

La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Settembre 2025

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Crescita debole, tra consumi lenti ed export sotto pressione

Sintesi della previsione macroeconomica

Superato il punto di minimo per la produzione industriale?

Segnali contrastanti dalla fiducia delle imprese manifatturiere

Le costruzioni sinora hanno tenuto, ma sono in aumento i rischi sul residenziale

I servizi mantengono un passo lento

Resta fiacco il ritmo di crescita dei consumi

Il tasso di disoccupazione è molto vicino ai minimi storici

Sinora ha tenuto l'export verso gli Stati Uniti

Inflazione: le uniche pressioni al rialzo vengono dagli alimentari

Tendenze del settore bancario

Prestiti alle imprese di nuovo leggermente in aumento

Depositi in crescita, trainati dai conti correnti

Settembre 2025

2	
2	
6	
7	Nota Mensile
8	
9	Research Department
10	Macroeconomic Research
11	Paolo Mameli
12	Economista Macro Italia
13	Allegra Fiore
14	Economista
15	Elisa Coletti
15	Economista Banche
17	

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Crescita debole, tra consumi lenti ed export sotto pressione

Rivediamo al ribasso di due decimi le stime di crescita del PIL italiano nel biennio in corso, a 0,5% quest'anno e a 0,8% nel 2026. La revisione è motivata non solo dall'export (che deve ancora risentire appieno dei dazi USA) ma anche da una ripartenza più lenta dei consumi. Più positivi i segnali recenti sul fronte degli investimenti, anche se il settore delle costruzioni residenziali appare fragile in ottica 2026. Il disavanzo pubblico potrebbe presto tornare al di sotto del 3% del PIL.

Paolo Mameli

Dopo un primo trimestre più forte del previsto (+0,3% t/t), il PIL italiano ha sorpreso verso il basso nei mesi primaverili, tornando a contrarsi come non accadeva da due anni (-0,1% t/t). La variabilità nell'arco del semestre è dovuta principalmente alle esportazioni (+2,1% t/t a inizio anno, -1,7% t/t in primavera), che hanno prima beneficiato dell'anticipo di consegne verso gli Stati Uniti per evitare i dazi annunciati da inizio aprile, e poi hanno corretto successivamente. **Più positivi i segnali sul fronte della domanda domestica**: gli investimenti hanno sorpreso decisamente al rialzo, mentre poco più che stagnanti sono risultati i consumi. **In prospettiva, pensiamo che l'effetto dei dazi non si sia ancora visto appieno**: il livello corrente delle tariffe sulle vendite negli Stati Uniti, per l'Italia, è stimato al 13,8% (dal 2,5% pre-Trump); ciò, in caso di pieno trasferimento ai prezzi finali, è in grado di avere un effetto di -0,3% sul PIL italiano ("spalmato" su un orizzonte temporale di circa due anni). È possibile che l'impatto a consuntivo possa essere inferiore, sia perché il pass-through potrebbe non essere pieno, sia perché i livelli effettivi dei dazi alle frontiere americane si stanno dimostrando inferiori di quelli "teorici"; d'altro canto, l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro potrebbe più che compensare questi fattori mitiganti. In sintesi, a nostro avviso, il picco degli effetti dei dazi USA sull'export italiano si potrebbe vedere tra fine 2025 e inizio 2026: pensiamo che **il commercio estero frenerà il PIL sia quest'anno che il prossimo** (sottraendo, nelle nostre stime, circa mezzo punto di crescita all'anno). Viceversa, la domanda finale domestica potrebbe mantenere un ritmo di crescita superiore al potenziale, sostenuta quest'anno dagli investimenti delle imprese e l'anno prossimo dai consumi delle famiglie. In sintesi, per effetto del deludente secondo trimestre, ma anche tenendo conto dei rischi prospettici (l'impatto dei dazi sull'export e della minor generosità dei bonus edilizi sulle costruzioni residenziali), **abbiamo rivisto al ribasso di due decimi la nostra stima per il PIL italiano nel biennio in corso, da 0,7% a 0,5% per il 2025 e da 1% a 0,8% per il 2026. I rischi su questo profilo appaiono bilanciati per l'anno in corso e ancora al ribasso per l'anno prossimo.**

Abbiamo ridotto di due decimi le stime di crescita nel biennio 2025-26. Peserà soprattutto il commercio estero

