



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Marzo 2025



Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Migliora il quadro per i conti pubblici, il ciclo è esposto ai rischi esogeni

Sintesi della previsione macroeconomica

Rimbalza la produzione industriale a inizio 2025...

...ma le indagini manifatturiere restano su livelli recessivi

Tengono le costruzioni, nonostante la flessione del comparto residenziale

Le indicazioni sull'attività nel settore dei servizi sono miste

Incertezza e aumento dell'inflazione attesa potrebbero frenare i consumi

Occupati ancora in forte crescita, ma quasi esclusivamente tra gli over 50

Export fiacco (e sulle prospettive pesano i minacciati dazi dagli USA)

Inflazione in ulteriore risalita

Tendenze del settore bancario

Volume di nuovi mutui quasi raddoppiato a gennaio

Confermata la dinamica dei depositi delle imprese, rallentati quelli delle famiglie

Marzo 2025

2

2

7

Nota Mensile

8

9

Research Department

10

Macroeconomic Research

11

12

Paolo Mameli

13

Economista Macro Italia

14

Giuseppe Lista

15

Economista Macro Italia

16

Giorgio Ucropina

16

Economista Macro Italia

16

Elisa Coletti

18

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Migliora il quadro per i conti pubblici, il ciclo è esposto ai rischi esogeni

Rivediamo al ribasso di tre decimi, a 0,7%, la stima di crescita del PIL italiano nel 2025, per effetto dei maggiori rischi esogeni (la stima sul 2026 è inalterata all'1%). L'evoluzione del disavanzo pubblico è migliore del previsto: già quest'anno si potrebbe raggiungere il target del 3%.

Dopo un'espansione più forte del previsto tra fine 2023 e inizio 2024, **la maggior parte dello scorso anno ha visto un'economia italiana poco più che stagnante** (un decimo in media di crescita su base congiunturale tra il 2° e il 4° trimestre dell'anno). **Lo scorcio finale del 2024 ha mostrato però segnali incoraggianti sul fronte della domanda domestica e in particolare degli investimenti**, che sono tornati a crescere dopo tre trimestri di calo: soprattutto, la spesa in impianti e macchinari ha fatto segnare un rimbalzo di 3,2% t/t dopo la flessione in ciascuno dei 4 trimestri precedenti. **Pensiamo che l'attività economica possa registrare un'espansione lievemente più ampia quest'anno** (0,2% t/t in media nel corso del 2025; 0,7% la crescita annua, da 0,5% del 2024), **grazie soprattutto alla domanda domestica; tuttavia, i ritmi sono più bassi di quelli attesi il mese scorso** (rispetto alla "Bussola dell'economia italiana" di febbraio, rivediamo la stima sul PIL 2025 da 1% a 0,7%), **per via dei maggiori rischi esogeni**. Viceversa, **manteniamo per ora invariata la stima di crescita 2026 all'1%**, sulla scia di una possibile riduzione dai picchi del livello dei dazi statunitensi, di una accelerazione nell'implementazione del PNRR e degli spillover positivi di una maggiore spesa pubblica non tanto domestica quanto nei maggiori partner commerciali (Germania in primis).

La revisione al ribasso della stima sul PIL 2025 è principalmente dovuta a ipotesi meno moderate in merito all'implementazione dell'agenda Trump: assumiamo ora che anche la UE possa essere bersaglio, già dalle prossime settimane, di un inasprimento delle tariffe commerciali, con picchi transitori (per non più di qualche mese) al 25% e successiva riduzione a seguito di negoziati ma con "atterraggio" a regime su livelli strutturalmente più elevati che in passato (al 10%). **Un tale scenario può costare all'economia italiana, secondo le nostre simulazioni, un paio di decimi di PIL, a cui bisogna aggiungere un decimo di minore crescita per effetto dell'incertezza** del contesto internazionale (nel complesso, ci attendiamo un export lievemente negativo per il secondo anno di fila nel 2025, e in ripresa solo modesta nel 2026, con un contributo del commercio estero al PIL di -0,4% nel 2025 e -0,2% nel 2026). **Considerando anche un impatto negativo dalla politica fiscale domestica ma un lieve spillover positivo dall'espansione fiscale in Germania dal prossimo anno, nonché il supporto dall'allentamento monetario**, e assumendo (cautamente) un PIL potenziale a 0,6% (oltre che una crescita acquisita di un decimo per l'anno in corso), ne deriva una crescita del PIL a 0,7% nel 2025 e 1% nel 2026.

Continuiamo a pensare che, sul fronte domestico, i rischi siano limitati, e sia possibile vedere in particolare una più accentuata ripresa dei consumi. Infatti, il trend di recupero di potere d'acquisto non è terminato: quest'anno, le retribuzioni contrattuali dovrebbero crescere ad un ritmo molto vicino al 3,1% dello scorso anno ovvero oltre un punto più dell'inflazione. Pertanto, il reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe crescere anche nel 2025, sia pure meno che nel 2024 (dell'1%, dopo il 2,6% stimato per l'anno scorso, e dopo la contrazione del 2022-23). In questo contesto, **il tasso di risparmio, dopo essere balzato al 9,4% nel 2024, potrebbe tornare a calare**, a 8,7% nel 2025 e 8,3% nel 2026, **rimanendo però, visto il contesto di incertezza riguardante soprattutto l'evoluzione dello scenario internazionale, al di sopra dei livelli del 2023 (7,8%)**. **Abbiamo in ogni caso rivisto al ribasso la nostra previsione di crescita dei consumi quest'anno** (a 1,1% da 1,2% il mese scorso e 1,8% tre mesi fa), per via sia della revisione operata da Istat sui dati 2024 che dell'incertezza che potrebbe stimolare i risparmi precauzionali. **Continuiamo a ritenere che i consumi di servizi**, che nel 2024 non avevano ancora recuperato pienamente i livelli pre-pandemici (-0,8% rispetto al 2019), **possano essere più vivaci di quelli di beni (+1,8% nel 2024 rispetto al 2019)**, anche se i durevoli troveranno supporto nel calo dei tassi di interesse.

Paolo Mameli

Abbiamo ridotto la stima di crescita 2025 a 0,7% da 1%, sulla scia dei maggiori rischi esogeni

La guerra commerciale potrebbe costare all'Italia almeno due/tre decimi di PIL

Continuiamo a pensare che i consumi abbiano spazi di crescita

Più variegata, e più soggette a rischi, sono le prospettive per gli investimenti. Per quanto riguarda le costruzioni, pensiamo possa proseguire la **divergenza tra un settore residenziale in recessione** ormai da un anno per effetto del minor sostegno dai bonus edilizi, **e un comparto non residenziale in crescita** da quasi due anni, che pensiamo possa accelerare ulteriormente man mano che procede la realizzazione delle opere infrastrutturali previste dal PNRR. Potrebbero prevalere le pressioni negative dal residenziale quest'anno e, viceversa, la spinta da PNRR il prossimo anno: pertanto, **ci aspettiamo una flessione per gli investimenti in costruzioni nel 2024, seguita da un rimbalzo nel 2025. Per quanto concerne invece gli investimenti al netto delle costruzioni, lo scorso anno ha pesato soprattutto il fallimento del pacchetto "Transizione 5.0"**, spiegato non solo dalla complessità e restrittività delle procedure, ma anche dalla compresenza di precedenti incentivi (la legge di bilancio 2025 ha poi consentito la cumulabilità con tutte le altre agevolazioni): alla data del 10 marzo, dei 6 miliardi stanziati risultano prenotate risorse pari ad appena 500 milioni; pertanto, **il governo ha deciso di dirottare la metà delle risorse (3 miliardi) su altre agevolazioni per le imprese**, non ancora annunciate al momento in cui scriviamo, ma presumibilmente più attrattive. **Questo fattore, assieme al calo dei tassi di interesse, dovrebbe favorire un ritorno alla crescita per la spesa in conto capitale delle imprese al netto delle costruzioni e dei mezzi di trasporto** (questi ultimi, viceversa, potrebbero contrarsi per il secondo anno di fila nel 2025).

Sul fronte del PNRR, secondo quanto riportato sul sito Italia Domani sulla base dati REGIS, **nel 2024** (al 13 dicembre), dei 42 miliardi pianificati (ridotti a 22 miliardi nelle stime del Documento Programmatico di Bilancio del 15 ottobre), **sarebbero stati spesi solo 13,5 miliardi.** La spesa effettiva cumulata dall'inizio del piano ammonterebbe dunque a **58,6 miliardi, meno della metà degli oltre 122 miliardi ricevuti dalla UE** (a cui dovrebbero aggiungersi nelle prossime settimane i 18,2 miliardi della settima rata). Il governo, secondo cui una parte del ritardo è dovuta ai tempi necessari per rendicontare le spese, è intervenuto lo scorso dicembre con un **nuovo decreto per velocizzare il trasferimento delle risorse** ai soggetti attuatori. Anche le valutazioni dell'impatto del PNRR sulla crescita del PIL sono state riviste progressivamente al ribasso: in un [paper](#) dello scorso dicembre, la BCE stimava un impatto tra 0,9% e 1,9% sul livello del PIL a fine 2026 (a seconda delle ipotesi sul grado di assorbimento dei fondi, e sulla produttività della spesa), rilevando anche che l'Italia è tra i Paesi con la più alta quota di spesa sostitutiva (un quarto del totale). Adottando ipotesi caute (che la spesa aggiuntiva sia pari alla metà del totale, e assumendo un moltiplicatore di 0,5), il risultato sarebbe vicino all'estremo inferiore dell'intervallo di stima della BCE; **l'impatto sulla crescita annua del PIL sarebbe comunque non trascurabile e pari a 0,3% nel 2025 e 0,4% nel 2026.** L'altra questione di rilievo riguarda l'intenzione del governo di procedere nelle prossime settimane a una **nuova revisione del PNRR** (la quinta in due anni): le frequenti rimodulazioni potrebbero creare un clima di incertezza con effetti sulla capacità degli enti di pianificare e realizzare i progetti nei tempi previsti. Infine, al momento non è chiaro quale sarà il destino dei progetti avviati e non completati entro il 2026: **allo studio vi sarebbe l'opzione di trasferire le risorse non spese in un fondo separato, permettendone un utilizzo** (circoscritto a interventi mirati di particolare complessità o criticità amministrative) **oltre la scadenza del 30 giugno 2026;** altrimenti, il completamento sarebbe finanziato con risorse domestiche (potrebbe rientrare all'interno del programma di investimenti e riforme annunciato ma non ancora dettagliato dal governo, che ha consentito l'estensione a 7 anni del periodo di aggiustamento di bilancio secondo le nuove regole fiscali UE).

In tema di finanza pubblica, **l'andamento a consuntivo del disavanzo nel 2024 è stato decisamente migliore del previsto** (3,4% del PIL, anziché il 3,8% previsto dal governo lo scorso autunno). **La sorpresa deriva interamente dalle entrate ed è dovuta alla crescita superiore al previsto sia degli occupati che dei redditi:** soprattutto il secondo fattore potrebbe caratterizzare anche l'anno in corso, quando si avranno anche dei risparmi nei fondi destinati al pacchetto "Transizione 5.0"; a nostro avviso, **in assenza di nuovi interventi espansivi, il deficit 2025 potrebbe essere molto vicino al 3% con un anno di anticipo**, al di sotto del 3,3% previsto lo scorso autunno.

