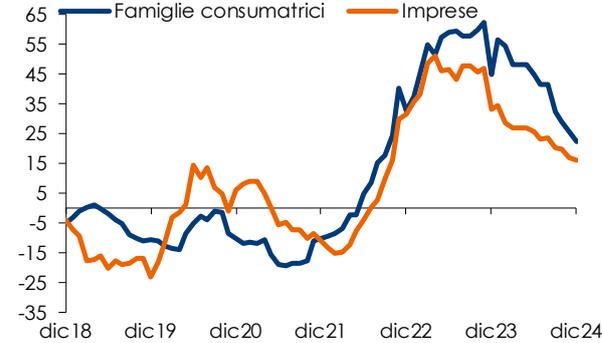
Infine, la chiusura del 2024 ha confermato il **cambio di passo nella riallocazione dei portafogli dei risparmiatori verso i titoli di debito**. In dettaglio, i **titoli di debito delle famiglie consumatrici in custodia presso le banche hanno riportato un calo significativo sul finire dell'anno, con -3,7 miliardi di flusso netto mensile a dicembre**, dopo i -1,9 miliardi di novembre. Complessivamente, il 2024 ha visto un flusso cumulato positivo per 47 miliardi, un importo considerevole sebbene ridimensionato rispetto ai 149 miliardi del 2023.

Flussi netti mensili di depositi e titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici (EUR mld, valori nominali)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Andamento dei titoli di debito a custodia delle famiglie e delle imprese (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protetico topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasanpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasanpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com