Nel nuovo quadro previsivo, **permane una prospettiva di moderata accelerazione del PIL l'anno prossimo, derivante principalmente dalla graduale ripartenza attesa per i consumi** (sia pure più lenta di quanto stimato tre mesi fa). Infatti, **è proseguita anche a inizio 2025 il trend di recupero del potere d'acquisto delle famiglie** (per il sesto trimestre consecutivo in crescita su base annua, dopo i cinque trimestri precedenti di contrazione), ma gli effetti sui consumi sono stati ancora una volta limitati dalla **risalita del tasso di risparmio**, che dopo il calo registrato nella seconda metà del 2024 è tornato a salire nel 2025, per effetto verosimilmente della maggiore incertezza sullo scenario economico (nonché politico e geopolitico) internazionale. A nostro avviso, **permane una prospettiva di ripartenza dei consumi, sulla scia sia del recupero del potere d'acquisto sia dell'aumento dell'occupazione, oltre che di condizioni di credito più distese. I principali ostacoli continuano ad essere rappresentati dall'incertezza che alimenta la propensione al risparmio, oltre che da una forza del mercato del lavoro poco diffusa in quanto concentrata soprattutto tra i lavoratori più anziani** (il tasso di disoccupazione, al 6%, è ai minimi da quando esistono le serie mensili ovvero almeno dal 2004, ed è atteso risalire solo lievemente nei prossimi trimestri, ma i progressi dell'occupazione, anche al netto della componente demografica, continuano a riguardare principalmente gli over 50, il che potrebbe essere l'effetto dell'aumento graduale dell'età effettiva di pensionamento). **Vediamo comunque i consumi**

La ripartenza dei consumi sarà più lenta di quanto atteso in precedenza

delle famiglie accelerare gradualmente dallo 0,4% del 2023-24 allo 0,6% nel 2025 e allo 0,8% nel 2026, sino all'1% nel 2027.

Il quadro è più articolato dal lato degli investimenti. Le costruzioni hanno sorpreso verso l'alto anche nel 2025, non solo nel settore non residenziale (per effetto dell'attesa implementazione del PNRR) ma anche nello stesso comparto residenziale, smentendo le paure di ampia correzione dopo la fine del Superbonus. **In prospettiva 2026, da un lato confermiamo l'idea di una accelerazione delle opere infrastrutturali** previste dal PNRR (che pure restano soggette a ritardi, visto che nei primi 5 mesi del 2025 sono stati spesi 15 miliardi: si tratta di una accelerazione rispetto al 2024 ma di un ritmo ancor insufficiente a raggiungere l'obiettivo governativo di oltre 40 mld nel 2025 e oltre 80 mld nel 2026). Dall'altro lato, **sono a nostro avviso aumentati i rischi sulle costruzioni residenziali**: la tenuta recente potrebbe essere dovuta a un anticipo di lavori finalizzato a sfruttare i numerosi bonus edilizi che a partire all'anno prossimo diverranno decisamente meno generosi sulla prima casa (bonus ristrutturazioni, ecobonus, sismabonus, bonus mobili ed elettrodomestici); in tal senso, **ci attendiamo l'anno prossimo una stagnazione degli investimenti in costruzioni** (dopo il +2,4% stimato nel 2025). I dati recenti sui permessi di costruire nel settore residenziale sembrano prefigurare tale evoluzione.

Investimenti: le costruzioni hanno sorpreso ancora una volta al rialzo quest'anno, ma una correzione è attesa l'anno prossimo nel residenziale...

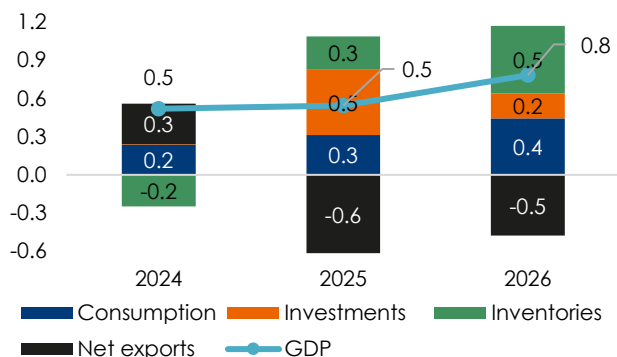
Viceversa, per gli investimenti al netto delle costruzioni sono aumentati i segnali positivi. Il pacchetto "Transizione 5.0" resta molto lontano dagli obiettivi iniziali (6,3 miliardi da erogare nel biennio 2024-25), ma le adesioni, dopo le semplificazioni normative apportate al decreto, hanno subito una accelerazione nei mesi recenti (da volumi vicini a zero nei primi due mesi dell'anno si è arrivati a circa 2 miliardi di investimenti incentivati), il che fa ben sperare per il prosieguo dell'anno. Oltre agli incentivi, **una spinta dovrebbe continuare ad arrivare dalla digitalizzazione e dal PNRR**, oltre che da condizioni finanziarie più espansive. I rischi derivano in particolare dall'incertezza che ancora grava sullo scenario, soprattutto internazionale. In sintesi, **per gli investimenti al netto di costruzioni e mezzi di trasporto vediamo un tasso di crescita ancora relativamente sostenuto nel 2026 (1,8%)**, pur in rallentamento rispetto al 2,4% stimato per il 2025.