Investimenti: costruzioni negative quest'anno, la spesa in macchinari è attesa in recupero dopo un 2024 negativo

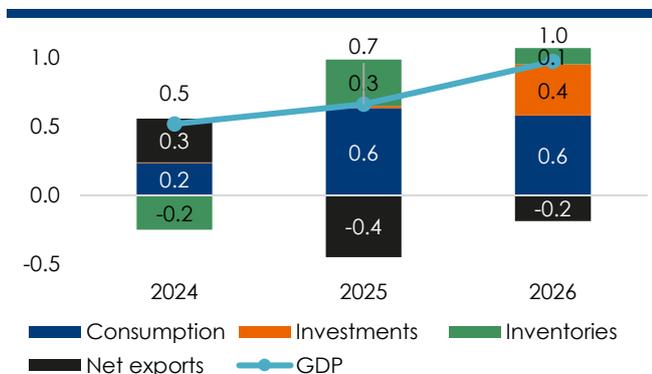
PNRR: permangono ritardi, incertezza sul destino dei progetti oltre il 2026

L'evoluzione del deficit pubblico è migliore del previsto

L'Italia, che al momento spende circa 30 miliardi di euro annui in difesa (l'1,5% del PIL), potrebbe ricevere 20 miliardi di euro di prestiti europei (nell'ambito del programma ReArm Europe (ipotizzando che i 150 miliardi previsti vengano ripartiti sulla base del PIL nominale). Tuttavia, l'utilizzo dei prestiti, distribuito su 5 anni, lascerebbe la spesa al di sotto della soglia del 2% del PIL: **per raggiungere il 3% del PIL utilizzando in toto la flessibilità garantita dalla clausola di salvaguardia, sarebbero necessarie spese aggiuntive complessive pari a 90 miliardi in cinque anni.** Ipotizzando che la maggiore spesa militare venga finanziata interamente in deficit, si interromperebbe il sentiero di discesa sia del disavanzo (che resterebbe sopra il 3% del PIL) che del debito (che si stabilizzerebbe sopra il 138% del PIL dal 2027, anziché calare come oggi atteso dal governo). A nostro avviso, è improbabile che l'esecutivo imbocchi questa strada, che, oltre a destare preoccupazioni tra gli investitori e le agenzie di rating, potrebbe causare dissidi interni alla maggioranza di governo e non incontrare pieno gradimento dall'opinione pubblica.

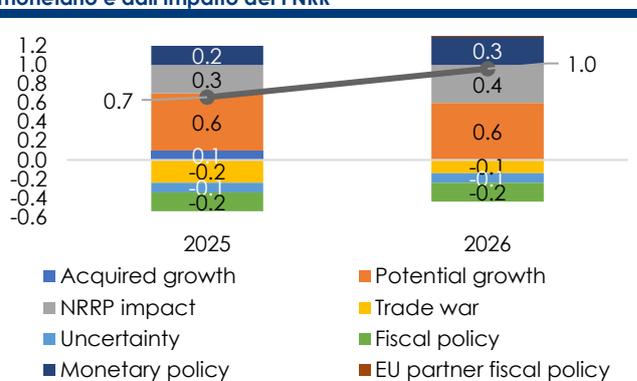
Un significativo incremento della spesa per la difesa, se finanziato in deficit, metterebbe a repentaglio la traiettoria al ribasso attesa per il debito dal 2027

Fig. 1 – Il commercio estero frenerà il PIL nel biennio in corso. La ripresa degli investimenti è rimandata al 2026



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Guerra commerciale e politica fiscale domestica freneranno il PIL, ma un supporto verrà dall'allentamento monetario e dall'impatto del PNRR

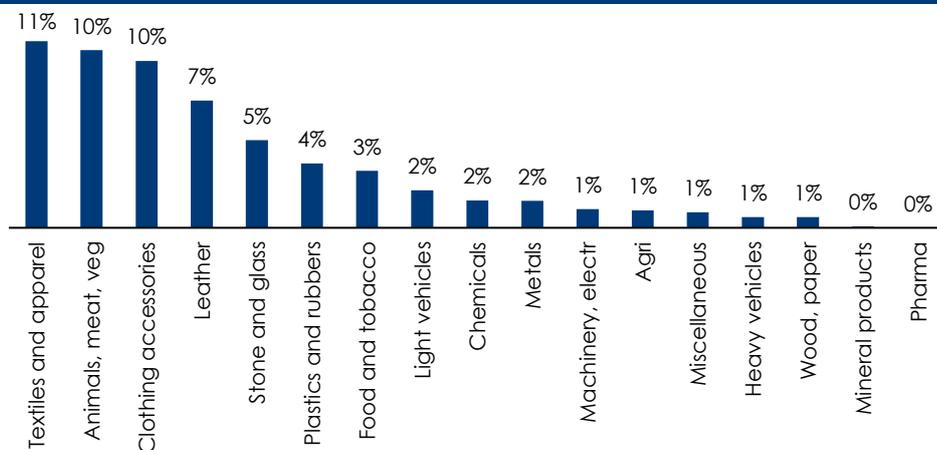


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Tab. 1 – Impatto sul PIL italiano delle diverse fattispecie di dazi minacciati dall'amministrazione USA verso la UE

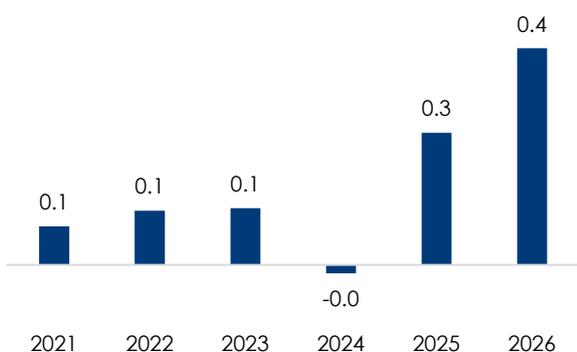
Dazio	Implementazione	Impatto annuo su PIL (%)	
		EUR-USD invariato	EUR-USD-5%
Dazio universale USA del 10%	Scenario ipotetico	-0.17	-0.06
Dazio universale USA del 20%		-0.40	-0.28
Dazio universale USA del 25%		-0.51	-0.40
Dazi reciproci		-0.03	0.08
Dazi reciproci (inclusa IVA)		-0.49	-0.38
Dazi del 25% su acciaio, alluminio, farmaceutico, auto, microchip, prodotti agricoli	Scenario ipotetico basato su minacce pubbliche non ufficialmente implementate	-0.14	-0.02
Dazi del 25% su prodotti agricoli (cereali esclusi)		-0.01	0.10
Dazi al 25% sul settore farmaceutico		-0.06	0.06
Dazio del 25% su automobili		-0.05	0.07
Dazi del 25% su acciaio e alluminio	In vigore dal 12 marzo 2025	-0.02	0.10

Nota: l'impatto è calcolato usando stime di elasticità ai prezzi della domanda dei consumatori americani per microsettore; in assenza di stime specifiche per un microsettore, si applica l'elasticità media pesata del macrosettore corrispondente. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WITS (World Bank) con elasticità calcolate da Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche

Fig. 3 – Dazio medio per selezionati settori applicato dagli Stati Uniti alle importazioni italiane

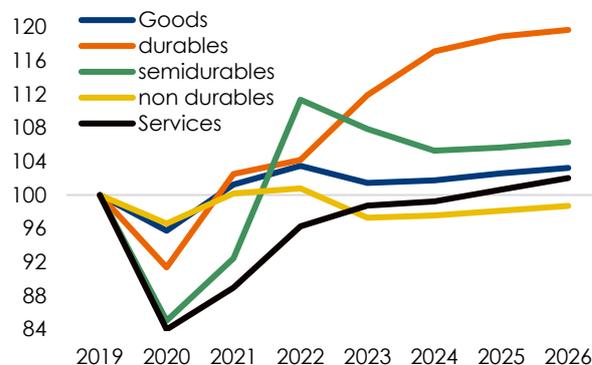
Nota: dazio medio ottenuto come media pesata della tariffa AHS (stime WITS), sul valore delle esportazioni di un microsettore (e.g. HTS6) rispetto al totale delle esportazioni per il corrispettivo macrosettore (e.g. HTS5 aggregato da HTS6). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, WITS

Fig. 4 – Nelle nostre stime l’impatto del PNRR sulla crescita annua del PIL, anche con ipotesi caute su spesa aggiuntiva e moltiplicatore, dovrebbe essere significativo nel 2025-26



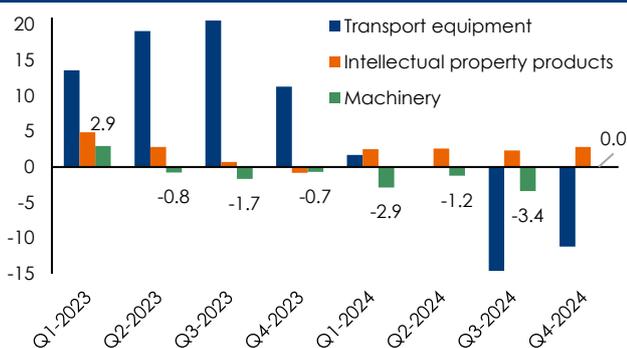
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – I consumi, in particolare di servizi, hanno ancora spazi per recuperare i livelli pre-pandemici



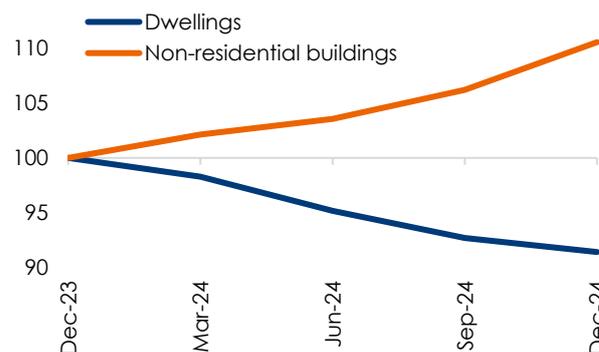
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat di contabilità nazionale

Fig. 6 – A fine 2024, gli investimenti in macchinari (al netto dei mezzi di trasporto) hanno smesso di contrarsi



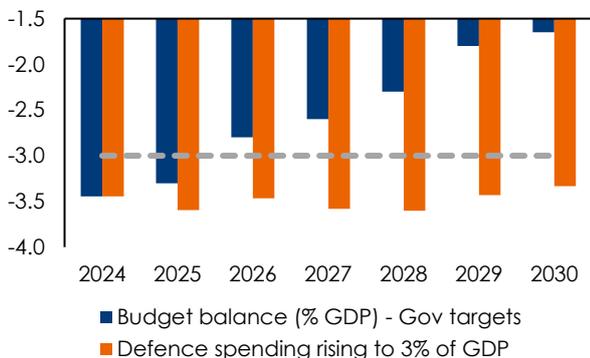
Nota: variazioni % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Proseguirà a nostro avviso nei prossimi trimestri la divergenza tra investimenti in abitazioni, che soffrono del minor supporto dai bonus, e costruzioni non residenziali, spinte dal PNRR



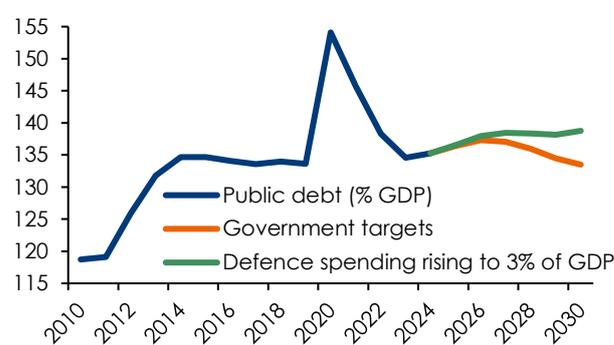
Nota: 4° trimestre 2023=100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Nel caso in cui sia finanziato in deficit un incremento della spesa per la difesa sino al 3% del PIL (pur ipotizzando prestiti UE per 20 miliardi), il disavanzo si stabilizzerebbe sopra il 3% del PIL...



Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – ...e il debito, anziché calare come atteso dal 2027, salirebbe sopra il 138% del PIL



Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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	0.7	1.0	0.6	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1	1.0	1.0	0.8
- var.ne % t/t				0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	0.4	1.1	1.0	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	1.1	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	0.0	0.1	1.7	-1.6	1.6	-0.6	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
- in macchinari e altro	-0.3	0.8	2.1	-2.2	2.6	-0.8	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
- in mezzi di trasporto	-6.3	-3.0	1.8	-7.6	0.1	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
- in costruzioni	1.0	-0.2	1.3	-0.4	1.0	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4
Esportazioni	-0.3	-0.2	1.1	-0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Importazioni	-1.5	1.4	1.9	1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.3	-0.4	-0.2	-0.4	0.1	0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	0.4	0.8	1.0	0.1	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Var. scorte	-0.2	0.3	0.1	0.4	-0.4	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Affinità produttiva													
Produzione industriale	-3.9	0.3	1.3	-1.0	-0.4	1.1	0.1	0.4	0.5	0.4	0.1	0.4	0.2
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.0	1.9	1.5	1.0	1.2	1.7	1.9	1.8	2.1	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	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
PPI (a/a)	-4.2	2.4	0.4	-1.3	-0.7	4.4	3.1	1.7	0.6	-1.4	1.0	1.0	1.1
Disoccupazione (%)	6.6	6.6	7.1	6.3	6.1	6.3	6.5	6.6	6.7	6.9	7.0	7.1	7.2
Occupati totali	1.6	1.3	0.4	0.4	0.0	0.8	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
Salari contrattuali	3.0	3.3	2.7										
Reddito disponibile reale	2.6	1.0	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)	-3.4	-3.0	-2.9										
Debito (% PIL)	135.3	136.6	138.6										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.82	2.00	2.02	3.43	2.82	2.48	2.10	2.01	2.00	2.03	2.04	2.04	2.02
Long term (10Y) rate (%)	3.70	3.78	4.38	3.67	3.48	3.63	3.71	3.77	4.00	4.23	4.35	4.43	4.52
BTP/Bund spread	1.36	1.05	1.25	1.37	1.22	1.10	1.02	1.00	1.07	1.10	1.19	1.31	1.41

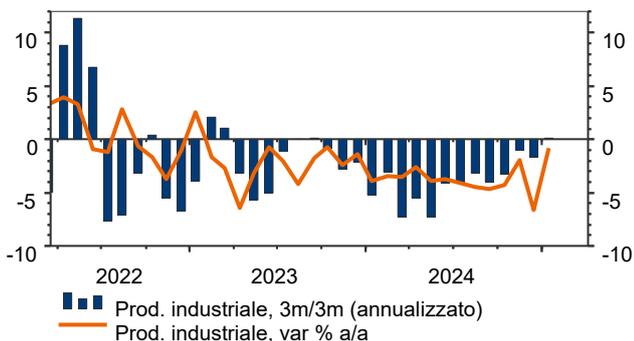
Nota: i dati annui su PIL (e componenti) sono corretti per i giorni lavorativi. Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Rimbalza la produzione industriale a inizio 2025...

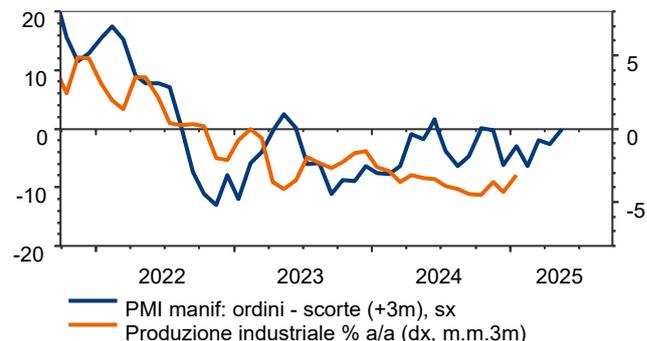
La produzione industriale è rimbalzata assai più del previsto a gennaio, di 3,2% m/m, e il dato di dicembre è stato rivisto al rialzo da -3,1% a -2,7% m/m. La contrazione su base annua corretta per gli effetti di calendario si è attenuata a -0,6% da -6,9% precedente: si tratta di un massimo da due anni. La variazione annua grezza si attesta a -3,6% da -1% precedente, il che conferma un probabile effetto "distorso" delle procedure di destagionalizzazione dopo i cambiamenti nella stagionalità intervenuti durante il periodo pandemico. L'incidenza degli effetti statistici pare confermata dal fatto che, come il calo di dicembre, così anche il rimbalzo congiunturale di gennaio è diffuso a tutti i raggruppamenti principali di industrie con la sola eccezione dell'energia (che viceversa corregge dopo l'aumento del mese precedente). Su base annua corretta per gli effetti di calendario, i beni di consumo tornano in territorio positivo (+0,4% a/a), trainati in particolare dai durevoli (+5,1% a/a), in presenza di un lieve calo per gli altri gruppi. Il dettaglio settoriale su base tendenziale (anch'esso corretto per gli effetti di calendario) mostra che permane una contrazione a due cifre (pur in attenuazione) per la fabbricazione di mezzi di trasporto (-13,1% a/a), il tessile e abbigliamento (-12,3%); viceversa, si registra un ampio rimbalzo in particolare per il farmaceutico (+21,7% a/a). Nel solo comparto manifatturiero, il rimbalzo dell'output nel mese è meno marcato che per l'indice generale di produzione industriale (+2,5% m/m, -0,8% a/a corretto per gli effetti di calendario). In sintesi, il dato conferma che l'ampio calo di dicembre era dovuto a effetti statistici legati alla distribuzione delle festività e a problematiche di destagionalizzazione. Al netto della (peraltro non inusuale) ampia volatilità su base congiunturale, la produzione industriale nel bimestre dicembre-gennaio risulta in crescita solo marginale (0,4%), anche se è in rotta per un incremento più ampio nel trimestre.

Si attenua la contrazione della produzione industriale...

...ma le indagini, pur in lieve miglioramento, restano non compatibili con una stabile crescita dell'output manifatturiero



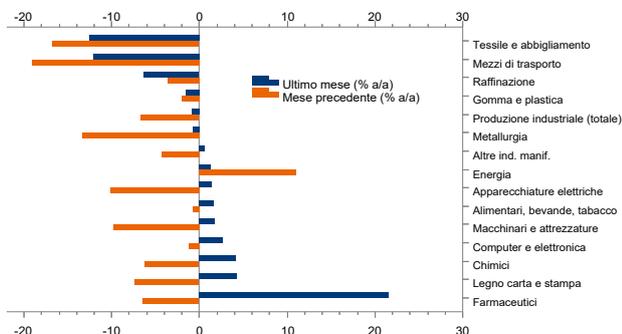
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat



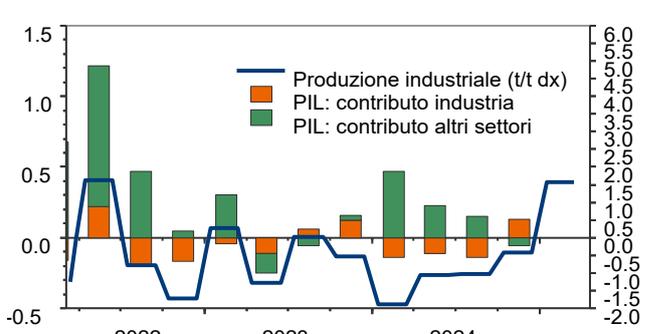
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Mezzi di trasporto e tessile restano i settori più colpiti su base annua, viceversa rimbalza il farmaceutico

In caso di stabilità a febbraio e marzo, la produzione industriale è in rotta per un ampio recupero nel trimestre in corso



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

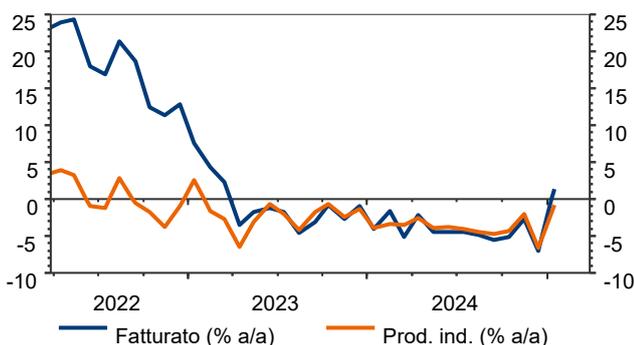


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma le indagini manifatturiere restano su livelli recessivi

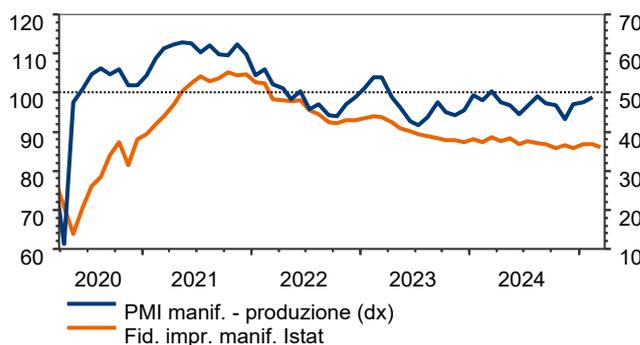
Nel complesso, **l'ampio rimbalzo della produzione industriale a gennaio non cambia, a nostro avviso, di molto le prospettive per il settore manifatturiero**. Infatti, innanzitutto c'è da notare che **in questa fase i dati di produzione industriale non sono molto correlati all'andamento del valore aggiunto nel settore**, che nel trimestre finale del 2024 ha registrato un incremento di +0,8% t/t a fronte di una contrazione dell'output di -0,4% t/t. **Anche i dati sul fatturato sono meno negativi di quelli sulla produzione**: a gennaio, il fatturato dell'industria, corretto per gli effetti di calendario, registra un aumento dell'1,7% in valore (+1,3% sul mercato interno e +2,5% su quello estero) e dello 0,9% in volume (con una variazione nulla sul mercato interno e un incremento del 2,9% su quello estero). **Per quanto riguarda la fiducia delle imprese del settore, dopo il rimbalzo visto nei primi due mesi dell'anno, a marzo si registra un nuovo peggioramento, almeno secondo l'indagine Istat, che è tornata a calare dopo due mesi di recupero**, da 86,9 a 86 (vicino ai minimi dal 2020). Si nota un maggior pessimismo su produzione e ordini correnti, e peggiorano le aspettative sull'economia; migliorano a sorpresa invece le attese sull'occupazione (al massimo da quasi un anno). Salgono le intenzioni di ritoccare al rialzo i prezzi (da 7,2 a 9,5, un massimo da due anni). Il calo dell'indice sintetico è dovuto soprattutto ai produttori di beni strumentali. Nel complesso, il livello medio delle indagini nel 1° trimestre 2025 resta superiore a quello dell'ultima parte del 2024, ma non appare ancora coerente con una decisa ripartenza dell'attività. In ogni caso, **l'escalation in atto della guerra commerciale avviata dalla nuova amministrazione USA peserà evidentemente sul settore industriale** assai più che sugli altri comparti produttivi.

