

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Research Department**

Maggio 2025

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## Indice

### L'evoluzione dello scenario congiunturale

L'accelerazione del PIL d'inizio anno dovrebbe rivelarsi temporanea

Sintesi della previsione macroeconomica

Quasi ferma la produzione industriale

Ancora in territorio negativo le indagini di fiducia nel manifatturiero

Tiene l'edilizia, anche se si accentuano i segnali di frenata nel residenziale

Preoccupa il rallentamento dei servizi

Il calo della fiducia delle famiglie può frenare la ripresa dei consumi

Disoccupazione ancora vicina ai minimi storici

Export sostenuto temporaneamente dall'anticipo di consegne verso gli USA

L'inflazione si è riallineata al 2% (e dovrebbe restarvi nei prossimi mesi)

### Tendenze del settore bancario

I prestiti al settore privato sono tornati in aumento

Depositi a un ritmo di crescita leggermente inferiore al 2%

## Maggio 2025

2

2

4 Nota Mensile

5

### Research Department

6

### Macroeconomic Research

8

#### Paolo Mameli

9 Economista Macro Italia

#### Giorgio Ucropina

10 Economista Macro Italia

#### Elisa Coletti

12 Economista Banche

13

13

16

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### L'accelerazione del PIL d'inizio anno dovrebbe rivelarsi temporanea

Il PIL italiano ha registrato una marginale accelerazione nel 1° trimestre (a nostro avviso, grazie soprattutto alle costruzioni non residenziali). Tuttavia, le indagini segnalano che l'attività economica potrebbe rallentare, avvicinandosi a una sostanziale stagnazione, nei trimestri centrali dell'anno.

Paolo Mameli

**Il PIL italiano è aumentato di 0,3% t/t nel 1° trimestre 2025** (un decimo più del previsto), dopo lo 0,2% di fine 2024 (rivisto al rialzo di un decimo). È il tasso di crescita congiunturale più alto da due anni. Su base tendenziale, il ritmo di espansione accelera a 0,6% da un precedente 0,5% a/a (rivisto al ribasso di un decimo). **La crescita acquisita per il 2025** (in caso di stabilità in ciascuno dei restanti trimestri dell'anno) **è pari a 0,4%**.

Il dettaglio per componenti non è ancora disponibile (sarà reso noto il 30 maggio), ma il comunicato stampa dell'Istat suggerisce che dal lato della produzione **la crescita del valore aggiunto sia dovuta interamente all'industria in senso lato (comprensiva delle costruzioni)**, con un contributo anche del settore primario, a fronte di una stagnazione nei servizi. Dal lato della domanda, vi è un contributo positivo della componente nazionale (al lordo delle scorte) e un apporto negativo della componente estera netta.

In sintesi, il dato è superiore alle attese. **La sorpresa viene dalla debolezza dei servizi. Il grosso dell'espansione dovrebbe essere venuto dipeso ancora una volta dalle costruzioni**, che continuano a crescere, probabilmente favorite dall'implementazione delle opere previste dal PNRR, nonostante la contrazione del comparto residenziale dovuta all'esaurirsi della spinta dal Superbonus (mitigata però dal persistere di altri bonus edilizi ancora piuttosto generosi sull'abitazione principale, almeno sino a fine 2025).

**Anche l'industria in senso stretto dovrebbe aver contribuito positivamente** come segnalato dai dati di produzione (cresciuta di 0,4% t/t nel trimestre, un massimo da quasi tre anni); peraltro, come già visto nel 4° trimestre, in questa fase l'andamento del valore aggiunto nel settore è più favorevole rispetto a quello della produzione industriale.

Dal lato della domanda, **è in qualche modo sorprendente il contributo negativo degli scambi con l'estero**, visto che i dati mensili sul commercio di beni in valore segnalano nei primi tre mesi dell'anno una maggiore vivacità dell'export rispetto all'import (quest'ultimo, oltretutto, gonfiato dalla salita dei prezzi dell'energia importata). **Non escludiamo però che in seconda lettura il dato sull'export (e, forse, sul PIL) possa essere rivisto al rialzo**, come accaduto in Germania, per tenere conto dell'intensificarsi delle consegne verso gli Stati Uniti a fine trimestre (probabilmente non incorporata nella prima lettura dei conti nazionali) per evitare i dazi annunciati da inizio aprile.

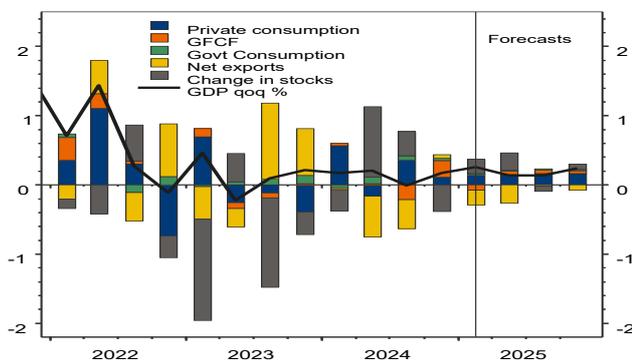
**L'apporto positivo della domanda interna dovrebbe essere dovuto a un'espansione (moderata) sia dei consumi che degli investimenti** (questi ultimi spinti soprattutto dalle costruzioni non residenziali, e comunque in rallentamento rispetto al trimestre precedente), cui dovrebbe essersi aggiunto un accumulo di scorte.

**In prospettiva, la (moderata) accelerazione del PIL vista nel 1° trimestre potrebbe essere di breve durata. Infatti, le indagini di fiducia sia delle imprese che dei consumatori sono peggiorate** sensibilmente tra marzo e aprile, sulla scia del maggior pessimismo sul ciclo internazionale indotto principalmente dall'inasprimento delle politiche commerciali negli Stati Uniti (e dalla conseguente incertezza). **Pensiamo che un dazio medio da parte degli Stati Uniti verso l'Italia del 10% (come quello attuale) possa sottrarre quasi due decimi** alla crescita del PIL italiano, cui si aggiunge un decimo per la maggiore incertezza.

**L'incertezza, infatti, permane** nonostante il raggiungimento dei primi accordi commerciali (con UK e Cina), visto che anche di recente non sono mancate rinnovate **minacce di ulteriore inasprimento delle tariffe nei confronti della UE (addirittura al 50% dal 9 luglio**, secondo quanto dichiarato da Donald Trump nei giorni scorsi). **Un dazio di tale ordine di grandezza potrebbe far salire a oltre un punto percentuale su base annua l'effetto negativo sulla crescita del PIL italiano.**

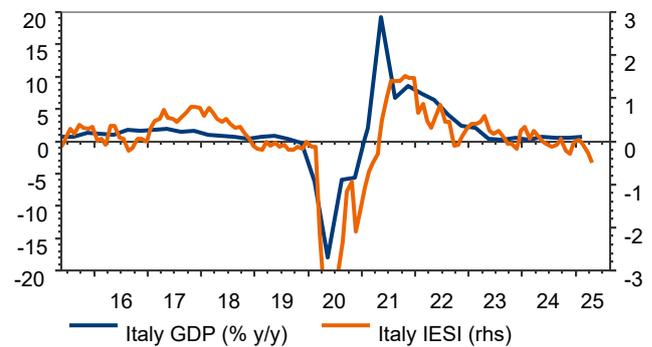
**In ogni caso, anche se (come nel nostro scenario di base) tale minaccia non si avverasse, pensiamo che l'attività economica possa rallentare nei trimestri centrali dell'anno**, avvicinandosi a una sostanziale stagnazione. A nostro avviso, nonostante il buon inizio d'anno, **permangono rischi al ribasso sulla nostra stima di crescita del PIL di 0,7% nel 2025.**

**Dopo l'accelerazione di inizio anno, pensiamo che il PIL possa tornare a rallentare nei trimestri centrali del 2025...**



