



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Luglio 2025



Indice**L'evoluzione dello scenario congiunturale**

Le prospettive per risparmi, redditi e consumi delle famiglie

Sintesi della previsione macroeconomica

Corregge la produzione industriale a maggio

Segnali di stabilizzazione per il settore manifatturiero

L'edilizia tiene, ma peggiorano le prospettive per il residenziale

I servizi restano in moderata espansione

Procede ancora a rilento la ripresa dei consumi

Risale a sorpresa il tasso di disoccupazione

In deciso ridimensionamento il commercio estero

Inflazione poco variata a giugno, rincari sul "carrello della spesa"

Tendenze del settore bancario

Prestiti alle imprese ancora deboli, si consolida la crescita di quelli alle famiglie

Prosegue l'aumento dei depositi, trainato dai conti correnti

Luglio 2025**2****2****7**

Nota Mensile

8**9****Research Department****10****Macroeconomic Research****11****12****Paolo Mameli**

Economista Macro

13**14****Andrea Volpi**

Economista Macro

15**Giorgio Ucropina**

Economista Macro

16**16****Elisa Coletti**

Economista Banche

19

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Le prospettive per risparmi, redditi e consumi delle famiglie

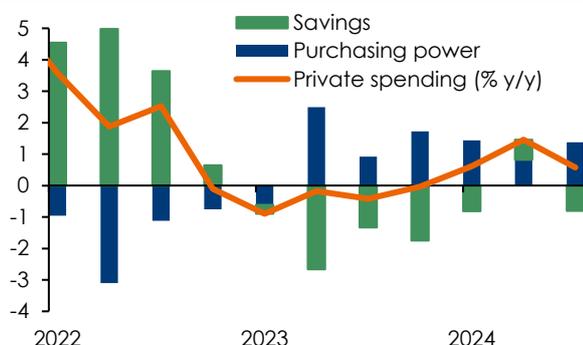
La modesta ripresa del potere d'acquisto dei consumatori italiani potrebbe aver superato il picco ma è attesa proseguire nei prossimi trimestri. Anche il tasso di risparmio, che è risalito di recente, potrebbe tornare a calare gradualmente, consentendo un'espansione dei consumi reali su ritmi intorno all'1% nel biennio 2025-26.

Andrea Volpi

Nel 1° trimestre 2025, a fronte di una crescita del potere d'acquisto pari allo 0,9% t/t, i consumi privati (in termini reali) sono cresciuti di appena lo 0,2% t/t. Infatti, a una buona dinamica della spesa in servizi e di quella in beni semi-durevoli (entrambe cresciute di +0,6% t/t) si è contrapposta una stagnazione dei consumi di beni non durevoli e una flessione dei durevoli (-1,3% t/t), per via del calo delle immatricolazioni di auto. Pertanto, **il tasso di risparmio delle famiglie consumatrici ha annullato la flessione di fine 2024 ed è tornato a salire** a inizio 2025, al 9,3%.

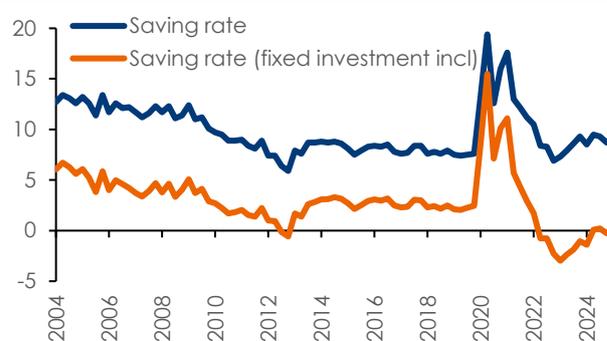
Il tasso di risparmio è tornato a salire di recente

Fig. 1 – Contributi alla crescita annua dei consumi privati



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Fig. 2 – Tasso di risparmio delle famiglie consumatrici



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel triennio 2022-24 il potere d'acquisto degli italiani è risultato poco più che stagnante: la crescita dei redditi reali è risultata pari in media allo 0,2% all'anno, con segnali di riaccelerazione solo a partire dall'anno scorso. **Nel 2022**, nonostante il calo del reddito disponibile per via della fiammata inflattiva, **i nuclei familiari hanno protetto i livelli di consumo utilizzando i risparmi accumulati durante la pandemia.** Dall'anno successivo però la dinamica delle spese si è allineata alla stagnazione dei redditi reali, mentre **nel 2024 il recupero del potere d'acquisto si è tradotto soprattutto in aumento della propensione al risparmio.** Nel triennio, il tasso di risparmio delle famiglie consumatrici è risalito da un minimo di 6,9% a fine 2022 ad una media del 9,2% negli ultimi 4 trimestri in cui sono disponibili i dati (dal 2° trimestre 2024 al 1° trimestre 2025).

Le dinamiche del 2022-24 sono state influenzate anche da fattori transitori

Nel biennio 2022-23 si è registrato anche un importante aumento degli investimenti fissi lordi dei nuclei familiari (per acquisto e manutenzione di abitazioni), **che ha portato il risparmio al netto degli investimenti fissi delle famiglie in territorio negativo.** Tuttavia, gli investimenti sono spiegati per la gran parte dagli incentivi edilizi e in particolare dal Superbonus, soprattutto attraverso la modalità del cosiddetto "sconto in fattura", quindi l'impatto sulle risorse finanziarie delle famiglie dovrebbe essere più contabile che reale. Inoltre, le ristrutturazioni coinvolte nelle agevolazioni hanno riguardato poco meno del 5% del totale degli edifici residenziali: in sostanza l'impatto aggregato è stato ingente ma ha riguardato pochi nuclei familiari, soprattutto i più abbienti.

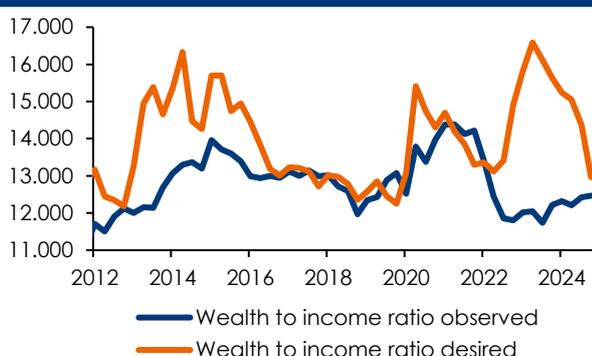
Per **stimare le determinanti alla base dell'evoluzione del tasso di risparmio** assumiamo che esso dipenda dalle preoccupazioni circa la disoccupazione, dall'inflazione attesa, dai tassi d'interesse e dalle preferenze dei nuclei familiari circa il rapporto tra ricchezza finanziaria e

Quali sono le determinanti della propensione al risparmio?

reddito¹. In sostanza, un peggioramento della fiducia, aspettative di rincaro del costo della vita e una salita dei tassi ufficiali contribuiscono ad un aumento del tasso di risparmio. Anche la presenza di un rapporto tra ricchezza e reddito inferiore rispetto all'obiettivo spinge al rialzo la propensione al risparmio, in quanto i consumatori aumentano le spese meno dei redditi al fine di ricostituire le riserve di liquidità (c.d. effetto Buffer-stock)².

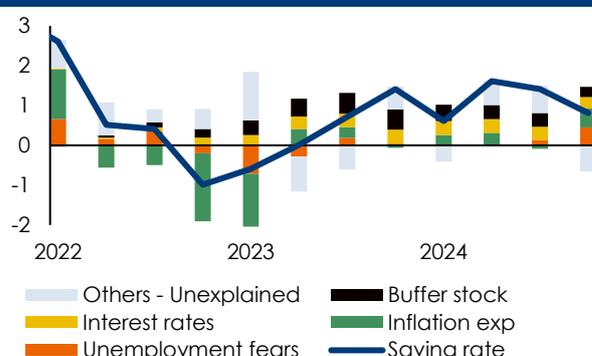
A differenza delle altre variabili, il rapporto desiderato tra ricchezza e reddito dei consumatori non è osservabile. Ipotizziamo che tale grandezza dipenda dal tasso di disoccupazione, dai tassi d'interesse, dalla crescita dei salari, dall'evoluzione del debito pubblico e da una misura di incertezza, e la stimiamo attraverso un filtro di Kalman. I risultati della nostra stima (Fig. 3) suggeriscono che, come già accaduto durante la crisi del debito sovrano, anche negli ultimi anni **potrebbe essersi aperto un divario tra lo stock di ricchezza desiderata in rapporto al reddito e quella effettivamente detenuta.** La differenza tra le due misure sembra essere però in fase di chiusura.

Fig. 3 – Valori effettivi e desiderati del rapporto tra ricchezza finanziaria netta e reddito disponibile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Determinanti della deviazione del tasso di risparmio rispetto alla media pre-pandemica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Infatti, l'analisi delle determinanti della deviazione del tasso di risparmio rispetto alla media registrata nel quinquennio precedente la pandemia (Fig. 4) evidenzia come **a partire dal 2022 l'inasprimento della politica monetaria e il tentativo di ricostituire le riserve di liquidità abbiano iniziato a giocare un ruolo più rilevante nello spiegare l'aumento del tasso di risparmio**, compensando l'effetto di sostegno ai consumi derivante dalla normalizzazione delle aspettative d'inflazione e da un mercato del lavoro ancora robusto. Solo recentemente l'aumento delle preoccupazioni per la disoccupazione sembra aver di nuovo contribuito a un aumento dei risparmi a scopo precauzionale.

In prospettiva, **spinte al ribasso sulla propensione al risparmio** (e dunque, ceteris paribus, al rialzo sui consumi) **dovrebbero arrivare dalla fine del ciclo di allentamento monetario, così come dalla progressiva chiusura del divario tra la ricchezza finanziaria in rapporto al reddito desiderata e quella effettiva.** Anche la stabilizzazione dell'inflazione potrebbe, attenuando le preoccupazioni dei consumatori circa il caro vita, comprimere il tasso di risparmio. Assumendo che il tasso sui depositi della BCE nel medio termine si stabilizzi all'1,75%, che le aspettative su disoccupazione e inflazione tornino alla media storica e che il rapporto tra ricchezza e reddito raggiunga il livello

Il tasso di risparmio potrebbe "normalizzarsi" su livelli superiori a quelli pre-pandemici

¹ Si veda l'analisi effettuata sull'Eurozona in Intesa Sanpaolo Research Department, Focus area euro "L'incognita dei consumi". 14 novembre 2024

² Carroll, Christopher D. "Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis", The Quarterly journal of economics 112.1 (1997)

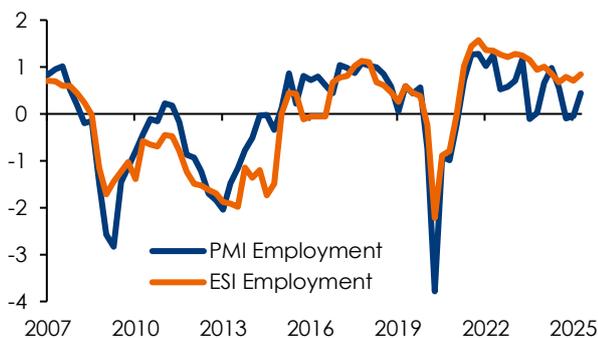
desiderato, **il tasso di risparmio di equilibrio potrebbe essere stimato intorno all'8,5%, al di sopra del 7,9% registrato in media nel quinquennio pre-pandemico (dal 2015 al 2019).**

In un'ottica di normalizzazione della propensione al risparmio su livelli superiori rispetto al passato, ci chiediamo ora se i fondamentali alla base della crescita dei redditi siano compatibili con un proseguimento della ripresa dei consumi nei prossimi trimestri.