Nel mese di gennaio si registra un recupero sia per la produzione che, in maggior misura, per il fatturato industriale



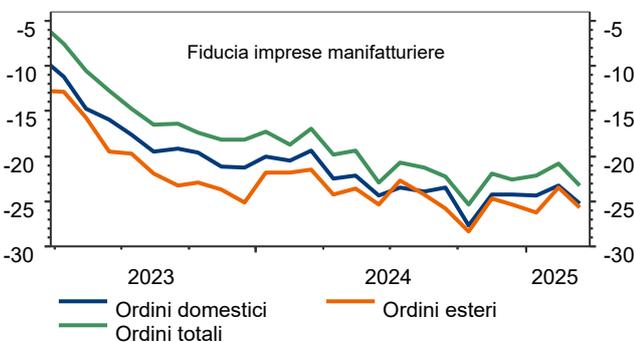
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini manifatturiere restano in territorio recessivo



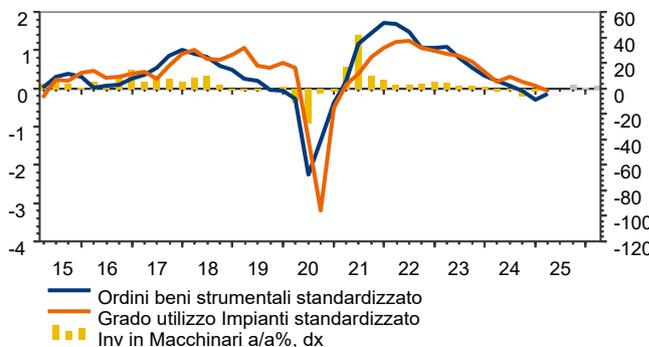
Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Secondo l'indagine Istat sulle imprese manifatturiere, tornano a calare gli ordini correnti



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Non si vede un'inversione di tendenza per il grado di utilizzo degli impianti e gli ordini di beni strumentali

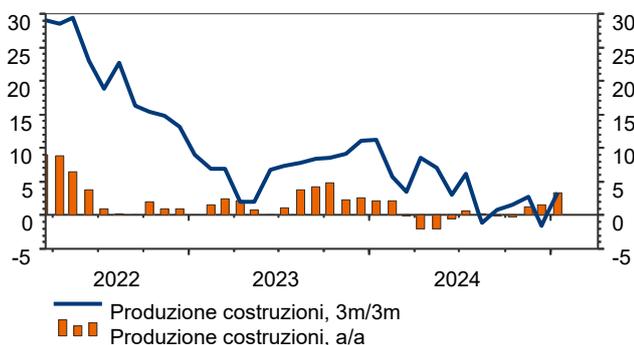


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tengono le costruzioni, nonostante la flessione del comparto residenziale

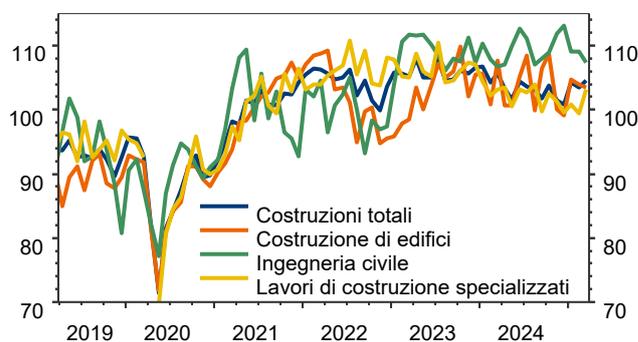
Con un'espansione dell'1,2% t/t, **le costruzioni sono tornate a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto nel 4° trimestre**. I dati dal lato della domanda confermano la **divergenza in atto ormai da oltre un anno tra gli investimenti residenziali**, che si sono contratti per il quarto trimestre consecutivo (-1,4% t/t da -2,6%), chiudendo il 2024 con una flessione annua di -4%, **e i fabbricati non residenziali e altre opere** (4,1% t/t da 2,6%), in crescita di quasi il 9% l'anno scorso rispetto al 2023. **La frenata residenziale non sorprende** alla luce della minore generosità dei bonus edilizi; un supporto potrebbe arrivare dal calo dei tassi sui mutui, che però solo di recente ha iniziato a riflettersi in un (moderato) recupero della domanda di credito. I dati sul mercato immobiliare restano positivi: **nel 4° trimestre 2024 si registra una accelerazione dei prezzi sia delle nuove abitazioni** (9,4% a/a da 8,9% precedente) **che di quelle esistenti** (3,4% a/a da 2,7%), **nonché dei volumi di compravendita** (7,6% a/a da 2,7%). La buona performance del comparto non residenziale potrebbe essere spiegata da progressi nell'implementazione dei progetti infrastrutturali inclusi nel PNRR. In ogni caso, **il settore edile in generale sta mostrando una buona tenuta, come confermato dal dato di gennaio sulla produzione nelle costruzioni, che ha registrato un rimbalzo di 5,9% m/m** dopo la flessione di -2,3% vista a dicembre, il che lascia una solida eredità statistica sul 1° trimestre dell'anno (è comunque possibile che, come nell'industria in senso stretto, il dato di produzione di gennaio sia viziato da anomalie stagionali legate alla distribuzione delle festività). **La resilienza del settore è confermata dall'indagine Istat sulla fiducia dei costruttori, che a marzo ha registrato un aumento da 103,4 a 104,6, un massimo da un anno, grazie al comparto dei lavori di costruzione specializzati**, mentre flette il morale sia nella costruzione di edifici che nell'ingegneria civile; lo spaccato dell'indagine mostra valutazioni più positive sull'occupazione, a fronte di giudizi più negativi su ordini e/o piani di costruzione.

Torna a espandersi la produzione nelle costruzioni



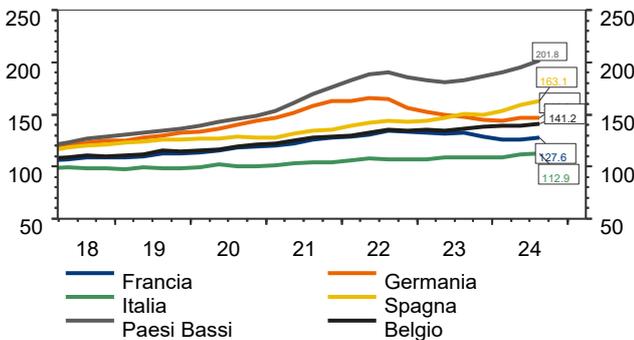
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In recupero la fiducia dei costruttori a marzo, trainata dai lavori di costruzione specializzati



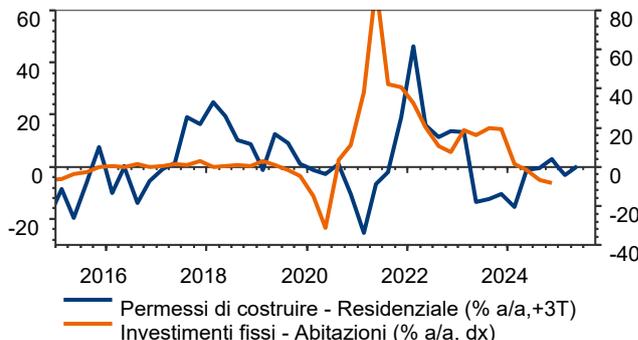
Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Continua la crescita dei prezzi delle abitazioni, pur meno vivace di quella registrata negli ultimi anni in altri Paesi europei



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

L'andamento dei permessi di costruire è coerente con una stabilizzazione degli investimenti in abitazioni nei prossimi trimestri

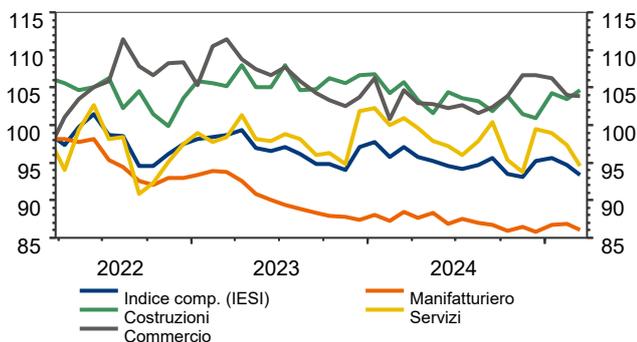


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indicazioni sull'attività nel settore dei servizi sono miste