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

**...come segnalato dal recente peggioramento dell'indice di fiducia delle imprese**



Fonte: Istat, Intesa Sanpaolo

## Sintesi della previsione macroeconomica

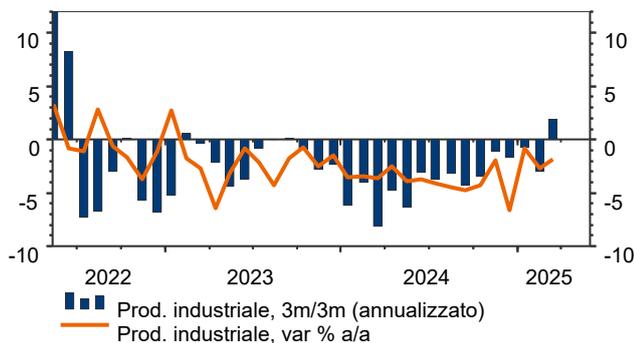
	2024	2025p	2026p	2024		2025				2026			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	<b>0.5</b>	0.7	1.0	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
- var.ne % t/t				<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	<b>0.4</b>	1.1	1.0	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	<b>1.1</b>	0.7	0.5	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	<b>0.0</b>	0.9	1.3	<b>-1.6</b>	<b>1.6</b>	0.5	0.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
- in macchinari e altro	<b>-0.3</b>	0.8	1.9	<b>-2.2</b>	<b>2.6</b>	-0.8	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
- in mezzi di trasporto	<b>-6.3</b>	-3.0	1.7	<b>-7.6</b>	<b>0.1</b>	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
- in costruzioni	<b>1.0</b>	1.3	0.7	<b>-0.4</b>	<b>1.0</b>	1.5	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Esportazioni	<b>-0.3</b>	-0.7	1.1	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>	0.2	-0.5	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Importazioni	<b>-1.5</b>	2.0	1.9	<b>1.2</b>	<b>-0.4</b>	1.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>Contributo % al PIL</b>													
Commercio estero	<b>0.3</b>	-0.8	-0.2	<b>-0.4</b>	<b>0.1</b>	-0.2	-0.3	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>0.4</b>	0.9	1.0	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	<b>-0.2</b>	0.5	0.2	<b>0.4</b>	<b>-0.4</b>	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>-3.9</b>	-0.5	0.8	<b>-1.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.5</b>	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.4	0.2
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>1.0</b>	1.9	1.7	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	1.9	1.9	2.3	1.8	1.8	1.8	1.4
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>2.0</b>	2.0	2.1	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	2.0	2.1	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1
PPI (a/a)	<b>-4.2</b>	-5.9	9.3	<b>-1.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>4.9</b>	-31.2	1.7	0.6	-1.9	51.3	1.0	1.1
Disoccupazione (%)	<b>6.5</b>	6.1	6.6	<b>6.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.0</b>	6.1	6.2	6.3	6.5	6.5	6.6	6.7
Occupati totali	<b>1.7</b>	1.7	0.4	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>1.0</b>	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
Salari contrattuali	<b>3.0</b>	3.3	2.7										
Reddito disponibile reale	<b>1.2</b>	0.7	0.7										
Tasso di risparmio (%)	<b>9.0</b>	8.4	8.1										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>1.3</b>	1.1	1.8										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-3.5</b>	-3.3	-2.7										
Debito (% PIL)	<b>135.3</b>	137.0	138.7										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	<b>2.82</b>	1.73	1.82	<b>3.43</b>	<b>2.82</b>	<b>2.44</b>	2.02	1.77	1.73	1.77	1.79	1.80	1.82
Long term (10Y) rate (%)	<b>3.70</b>	3.75	4.23	<b>3.67</b>	<b>3.48</b>	<b>3.67</b>	3.66	3.74	3.94	4.07	4.18	4.29	4.38
BTP/Bund spread	<b>1.36</b>	1.06	1.25	<b>1.37</b>	<b>1.22</b>	<b>1.10</b>	1.07	1.01	1.07	1.10	1.19	1.32	1.41

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

### Quasi ferma la produzione industriale

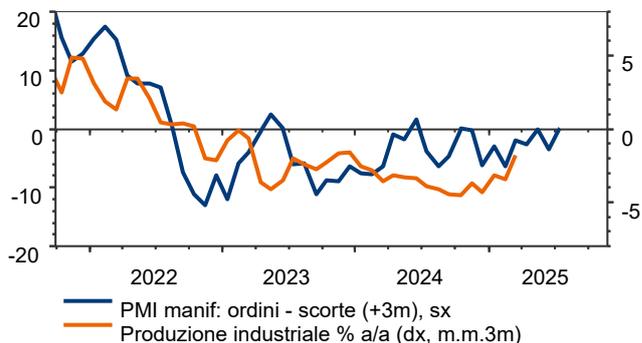
La produzione industriale è cresciuta di appena 0,1% m/m a marzo, dopo il calo di -0,9% a febbraio. La flessione su base annua, corretta per gli effetti di calendario, si è attenuata a -1,8% da -2,6%. Si registra un rimbalzo, dopo la caduta di febbraio, per la produzione di beni intermedi e beni capitali, mentre cala per il secondo mese l'output di beni di consumo e corregge, dopo l'incremento del mese precedente, l'energia. Su base annua corretta per gli effetti di calendario, l'energia resta l'unico macro-gruppo in crescita (+4,5% a/a) mentre la flessione più ampia continua a venire dai beni strumentali (-2,7% a/a). La sola produzione manifatturiera vede un incremento di 0,3% m/m, spinta soprattutto da apparecchiature elettriche, metalli, elettronica e macchinari. Su base annua (corretta per gli effetti di calendario), gli unici settori manifatturieri in significativo progresso sono le apparecchiature elettriche (+5,1% a/a) e le altre industrie manifatturiere (+2% a/a), mentre mantiene una contrazione a due cifre il tessile e abbigliamento (-12% a/a). Al di fuori del manifatturiero, si nota un incremento a due cifre per la fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (+12,2% a/a). Nel 1° trimestre, la produzione è cresciuta di 0,4% t/t, un massimo dal 2° trimestre 2022. Tuttavia, questa variazione potrebbe essere stata amplificata sia dal posizionamento delle festività sia dall'anticipo di consegne verso gli Stati Uniti per evitare i dazi (l'export verso gli USA a marzo registra un +41,2% a/a). Le indagini non segnalano un'inversione di tendenza per l'attività produttiva nell'industria, e l'effetto dell'incremento delle tariffe verso gli USA si vedrà a partire dai dati di aprile. L'impatto non sarà drammatico (stimiamo che un dazio del 10% verso gli USA abbia un effetto diretto sul PIL italiano di -0,2%), ma il freno al commercio mondiale derivante dalle politiche commerciali americane pare coerente con un prosieguo della contrazione dell'attività industriale in atto ormai da quasi tre anni.

**L'output industriale ha visto un rimbalzo nel 1° trimestre rispetto ai 3 mesi precedenti, ma resta in calo rispetto a un anno fa**



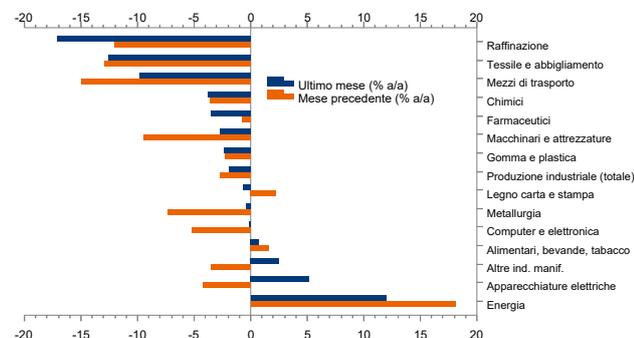
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**L'indice PMI ha visto un recupero per gli ordini, che però potrebbe essere spiegato dall'anticipo di consegne verso gli USA**



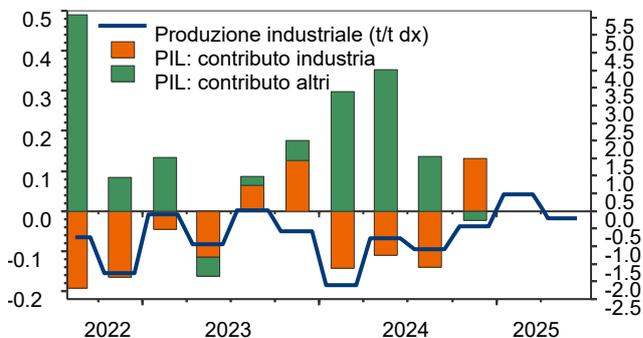
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

**Il comparto tessile mantiene una contrazione annua a due cifre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**La produzione industriale è cresciuta di 0,4% t/t nel 1° trimestre, ma potrebbe tornare in territorio negativo nel trimestre in corso**

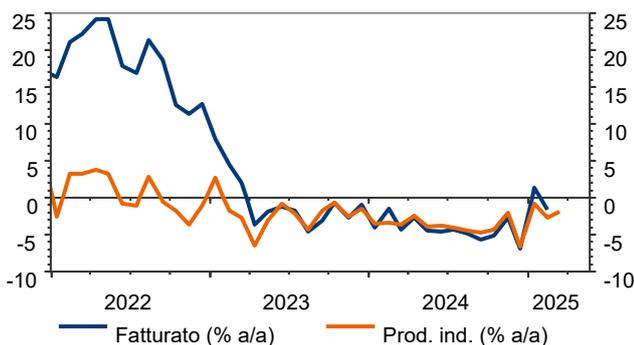


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Ancora in territorio negativo le indagini di fiducia nel manifatturiero

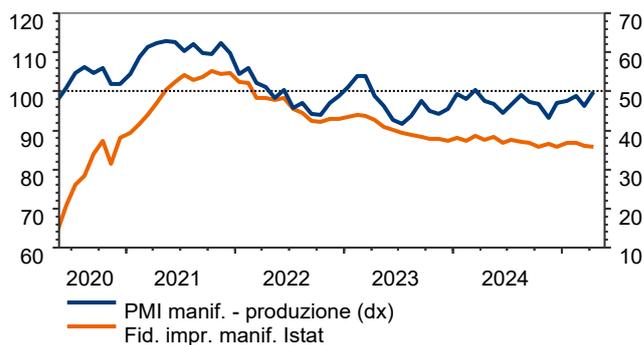
I dati di febbraio sul fatturato industriale mostrano un calo di -0,4% m/m in valore (-1,3% m/m sul mercato interno, +1,2% m/m su quello estero) e di -1,3% m/m in volume (-2,2% m/m sul mercato interno, +0,3% m/m su quello estero). Per quanto riguarda la fiducia delle imprese del settore, le indagini Istat di aprile registrano un calo meno accentuato del previsto, da 86 a 85,7, ma si tratta comunque di un nuovo minimo da novembre del 2020. Si nota un miglioramento a sorpresa dei giudizi sugli ordini (che pure restano in territorio ampiamente negativo), mentre calano le attese sulla produzione; le scorte sono giudicate invariate. Le aspettative sull'economia peggiorano da -18,3 a -27,6, anche questo un nuovo minimo da novembre del 2022. Torna a calare, dopo il rimbalzo a sorpresa del mese scorso, anche il saldo relativo alle valutazioni sull'occupazione (a -0,5 da +1,8). **Sempre ad aprile, il PMI manifatturiero è tornato a crescere** a 49,3 da 46,6, pur rimanendo su livelli recessivi, come ormai da due anni a questa parte (con la sola eccezione di marzo 2024). Il dettaglio dell'indagine mostra un aumento delle valutazioni delle imprese sulla produzione, nonché degli ordini all'estero; si registra, inoltre, una riduzione dei prezzi ricevuti (a 51,81 da 54,28) e un aumento delle prospettive di occupazione (a 48,21 da 46,96). Nel complesso, **i dati su produzione, fatturato e indagini di fiducia dei primi mesi dell'anno potrebbero essere stati distorti al rialzo dall'anticipo di consegne verso gli Stati Uniti per evitare i dazi: in tal senso, ci aspettiamo un nuovo peggioramento nei prossimi mesi.**