Nell'ultimo triennio **l'occupazione** in Italia è cresciuta a ritmi in media superiori all'1% annuo, sostenuta, oltre che da condizioni cicliche favorevoli, dalla convenienza relativa del costo del lavoro rispetto al costo del capitale, nonché da una ripresa economica trainata da comparti più *labour intensive* (come servizi e costruzioni). Il ritmo di creazione di posti di lavoro su base trimestrale si è però progressivamente attenuato, risultando pari allo 0,3% t/t in media nel 2024. A inizio 2025 l'occupazione è tornata ad accelerare (a 0,6% t/t) ma, sulla base dei dati mensili e delle indagini di fiducia a disposizione, stimiamo che nei trimestri centrali dell'anno il ritmo di espansione possa tornare a moderare, convergendo verso la media registrata lo scorso anno.

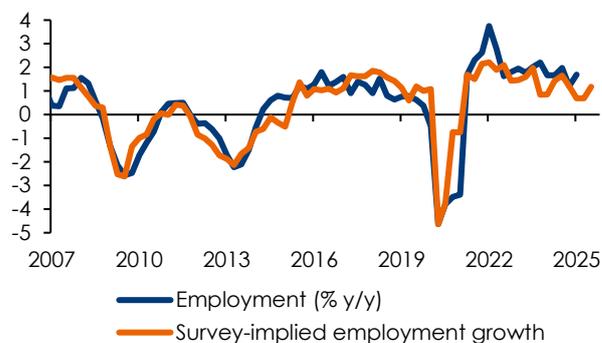
Quali prospettive per l'occupazione...

Fig. 5 – Le intenzioni di assunzione delle imprese rimangono in territorio espansivo...



Nota: indici standardizzati. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin, S&P Global

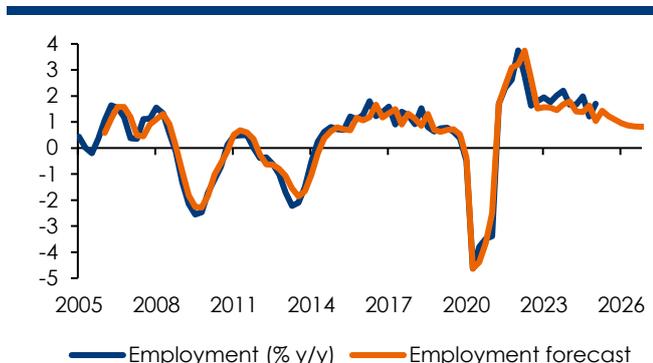
Fig. 6 – ...e sono ancora compatibili con una crescita degli occupati anche nei trimestri centrali dell'anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

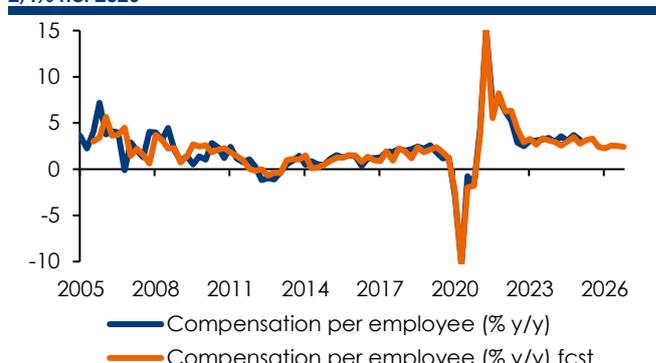
La domanda di lavoro da parte delle imprese, riflessa in un tasso di posizioni vacanti in graduale ridimensionamento, ma ancora al di sopra della media storica, rimane positiva. Tuttavia, ci attendiamo una progressiva decelerazione nei prossimi trimestri, sulla scia del ribilanciamento tra costo del lavoro e del capitale, nonché della normalizzazione del ciclo e delle dinamiche di produttività. La crescita degli occupati, dal picco di 2,5% nel 2022, è rallentata al 2% nel 2023 e all'1,6% nel 2024: **pensiamo che questo trend di moderazione possa continuare, all'1,4% nel 2025 e allo 0,9% nel 2026.**

Fig. 7 – Gli occupati sono previsti crescere dell'1,4% nel 2025 prima di decelerare allo 0,9% nel 2026



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – La crescita dei salari dovrebbe aver toccato un picco: stimiamo un rallentamento dal 3,3% del 2024 al 2,9% nel 2025 e 2,4% nel 2026



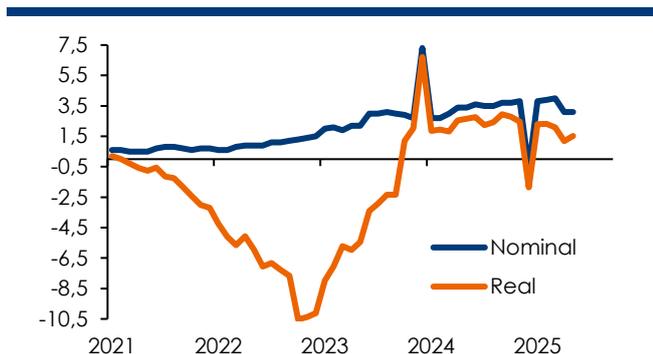
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In sostanza, non vediamo una decisa inversione del mercato del lavoro, che è atteso rimanere robusto, sia pur in moderazione, nei prossimi trimestri. **Non dovrebbe essere quindi a rischio la ripresa dei salari** che in Italia è avvenuta in ritardo rispetto alle altre principali economie europee. Sulla base di un modello a correzione dell'errore che stima le retribuzioni per occupato sulla base della crescita della produttività e dei prezzi, nonché dei fondamentali del mercato del lavoro (crescita delle ore lavorate e rapporto tra il tasso di posizioni vacanti e quello di disoccupazione), **prevediamo una graduale decelerazione del costo del lavoro dal 3,3% registrato nel 2024 al 2,9% nel 2025 e al 2,4% nel 2026.**

...e per i redditi?

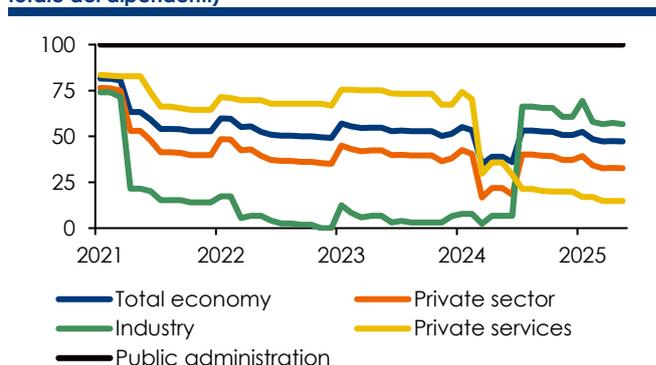
Nel decennio pre-pandemico, la crescita delle retribuzioni italiane è stata decisamente meno vivace rispetto alla media dell'Eurozona (0,8% vs 1,8%), nonché più debole rispetto a quanto implicito nelle già deludenti dinamiche di produttività (in sostanza, si è avuta una crescita della quota di valore aggiunto dei profitti a discapito di quella dei salari). A inizio 2025 il livello dei salari pro-capite reale risultava ancora inferiore rispetto al periodo pre-pandemico. **L'esperienza storica insegna come i rischi su questa previsione siano quindi rivolti verso il basso** ma, almeno per l'anno in corso, i dati sui salari negoziali sembrano convalidare la nostra proiezione.

Fig. 9 – Crescita % a/a dei salari negoziali



Nota: il balzo della crescita dei salari contrattuali a dicembre 2024 e la conseguente inversione l'anno successivo è dovuto all'impatto del pagamento in un'unica soluzione dell'indennità di vacanza contrattuale nella pubblica amministrazione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Fig. 10 – Tensione contrattuale (dipendenti in attesa di rinnovo sul totale dei dipendenti)



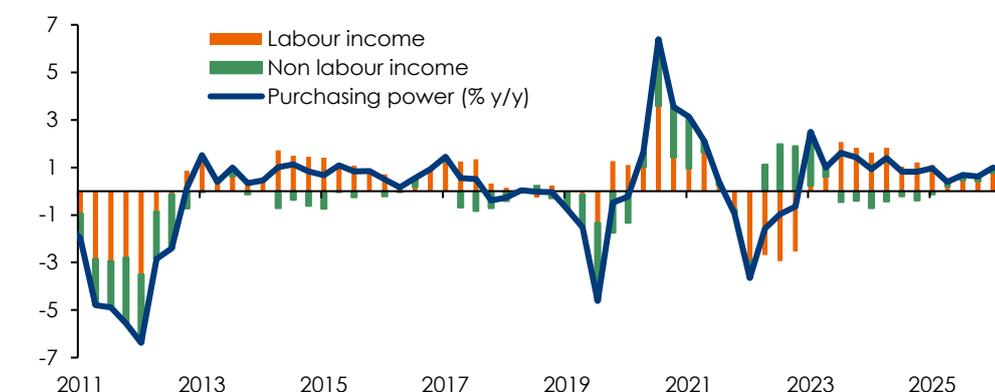
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A maggio la crescita dei salari contrattuali si è infatti stabilizzata al 3,1% a/a e, sulla base dei contratti in vigore, essa potrebbe risultare di poco inferiore al 3% in media annua nel 2025. Ulteriori pressioni al rialzo potrebbero inoltre provenire dalla rinegoziazione dei contratti collettivi nel

settore industriale, dove quasi il 60% dei dipendenti resta in attesa di rinnovo (tra questi, i metalmeccanici, che pesano per circa il 17% del monte retributivo totale).

Sulla base delle nostre stime su occupazione e retribuzioni, utilizzando un modello autoregressivo per le altre componenti dei redditi, stimiamo che, dopo essere cresciuto di 2,6% nel 2024, il reddito lordo disponibile nominale delle famiglie possa crescere di oltre il 3% quest'anno, prima di tornare a rallentare attorno al 2% il prossimo (nel quinquennio pre-pandemico la crescita media era pari all'1,4%). A fronte di un deflatore dei consumi che prevediamo poco sopra il 2% nel 2025 e di poco inferiore all'1,5% nel 2026, **stimiamo una graduale decelerazione della crescita del potere d'acquisto, poco sotto l'1% nel 2025 e a 0,6% nel 2026, dopo l'1,2% registrato l'anno scorso** (nei cinque anni prima della pandemia il ritmo medio annuo si attestava allo 0,4%).

Fig. 11 – La crescita del potere d'acquisto è attesa tornare poco sotto l'1% nel biennio 2025-26



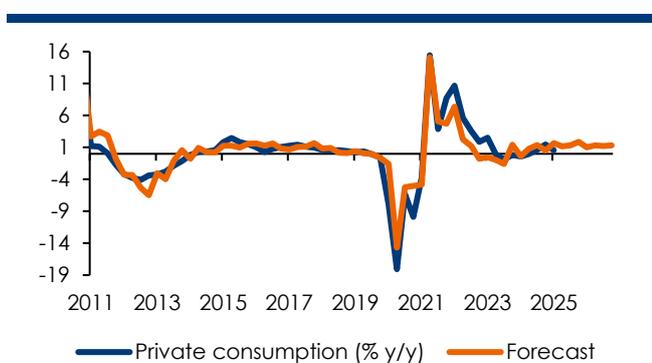
Nota: contributi alla crescita annua del potere d'acquisto. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Per stimare l'evoluzione dei **consumi** utilizziamo un modello che tiene conto dei fondamentali di reddito e ricchezza, nonché dei tassi di mercato monetario.