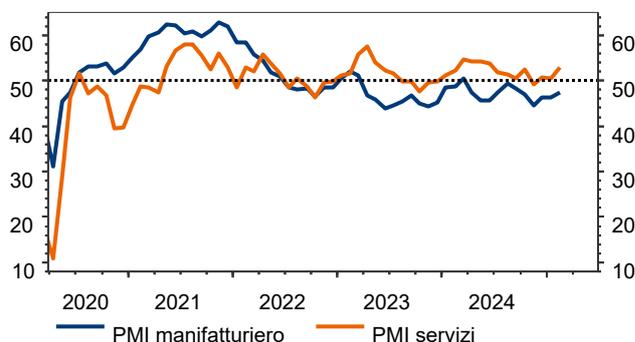
Nel 4° trimestre 2024, il valore aggiunto nei servizi ha registrato un calo inatteso (-0,1% t/t), per via principalmente della contrazione di attività finanziarie e assicurative (-0,8% t/t), servizi di informazione e comunicazione (-0,7% t/t) e attività artistiche e di intrattenimento (-0,5% t/t). In espansione, invece, sia le attività professionali e di supporto (+0,4% t/t) che le attività immobiliari (+0,1% t/t), mentre il comparto del "commercio, trasporto, alloggio e ristorazione" ha visto una stagnazione. Tuttavia, **i dati sul fatturato nei servizi di gennaio hanno registrato un aumento** in termini congiunturali sia in valore (+1,2%) sia in volume (+0,9%), con una dinamica positiva sia nel commercio all'ingrosso (+0,9% in valore e +0,3% in volume) sia negli altri servizi (+1,6% in valore e +1,3% in volume); **su base annua, si registrano incrementi tendenziali del 3% in valore e dello 0,7% in volume**: nel commercio all'ingrosso cresce il fatturato in valore (+1,1%) e si registra una variazione nulla in volume, mentre si osservano incrementi tendenziali per gli altri servizi (+5,1% in valore e +0,9% in volume). **Sul fronte della fiducia delle imprese del settore, gli indici dei direttori degli acquisti avevano dati segnali positivi a febbraio**, quando l'indice PMI era salito a 53 da 50,4 di gennaio, ai massimi da giugno dello scorso anno. Viceversa, **indicazioni negative sono poi giunte dall'indagine Istat di fiducia delle imprese dei servizi di mercato**, che è diminuita per il terzo mese consecutivo (a 94,5 da 97,4), registrando una dinamica negativa per tutti i comparti, con peggioramenti più rilevanti per servizi turistici (a 111 da 116) e comunicazioni e informazione (a 98 da 93). **In sintesi, il livello delle indagini sembra coerente con un ritorno alla crescita del valore aggiunto nel settore già dal trimestre in corso, dopo la flessione di fine 2024. Tuttavia, il calo dell'indagine Istat in tutti i primi tre mesi dell'anno introduce elementi di cautela nel valutare l'attività del settore.**

L'indagine sulla fiducia delle imprese a marzo mostra una ampia flessione nei servizi



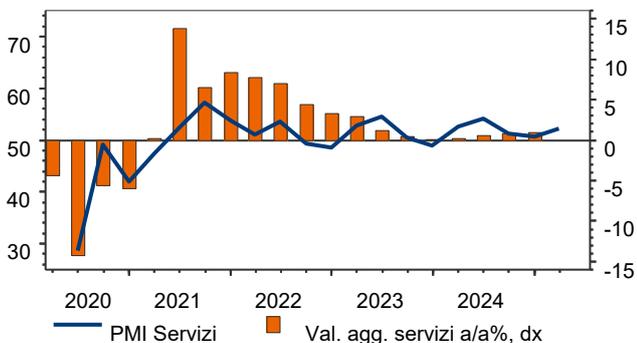
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Viceversa, indicazioni più confortanti erano giunte, in febbraio, dal PMI servizi



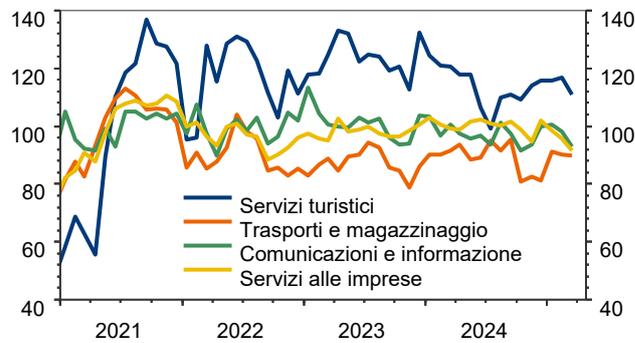
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

L'indice PMI servizi suggerisce che il valore aggiunto nel terziario possa riaccelerare già dal 1° trimestre 2025...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

...ma il calo del morale delle imprese a marzo, diffuso a tutti i settori, introduce elementi di cautela

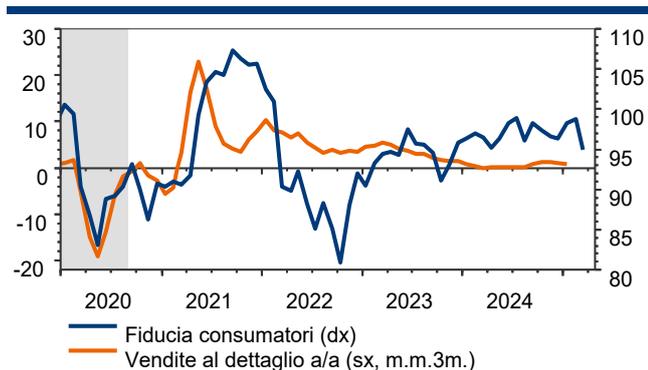


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Incertezza e aumento dell'inflazione attesa potrebbero frenare i consumi

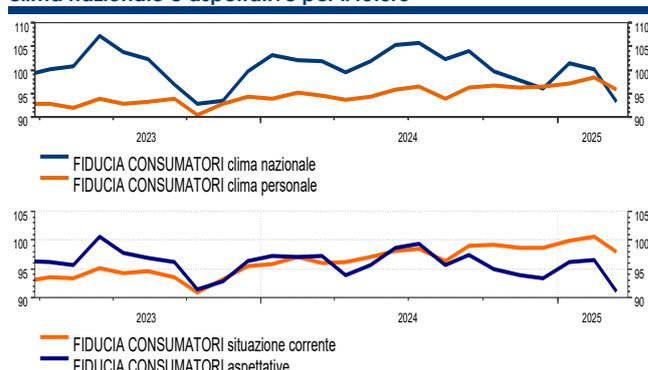
I consumi delle famiglie sono cresciuti nel 4° trimestre 2024, pur ad un ritmo inferiore rispetto a quello visto nei tre mesi precedenti (0,2% t/t, da 0,4%): la spesa delle famiglie è stata **trainata da servizi** (0,4% t/t) e **beni durevoli** (0,2% t/t), a fronte di una flessione per i beni non durevoli (-0,1% t/t) e semi-durevoli (-0,4% t/t). **A gennaio, le vendite al dettaglio hanno subito una flessione** su base mensile (-0,4% m/m in valore e -0,6% in volume). Su base tendenziale, si registra una crescita in valore (0,9% a/a) ma una contrazione in volume (-0,2%). Sui dati tendenziali in valore, **la crescita è confinata alla grande distribuzione** (+2,1%), in particolare di prodotti alimentari (+2,9%). Le vendite dei beni alimentari sono cresciute del 2,1% a/a, mentre per quanto riguarda i beni non alimentari si registrano incrementi significativi per abbigliamento e pellicceria (+1,9%) e prodotti farmaceutici (+1,8%), mentre la flessione più marcata si riscontra per "dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia" (-3,5%) e per calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-3,3%). **A marzo, segnali negativi sono venuti dall'indagine Istat sulla fiducia dei consumatori, che è scesa assai più del previsto da 98,8 a 95: si tratta di un minimo da novembre del 2023:** peggiorano soprattutto il clima economico nazionale (più che la situazione personale degli intervistati), e le aspettative più che la condizione corrente; si nota un netto deterioramento delle attese sulla situazione economica dell'Italia (ai minimi da ottobre del 2022), nonché un aumento per il secondo mese dei timori di disoccupazione (da 29,1 a 39,7); l'inflazione attesa è salita da 16,6 a 29,1, un massimo da ottobre del 2022. In prospettiva, **restano in piedi a nostro avviso le condizioni per vedere una più significativa ripartenza dei consumi, visto che il recupero del reddito disponibile reale delle famiglie non appare concluso. Tuttavia, l'incertezza sullo scenario internazionale, e la salita delle aspettative di inflazione, potrebbero indurre le famiglie a un aumento dei risparmi precauzionali.**

Vendite al dettaglio fiacche e fiducia dei consumatori in flessione



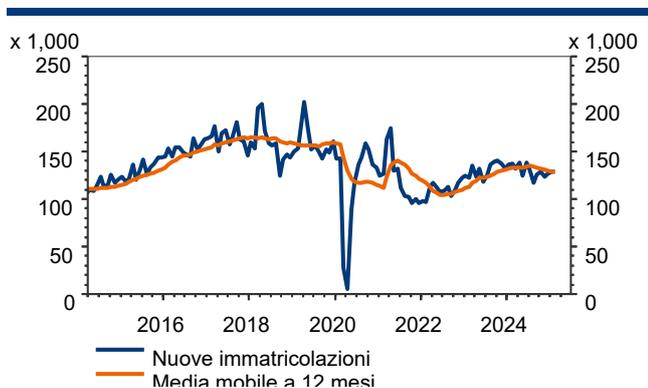
Nota: serie sulla fiducia dei consumatori interpolata a causa della mancanza di dati ad aprile 2020; aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo di marzo del morale delle famiglie è dovuto soprattutto a clima nazionale e aspettative per il futuro



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le vendite di auto mantengono una tendenza in calo



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Nei prossimi mesi, la risalita dell'inflazione non sarà di entità tale da intaccare il recupero in corso del potere d'acquisto delle famiglie



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

Occupati ancora in forte crescita, ma quasi esclusivamente tra gli over 50

A gennaio il tasso di disoccupazione è tornato a scendere, a 6,3%, dopo il balzo a 6,4% di dicembre (rivisto al rialzo di due decimi). La flessione è dovuta a un **aumento degli occupati (+145 mila, un massimo da giugno del 2021)** più ampio rispetto a quello della forza lavoro (+136 mila; gli inattivi in età da lavoro sono diminuiti di -146 mila unità). **Rispetto a un anno prima, gli occupati crescono di ben 513 mila unità (+2,2% a/a)**, a fronte di un aumento meno ampio delle forze di lavoro (+319 mila, +1,2% a/a); gli inattivi calano di ben -158 mila unità (-1,3% a/a). **La crescita degli occupati è ancora una volta trainata dai dipendenti permanenti (+702 mila, +4,5% a/a)**, mentre i lavoratori a termine sono diminuiti (-230 mila, -7,9% a/a). Tuttavia, **la gran parte dell'incremento degli occupati (+481 mila, +5,1% a/a), così come tutto il calo degli inattivi (-183 mila, +5,1% a/a), sono dovuti agli ultracinquantenni**. Tra i più giovani (15-24 anni) si registra un incremento degli inattivi di ben 116 mila unità, nonché una salita del tasso di inattività di ben 1,6 punti percentuali. Al netto della componente demografica, la crescita dell'occupazione è pari a 0,5% per gli under 50 e a 3,8% per gli over, e gli inattivi sono stabili per i giovani sotto i 35 anni ma in aumento di ben 2,7% nella fascia di età intermedia (35-49 anni). Queste evidenze confermano che **il mercato del lavoro potrebbe essere meno robusto di quanto sembri, in quanto legato alla crescita dell'età effettiva di pensionamento**. I dati sui flussi dell'offerta di lavoro nel 4° trimestre 2024 offrono spunti interessanti a riguardo: **diminuisce la porzione di individui che da inattivi diventano occupati, aumenta quella degli individui che, da inattivi, tornano a cercare lavoro ma al momento sono ancora disoccupati, e cresce il tasso di permanenza nell'inattività**. Negli ultimi mesi si registra anche un aumento delle ore autorizzate di Cassa Integrazione Guadagni. **Ci aspettiamo una modesta risalita del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri**.