**Il fatturato industriale staziona in territorio negativo su base tendenziale quasi ininterrottamente da due anni**



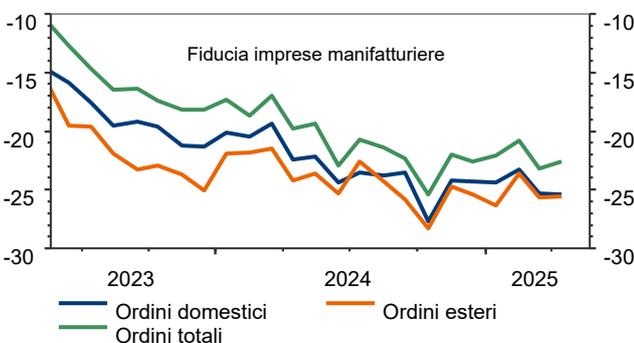
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Migliora ad aprile l'indice PMI manifatturiero (che però potrebbe essere distorto dal recupero degli ordini dovuto agli anticipi di consegne verso gli USA)**



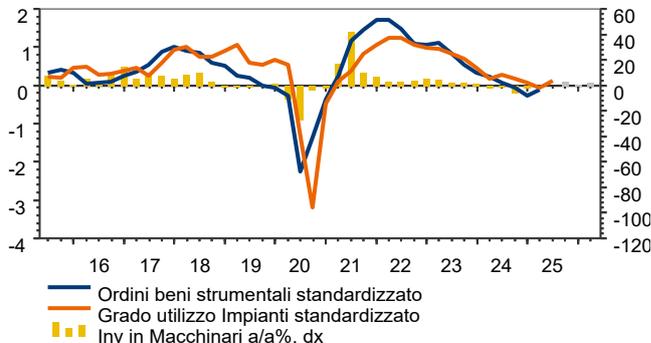
Nota: la serie Istat è interpolata a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

**In lieve recupero a sorpresa le indicazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini correnti**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

**Il livello del grado di utilizzo degli impianti e l'evoluzione degli ordini di beni strumentali restano compatibili con una sostanziale stagnazione degli investimenti in macchinari**

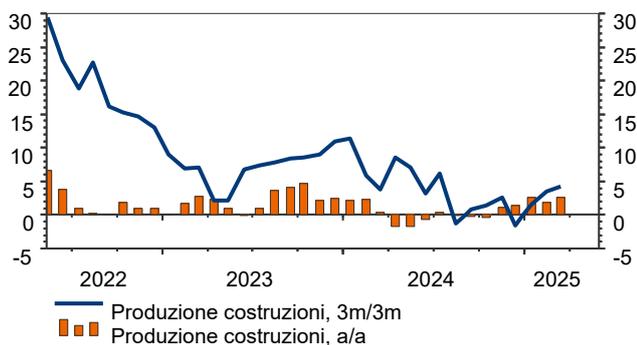


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Tiene l'edilizia, anche se si accentuano i segnali di frenata nel residenziale

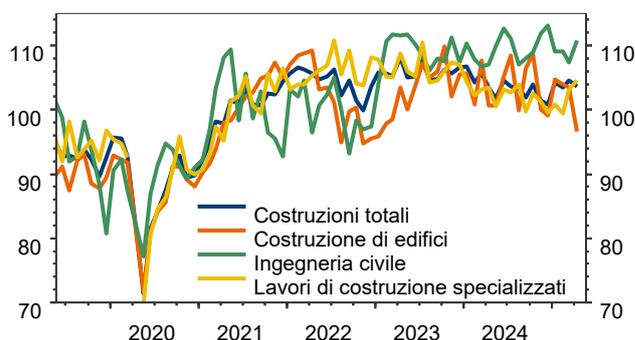
A marzo, la produzione nelle costruzioni è diminuita per il secondo mese consecutivo, di -0,4% m/m, dopo la correzione di -1,1% a febbraio e il balzo di +4,6% m/m nel primo mese dell'anno. Su base tendenziale (corretta per gli effetti di calendario), l'output ha mostrato una ulteriore accelerazione a +4,1% a/a (un massimo dallo scorso luglio). **La produzione ha chiuso il 1° trimestre con un progresso di +2,6% t/t, ma è in rotta per una flessione di -0,6% nel trimestre in corso. Sul fronte della fiducia, l'indice Istat di morale dei costruttori è tornato a calare ad aprile** (di un punto, a 103,6), **sostanzialmente annullando il recupero di marzo**: in particolare, **peggiorano le attese sull'occupazione** e rimangono stabili i giudizi sugli ordini. La dinamica settoriale mostra un **netto deterioramento nel settore della costruzione di edifici** (ai minimi da inizio 2023), mentre sia l'ingegneria civile che i lavori di costruzione specializzati fanno segnare un miglioramento del sentiment ad aprile. **L'indagine PMI rimane in territorio espansivo, ma registra un netto rallentamento ad aprile**, a 50,1 da 52,4 precedente (che rappresentava un massimo da fine 2023). Sul dato, ha inciso la **debolezza del comparto edilizio residenziale**, per il quale l'indice di attività è diminuito per la seconda volta in tre mesi, nonché quella dell'ingegneria civile; viceversa, l'edilizia commerciale ha registrato una crescita per il secondo mese consecutivo. Tuttavia, le indicazioni sull'occupazione continuano ad essere positive (anzi ai massimi dell'anno) e le imprese si attendono un miglioramento dell'attività nell'arco dei prossimi 12 mesi. Nel complesso, il settore delle costruzioni tiene. **I maggiori rischi sul residenziale potrebbero riguardare il prossimo anno**, quando si ridurranno decisamente i bonus edilizi ordinari sull'abitazione principale; **tuttavia, l'accelerazione nell'implementazione del PNRR dovrebbe mitigare questo impatto.**

La produzione nelle costruzioni resta in crescita su base annua...



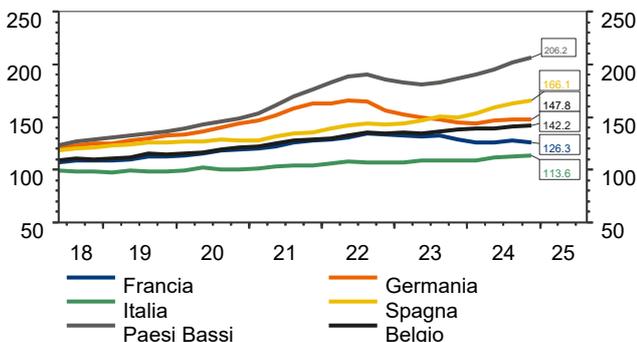
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma si nota un netto calo della fiducia delle imprese nel settore della costruzione di edifici



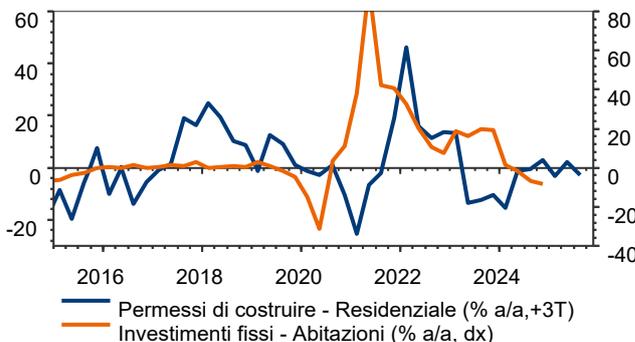
Nota: le serie sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi delle abitazioni mantengono una tendenza al moderato rialzo (ma sono meno inflazionati che negli altri paesi europei)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Permessi edilizi coerenti con una stabilizzazione degli investimenti residenziali nei prossimi trimestri



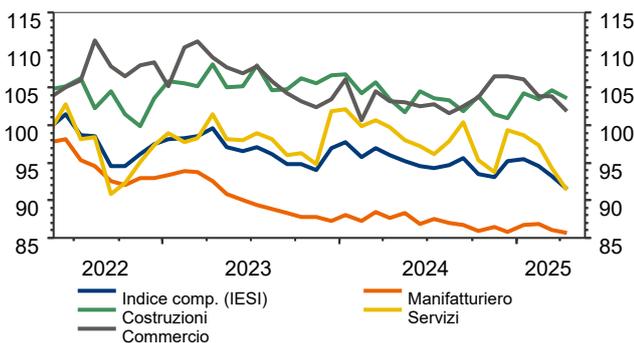
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Preoccupa il rallentamento dei servizi

A febbraio, **il fatturato nei servizi è tornato a calare**, di -1,3% m/m sia in valore che in volume, con una dinamica negativa sia nel commercio all'ingrosso (-1,3% sia in valore sia in volume) che negli altri servizi (-1,4% in valore, -1,3% in volume), con la sola eccezione dei servizi di alloggio e ristorazione (invariati in valore rispetto al mese precedente); **su base annua, si riscontrano diminuzioni pari a -1,2% in valore e -2,7% in volume**: nel commercio all'ingrosso scende il fatturato in valore (-2,6%) e in volume (-3,6%), mentre negli altri servizi si registra un aumento su base annua in valore (+0,6%) e una flessione in volume (-2,6%).