Quali conseguenze per i consumi?

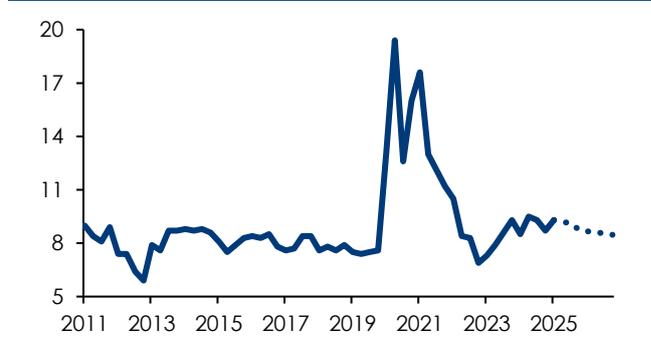
I risultati della previsione puntano verso una crescita delle spese a ritmi intorno allo 0,3% t/t in media nel biennio 2025-26, solo marginalmente superiore allo 0,2% congiunturale registrato nel quinquennio precedente la pandemia. In sostanza, **dopo aver registrato un modesto 0,4% nell'insieme del 2024, la crescita media annua delle spese private potrebbe accelerare attorno all'1% nel biennio 2025-26, compatibilmente con un ritorno del tasso di risparmio verso il livello che stimiamo di equilibrio (8,5%) entro la fine del 2026.**

Fig. 12 – Consumi in crescita intorno all'1% medio nel 2025-26



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 13 – Il tasso di risparmio dovrebbe convergere verso l'8,5% entro fine 2026



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sintesi della previsione macroeconomica

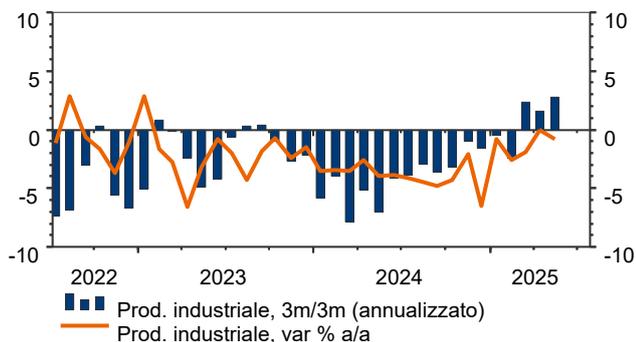
	2024	2025p	2026p	2024		2025				2026			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	1.0	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
- var.ne % t/t				0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.4	1.0	1.1	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	1.1	0.3	0.5	0.3	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	0.0	1.9	1.1	-1.4	1.6	1.6	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
- in macchinari e altro	-0.3	2.6	1.7	-1.9	2.7	1.2	0.0	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
- in mezzi di trasporto	-6.3	-2.1	1.5	-7.3	-0.2	2.3	-0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
- in costruzioni	1.0	1.7	0.7	-0.4	1.0	1.7	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Esportazioni	-0.3	1.1	0.0	-0.4	-0.1	2.8	-1.0	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
Importazioni	-1.5	3.3	1.7	1.3	-0.2	2.6	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.3	-0.6	-0.5	-0.5	0.0	0.1	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	0.4	1.0	0.9	-0.1	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	-0.2	0.2	0.5	0.5	-0.3	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
Attività produttiva													
Produzione industriale	-3.9	-0.5	0.3	-0.9	-0.4	0.6	0.1	-0.2	-0.2	0.3	0.1	0.4	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.0	1.7	1.5	1.0	1.2	1.7	1.7	1.6	1.9	1.5	1.6	1.7	1.4
- escl. alimentari, energia (a/a)	2.0	2.0	2.1	1.9	1.8	1.7	2.0	2.1	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1
PPI (a/a)	-4.2	2.6	0.8	-1.3	-0.7	4.9	3.1	1.9	0.8	-0.3	1.5	1.0	1.1
Disoccupazione (%)	6.5	6.3	6.5	6.2	6.1	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6
Occupati totali	1.6	1.4	0.7	0.5	0.1	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1
Salari contrattuali	3.0	3.3	2.7										
Reddito disponibile reale	1.2	1.3	0.8										
Tasso di risparmio (%)	9.0	9.2	8.9										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.4	-3.3	-2.6										
Debito (% PIL)	135.3	137.5	138.4										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.82	1.72	1.81	3.43	2.82	2.44	2.02	1.76	1.72	1.77	1.78	1.80	1.81
Long term (10Y) rate (%)	3.70	3.65	4.04	3.67	3.48	3.67	3.61	3.58	3.75	3.94	4.00	4.05	4.15
BTP/Bund spread	1.36	1.00	1.08	1.37	1.22	1.10	1.06	0.94	0.92	0.97	1.00	1.10	1.25

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

Corregge la produzione industriale a maggio

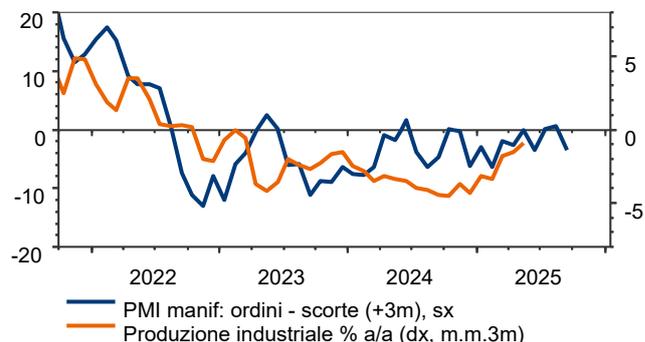
La produzione industriale è tornata a calare a maggio, di -0,7% m/m, dopo l'incremento di 0,9% m/m ad aprile. La flessione è più ampia delle aspettative di consenso (che si attendeva una stabilità, secondo la survey di LSEG Datastream), nonché della nostra previsione (-0,5% m/m). La variazione annua corretta per gli effetti di calendario è tornata in rosso a -0,9%, dopo il breve passaggio in territorio marginalmente positivo (+0,1%) il mese precedente (che interrompeva un calo tendenziale durato 26 mesi). La flessione è dovuta ai beni di consumo (-1,3% m/m), soprattutto durevoli (-2,2% m/m), e ai beni intermedi (-1% m/m), mentre i beni strumentali risultano stabili e l'energia rimbalza di 0,7% m/m dopo la contrazione dei due mesi precedenti. L'energia è anche l'unico gruppo in crescita su base annua corretta per gli effetti di calendario (5,3%), in presenza di una flessione solo lieve per i beni strumentali ma significativa per intermedi (-2,7%) e beni di consumo non durevoli (-2,1%). Il dettaglio per settore mostra nel mese un incremento soprattutto per la raffinazione (7,1% m/m), il farmaceutico (+3,1%), i mezzi di trasporto (2%) e le attività estrattive (2%) e, viceversa, una diminuzione per la fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (-2,4%), nonché per le altre industrie manifatturiere (-2,2%) e il comparto del legno, carta e stampa (-2,1%). Su base annua corretta per gli effetti di calendario, i progressi più apprezzabili riguardano la raffinazione (6,1%), l'attività estrattiva (5,1%) e la fornitura di energia (4,7%), mentre i cali più ampi si riscontrano per mezzi di trasporto (-5,6%), farmaceutico (-5,2%) e chimica (-4%). Il manifatturiero fa segnare una diminuzione annua più ampia di quella dell'indice generale (-1,4%). Il dato conferma la nostra idea che l'incremento di aprile fosse "gonfiato" da distorsioni statistiche dovute alla distribuzione delle festività. L'output è in rotta per un incremento di appena 0,1% t/t nel secondo trimestre (in caso di stabilità a giugno), ovvero per una sostanziale stagnazione dopo il rimbalzo "anomalo" (0,5% t/t, un massimo dal 2° trimestre 2022) dei primi tre mesi dell'anno. Visto il riaccendersi delle tensioni sui dazi, è probabile che la seconda metà dell'anno per l'industria sia peggiore della prima, che ha beneficiato in parte di fattori temporanei. Il 2025 dovrebbe essere il terzo anno di fila di contrazione dell'output industriale.

Torna a flettere la produzione industriale a maggio



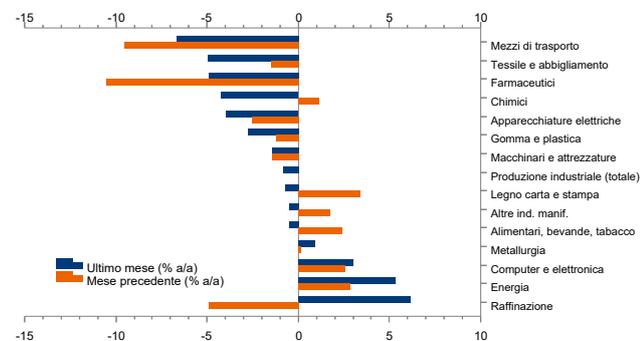
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indagini ancora non coerenti con un'espansione dell'industria



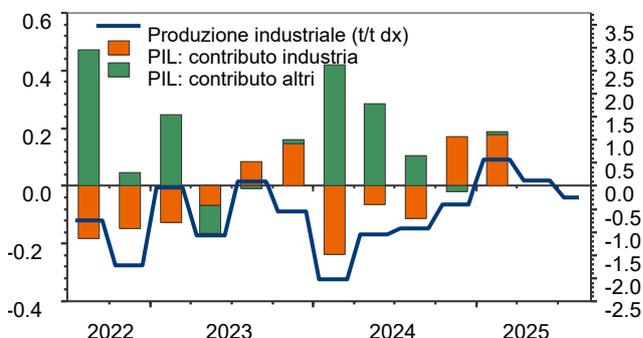
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Mezzi di trasporto, abbigliamento, farmaceutici e chimici mantengono ampie contrazioni su base annua



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il contributo positivo dell'industria al PIL visto a cavallo tra fine 2024 e inizio 2025 dovrebbe rivelarsi temporaneo

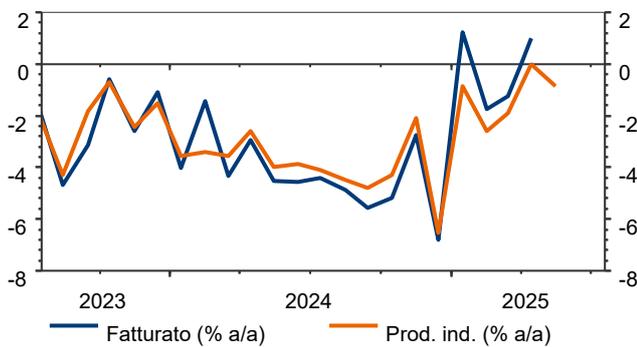


Nota: proiezione della produzione industriale in T2 e T3 in caso di stabilità su base congiunturale nei mesi da giugno a settembre. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Segnali di stabilizzazione per il settore manifatturiero