...mentre digitalizzazione e PNRR dovrebbero continuare a spingere gli investimenti al netto delle costruzioni

Anche quest'anno i conti pubblici potrebbero sorprendere in positivo, sebbene in minor misura rispetto al 2024, ancora grazie alla dinamicità delle entrate. **Il deficit potrebbe essere molto vicino al 3% del PIL nel 2025, ed è atteso calare sotto tale soglia l'anno prossimo** qualora il Governo si attenga alla correzione strutturale prevista dal Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine. **Ciò richiede che gli interventi espansivi che sarebbero allo studio dell'esecutivo** (si parla del taglio dal 35% al 33% della seconda aliquota Irpef che, se implementato solo per i redditi sino a 50 mila euro, costerebbe 4 miliardi, nonché del congelamento all'aumento dell'età pensionabile da 67 anni a 67 anni e 3 mesi, stimato costare meno di un miliardo) **trovino adeguate misure di copertura** (il che ad oggi appare tutt'altro che impossibile).

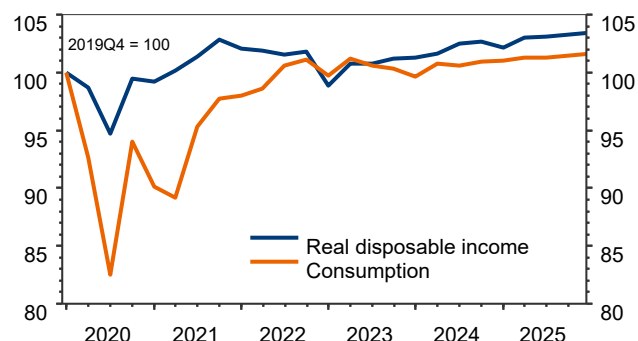
L'ipotesi è che il Governo si attenga alla graduale correzione fiscale inclusa nel PSBMT

Fig. 1 – Confermiamo l'idea che la (moderata) ripresa attesa nel 2026 arriverà dalla domanda domestica, in presenza di un freno dal commercio estero



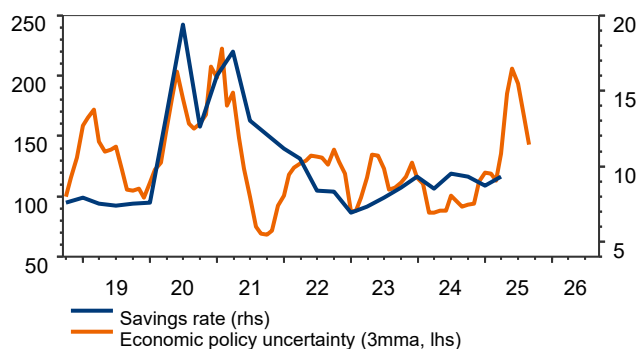
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – I consumi sono cresciuti meno del potere d'acquisto delle famiglie nel periodo post-pandemico



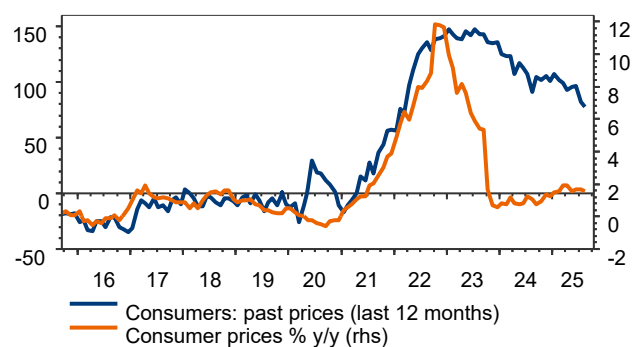
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – L'incertezza sullo scenario (pur derivante interamente da variabili esogene) mantiene elevata la propensione al risparmio delle famiglie