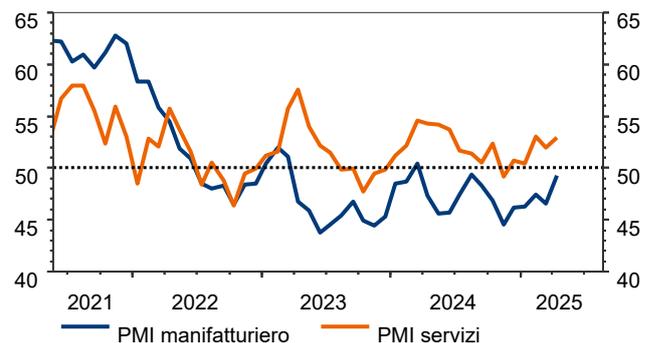
Sul fronte della fiducia, **i servizi sono il settore che ha subito il peggioramento più accentuato del morale delle imprese secondo l'indagine Istat ad aprile** (da 94,3 a 91,4), per via principalmente del turismo (94,7 da 110,8); il deterioramento è diffuso però anche a trasporto e magazzinaggio e servizi alle imprese, e l'unico segnale debolmente positivo viene dal comparto dell'informazione e comunicazione (93,6 da 92,9). **Indicazioni moderatamente positive sono invece giunte dall'indice PMI servizi di aprile**, salito a 52,9 da 52 precedente: tuttavia, sebbene si registri un miglioramento per gli ordini correnti, peggiorano i giudizi sia sull'occupazione sia sull'andamento degli affari. In sintesi, **in un contesto in cui sull'industria graverà il peggioramento delle prospettive sul commercio globale, il minor vigore dei servizi emerso dalle indagini (soprattutto dell'Istat) è un campanello d'allarme per la tenuta dell'attività economica generale.**

#### L'indagine Istat sulla fiducia delle imprese mostra che la recente flessione è generalizzata ma riguarda soprattutto i servizi



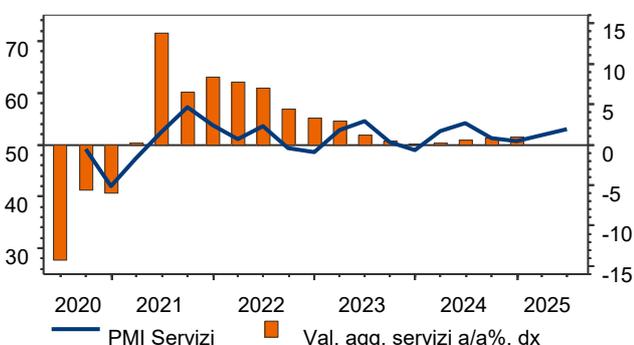
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Al contrario, secondo l'indagine PMI, l'attività nei servizi resta in espansione (a fronte di una persistente recessione nell'industria)



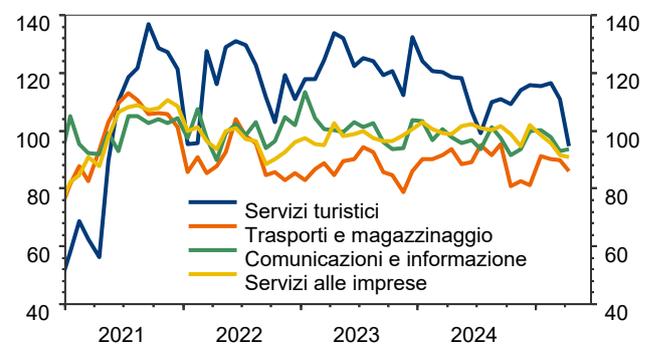
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### Il valore aggiunto nel terziario dovrebbe rimanere in territorio positivo su base annua...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### ...ma il calo del morale delle imprese secondo l'indagine Istat, dovuto soprattutto al turismo, induce a cautela

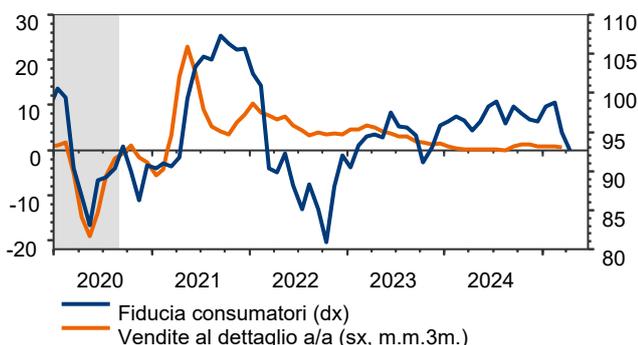


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Il calo della fiducia delle famiglie può frenare la ripresa dei consumi

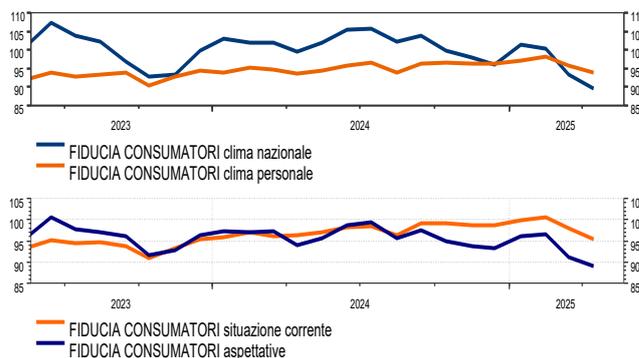
**A marzo, le vendite al dettaglio hanno registrato una flessione sia in valore che in volume** (-0,5% m/m in entrambi i casi); sono diminuite sia le vendite di alimentari (-0,5% in valore, -0,9% in volume) che quelle di beni non alimentari (-0,3% in valore, -0,4% in volume). **Su base annua si registra una ampia contrazione sia in valore (-2,8%) che in volume (-4,2%):** ciò appare dovuto alla diversa tempistica della Pasqua (in marzo nel 2024, in aprile quest'anno); un indizio in tal senso viene dal fatto che la contrazione in valore su base annua è diffusa a tutte le forme distributive. Gli unici beni non alimentari a far segnare una variazione positiva sono profumeria e cura della persona (+1,8%) e farmaceutici (+0,6%), mentre il calo più ampio si registra per cartoleria, libri, giornali e riviste (-4,5%). **Ad aprile, le indagini Istat mostrano un peggioramento della fiducia dei consumatori per il secondo mese consecutivo, da 95 a 92,7: si tratta di un minimo da ottobre del 2023.** Il calo è diffuso a tutte le principali componenti, ma riguarda più il clima economico nazionale che la situazione personale degli intervistati, e la condizione corrente più che le aspettative. L'indagine mostra in particolare una diminuzione delle attese sulla situazione economica dell'Italia, nonché delle valutazioni sulle opportunità attuali di risparmio. Inoltre, l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è balzata da 29,1 a 45,7, un massimo da ottobre del 2022. **Anche la fiducia delle imprese del commercio al dettaglio è calata** ad aprile, da 103,8 a 101,8, per via dei giudizi sulle vendite e di scorte di magazzino giudicate in accumulo; le attese sulle vendite, invece, aumentano moderatamente. A livello di circuito distributivo, l'indice scende solo nella grande distribuzione mentre in quella tradizionale si registra una crescita. In prospettiva, **l'incertezza sullo scenario internazionale, e la salita delle aspettative di inflazione potrebbero innescare un aumento del tasso di risparmio per motivi precauzionali, frenando l'attesa ripresa dei consumi.**

#### Il recente calo della fiducia delle famiglie segnala dei rischi sulla ripresa delle vendite al dettaglio



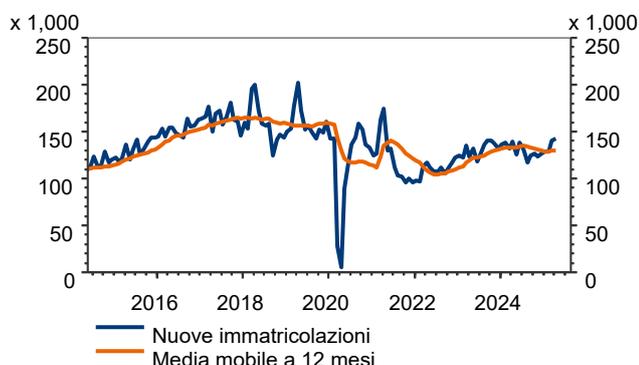
Nota: la serie sulla fiducia dei consumatori è interpolata a causa della mancanza di dati ad aprile 2020; aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Ad aprile, il morale dei consumatori è stato affossato soprattutto da clima nazionale e situazione corrente