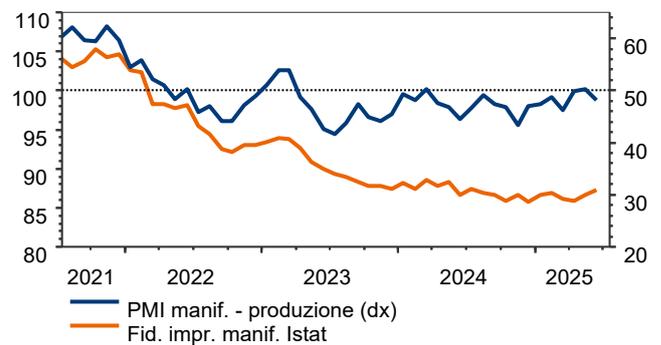
I dati di aprile sul fatturato industriale registrano un aumento di 1,5% m/m in valore (1,9% m/m sul mercato interno, 0,7% m/m su quello estero) e di 1,6% m/m in volume (2,1% m/m sul mercato interno e 0,6% m/m su quello estero). Per quanto riguarda la fiducia, a giugno le indagini di morale delle imprese nel settore manifatturiero mostrano un andamento divergente, con un recupero per l'indice Istat e, viceversa, un calo per il PMI manifatturiero. **L'indagine Istat registra per il secondo mese consecutivo un incremento superiore al previsto, a 87,3 da 86,6.** I giudizi correnti sugli ordini totali sono lievemente più negativi rispetto a maggio, ma migliorano quelli prospettici; le scorte sono giudicate in decumulo rispetto al mese precedente, mentre per quanto concerne la produzione rimangono negativi i giudizi correnti e migliorano le valutazioni prospettiche. Infine, le aspettative sull'economia risultano meno negative rispetto a maggio (da -20,9 a -17,1), mentre quelle sull'occupazione tornano in territorio positivo (da -1,1 a 1); **nel complesso, i miglioramenti rispetto ai mesi precedenti sono moderati. Il PMI manifatturiero ha invece registrato un calo inaspettato, da 49,2 a 48,4.** Il deterioramento è diffuso e riguarda sia la produzione che i nuovi ordini (compresi quelli dall'estero). Una possibile spiegazione è l'inversione dell'effetto di anticipo degli ordinativi dagli USA che aveva contribuito a sostenere l'indagine nei mesi precedenti. In ogni caso, **l'indagine ha evidenziato un aumento delle valutazioni sull'occupazione, da 48,6 a 49,5, ai massimi da settembre dello scorso anno.** Nonostante il calo di giugno, il PMI manifatturiero, a 48,4, rimane ben al di sopra del livello medio del quarto trimestre 2024 (46,9) e del primo trimestre 2025 (46,8). Inoltre, recentemente, il PMI non è stato un buon previsore né della produzione industriale né del valore aggiunto nel settore, entrambi in aumento sia a fine 2024 che a inizio 2025 nonostante il livello recessivo del PMI. In sintesi, i miglioramenti delle indagini sono limitati e, visto il riaccendersi delle tensioni sul commercio internazionale, **è presto per dichiarare finita la fase di contrazione dell'attività industriale.**

Nell'industria, il fatturato negli ultimi mesi sta mostrando un andamento più positivo di quello della produzione



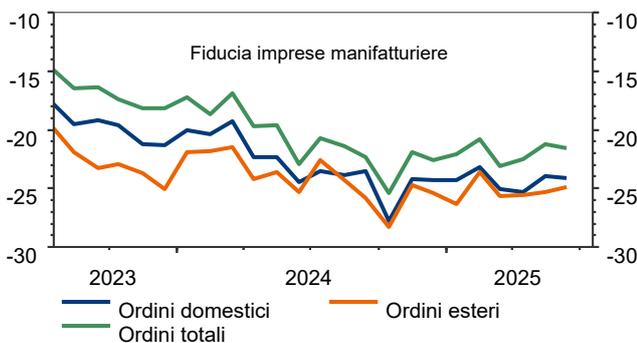
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Morale delle imprese manifatturiere in recupero a giugno secondo l'indagine Istat, torna a calare il PMI manifatturiero



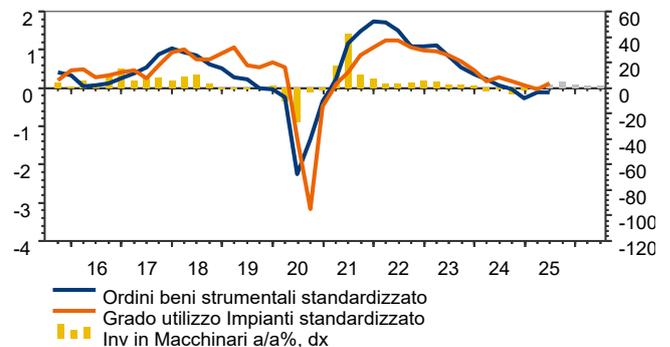
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Le indicazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini correnti hanno smesso di deteriorarsi, ma restano su livelli depressi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Ordini e utilizzo di capacità produttiva coerenti con una sostanziale stagnazione degli investimenti in macchinari

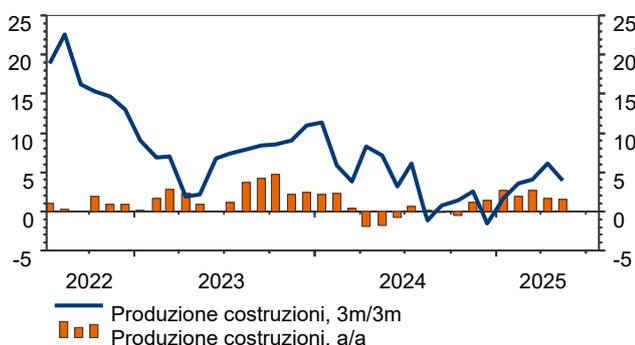


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'edilizia tiene, ma peggiorano le prospettive per il residenziale

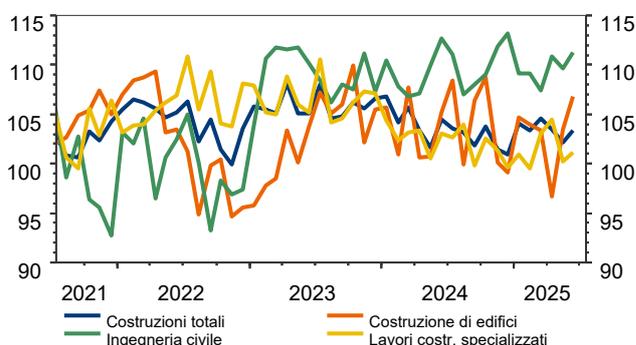
La produzione nelle costruzioni è tornata a diminuire a maggio, di -1,4% m/m, dopo il forte rimbalzo di aprile (+2,8%). Su base tendenziale (corretta per gli effetti di calendario), l'output ha mostrato un incremento di 3,9%, in rallentamento dal 6,5% di aprile (che rappresentava un massimo da giugno 2024); la produzione (in caso di stabilità a giugno) è in rotta per un incremento di 1,1% t/t nel 2° trimestre (in decelerazione dal 2,6% di inizio anno). A giugno l'indice Istat di morale dei costruttori è aumentato da 102,1 a 103,4, grazie soprattutto a un miglioramento delle attese sull'occupazione, mentre sono rimasti stabili i giudizi sugli ordini. Il recupero del morale è diffuso a tutti i settori, ma è più pronunciato per la costruzione di edifici e l'ingegneria civile che per i lavori di costruzione specializzati. Sempre a giugno, l'indice PMI costruzioni è rimasto in territorio espansivo per il quarto mese di fila, ma ha registrato un lieve rallentamento, da 50,5 a 50,2. Tuttavia, l'indice sui nuovi ordini è salito al livello più alto da tre mesi, e le indicazioni delle imprese sull'occupazione hanno toccato un massimo da 15 mesi. Si registra un'espansione sia per l'edilizia residenziale che per l'ingegneria civile, mentre l'edilizia commerciale è calata (per la prima volta in 4 mesi). Le imprese si mostrano ottimiste sull'attività dei prossimi 12 mesi, e vi sono segnali che l'aumento dei nuovi affari sia in parte legato all'attuazione del PNRR. Nel complesso, il settore delle costruzioni resta in espansione, anche se meno vigorosa rispetto a quella (in qualche modo "gonfiata" dai bonus edilizi) degli anni scorsi. Tuttavia, il crollo dei permessi di costruire nel 1° trimestre (-10,2% t/t sulle nuove abitazioni, -11,4% sull'edilizia non residenziale) mostra che le prospettive, al netto delle opere infrastrutturali del PNRR, si vanno facendo decisamente meno rosee.

La produzione nelle costruzioni rimane in espansione...



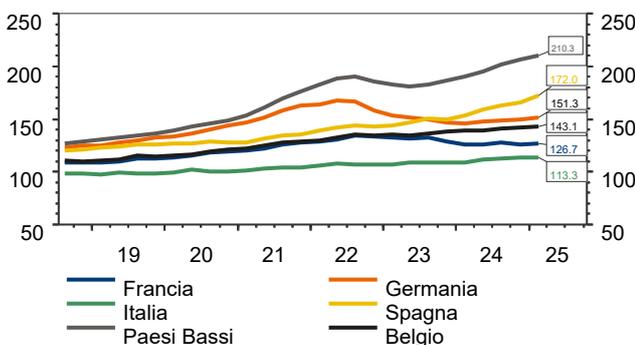
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

... e torna a crescere l'indagine Istat di fiducia dei costruttori, guidata dalla costruzione di edifici e dall'ingegneria civile



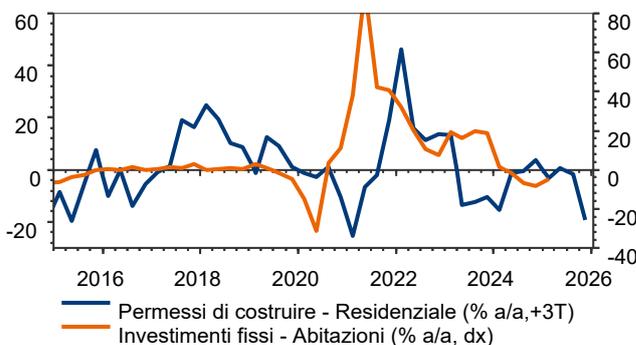
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi delle abitazioni in Italia si mantengono meno inflazionati rispetto a quanto accade negli altri paesi europei



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

I permessi edilizi cominciano a segnalare un andamento negativo per gli investimenti residenziali nei prossimi trimestri

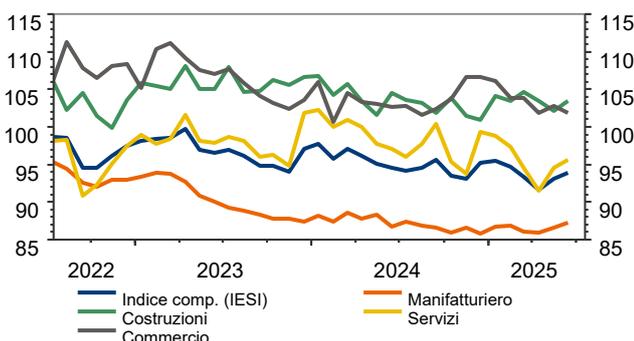


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I servizi restano in moderata espansione