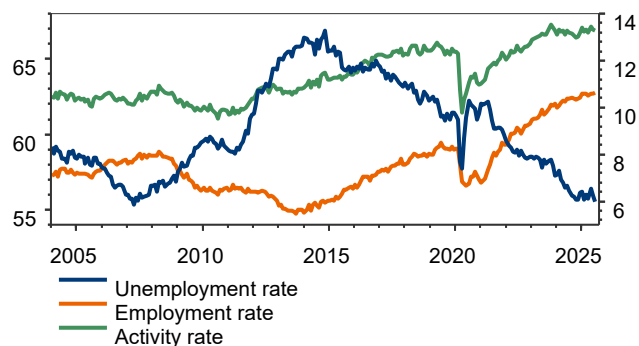
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, <https://www.policyuncertainty.com>

Fig. 4 – Inoltre, i consumatori non sembrano aver interamente percepito il calo dell'inflazione effettiva nell'ultimo anno



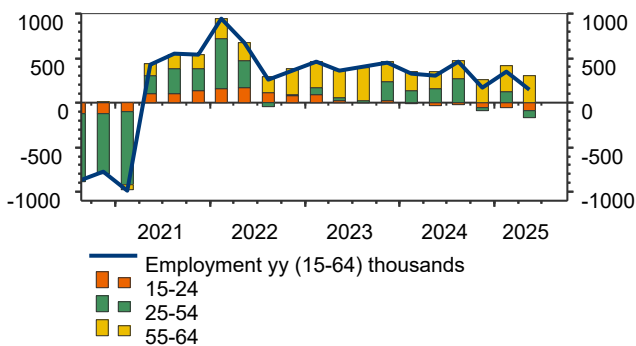
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – La disoccupazione è ai minimi, con tassi sia di attività che di occupazione ai massimi storici...

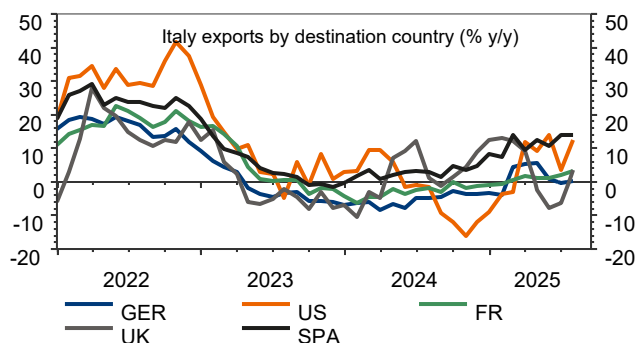


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

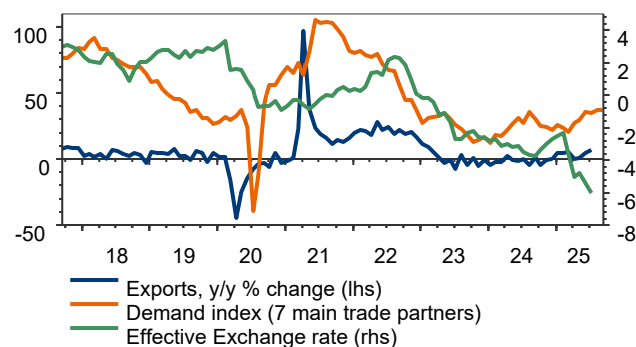
Fig. 6 – ...ma la nuova occupazione è concentrata tra i lavoratori più anziani



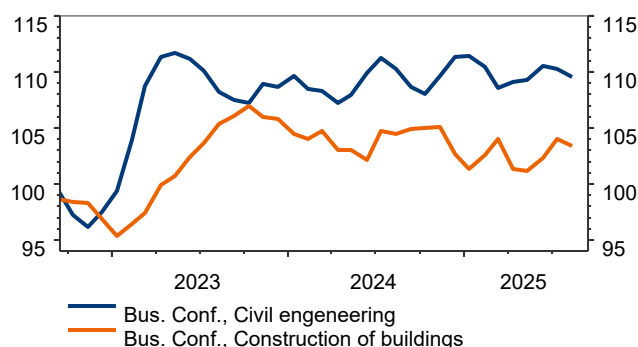
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – L'export verso gli Stati Uniti sinora ha tenuto...