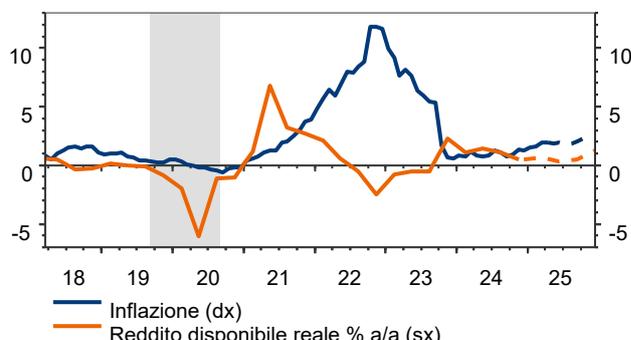
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Vendite di auto in lieve recupero



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

#### La variazione annua del potere d'acquisto delle famiglie resta in territorio positivo, ma potrebbe assottigliarsi nei prossimi trimestri



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

### Disoccupazione ancora vicina ai minimi storici

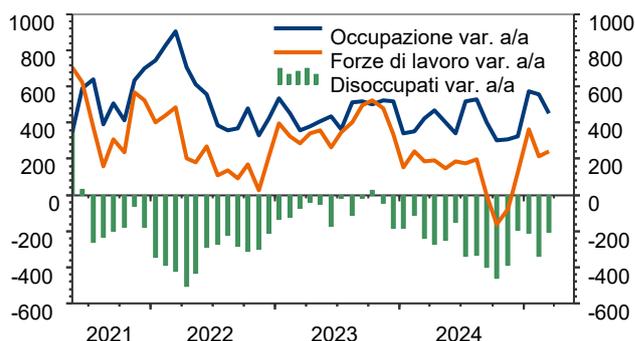
A marzo, il tasso di disoccupazione è salito al 6%, dopo il minimo storico del mese precedente (5,9%). L'aumento è dovuto a una riduzione del numero di occupati (-16 mila) in un contesto di aumento della forza lavoro (+16 mila, a causa di una riduzione della popolazione inattiva in età lavorativa di -11 mila unità). Il numero di occupati è cresciuto di +450 mila unità a/a (+1,9%), mentre l'aumento della forza lavoro è meno ampio (+243 mila, +0,9% a/a); il numero di inattivi (15-64 anni) è diminuito di -107 mila unità (-0,9% a/a). La crescita annua degli occupati è ancora una volta guidata dai dipendenti a tempo indeterminato (+673 mila, +4,2% a/a) a fronte di un calo dei dipendenti a tempo determinato (-269 mila, -9,4% a/a). Nel mese si registra un aumento degli occupati per la fascia di età intermedia (35-49 anni) e per gli ultracinquantenni, pari, su base tendenziale, a +41 mila unità (+0,5% a/a) e +486 mila unità (+5,1% a/a) rispettivamente. Viceversa, si riducono gli occupati più giovani (15-24 anni) e coloro che si trovano nella fascia 25-34 anni. Sul fronte dei salari, nel 1° trimestre le retribuzioni contrattuali sono aumentate del 4,5% a/a nel settore privato e del 3,9% a/a nell'intera economia (da 2,3% a/a precedente): a incidere sono state le retribuzioni nell'agricoltura (5,8% a/a da 0,6% di un anno prima) e nell'industria (4,8% a/a da 4,7% di un anno prima), nonché i servizi privati (4,1% a/a), mentre i salari nella PA sono aumentati in minore misura (1,7% a/a). Nei primi tre mesi dell'anno, si è inoltre assistito ad un aumento delle ore autorizzate di Cassa Integrazione. In prospettiva, il tasso di disoccupazione potrebbe rimanere su livelli assai contenuti nei prossimi trimestri, anche a causa della pressione al ribasso sull'offerta di lavoro dovuta all'invecchiamento.

Il tasso di disoccupazione rimane vicino ai minimi storici...



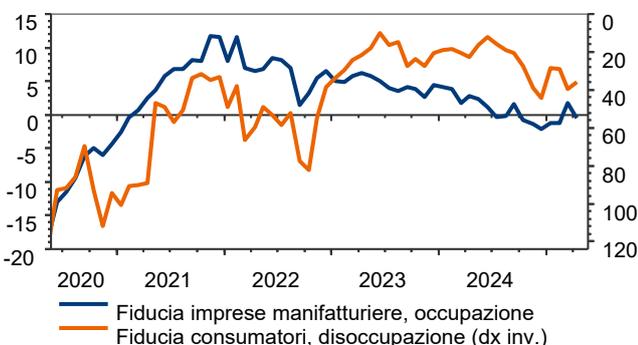
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...in quanto gli occupati crescono più delle forze di lavoro



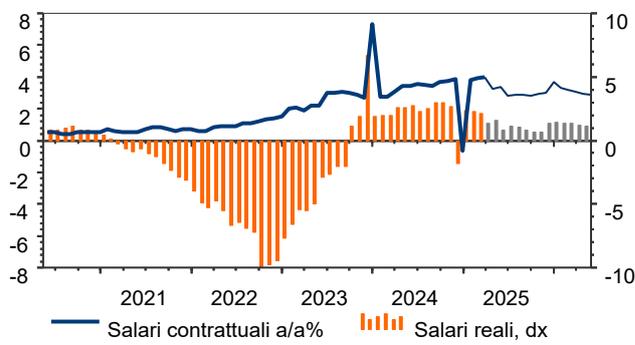
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le attese sull'occupazione da parte delle famiglie e delle imprese manifatturiere non segnalano un immediato deterioramento del mercato del lavoro



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

Nei prossimi mesi, i salari reali dovrebbero rimanere in crescita su base annua

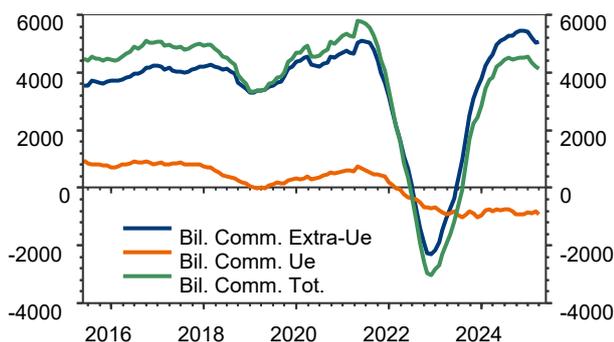


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Export sostenuto temporaneamente dall'anticipo di consegne verso gli USA

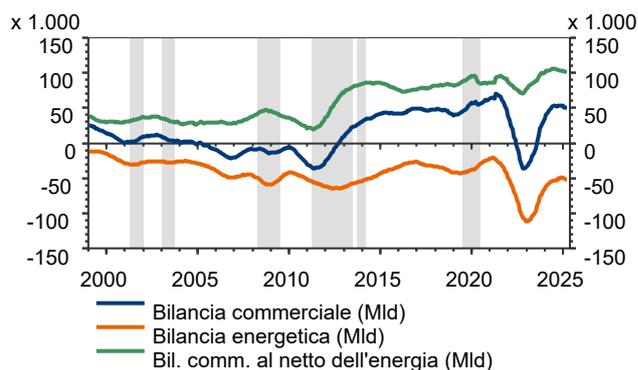
A marzo l'export si è contratto di -1% m/m, a fronte di un import poco variato (0,2% m/m). Il calo delle esportazioni è dovuto all'area UE (-5% m/m), a fronte di una crescita verso i Paesi extra-UE (+3,3% m/m). **La diminuzione congiunturale dell'export riguarda tutti i macro-settori, a eccezione dei beni di consumo non durevoli (+1,7% m/m)**, ed è spiegata principalmente dalle minori vendite di beni di consumo durevoli (-6,7%) e beni strumentali (-2,8%). Il modesto incremento su base mensile dell'import è sintesi di un netto aumento per i beni di consumo (+11,1%) a fronte di un'ampia contrazione degli acquisti di energia (-19,8%). **Entrambi i flussi sono in crescita su base annua**: l'export aumenta di 5,8% a/a in valore e di 1,9% in volume, l'import di 7,6% e 2,9%, rispettivamente. Tra i settori che più contribuiscono alla crescita annua dell'export si segnalano articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+59,8%) e mezzi di trasporto esclusi autoveicoli (+47,5%); in ampio calo viceversa le esportazioni di coke e prodotti petroliferi raffinati (-38,3%), articoli sportivi, giochi e strumenti musicali (-15,7%) e autoveicoli (-8,8%). **Trainanti risultano le vendite verso gli Stati Uniti (+41,2% a/a**, grazie soprattutto a farmaceutici e mezzi di navigazione marittima), in crescita anche i Paesi OPEC (+25%) e la Francia (+4,2%), mentre si registrano ampi cali verso Turchia (-30,1%) e Cina (-8,3%). L'import è invece trainato proprio dalla Cina (+44,8%, in particolare dai maggiori acquisti di prodotti farmaceutici) e dai Paesi MERCOSUR (+71,2%), mentre incidono negativamente OPEC (-25,4%) e India (-17,8%). In sintesi, **i dati di marzo spiegano bene il ruolo che ha avuto l'anticipo di consegne verso gli USA per evitare i dazi: tale effetto è necessariamente transitorio, e cesserà di sostenere l'export nel giro di pochi mesi.**