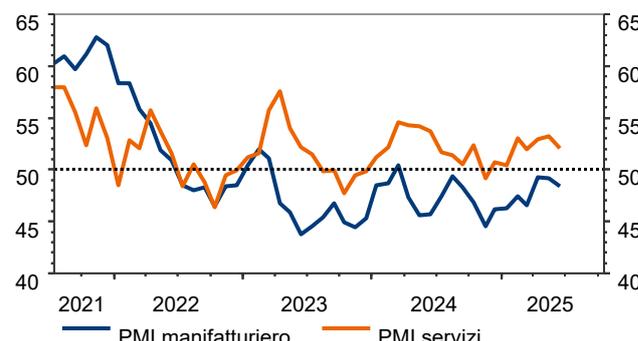
Ad aprile, i dati sul fatturato nei servizi registrano un aumento dello 0,5% m/m in valore e dello 0,4% m/m in volume, con una dinamica positiva sia nel commercio all'ingrosso (+0,4% in valore e +0,9% in volume) sia negli altri servizi (+0,7% in valore e +0,1% in volume). **Su base tendenziale, nei servizi si rilevano incrementi del 2,1% in valore e dello 0,3% in volume:** nel commercio all'ingrosso si registrano aumenti sia in valore (+1,2%) sia in volume (+0,9%), mentre negli altri servizi si nota una crescita del fatturato in valore del 3,1% e una stagnazione in volume. **A giugno l'indice di fiducia Istat delle imprese dei servizi di mercato è salito per il secondo mese, a 95,6 da 94,5,** registrando progressi diffusi a ordini, occupazione e affari correnti. Anche i giudizi prospettici su ordini, produzione e andamento dell'economia in generale registrano un miglioramento: al netto dei prezzi (l'unico indicatore che peggiora rispetto al mese precedente), il progresso è sostanziale e diffuso. **Su base settoriale, sono trasporto/magazzinaggio e servizi alle imprese a risultare trainanti,** mentre i servizi turistici e quelli di informazione e comunicazione registrano un peggioramento - più marcato per i primi (a 101,1 da 112,8) e più modesto per i secondi. Sempre a giugno, **l'indice PMI servizi registra una perdita di slancio rispetto al massimo da quasi un anno toccato il mese precedente (a 52,1 da 53,2), pur rimanendo in territorio espansivo e su livelli superiori alla media del 1° trimestre.** La decelerazione però non desta particolari preoccupazioni: le aspettative di business toccano un massimo da quattro mesi e le valutazioni sull'occupazione sono salite al livello più elevato da inizio anno. In sintesi, **sia i dati sul fatturato di aprile che le indagini di fiducia di giugno sono coerenti con un quadro di moderato ritorno all'espansione nei servizi,** dopo la debolezza registrata tra marzo e aprile.

Il recupero del morale delle imprese a giugno è particolarmente marcato nel settore dei servizi



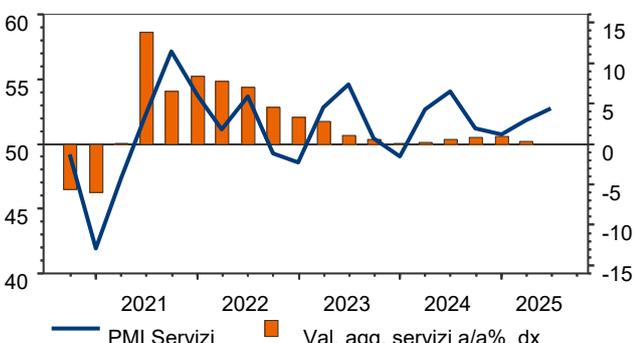
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A giugno, entrambi gli indici PMI mostrano un rallentamento, ma i servizi restano in espansione



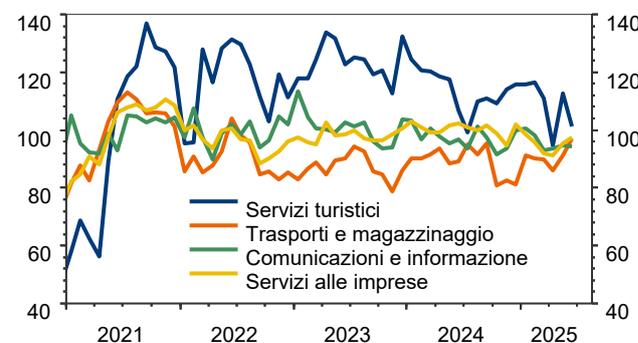
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il PMI servizi è coerente con una riaccelerazione del valore aggiunto nel terziario



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

A giugno tutti i principali sotto-settori dei servizi registrano un miglioramento del morale delle imprese, con la sola eccezione del turismo

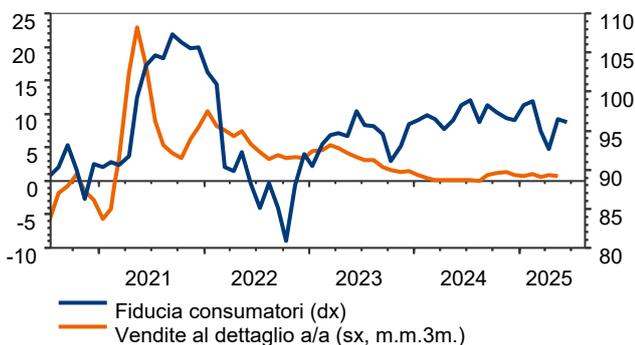


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Procede ancora a rilento la ripresa dei consumi

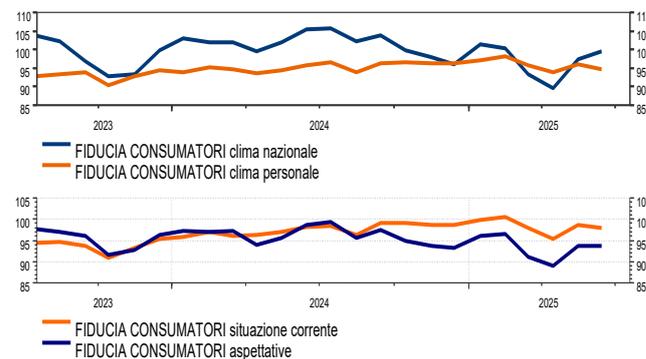
A maggio le vendite al dettaglio hanno registrato un calo congiunturale sia in valore che in volume (-0,4% e -0,5% m/m, rispettivamente), da attribuirsi alla flessione delle vendite di alimentari (-0,9% in valore e -1,2% in volume) e alla stazionarietà dei beni non alimentari. **Ciò pare confermare l'ipotesi che l'aumento di aprile fosse da attribuirsi alla tempistica della Pasqua. Su base annua, si registra un aumento in valore (2,5%) e una flessione in volume (-0,3%):** l'incremento maggiore riguarda i prodotti di profumeria e cura della persona (+4,3%), mentre cartoleria, libri, giornali e riviste fanno segnare il calo più ampio (-3,5%). **Secondo l'indagine Istat, la fiducia delle famiglie è calata a sorpresa moderatamente a giugno, a 96,1 dopo il balzo a 96,5 del mese precedente.** Il calo è dovuto al deterioramento della situazione personale degli intervistati, mentre migliora il clima economico generale; peggiora la condizione corrente, mentre le aspettative per il futuro risultano stabili. **Le attese di disoccupazione sono calate per il terzo mese a 26,5 da 28,3, tornando ai minimi dallo scorso settembre.** **L'inflazione attesa, che era salita significativamente nei mesi di marzo e aprile, è rallentata per il secondo mese, a 18,7 da 27,4.** In sintesi: l'indagine sulle famiglie registra un peggioramento, ma il dettaglio mostra un miglioramento delle attese sia sull'occupazione che sull'inflazione. **Anche la fiducia delle imprese del commercio al dettaglio è calata a giugno, da 102,8 a 101,9, in controtendenza con gli altri macro-settori.** A livello di circuito distributivo, il morale è calato nella grande distribuzione, mentre si rileva una crescita in quella tradizionale. In sintesi, **la flessione registrata dalle vendite al dettaglio a maggio, nonché il calo della fiducia sia delle famiglie che delle imprese del commercio a dettaglio a giugno, mostra che la ripresa dei consumi procede a rilento,** nonostante le prospettive ancora favorevoli per l'occupazione e per i redditi reali delle famiglie.

Fiducia delle famiglie in lieve correzione, vendite al dettaglio ancora fiacche



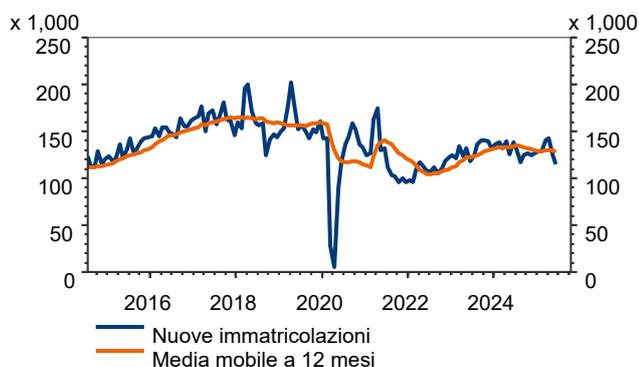
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A giugno, il peggioramento del morale dei consumatori è dovuto a clima personale e giudizi sulla situazione corrente



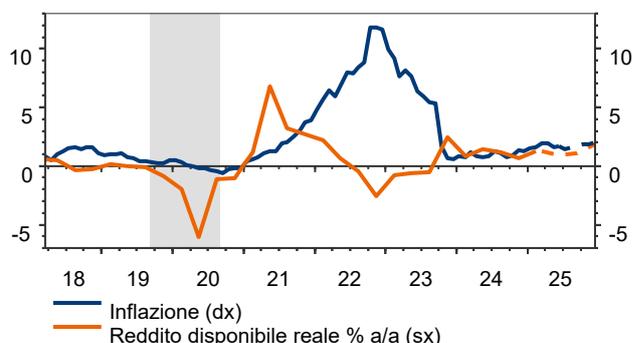
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Immatricolazioni di auto in netto calo a giugno (-17,4% a/a)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

La variazione annua del reddito reale delle famiglie è attesa restare in territorio positivo nei prossimi trimestri