Il tasso di disoccupazione torna a scendere a gennaio (a 6,3%)



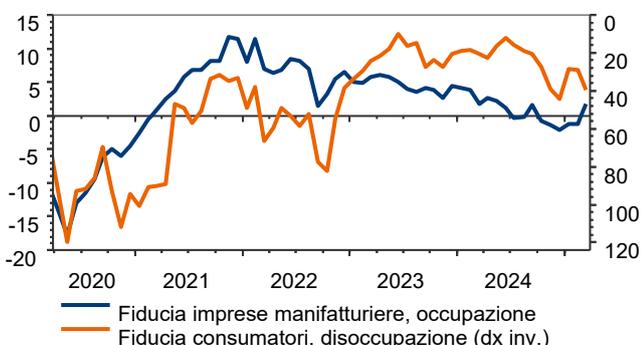
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Riaccelerano sia gli occupati che le forze di lavoro



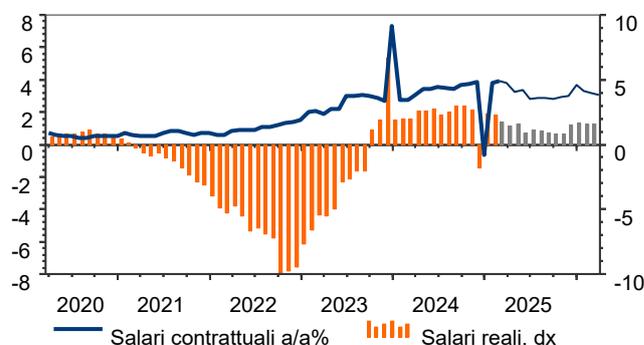
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indicazioni sull'occupazione da parte di famiglie e imprese non suggeriscono un forte deterioramento del mercato del lavoro



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

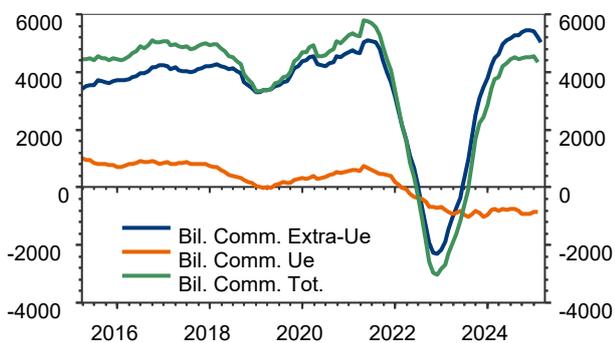


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Export fiacco (e sulle prospettive pesano i minacciati dazi dagli USA)

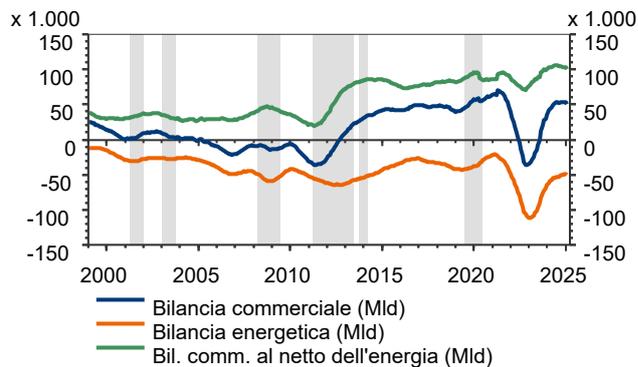
Il mese di gennaio ha visto un **aumento di entrambi i flussi, più pronunciato per le importazioni** (+3,2% m/m) **che per le esportazioni** (+0,6% m/m). La crescita dell'import è marcata per beni di consumo (+8,7% m/m) e beni intermedi (+3,7% m/m), mentre si registra una flessione per beni strumentali (-1,3% m/m) ed energia (-2,3% m/m). L'export è in crescita in tutti i raggruppamenti principali di industrie ad esclusione dei beni di consumo durevoli (-2% m/m). Si nota una divergenza tra export verso l'UE in aumento (+1,8% m/m) e vendite verso le aree extra-UE in calo (-0,6% m/m). **Su base tendenziale, entrambi i flussi si confermano in territorio positivo**, ma l'export rallenta da 2,9% a 2,5% a/a mentre l'import accelera da 2,1% a 8,8% a/a, trainato dalle importazioni extra-UE (18% a/a). Il maggior contributo alla crescita annua dell'export viene dal settore farmaceutico (+33,6%), ma buoni incrementi si registrano anche per alimentari, metalli, chimica e mezzi di trasporto, mentre si riscontrano flessioni a due cifre per la raffinazione e gli autoveicoli (-15,8%). **I primi dati di febbraio, relativi al solo commercio extra-UE, registrano un aumento congiunturale per entrambi i flussi, più ampio per le esportazioni (+2,8%) rispetto alle importazioni (+0,8%). Su base annua, l'export è in calo di -2,1%** (da +3,3% a gennaio): la flessione è dovuta soprattutto all'energia (-23,3%) e ai beni strumentali (-15,3%), mentre è in forte aumento l'export di beni di consumo non durevoli (+13,7%). L'import registra una crescita tendenziale dell'8,6%, quasi totalmente spiegata dai maggiori acquisti di beni di consumo, durevoli (+17,1%) e non durevoli (+17,9%), ed energia (+17,6%). **Il dettaglio per Paese che mostra riduzioni rilevanti dell'export verso Turchia (-10,6% a/a) e Stati Uniti (-9,7% a/a)**, mentre ampi incrementi si riscontrano per Svizzera (+17,3% a/a), Paesi OPEC (12,9% a/a), Regno Unito e Paesi ASEAN. L'import registra incrementi a doppia cifra per OPEC, Cina, Paesi ASEAN e Regno Unito, con riduzioni moderate per Stati Uniti, Turchia e Svizzera. **Gli annunciati dazi sulle auto, e le minacce di ulteriori tariffe sui Paesi UE, peseranno sull'export nei prossimi mesi.**

Saldo in deficit verso la UE, in ampio surplus verso i paesi extra-UE



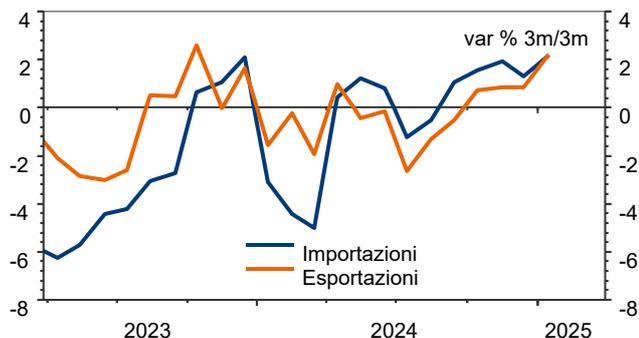
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il saldo al netto dei prodotti energetici resta vicini ai recenti record



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

Entrambi i flussi commerciali sono in (moderata) ripresa negli ultimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export è in modesto recupero ma non tiene il passo della domanda dall'estero

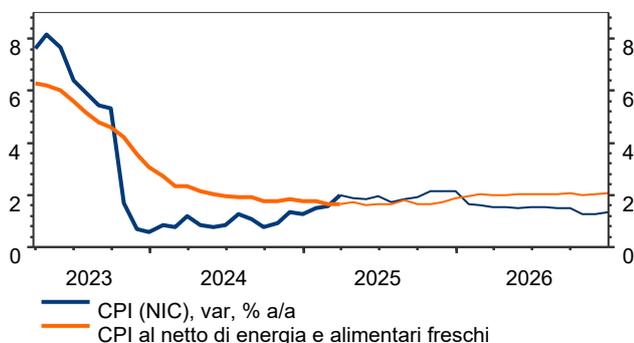


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Inflazione in ulteriore risalita

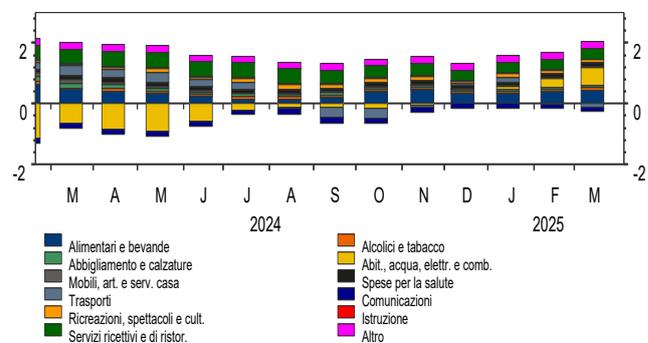
A marzo i prezzi al consumo sono saliti di 0,4% m/m da un precedente 0,2% m/m sull'indice nazionale e di 1,6% m/m da 0,1% m/m su quello armonizzato. **L'inflazione annua è aumentata (per il terzo mese) da 1,6% a 2% sul NIC e da 1,7% a 2,1% a/a sull'IPCA**; in entrambi i casi si tratta di un massimo da settembre del 2023. **I dati sono stati significativamente superiori alle attese** (di quattro decimi sul NIC e di tre decimi sull'IPCA). **La salita della crescita tendenziale del NIC è dovuta pressoché interamente alle spese per "abitazione, acqua, elettricità e combustibili"**, che hanno visto una netta accelerazione per il secondo mese, da 3,1% a 6,4% a/a; **anche gli alimentari fanno registrato un aumento per il secondo mese di fila**, da 2,4% a 2,6% a/a. Viceversa, rallentano per il secondo mese i trasporti, da -0,1% a -0,9% a/a. **L'inflazione energetica accelera decisamente** da 0,6% a 3,2% a/a, spinta questo mese dagli energetici non regolamentati (+1,2% m/m, da -1,9% a +1,3% a/a). I servizi risultano stabili al 2,4% a/a. **L'inflazione di fondo (sempre sul NIC) è invariata** a 1,7% a/a, **il cosiddetto "carrello della spesa" accelera** da 2% a 2,1% a/a. **Sull'indice armonizzato, la salita dell'inflazione tendenziale è diffusa a tutte i principali macro-gruppi: l'energia accelera da 0,6% a 3,3% a/a**, gli alimentari da 2,4% a 2,7% a/a, i beni industriali non energetici da -0,1% a 0,5% a/a e i servizi da 2,6% a 2,7% a/a. **La componente di fondo sale da 1,8% a 1,9% a/a** (restando comunque significativamente inferiore alla media area euro). In sintesi, la risalita dell'inflazione italiana è dovuta, come atteso, quasi esclusivamente all'energia. Il dispiegamento degli effetti base sulla componente energetica ora pare pressoché completato, per cui **ci aspettiamo un'inflazione italiana nei prossimi mesi non molto distante dai valori di marzo, prima di un moderato ulteriore aumento (di qualche decimo) negli ultimi mesi dell'anno. Tuttavia, pensiamo che poi l'inflazione possa tornare a calare l'anno prossimo**, a una media di 1,6% sull'IPCA e 1,5% sul NIC (da 2% e 1,9% quest'anno, rispettivamente), per via sia del calo dei prezzi energetici che di una dinamica di fondo dell'inflazione ancora contenuta (più che per la media dell'Eurozona, grazie a una maggiore moderazione salariale).