#### Il saldo con i partner UE resta in territorio negativo...



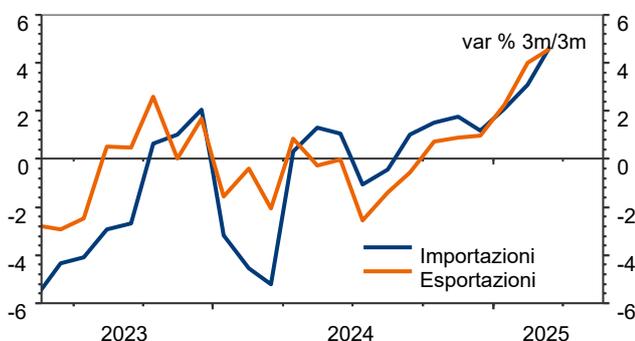
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### ...così come quello relativo alla bilancia energetica



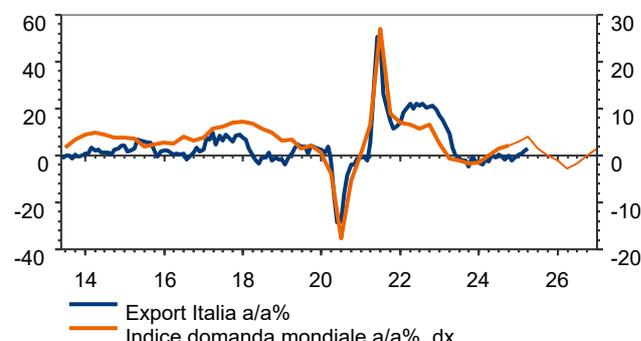
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### In netta ripresa i flussi commerciali, ma la tendenza potrebbe essere temporanea...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### ...in quanto l'inasprimento delle politiche commerciali a livello globale non potrà non pesare sulla domanda

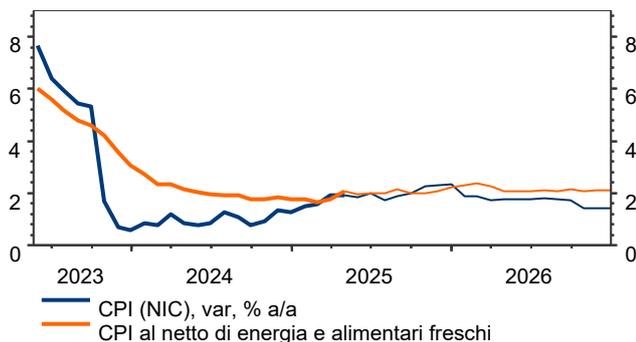


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### L'inflazione si è riallineata al 2% (e dovrebbe restarvi nei prossimi mesi)

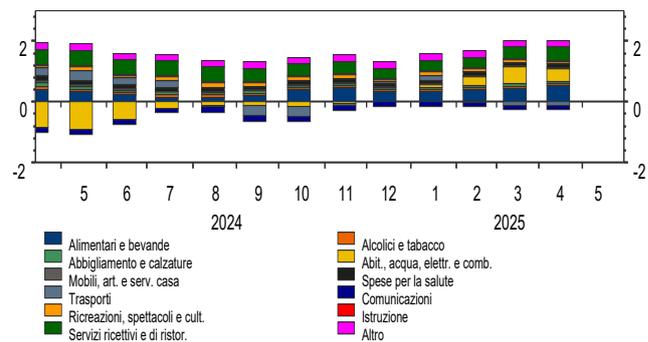
Ad aprile i prezzi al consumo sono saliti di 0,1% m/m da un precedente 0,3% sull'indice nazionale e di 0,4% da 1,6% m/m su quello armonizzato. **L'inflazione annua è rimasta stabile all'1,9% sul NIC (un massimo da settembre 2023) ed è calata lievemente sull'IPCA (2% da 2,1%). I dati sono stati inferiori alle attese. Nel mese, sul NIC, si registra un vistoso calo dei prezzi delle spese per abitazione, acqua, elettricità e combustibili (-4,1% m/m), a fronte di ampi rincari per i servizi ricettivi e di ristorazione (+2,7% m/m) e aumenti significativi (+0,7% m/m) per alimentari e trasporti. Proprio gli alimentari registrano la maggiore accelerazione su base annua, da 2,5% a 3,2%; in aumento anche l'inflazione tendenziale per i servizi ricettivi e di ristorazione (da 3,3% a 3,9%), mentre rallentano le spese per la casa (che mantengono però un elevato tasso di crescita a/a, 4,6% da 6%), così come ricreazione, spettacoli e cultura (da 1,4% a 1% a/a). Sempre sul NIC, le maggiori pressioni al ribasso nel mese vengono dall'energia (-5,8% m/m), che torna in negativo su base annua (-0,8% da +2,6%). L'inflazione sui beni rallenta da 1,5 a 1% a/a, quella sui servizi accelera da 2,5% a 3% (trainata dai trasporti). Sull'IPCA, l'inflazione "di fondo" sale da 1,9% a 2,1% a/a, quella al netto della sola energia da 2% a 2,4%. Nel complesso, prosegue la tendenza a un (moderato) rialzo dell'inflazione italiana, che si sta riavvicinando a quella della media Eurozona. Peraltro, il dato di aprile è "distorto" dal diverso posizionamento della Pasqua rispetto allo scorso anno, che potrebbe aver creato pressioni al ribasso su marzo e al rialzo su aprile (quando non a caso i rincari si sono concentrati su alimentari e trasporti). A nostro avviso, il catch up rispetto all'Eurozona potrebbe essere pressoché completato: ci aspettiamo un'inflazione poco variata nei prossimi mesi (attorno al 2% a/a). Vediamo una salita nell'ultimo trimestre del 2025, seguita poi da una nuova moderazione nel 2026. Stimiamo una media di 2,1% quest'anno e 1,8% il prossimo sull'IPCA, e di 1,9% e 1,7% rispettivamente sul NIC. I rischi su questo profilo sono al rialzo, come suggerisce la recente salita delle aspettative inflazionistiche di famiglie e imprese.**

#### L'inflazione sta risalendo, e potrebbe vedere un ulteriore rialzo a fine 2025, prima di una moderazione il prossimo anno



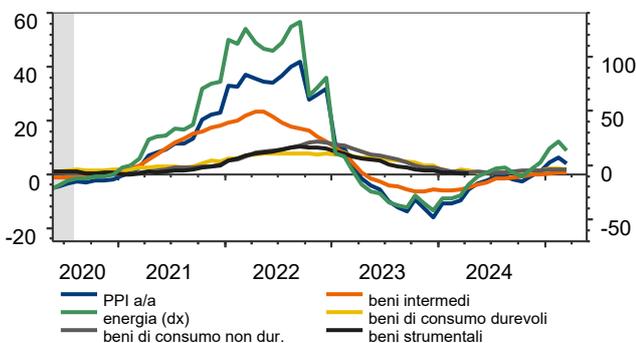
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

#### Alimentari, spese per la casa e servizi ricettivi e di ristorazione sono i principali contributori all'inflazione



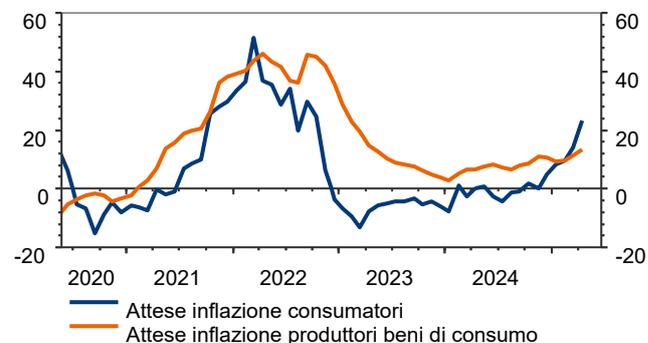
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'energia continua a guidare l'accelerazione del PPI (+3,9% a/a a marzo), ma è attesa in moderazione nei prossimi mesi



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

#### In netta accelerazione l'inflazione attesa dai consumatori per i prossimi 12 mesi



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

## Tendenze del settore bancario

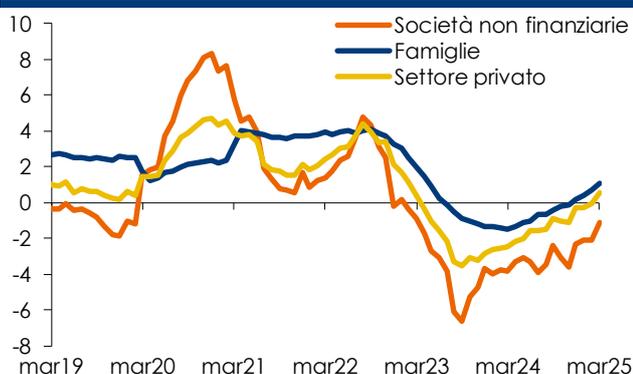
### I prestiti al settore privato sono tornati in aumento

A marzo, i prestiti al settore privato sono tornati in aumento, del +0,5%, un trend che risulta proseguito ad aprile con il +1,1% secondo le stime ABI. Hanno contribuito al miglioramento sia i prestiti alle famiglie, in crescita a marzo dell'1,1%, sia quelli alle società non-finanziarie che hanno segnato un minor calo, del -1,1%, rispetto al -2,1% del 1° bimestre.