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

Risale a sorpresa il tasso di disoccupazione

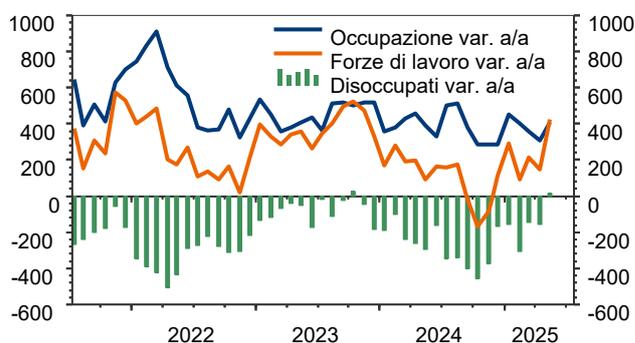
Il tasso di disoccupazione è salito a sorpresa al 6,5% a maggio. Inoltre, i dati precedenti sono stati rivisti al rialzo (il dato di aprile da 5,9% a 6,1%). Dopo la revisione, il punto di minimo è stato toccato al 6% a novembre dello scorso anno, anziché al 5,9% in febbraio e aprile di quest'anno come stimato in precedenza. La salita del tasso dei senza-lavoro a maggio è dovuta a un ampio incremento delle forze di lavoro (+0,7% m/m: si tratta di un massimo da oltre 4 anni), a fronte di una crescita meno forte degli occupati (+0,3% m/m, comunque in ripresa dopo la semi-stagnazione dei tre mesi precedenti). L'espansione dell'offerta di lavoro è dovuta a un calo degli inattivi (-1,4% m/m). Peraltro, sia il tasso di attività (al 67,4%) che il tasso di occupazione (al 62,9%) toccano a maggio nuovi massimi da quando sono disponibili le serie mensili (ovvero almeno dal 2004). L'occupazione resta in forte crescita rispetto a un anno fa (+408 mila occupati ovvero +1,7% a/a), sempre trainata dai dipendenti permanenti (+388 mila, +2,4% a/a) e, in minor misura, dai lavoratori indipendenti (+175 mila, +3,5% a/a), a fronte di un calo per i dipendenti temporanei (-155 mila, -5,5% a/a). Il dettaglio per classi di età, corretto per la componente demografica, continua però ad evidenziare che a crescere sono esclusivamente gli occupati over 50 (+4,2% a/a), a fronte di una sostanziale stabilità (+0,2% a/a) per i 35-49enni e di una flessione per gli under 35 (-1,1% a/a). In sintesi, il dato conferma quanto osservavamo nei mesi scorsi, ovvero che il mercato del lavoro italiano è sì robusto ma meno di quel che appaia a prima vista, in quanto la crescita dell'occupazione resta trainata dai più anziani per effetto verosimilmente della graduale crescita in corso dell'età effettiva di pensionamento (non a caso, anche la ripresa dell'attività è in gran parte concentrata tra gli over 50). Inoltre, i motivi della crescita dell'inattività del 2024 (che aveva contribuito a comprimere i livelli del tasso di disoccupazione si stanno rivelando temporanei, perciò il recupero della partecipazione sta facendo risalire dai minimi il tasso dei senza-lavoro (che peraltro resta molto basso in prospettiva storica).

Il tasso di disoccupazione, pur basso in prospettiva storica, risale dai minimi...



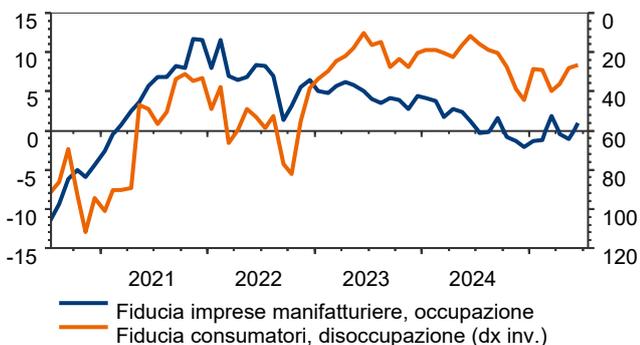
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...in quanto, per la prima volta da quasi due anni, le forze di lavoro sono tornate a crescere più degli occupati



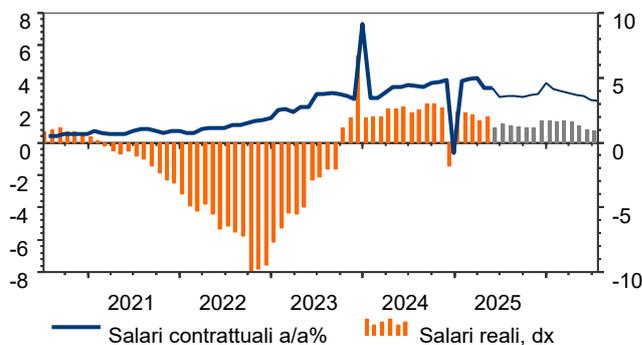
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche a luglio le attese sull'occupazione di famiglie e imprese restano coerenti con un mercato del lavoro in buona salute



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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

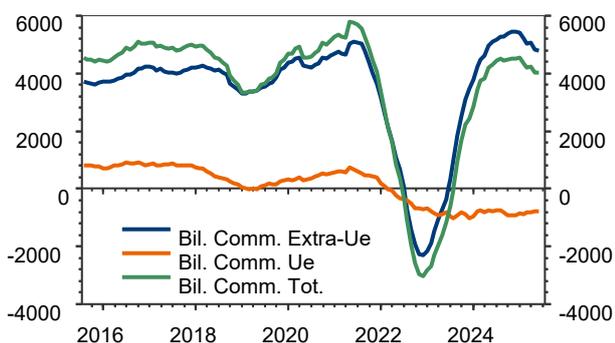


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

In deciso ridimensionamento il commercio estero

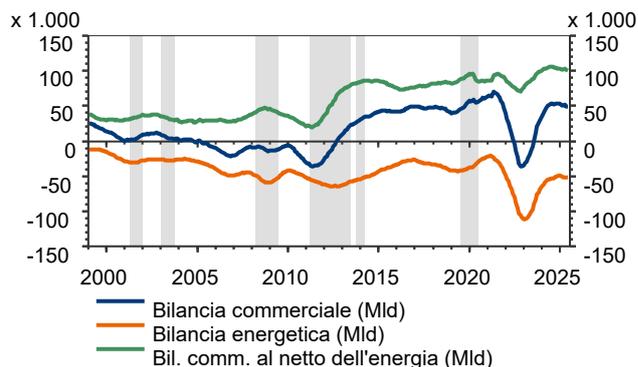
A maggio l'import si è contratto di -4,1% m/m, a fronte di un export che registra una flessione di minore entità (-2,3% m/m). In entrambi i casi, la flessione è dovuta soprattutto ai Paesi extra-UE (-7,5% m/m l'import, -3,1% l'export). Sul calo dell'import incide soprattutto l'energia (-12,2%), mentre l'export è frenato da beni intermedi (-4,1%) e strumentali (-2,6%). **Su base annua si registra una flessione di entrambi i flussi sia in valore (export -1,9%, import -1,7%), sia, in maggior misura, in volume (-4,3% e -2,4%).** Tra i settori che più contribuiscono alla crescita annua sia dell'export che dell'import si segnalano i prodotti farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+39% e +36,4% a/a, rispettivamente): non a caso, si tratta di uno dei pochi comparti tuttora esenti da dazi verso gli USA (infatti, l'export verso gli Stati Uniti di questo settore fa registrare un +93,9% a/a). Viceversa, la raffinazione fa segnare una variazione negativa molto ampia sia in uscita che in entrata (-18,8% l'export, -37,1% l'import). I contributi maggiori alla dinamica tendenziale delle vendite all'estero vengono da Spagna (+15,6%) e Svizzera (+9,2%), nonché dagli Stati Uniti (che, dopo il breve passaggio in negativo di aprile, tornano in territorio lievemente positivo, a +2,6%); viceversa, è in netto calo l'export verso Cina (-22,6%) e Turchia (-22,5%). **L'import è trainato dagli Stati Uniti (+18,5% a/a, da +60,8% ad aprile), in quanto si sta verificando un anticipo di consegne per evitare eventuali contro-dazi UE verso i prodotti USA.** Viceversa, le variazioni negative più ampie si registrano per OPEC (-28,9%) e Regno Unito (-15,4%). Sempre a maggio, l'avanzo commerciale si è ridotto a +6.163 milioni di euro da +6.377 un anno prima, riflettendo sia il calo del deficit energetico (-3.458 milioni da -4.018) sia il minore surplus nell'interscambio di prodotti non energetici (9.621 milioni da 10.395).

Si riduce l'avanzo commerciale verso i paesi extra-UE...



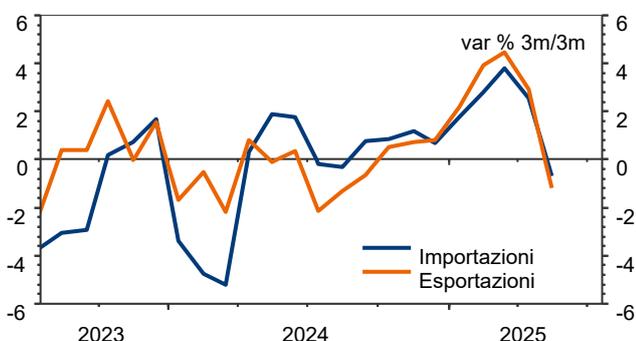
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...così come il surplus al netto della bilancia energetica



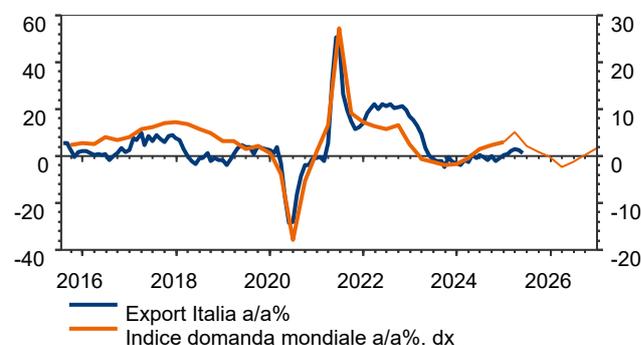
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Sia l'export che l'import mostrano una correzione negli ultimi due mesi, dopo il buon dinamismo di inizio anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'inasprimento delle politiche commerciali negli USA è atteso causare un calo della domanda mondiale rivolta verso l'Italia



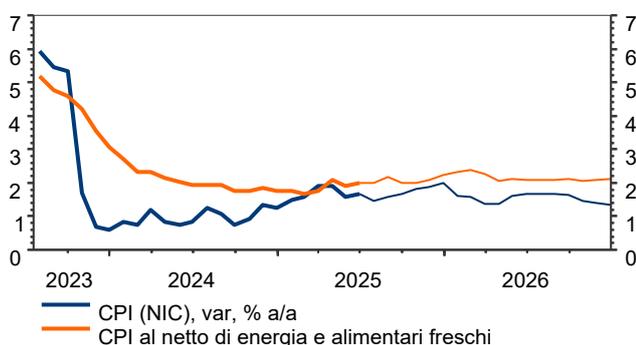
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Inflazione poco variata a giugno, rincari sul “carrello della spesa”

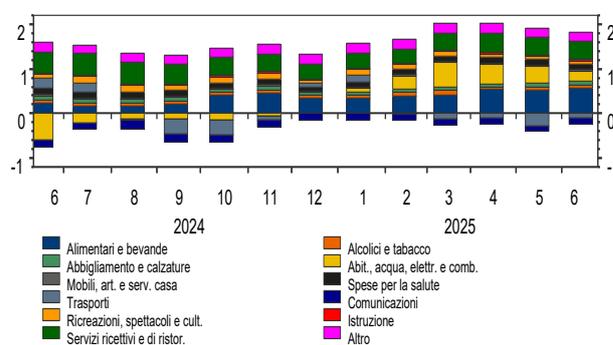
A giugno, su base congiunturale i prezzi al consumo sono cresciuti di due decimi, per un'inflazione annua a 1,7% a/a sul NIC e a 1,8% a/a sull'IPCA. **Sull'indice nazionale, la salita di un decimo dell'inflazione annua è dovuta agli alimentari**, che accelerano a 3,5% dal 3,2% di maggio, **e ai trasporti**, che registrano una minore flessione rispetto a un anno prima (-0,8% da un precedente -1,9%). **Viceversa, si accentua la flessione tendenziale dei prezzi nel comparto energetico** (a -2,1% a/a da -2% precedente), trainata dalla decelerazione nella componente regolamentata (+22,6% da +29,3%). Il dettaglio per capitoli di spesa mostra un deciso **rallentamento delle spese per “abitazione, acqua, elettricità e combustibili”** (2,4% da 3,9% a/a); nel mese, i maggiori rincari vengono dai servizi ricettivi e di ristorazione (+1,1% m/m) e dai trasporti (+0,9% m/m), mentre le spese per la casa flettono decisamente (-1% m/m). **Sempre sul NIC, la componente di fondo accelera da 1,9% a 2% a/a, e il cosiddetto “carrello della spesa” rincara ulteriormente da 2,7% a 2,8% a/a.** Sale anche, in misura ancor più accentuata, l'inflazione sui beni ad alta frequenza di acquisto (influenzata soprattutto dagli alimentari), da 1,5% a 2% a/a. **Sull'indice armonizzato, l'inflazione generale è aumentata a 1,8%, quella di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi) è salita di un decimo a 2,1% a/a;** la misura che esclude energia, alimentari e tabacchi è aumentata al 2% a/a. **L'aspetto più preoccupante del dato di giugno riguarda i rincari nel comparto alimentare**, che influiscono sull'inflazione dei beni ad alta frequenza di acquisto e sul cosiddetto “carrello della spesa”, **il che può avere impatto sull'inflazione percepita dai consumatori e, di conseguenza, sulle intenzioni di spesa delle famiglie.** In ogni caso, nei prossimi mesi ci aspettiamo un'inflazione poco variata rispetto ai livelli di giugno. **Gli effetti base sull'energia potrebbero innescare una risalita negli ultimi mesi dell'anno (a 2-2,1% sull'indice armonizzato), prima di una nuova moderazione nel 2026.** Nel complesso, stimiamo per l'IPCA una media annua a 1,9% nel 2025 e 1,7% nel 2026.