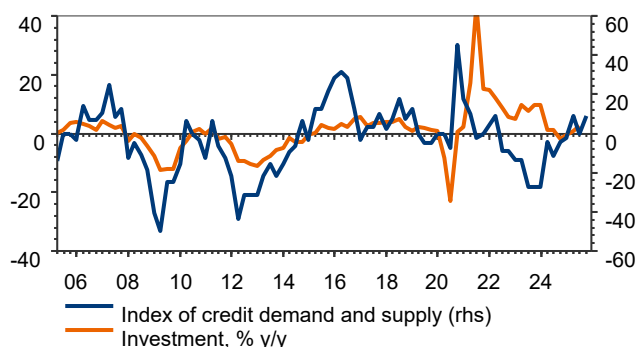
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 8 – ...ma potrebbe risentire anche del recente apprezzamento del tasso di cambio effettivo

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BIS, LSEG Datastream

Fig. 9 – Nelle costruzioni, la fiducia delle imprese nel settore dell'ingegneria civile (verosimilmente supportato dal PNRR) resta ben superiore a quella nel comparto della costruzione di edifici

Fonte: Istat

Fig. 10 – Un indice sintetico delle condizioni di domanda e offerta sul credito alle imprese suggerisce spazi di moderata ripresa per gli investimenti

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, BCE

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	0.5	0.8	0.5	0.6	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4	0.7	0.9	1.1
- var.ne % t/t				0.0	0.2	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.4	0.6	0.8	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	1.1	0.4	0.5	0.4	0.2	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	0.0	2.3	0.9	-1.3	1.7	1.1	1.0	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
- in macchinari e altro	-0.3	2.4	1.8	-1.8	2.8	0.1	1.3	-0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
- in mezzi di trasporto	-6.3	0.0	1.8	-6.8	0.1	2.3	2.5	-0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
- in costruzioni	1.0	2.4	0.0	-0.3	1.0	1.7	0.7	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.4
Esportazioni	-0.3	0.3	0.3	-0.4	-0.2	2.1	-1.7	0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
Importazioni	-1.5	2.6	2.0	0.9	-0.2	1.3	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.3	-0.6	-0.5	-0.4	0.0	0.3	-0.7	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	0.4	0.9	0.7	-0.1	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	-0.2	0.3	0.5	0.4	-0.3	-0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Attività produttiva													
Produzione industriale	-3.9	-0.2	0.3	-1.1	-0.3	0.6	0.2	0.2	-0.2	0.0	0.1	0.3	0.2
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	2.0	1.5	1.6	1.6	1.4
- escl. alimentari, energia (a/a)	2.0	1.9	2.1	1.9	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0	2.1	2.1
PPI (a/a)	-4.2	2.0	0.5	-1.3	-0.7	4.9	2.2	1.2	-0.1	-1.3	1.6	0.9	0.9
Disoccupazione (%)	6.5	6.3	6.5	6.3	6.2	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	6.4	6.5	6.6
Occupati totali	1.6	1.0	0.6	0.4	0.0	0.5	0.0	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1
Salari contrattuali	3.0	3.2	1.9										
Reddito disponibile reale	1.2	1.0	0.6										
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	-3.0	-2.8										
Debito (% PIL)	134.9	136.6	138.0										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.82	1.87	1.86	3.43	2.82	2.44	1.98	1.99	1.87	1.79	1.80	1.81	1.86
Long term (10Y) rate (%)	3.70	3.61	3.87	3.67	3.48	3.67	3.60	3.54	3.62	3.73	3.85	3.90	3.99
BTP/Bund spread	1.36	0.96	0.91	1.37	1.22	1.10	1.05	0.85	0.85	0.86	0.89	0.90	1.01

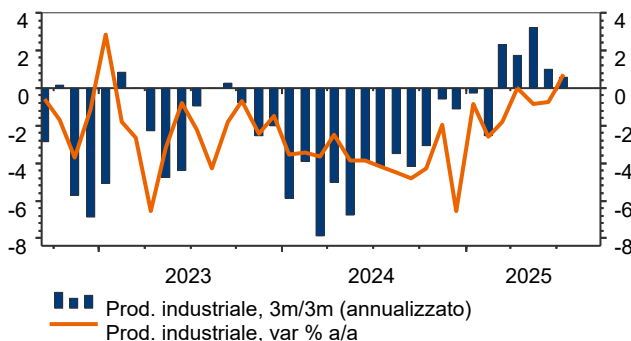
Nota: i dati annui su PIL (e componenti) sono corretti per i giorni lavorativi. Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Superato il punto di minimo per la produzione industriale?