Elisa Coletti

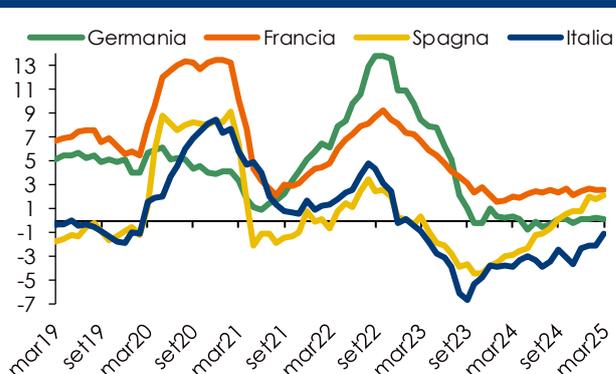
**I prestiti al settore privato sono tornati in aumento a marzo, del +0,5% a/a, dopo quasi due anni di variazioni con segno negativo.** Il recupero è proseguito ad aprile, con una crescita dell'1,1% secondo le stime ABI. A marzo, hanno contribuito al miglioramento sia i prestiti alle famiglie, in aumento dell'1,1%, sia **i prestiti alle società non-finanziarie che hanno segnato un calo più moderato, del -1,1%, rispetto al -2,1% del 1° bimestre.** In aggregato, **i prestiti a famiglie e imprese hanno riportato una variazione nulla a marzo, dal -0,6% di febbraio, tornando in lieve crescita ad aprile**, dello 0,3% secondo le stime ABI.

**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

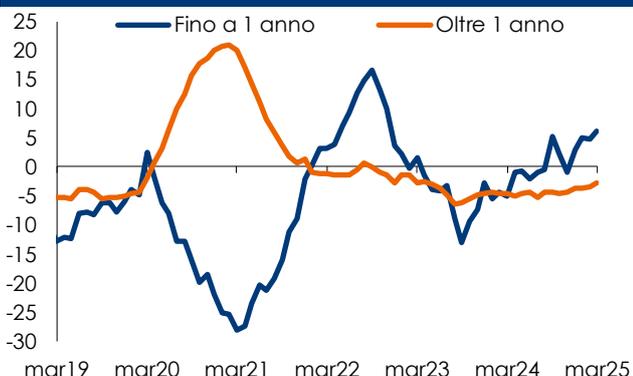
**Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)**



Fonte: OMI – Agenzia delle entrate, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

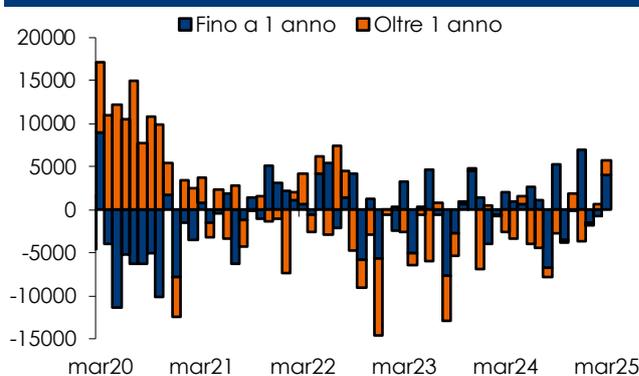
I prestiti alle società non-finanziarie italiane stanno riducendo il gap di dinamica con l'area euro, restando per ora più deboli (+1,6% la media dell'area a marzo). Con riguardo ai principali paesi, si osserva una sostanziale stabilizzazione del trend, con un **andamento ancora stagnante in Germania** (+0,2% a marzo). **In Spagna, la ripresa da tre mesi si è fermata sul 2% e in Francia si è confermato il ritmo di aumento del +2,6%** anche a marzo, in linea con il 2° semestre 2024 e con inizio 2025.

**Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)**



Fonte: BCE

**Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR M)**



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il minor calo dei prestiti alle società non-finanziarie italiane riflette il **ritorno in positivo dei prestiti a breve termine**, in crescita del 6,2% a/a a marzo, dal +4,8% a febbraio, secondo un andamento osservato da settembre 2024, sebbene con ampie oscillazioni del tasso di variazione. Diversamente, la debolezza degli investimenti fissi continua a determinare una **contrazione significativa dei prestiti a medio-lungo termine**, sebbene attenuata a -2,7% a marzo da -3,6% nel 1° bimestre e una media di -4,5% nell'anno 2024.

Con riguardo ai prestiti alle famiglie, **la ripresa dello stock di mutui si è ulteriormente rafforzata, segnando a marzo una variazione del 2,0%**, dal +1,8% di febbraio. **E' proseguita la robusta dinamica del credito al consumo, con un aumento del +4,6% a/a**, lo stesso registrato a marzo.

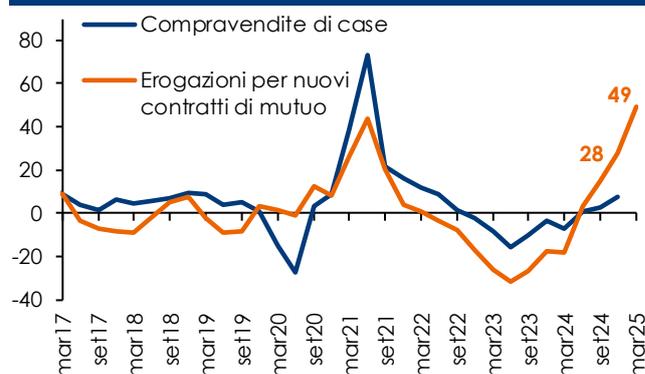
La rapida risalita dello stock di prestiti per l'acquisto di abitazioni è sostenuta dall'**accelerazione delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo che nel 1° trimestre hanno segnato un aumento del 49%, per un totale di 13,6 miliardi di finanziamenti**. Anche il volume di rinegoziazioni è risultato in crescita nel 1° trimestre, del +52% a marzo, un dato in linea con i due mesi precedenti, dopo un 2024 contraddistinto dal calo.

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



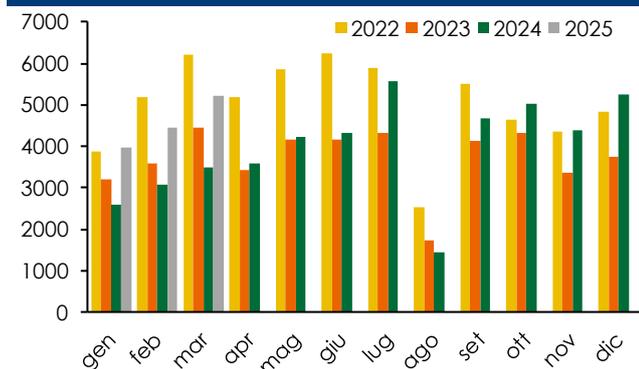
Fonte: BCE

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



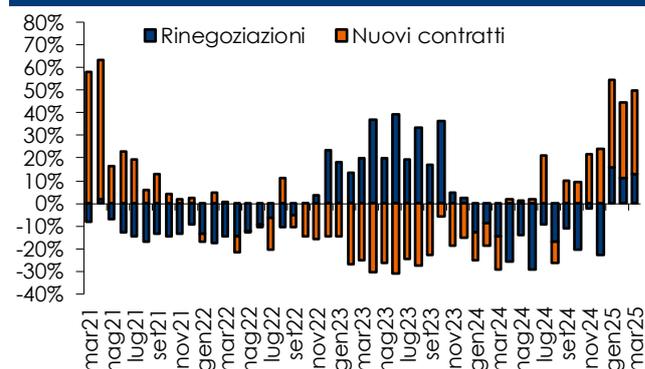
Fonte: OMI ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

**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

Anche a marzo, **i nuovi mutui a tasso fisso sono stati ampiamente prevalenti, pari al 93% del totale erogazioni**, dopo il 92% di febbraio e il record di fine 2024 del 94%. **Le erogazioni a tasso fisso sono cresciute del 61% a/a**, lo stesso ritmo di febbraio. Come nei mesi precedenti, **è proseguita la flessione delle operazioni a tasso variabile, sebbene progressivamente meno intensa rispetto al**

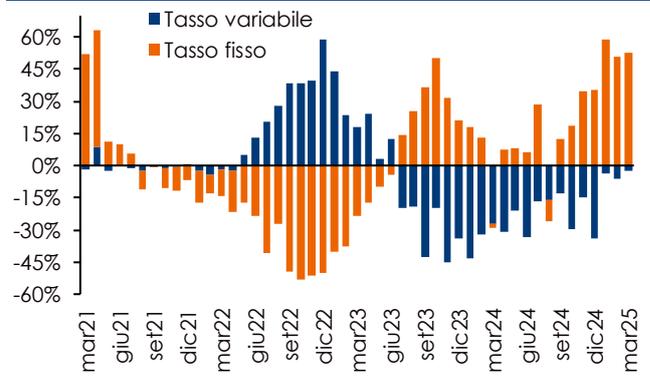
**2024**, pari a -18,7% a marzo (-36% a febbraio -74,1% nell'intero 2024). Il tasso variabile sui nuovi mutui è rimasto più elevato del tasso fisso, con un differenziale di 65pb, in linea con i 70pb di febbraio (1,2 punti percentuali la distanza a dicembre, come in media nel 2024).