Nel 2026, l'inflazione generale dovrebbe rimanere sotto il target BCE, quella di fondo è attesa poco sopra il 2%

Gli alimentari sono al momento i principali contributori all'inflazione



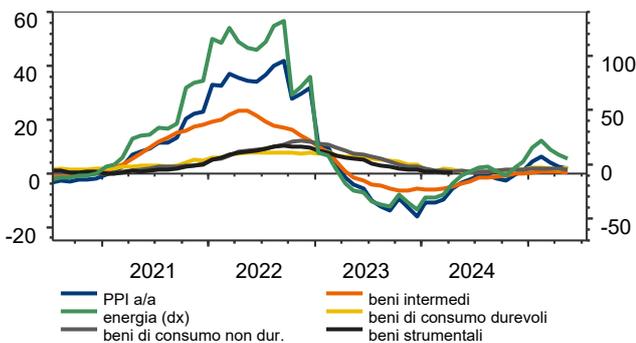
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat



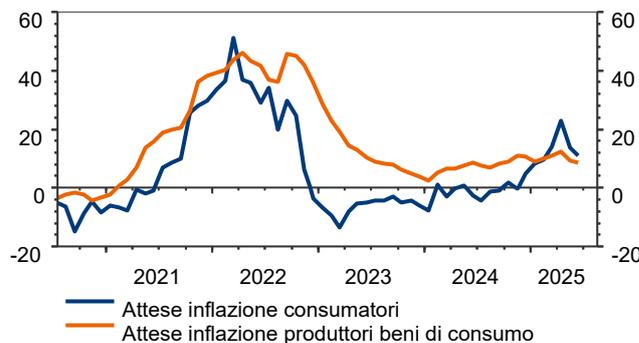
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi alla produzione non mostrano significative pressioni al rialzo a monte della catena produttiva

L'inflazione attesa dai consumatori è in calo ma resta superiore alla media storica (per via dei rincari del “carrello della spesa”)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

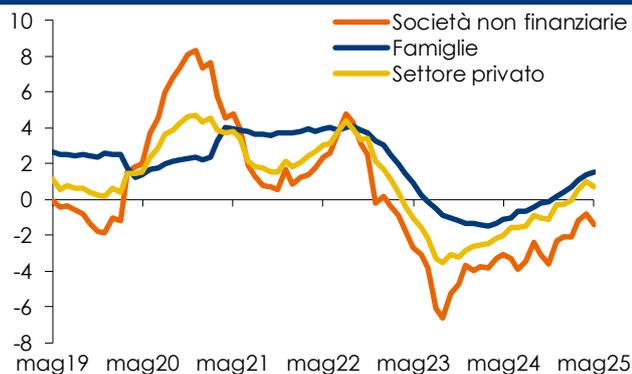
Prestiti alle imprese ancora deboli, si consolida la crescita di quelli alle famiglie

I prestiti al settore privato hanno mantenuto un ritmo di crescita modesto, rallentando a +0,7% a maggio, confermato per giugno secondo le stime ABI. Su tale andamento hanno influito i prestiti alle società non finanziarie, il cui calo è peggiorato leggermente a -1,4%, dopo il recupero di aprile a -0,8%, a seguito della frenata dei prestiti a breve. Diversamente, è proseguita la ripresa dei prestiti alle famiglie, con un +1,5%.

Elisa Coletti

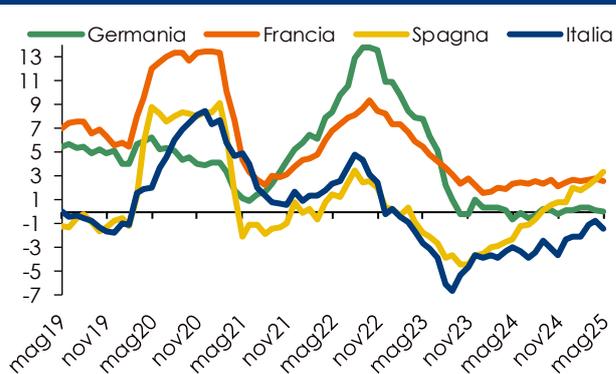
I prestiti al settore privato hanno confermato una crescita modesta, rallentando lievemente rispetto al +1% a/a di aprile, con un +0,7% a maggio, come anche a giugno secondo le stime ABI. Il rallentamento ha riflesso l'evoluzione dei prestiti alle società non finanziarie, ancora in calo, ripiegando a -1,4% dopo il miglioramento di aprile a -0,8%. Diversamente, per i prestiti alle famiglie è proseguito il consolidamento del trend di ripresa, con un +1,5% dal +1,4% di aprile. In aggregato, i prestiti a famiglie e imprese hanno riportato una variazione marginale a maggio, dello 0,1%, che risulta essersi rafforzata a giugno a +0,9%, 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

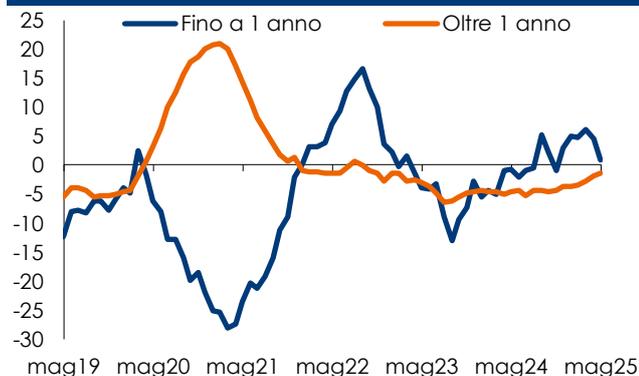
Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



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

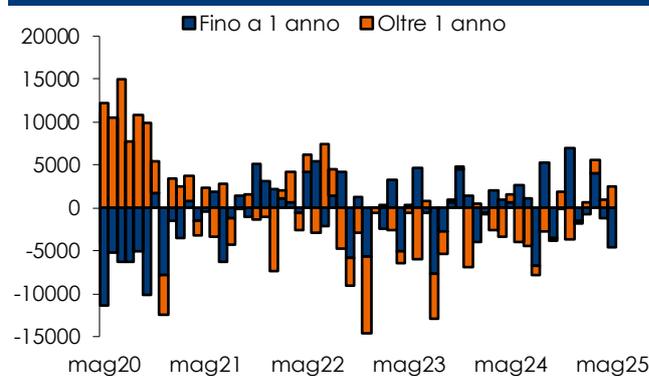
Nel confronto europeo, la debolezza relativa dei prestiti alle società non-finanziarie italiane resta evidente, sebbene la crescita nella media dell'area euro rimanga moderata e invariata a +1,8% a maggio, come ad aprile. Tra i principali paesi, si conferma l'andamento stagnante in Germania, con una variazione nulla a maggio. In Francia la crescita si è assestata a +2,6%, dal 2,8% di aprile e il +2,7% del 1° trimestre. Diversamente, in Spagna, i prestiti alle società non finanziarie risultano aver accelerato a +3,4%, dal 2,7% di aprile.

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 mln)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il ripiegamento in negativo dei finanziamenti a società non-finanziarie italiane è stato determinato dai **prestiti a breve termine che a maggio hanno segnato una frenata a +0,9% della crescita** avviata sul finire del 2024 e culminata con il +6,2% a marzo. Diversamente, **è proseguita la graduale attenuazione del trend negativo dei prestiti a medio-lungo termine**, che hanno segnato un calo moderato del -1,5% dal -1,8% di aprile, dopo il -2,7% di marzo e -3,6% del 1° bimestre.

Quanto ai prestiti alle famiglie, **la crescita dello stock di mutui ha accelerato ulteriormente, segnando a maggio una variazione del 2,5%**, dal +2,3% di aprile e doppia rispetto al +1,2% di fine 2024. **Si è lievemente rafforzata a +4,7% la dinamica del credito al consumo**, dal +4,6% dei tre mesi precedenti.

Il buon ritmo di crescita dello stock di prestiti per l'acquisto di abitazioni è sostenuto dalla **dinamica a due cifre delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, del +29% a maggio**, circa in linea con il +33,6% di aprile, dal +49% del 1° trimestre. Anche il volume di rinegozziazioni di mutui è rimasto in aumento a maggio, del +11%, più moderato dopo la forte ripresa di inizio anno che ha fatto seguito a un 2024 contraddistinto dal calo.