L'inflazione sta risalendo (guidata dall'energia), ma ci aspettiamo che torni sotto il 2% in media il prossimo anno



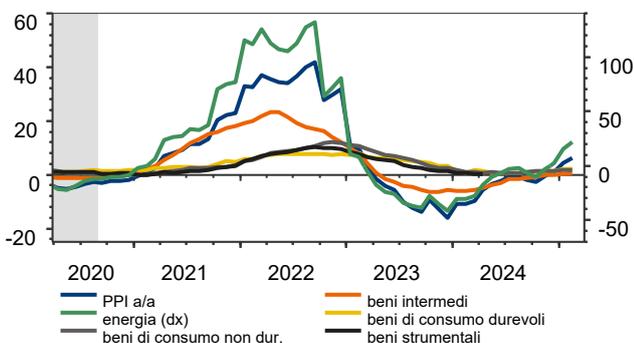
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Le spese per la casa (legate all'energia) sono il principale responsabile della salita dell'inflazione negli ultimi due mesi



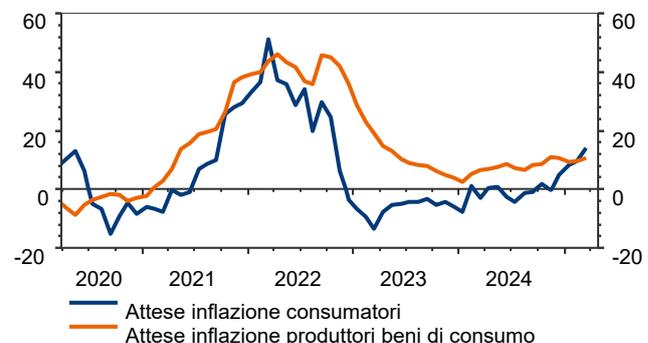
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il PPI è in accelerazione (6,2% a/a a febbraio), spinto dall'energia



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

Attese sui prezzi di consumatori e produttori in risalita



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

Tendenze del settore bancario

Volume di nuovi mutui quasi raddoppiato a gennaio

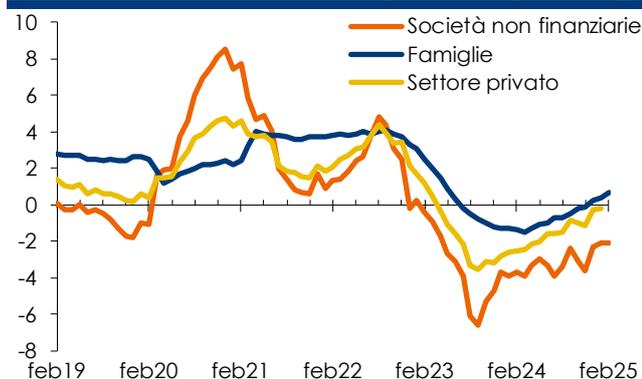
Da dicembre 2024 a febbraio 2025, i prestiti al settore privato hanno riportato un tasso di variazione annua circa nullo, dopo quasi due anni di riduzione significativa. Il miglioramento è il riflesso della ripresa dei mutui alle famiglie, sostenuta dall'accelerazione delle nuove erogazioni che hanno aperto il 2025 con volumi quasi raddoppiati rispetto a dodici mesi prima. In dettaglio, lo stock di prestiti alle famiglie è cresciuto dello 0,7% a febbraio, con i mutui in aumento dell'1,8%, mentre i finanziamenti alle società non-finanziarie hanno visto un'attenuazione del calo a -2,1%.

Elisa Coletti

Si è avvicinata sempre più allo zero la variazione annua dei prestiti al settore privato, con il -0,2% a/a registrato a gennaio, dal -0,3% di fine 2024, fino alla variazione nulla stimata da ABI per febbraio 2025 che, se confermata, metterebbe fine a un calo durato quasi due anni. L'evoluzione continua a essere determinata dalla ripresa dei prestiti alle famiglie, in crescita del +0,4% a gennaio e del +0,7% a febbraio, mentre i finanziamenti alle società non-finanziarie hanno registrato una leggera attenuazione del calo, a -2,1% in entrambi i primi due mesi del 2025, dal -2,3% di fine 2024. Secondo le stime ABI, l'aggregato dei prestiti alle famiglie e imprese si è ridotto dello 0,6% a/a a febbraio dopo il -0,7% di gennaio.

Come già visto nella seconda metà del 2024, si è rafforzata la dinamica dello stock di mutui, in aumento del +1,5% a gennaio e del +1,8% a febbraio. Inoltre, il credito al consumo ha mantenuto una crescita robusta, del 4,4% a gennaio e del 4,6% a febbraio, in leggera ma costante progressione rispetto al 4,2% nel 4° trimestre 2024, al +4,0% nel 3° trimestre e +3,7% nel 1° semestre.

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



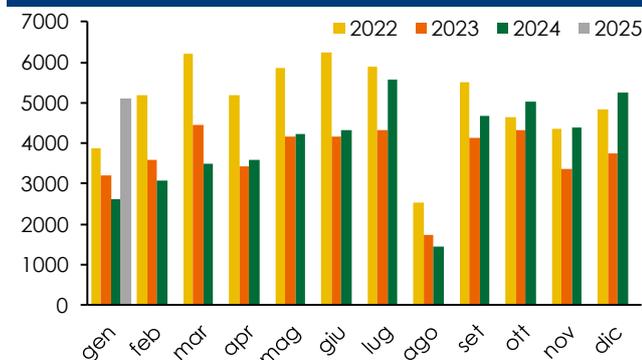
Fonte: Banca d'Italia e BCE

Andamento dei prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni e del credito al consumo (var. % a/a corrette per le cartolarizzazioni)



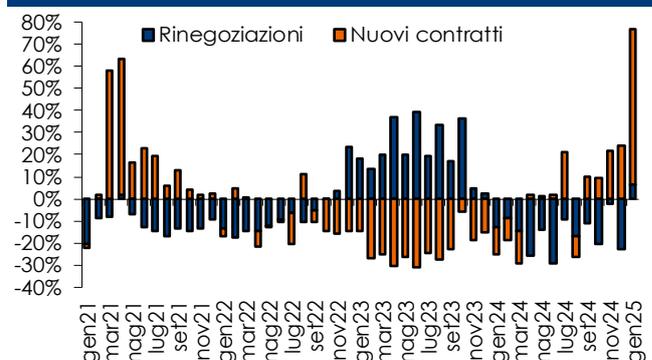
Fonte: BCE

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



Fonte: BCE

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

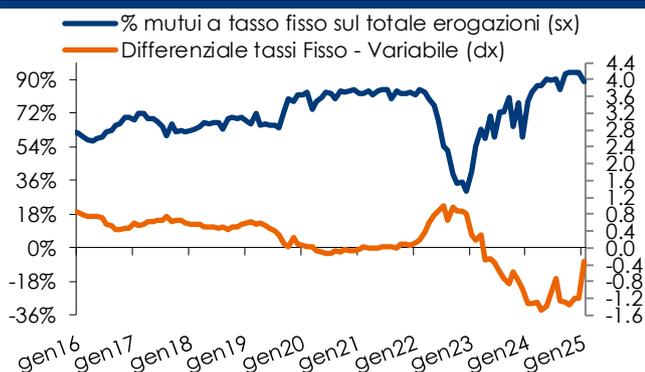


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il trend dei mutui è sostenuto dall'**accelerazione delle erogazioni per nuovi contratti che hanno aperto il 2025 con volumi quasi raddoppiati rispetto a dodici mesi prima**, da 2,6 a 5,1 miliardi a gennaio i quest'anno (+96%) dopo aver chiuso il 2024 in crescita del 40% a/a. Diversamente dai mesi precedenti, a gennaio **anche le rinegoziazioni sono risultate in aumento**, dopo un intero 2024 all'insegna del calo (+24,5% a gennaio, -46,9% nel 2024).

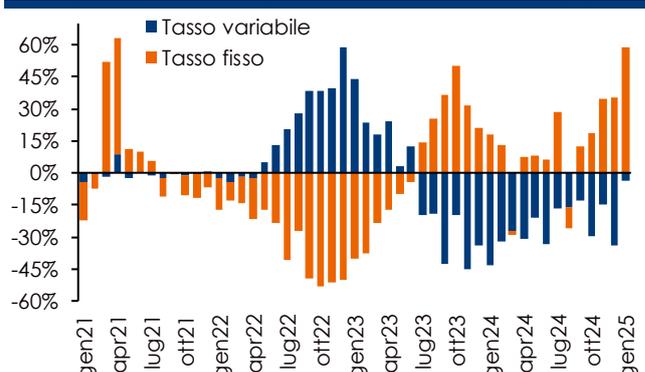
Anche a gennaio, **le erogazioni a tasso fisso sono risultate nettamente prevalenti, ma la loro quota sul totale operazioni è diminuita** di circa 5 punti percentuali dal record di dicembre 2024 del 94% all'89% di gennaio. **Le erogazioni a tasso fisso sono cresciute del 75% a gennaio dal +60% di fine 2024**. All'opposto, **è proseguita la flessione delle operazioni a tasso variabile, sebbene relativamente meno intensa rispetto ai diciotto mesi precedenti**, con un -18% a/a a gennaio dal -84% a dicembre, un record storico negativo, e -74,1% nell'intero 2024. La quota delle operazioni a tasso variabile sul totale è leggermente salita in un mese, dal 6% all'11% a gennaio, un andamento che riflette il notevole calo di tale tasso, sceso a gennaio di 81pb m/m a 3,40%. Considerata la lieve risalita mostrata a gennaio dal tasso fisso (a 3,07% dal 3,01% di dicembre), **il taglio del variabile ha determinato una marcata chiusura del differenziale tra i due tassi**, passato a 33pb da 1,2 punti percentuali a dicembre, come in media nel 2024 (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

Confermata la dinamica dei depositi delle imprese, rallentati quelli delle famiglie

Elisa Coletti

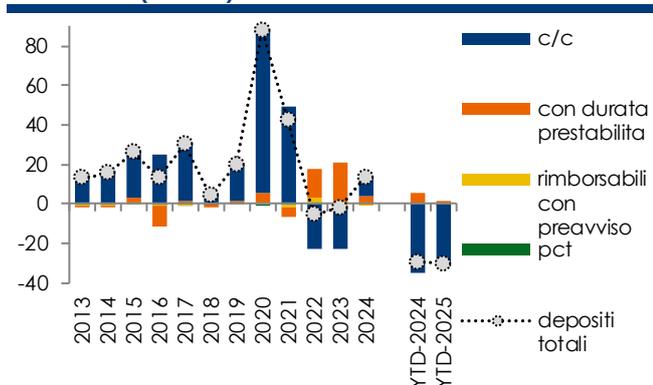
Per i depositi e per il totale della raccolta da clientela l'inizio del 2025 ha confermato i ritmi di crescita con cui si è chiuso il 2024, di circa il 2%. Tuttavia, a febbraio si è registrato un rallentamento dei depositi delle famiglie, con deflussi mensili per 6 miliardi in relazione alla sottoscrizione del nuovo titolo riservato al segmento retail emesso dal Tesoro italiano. Dal lato della raccolta amministrata, l'inizio del 2025 ha mostrato un ritorno degli investimenti delle famiglie consumatrici in titoli di debito.