**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

## Depositi a un ritmo di crescita leggermente inferiore al 2%

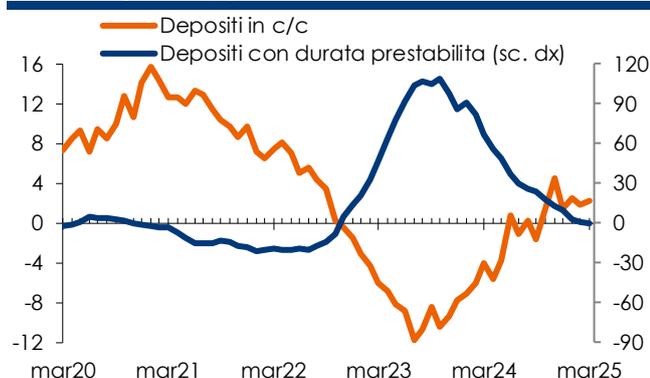
I depositi hanno mantenuto un ritmo di crescita moderato, leggermente inferiore al 2% sia a marzo, sia ad aprile secondo le anticipazioni ABI. L'aggregato è rimasto caratterizzato da andamenti contrapposti delle due principali componenti, con i conti correnti ancora in aumento (+2,3% a marzo), mentre la dinamica dei depositi a tempo ha subito una battuta d'arresto.

Elisa Coletti

**Il ritmo di crescita del totale dei depositi si conferma circa costante, leggermente inferiore al 2% a marzo (+1,7%), come anche ad aprile secondo le stime ABI (+1,8% e +1,9% rispettivamente su dati omogenei).** Il risultato di marzo è migliore rispetto alle anticipazioni, mostrando un recupero del ritmo di crescita rispetto al +1,4% di febbraio, quando l'andamento aveva risentito della riallocazione di liquidità dai conti delle famiglie, dovuta alla sottoscrizione del BTP Più offerto dal Tesoro.

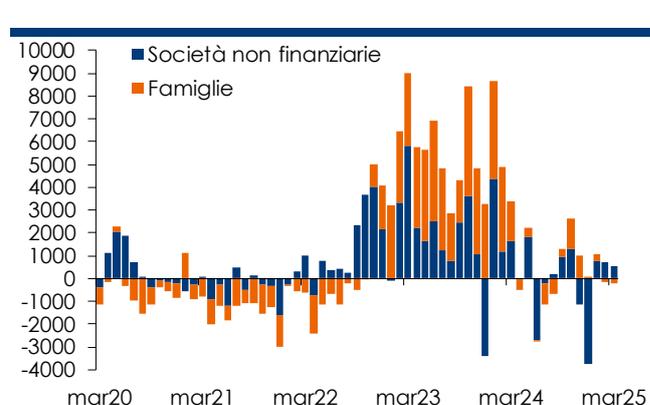
Anche a marzo, la dinamica dei depositi è rimasta caratterizzata da andamenti contrapposti delle due principali componenti. Da un lato **i conti correnti hanno confermato un ritmo di crescita attorno al 2%**, registrando un tasso di variazione del 2,3% dall'1,8% di febbraio, **dall'altro i depositi con durata prestabilita hanno segnato una variazione leggermente negativa** (-0,1% per l'aggregato complessivo, -0,5% per il totale di famiglie e imprese), **la prima da ottobre 2022**. Il dato di marzo mette rapidamente fine a una crescita durata oltre due anni, caratterizzata da una dinamica a due cifre fino a dicembre 2024 (+10%) e da una brusca frenata nel 1° trimestre 2025. Come evidenziato nel grafico seguente a destra, **i depositi con durata prestabilita continuano ad attrarre flussi positivi dalle società non-finanziarie**, sebbene ridimensionati rispetto al 1° trimestre 2024 (2 miliardi nel 1° trimestre di quest'anno, 7,2 miliardi nello stesso periodo del 2024). Diversamente, si conferma **l'interruzione del processo di riallocazione dei risparmi delle famiglie verso i depositi a tempo**, con un flusso netto leggermente negativo nel 1° trimestre, per -110 milioni, rispetto all'apporto di 9,7 miliardi nello stesso periodo del 2024.

Andamento dei conti correnti e dei depositi con durata prestabilita (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR milioni)



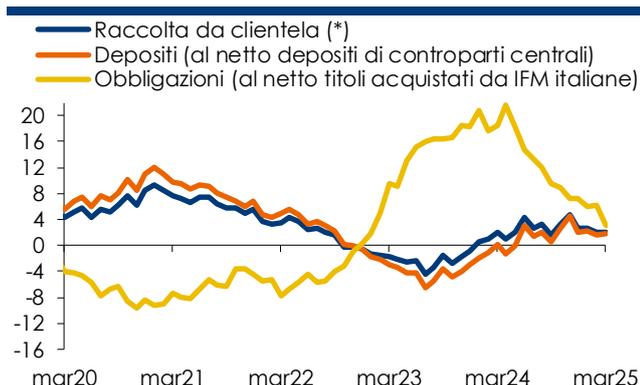
Fonte: BCE

**Le obbligazioni bancarie hanno segnato un forte rallentamento a marzo, con un tasso di crescita dimezzato rispetto ai due mesi precedenti, del 3,1% dal +6,3% di febbraio e +6,1% di gennaio. Il rallentamento è proseguito ad aprile**, secondo le stime ABI, con una variazione annua scesa a zero. Il recupero del ritmo dei depositi ha controbilanciato in parte la brusca decelerazione delle obbligazioni, cosicché **la crescita della raccolta da clientela ha tenuto bene a marzo**, registrando un +2,0% dal +2,1% di febbraio, dopo il +2,7% dei due mesi precedenti. **Ad aprile, a seguito dell'arresto della crescita delle obbligazioni, la raccolta da clientela risulta aver mostrato un'ulteriore decelerazione**, a +1,7% secondo le stime ABI.

**La raccolta bancaria complessiva è risultata invariata a marzo, con un +0,3%, che ha interrotto la fase di continua riduzione in atto da ottobre 2022** (-2,9% a febbraio, -3,7% la media 2024). Tra

le componenti, si osserva il dato positivo dei depositi di non-residenti, in crescita del 3,9%, mostrando un andamento caratterizzato da oscillazioni (-0,2% a/a a febbraio dal +3,4% di gennaio). Al contempo, **comincia ad attenuarsi il tasso di variazione negativo del rifinanziamento presso l'Eurosistema**, confrontandosi con un periodo del 2024 in cui i volumi si erano già decisamente ridotti a seguito del rimborso delle TLTRO III (-70% a/a a marzo, dal -85% di febbraio).

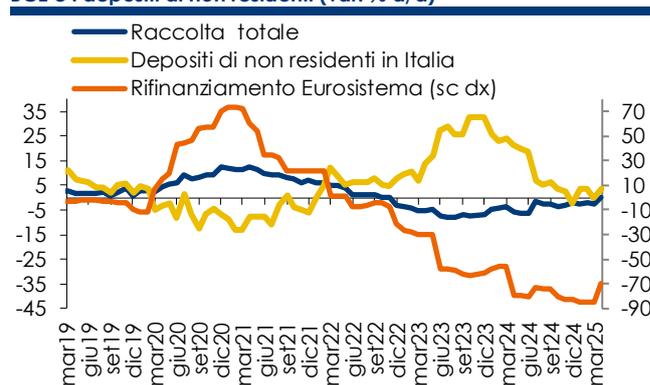
**Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (\*)**



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

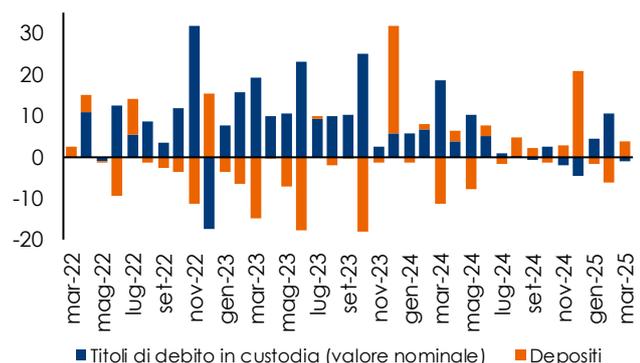
**Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)**



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

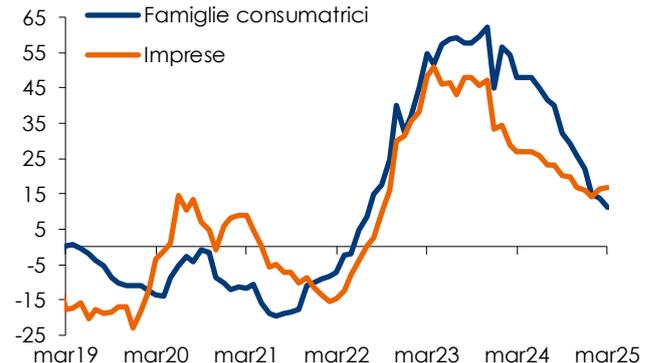
La **raccolta amministrata** ha confermato l'andamento altalenante delle variazioni mensili, con un deflusso di 1 miliardo dai titoli di debito in custodia delle famiglie consumatrici, dopo l'incremento di 10,5 miliardi registrato a febbraio a seguito della sottoscrizione del BTP Più. Diversamente, **i titoli di debito in custodia per conto delle imprese hanno segnato un aumento netto anche a marzo**, per circa 900 milioni, che hanno portato a **6 miliardi l'importo investito nel 1° trimestre 2025**, a conferma del permanere di una buona situazione di liquidità.

**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