La produzione industriale è cresciuta più del previsto a luglio, di 0,4% m/m, dopo lo 0,2% m/m di giugno. La variazione annua è tornata in territorio positivo (dopo una fase di contrazione durata quasi ininterrottamente da oltre due anni), a 0,9%, dopo il -0,7% del mese precedente: **si tratta di un massimo da gennaio del 2023. L'incremento nel mese è dovuto soprattutto ai beni di consumo (+2,1% m/m) e ai beni strumentali (+1,6% m/m)**; anche i beni intermedi mostrano una crescita, seppure più contenuta (+0,7% m/m), mentre l'energia subisce un'ampia flessione (-7,8% m/m). **L'energia è anche l'unico gruppo in calo su base annua (-5,2% a/a)**, in presenza di un incremento solo lieve per i beni intermedi (+0,3% a/a) ma significativo soprattutto per i beni di consumo (+3% a/a) e per quelli strumentali (+2,8% a/a). Il dettaglio per settore mostra nel mese un'ampia flessione dell'attività estrattiva (-4,6% m/m) e della fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria (-8,7% m/m). **Il manifatturiero registra un incremento decisamente più ampio di quello dell'indice generale (+1,4% m/m, +2% a/a)**. Il progresso congiunturale è spiegato soprattutto dal settore alimentare e da quello elettronico (+3,6% m/m ciascuno), nonché dalla meccanica (+2,7% m/m). Questi comparti, assieme alla raffinazione e al farmaceutico, sono anche tra i più trainanti su base annua.

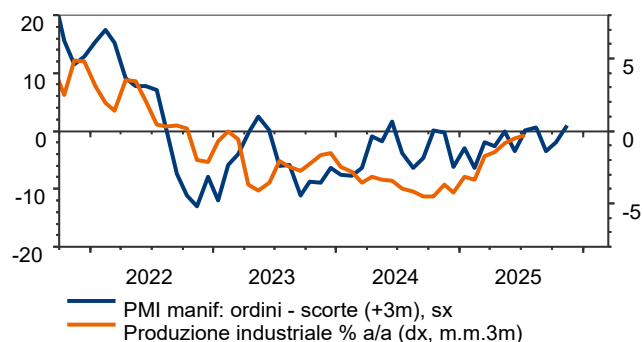
La produzione industriale è in rotta per un incremento di 0,2% t/t nel trimestre estivo: sarebbe il terzo aumento trimestrale consecutivo (dopo 5 trimestri di contrazione). Nel complesso, **l'andamento recente della produzione industriale è migliore del previsto, e l'industria potrebbe aver superato il punto di minimo** del ciclo, dopo oltre due anni di contrazione. Tuttavia, **l'impatto dei dazi USA non si è ancora visto appieno**, e potrebbe diventare più tangibile nei dati dei prossimi mesi. Inoltre, **l'andamento recente del valore aggiunto** (in calo di -0,7% t/t nel 2° trimestre) **dipingere un quadro meno confortante di quello offerto dai dati di produzione** nell'industria.

La produzione industriale potrebbe aver superato il punto di minimo



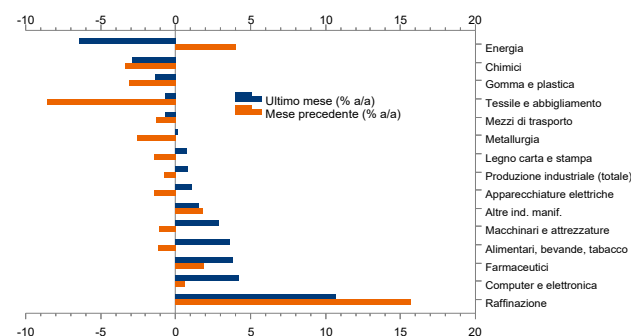
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini di fiducia sono coerenti con una attenuazione della fase di contrazione dell'attività industriale



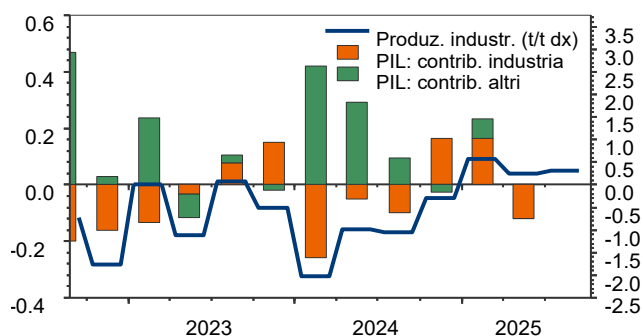
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

La crescita annua della produzione è spiegata da raffinazione, elettronica, settore farmaceutico e alimentare, meccanica