A gennaio i depositi hanno registrato un tasso di variazione del **2,2% a/a**, dopo il +1,9% di dicembre, proseguendo nella ripresa evidenziata da metà 2024 e confermata a febbraio con il +2,1% secondo le stime ABI.

I dati preliminari di febbraio di fonte BCE mostrano un andamento differenziato dei **depositi delle famiglie e a quelli delle imprese**. L'aggregato dei depositi dei due settori ha segnato un rallentamento della crescita all'1,3% a/a a febbraio, dall'1,8% di gennaio e 1,9% di fine 2024. **La dinamica più moderata è stata determinata dai depositi delle famiglie che a febbraio hanno registrato un dimezzamento del tasso di crescita**, sebbene da ritmi già modesti dell'1,3% a gennaio e 1,4% a dicembre a +0,6% a febbraio. L'andamento ha risentito dell'emissione da parte del Tesoro italiano di un nuovo titolo riservato al segmento retail, il "BTP Più" che ha visto sottoscrizioni per 14,9 miliardi, una cifra importante seppure inferiore ai 18,3 miliardi di BTP Valore collocati a inizio marzo 2024. Nell'attuale circostanza, l'impatto sui depositi delle famiglie è stato un deflusso di 6,1 miliardi a febbraio, via riduzione della liquidità sui conti correnti. A confronto con il 1° bimestre del 2024, quando i depositi delle famiglie avevano registrato un afflusso netto complessivo di risparmi di 1,5 miliardi, nel 1° bimestre di quest'anno si è riscontrata, all'opposto, una riallocazione di risorse per 8,3 miliardi.

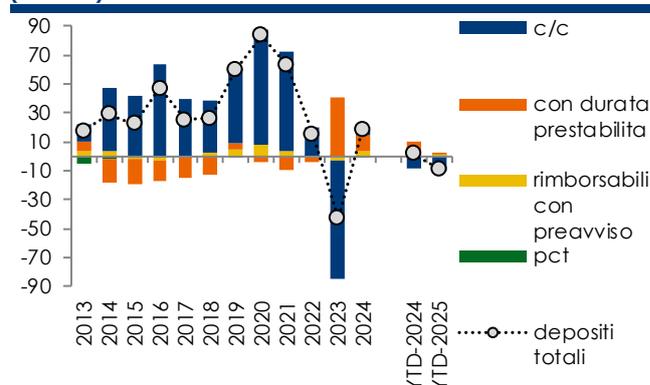
Diversamente, **i depositi delle società non-finanziarie hanno confermato il ritmo di crescita dei due mesi precedenti, del +3,2% a febbraio** dal 3,3% di gennaio e 3,1% di fine 2024. **Trainanti sono stati i conti correnti**, con un asso di crescita del 4,3% a/a dal 4,0% di gennaio. All'opposto, i depositi con durata prestabilita hanno riportato una riduzione del -1% a/a. Nel complesso del 1° bimestre 2025, i depositi delle società non-finanziarie si sono ridotti, conformemente alle regolarità stagionali, per un ammontare di liquidità quasi equivalente allo scorso anno (-30,1 miliardi, -29,6 nei primi due mesi del 2024),

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e 1° bimestre (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e 1° bimestre (EUR mld)

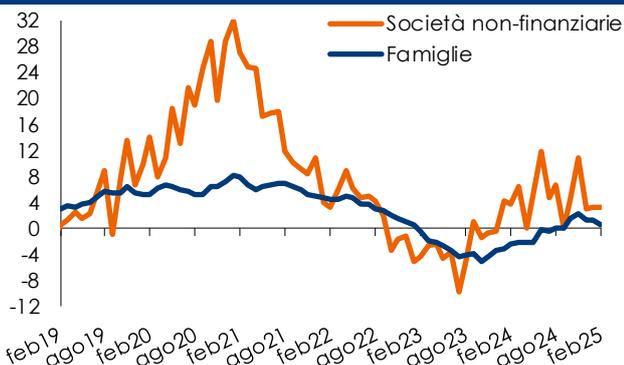


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

In termini di strumenti, **l'andamento più moderato dei depositi è stato determinato sia dalla minore dinamica dei conti correnti, sia dalla continua frenata dei depositi con durata prestabilita.**

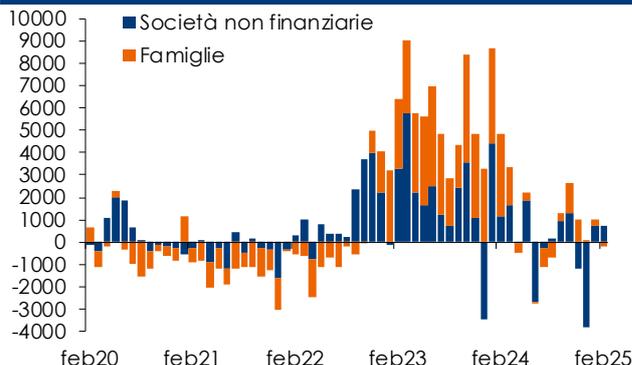
In dettaglio, il totale dei conti correnti di famiglie e imprese ha visto un rallentamento del tasso di crescita dall'1,7% di gennaio all'1,4% di febbraio, mentre i depositi con durata prestabilita hanno riportato una frenata dal +4,7% di gennaio all'1,6% di febbraio, da una crescita a due cifre fino a dicembre 2024 (+10,8%).

Trend dei depositi di famiglie e società non-finanziarie (var. % a/a)



Fonte: BCE

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR M)

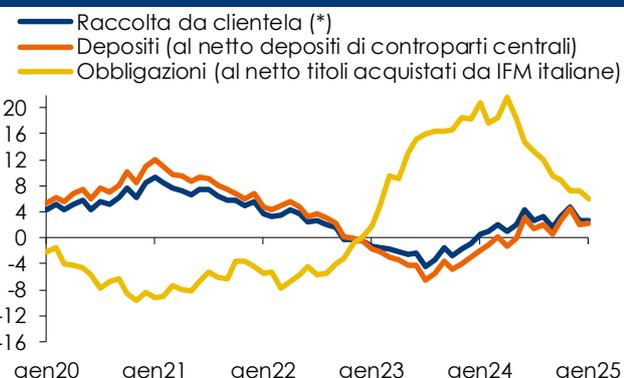


Fonte: BCE

Le obbligazioni bancarie hanno continuato a segnare una decelerazione del trend, con una crescita sempre più moderata, dal +7,2% nell'ultimo bimestre del 2024 al +6,0% di gennaio, seguito a febbraio da un +5,1% secondo le stime ABI. Per effetto dell'aumento congiunto dei depositi e delle obbligazioni, gennaio ha riportato un altro dato in **crescita della raccolta da clientela**, per il tredicesimo mese consecutivo, pari a +2,6%, dal 2,7% di fine 2024, un ritmo confermato a febbraio con il +2,5% stimato su dati preliminari (fonte: ABI).

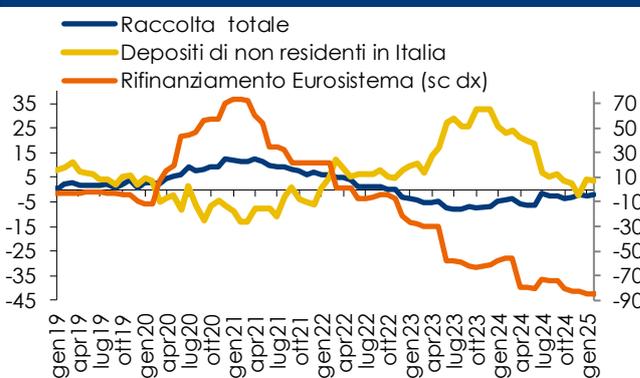
La raccolta bancaria complessiva è rimasta tuttavia in calo, del -2,2% a gennaio, sebbene più moderato rispetto ai sei mesi precedenti (-2,8% la media da luglio a dicembre 2024), continuando a risentire della **riduzione del rifinanziamento presso l'Eurosistema** (-84% a gennaio e -85% a febbraio, un nuovo minimo storico da inizio 2010) mentre è risultata interrotta la frenata dei depositi dei non residenti. Quest'ultimi a gennaio sono rimasti in aumento, del +3,4%, dopo essere scesi in territorio negativo a novembre 2024 e tornati a segnare una variazione annua positiva a dicembre (-2,4% e +3,9% a/a rispettivamente).

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 la passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

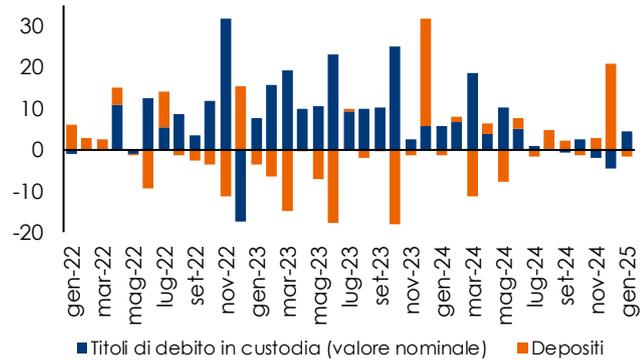
Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)



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

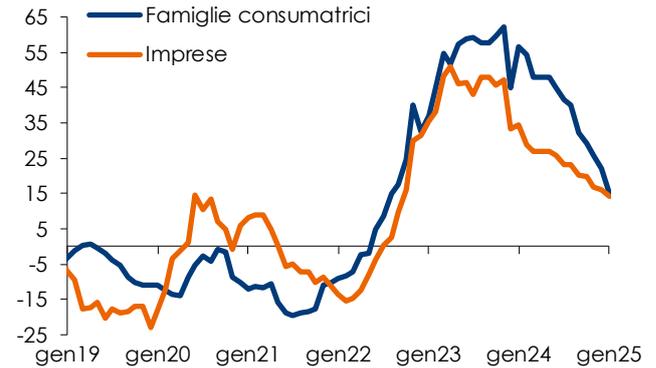
Dal lato della **raccolta amministrata**, l'inizio del 2025 ha mostrato un **ritorno degli investimenti della clientela bancaria retail verso i titoli di debito**. In dettaglio, a gennaio i titoli di debito delle famiglie consumatrici in custodia presso le banche hanno riportato un incremento netto di oltre 4,5 miliardi, che si confronta con i +5,6 miliardi di dodici mesi prima e il calo di 3,6 miliardi complessivamente nel secondo semestre 2024. Alla luce del collocamento del BTP Più, ci si attende un aumento netto significativo dei titoli in deposito anche a febbraio.

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.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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com