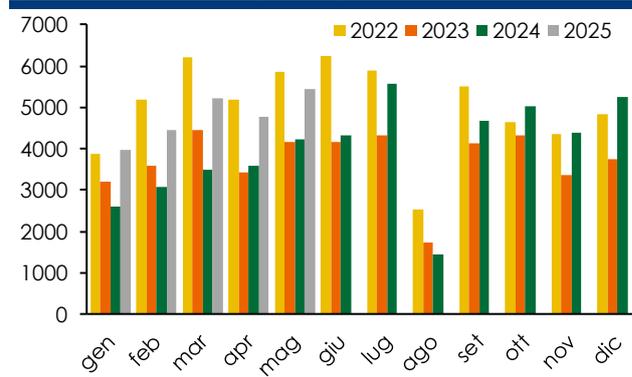
L'indagine Bank Lending Survey sull'accesso al credito nel secondo trimestre ha confermato un aumento della domanda di mutui da parte delle famiglie, sebbene con minor vigore rispetto ai quattro trimestri precedenti. **Le attese delle banche per il trimestre in corso restano positive, prospettando un incremento moderato della domanda di mutui casa.**

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



Fonte: BCE

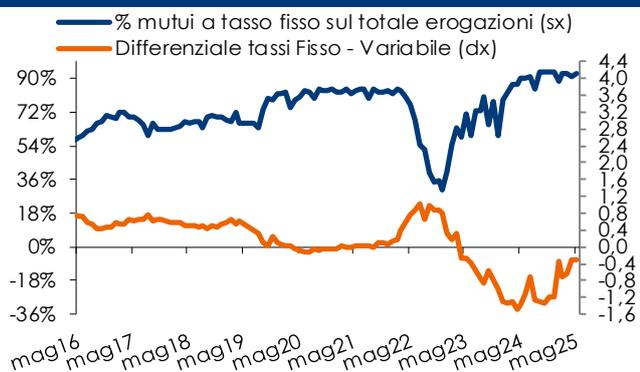
Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: quattro anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE

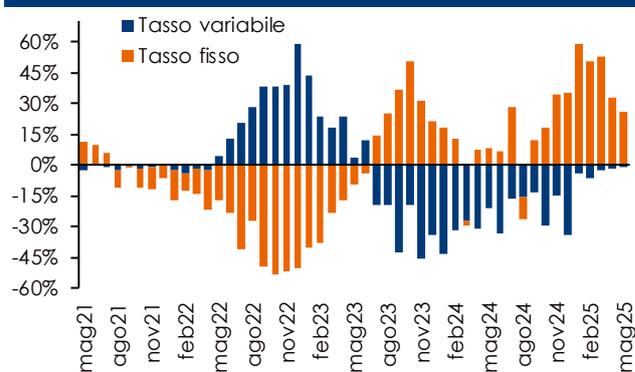
Con riguardo al tipo di tasso, anche a maggio, **le erogazioni di mutui a tasso fisso sono rimaste nettamente prevalenti, pari al 93% delle operazioni complessive nel mese**, dal 91% dei quattro mesi precedenti. In dettaglio, **le erogazioni di mutui a tasso fisso sono risultate in crescita del 29%** dal 38% di aprile mentre **è proseguita la flessione delle operazioni a tasso variabile, sebbene progressivamente meno intensa dei mesi precedenti**, del -7% a maggio dal -10% ad aprile (-24% nel 1° trimestre e -74,1% nell'intero 2024). Il tasso variabile sui nuovi mutui è rimasto leggermente più elevato del tasso fisso, con un differenziale che si è ridotto drasticamente nei mesi recenti, a soli 29pb a maggio, in linea con i 30pb di aprile, pari a circa un quarto di quanto registrato nel 2024 (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

Prosegue l'aumento dei depositi, trainato dai conti correnti

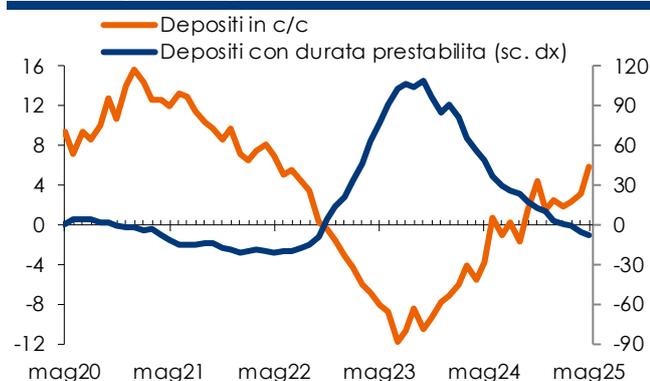
A maggio la dinamica dei depositi è balzata a +3,8%, confermando le anticipazioni, che però delineano un rallentamento a +1% a giugno. È proseguita la divaricazione del trend tra i conti correnti, che hanno accelerato a +5,9%, e i depositi con durata prestabilita che hanno confermato una variazione decisamente negativa (-7,7% a maggio).

Elisa Coletti

Nel 2° trimestre i depositi bancari hanno consolidato la crescita moderata riavviata da metà 2024 a un ritmo in media attorno al 2%. A maggio la dinamica è balzata temporaneamente a +3,8%, confermando le anticipazioni, che però delineano un rallentamento a +1% a giugno. L'accelerazione ha riguardato sia i depositi delle società non-finanziarie sia quelli delle famiglie.

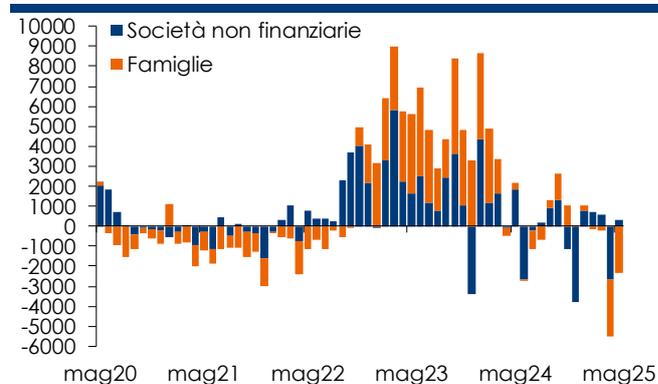
L'evoluzione dei depositi continua a essere **trainata dai conti correnti il cui tasso di crescita ha toccato il massimo degli ultimi tre anni, con il +5,9%** dopo un dato già robusto ad aprile, del +3,3% che faceva seguito al +2,2% nel 1° trimestre. Come evidenziato dai grafici seguenti, è proseguito l'andamento divergente dei **depositi con durata prestabilita che hanno confermato una variazione decisamente negativa** (del -7,7% a maggio dal -5,9% di aprile per l'aggregato complessivo, -6,6% da -3,9% per il totale di famiglie e imprese). In dettaglio, **i depositi con durata prestabilita delle famiglie hanno registrato un altro deflusso marcato, pari a -2,3 miliardi**, che seguono i -2,9 miliardi di aprile. Di converso, i conti correnti delle famiglie hanno riportato un incremento mensile di ben 12,7 miliardi. Tale tendenza, che vede una **riallocazione dai depositi a tempo delle famiglie verso i conti correnti**, va ricondotta a una discesa del tasso d'interesse sulle forme vincolate che è stata più intensa rispetto alla vischiosità del tasso medio sui depositi a vista. La dinamica di quest'ultimi, inoltre, riflette la **preferenza per la liquidità tipica delle fasi di elevata incertezza**. Da ultimo, il picco registrato dai conti correnti potrebbe essere connesso alla sottoscrizione da parte dei risparmiatori del BTP Italia, collocato dal Tesoro italiano a fine maggio, con regolamento a inizio giugno.

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

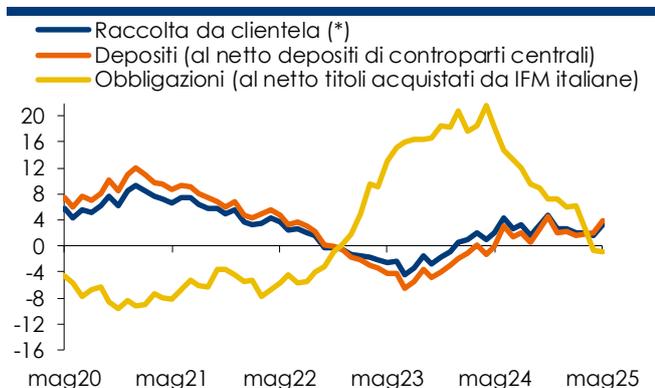
Le obbligazioni bancarie hanno confermato il forte rallentamento, dal +6% circa del 1° bimestre a variazioni annue attorno allo zero, del -0,9% a maggio, dal -0,6% di aprile con un **recupero in positivo a giugno, ma limitato a +0,9%**, secondo le anticipazioni ABI.

Tuttavia, la crescita dei depositi ha più che compensato la frenata delle obbligazioni, cosicché **l'aggregato della raccolta da clientela è rimasto complessivamente in crescita**, del +3,2% a maggio e, più moderatamente, del +1% a giugno secondo le stime ABI.

Infine, la raccolta bancaria complessiva è risultata invariata anche a maggio, come già visto ad aprile, confermando per il 3° mese consecutivo l'interruzione della continua flessione registrata

da ottobre 2022 (-3,7% la media 2024), determinata dalla progressiva riduzione del rifinanziamento presso l'Eurosistema (-74% a maggio).

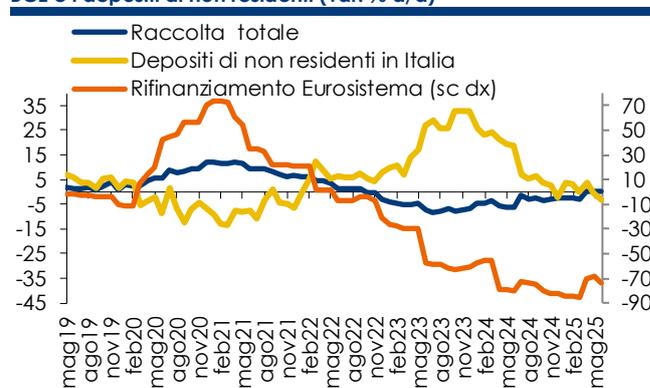
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



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

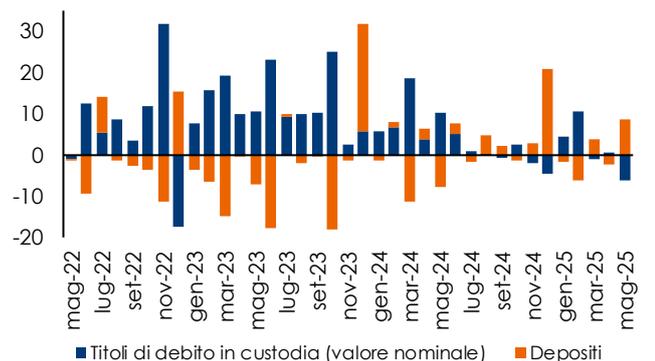
Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)



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

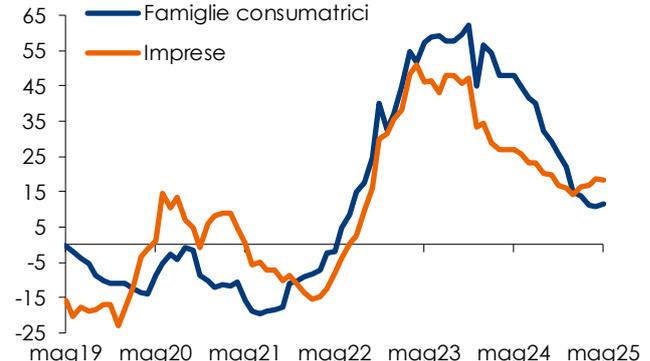
Con riguardo alla **raccolta amministrata, a maggio si è registrata una significativa riduzione netta dei titoli in custodia delle famiglie presso le banche, pari a -6 miliardi**, che, come a marzo, si è contrapposta al ritorno degli investimenti in titoli da parte dei risparmiatori nel bimestre gennaio-febbraio (per 15 miliardi). Tuttavia, il flusso cumulato dei cinque mesi è rimasto positivo, pari a +8,3 miliardi. Tale importo è decisamente inferiore ai quasi 45 miliardi di incremento dei titoli di debito delle famiglie in custodia presso le banche segnato nei primi cinque mesi del 2024 e ai 63 miliardi dello stesso periodo del 2023, a riprova che la riallocazione dei risparmi verso i titoli di Stato può essere considerata essenzialmente realizzata. Per quanto riguarda **le imprese, a conferma della loro buona situazione di liquidità, da gennaio a maggio 2025 i titoli di debito in custodia presso le banche sono aumentati con regolarità ogni mese**, per un incremento netto totale di 7,9 miliardi.

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



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

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



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

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte

di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasanpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasanpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com