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Di recente, l'andamento della produzione nell'industria ha mostrato una bassa correlazione con il valore aggiunto nel settore



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

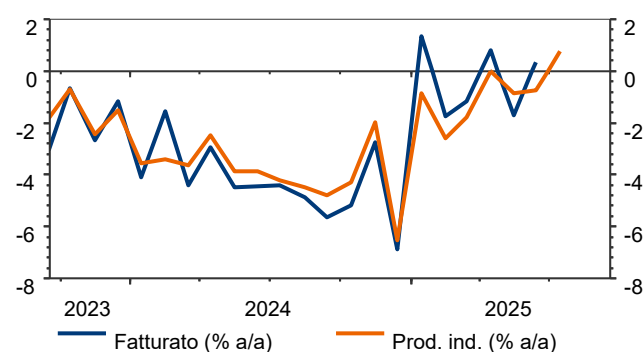
Segnali contrastanti dalla fiducia delle imprese manifatturiere

Ad agosto, le indagini di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero sono state contrastanti.

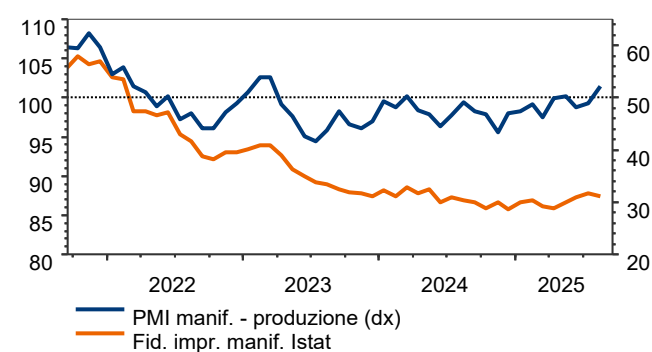
L'indice Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere è sceso da 87,8 a 87,4 dopo tre mesi di recupero. I giudizi sulla produzione e sugli ordini correnti risultano meno negativi, con le commesse ai massimi da oltre un anno, ma tornano a peggiorare le attese sull'output, sulle nuove commesse, sul clima economico generale (per il secondo mese consecutivo) e sull'occupazione. Il PMI manifatturiero è tornato invece in territorio moderatamente espansivo per la prima volta dopo quasi un anno e mezzo, a 50,4 punti da 49,8 di luglio. Il rimbalzo è trainato dall'indice di produzione, salito da 49,0 a 52,2 (un massimo da due anni e mezzo). Anche i nuovi ordini hanno mostrato un progresso, da 49,5 a 50,2, sostenuti dalla domanda interna, mentre le commesse dall'estero sono calate da 49,5 a 49,2. Le indicazioni sull'occupazione sono rimaste in territorio di contrazione (sia pure meno che a luglio: 49,4 da 48,4). Le aziende hanno mantenuto un atteggiamento prudente, riducendo ulteriormente gli acquisti e facendo ricorso alle scorte accumulate, che si sono contratte da 47,3 a 44,2. I tempi medi di consegna dei fornitori hanno continuato ad allungarsi (da 48,4 a 47,7), raggiungendo i livelli peggiori degli ultimi due anni e mezzo e segnalando difficoltà lungo le catene di approvvigionamento. Le indicazioni sui prezzi sono calate per quanto riguarda sia i costi degli input (da 50,7 a 49,8) che i prezzi di vendita (da 50,3 a 49,3).

Nel complesso, i dati di agosto delineano l'avvio di una fase di recupero dell'industria manifatturiera, pur in un quadro di persistente fragilità. La ripresa appare guidata dalla domanda domestica e dal rimbalzo della produzione, ma resta frenata dal calo degli ordini esteri, dalla riduzione dell'occupazione e da un atteggiamento ancora molto cauto da parte delle imprese.

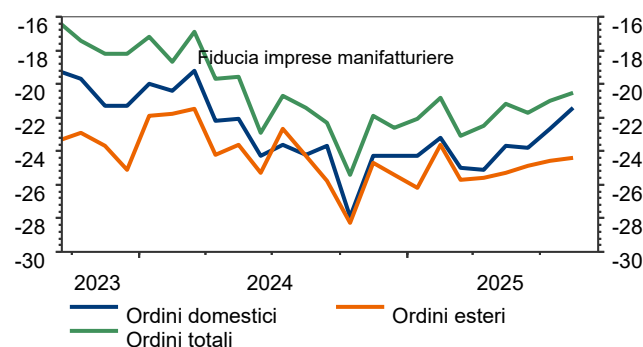
Nell'industria, si nota un recupero sia della produzione che del fatturato



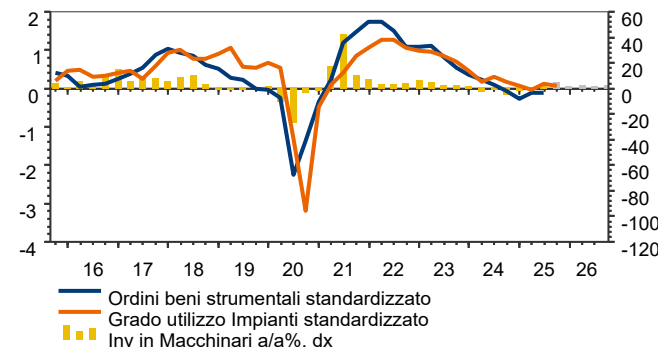
In questa fase, il PMI manifatturiero sta dando segnali più confortanti rispetto all'indagine Istat sulle imprese industriali



Gli ordini correnti dal mercato domestico sembrano aver superato il punto di minimo, restano fiacche le commesse dall'estero



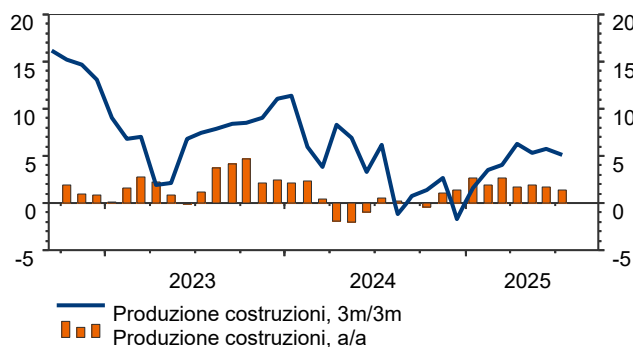
Ancora deboli le indicazioni sugli ordini di beni strumentali



Le costruzioni sinora hanno tenuto, ma sono in aumento i rischi sul residenziale

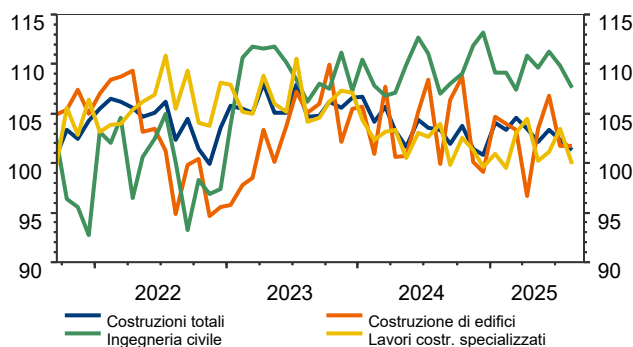
Il settore delle costruzioni ha tenuto meglio del previsto sinora, non solo nel comparto non residenziale (per effetto dell'implementazione del PNRR) ma anche nel residenziale, smentendo le paure di correzione dopo la fine del Superbonus. A luglio la produzione nelle costruzioni ha registrato un rimbalzo congiunturale (+0,7% m/m) dopo due mesi di flessione, con una media trimestrale in accelerazione (+1,3%); su base annua, l'indice corretto per gli effetti di calendario fa segnare un +5,2%, settimo aumento consecutivo e massimo dal 2008; nei primi sette mesi dell'anno l'output è cresciuto del 4,7% su base tendenziale corretta per gli effetti di calendario. L'andamento recente della fiducia delle imprese di costruzioni mostra però segnali di indebolimento dell'attività. L'indagine Istat evidenzia ad agosto un calo del morale da 102,3 a 101,3 (un minimo nell'anno), per effetto di un'evoluzione negativa dei giudizi sugli ordini, nonostante le attese sull'occupazione siano in miglioramento. Anche il PMI costruzioni ha registrato una nuova contrazione, a 47,7 da 48,3 di luglio, toccando il minimo da un anno. Il calo è dovuto alla flessione dei nuovi ordini, la più intensa degli ultimi 12 mesi; i comparti residenziale e commerciale hanno toccato i livelli più bassi rispettivamente da 13 e 24 mesi, mentre l'ingegneria civile ha mostrato una solida espansione, la più robusta dalla fine del 2023, sostenuta dall'attuazione dei progetti PNRR; le imprese hanno mantenuto livelli occupazionali in lieve crescita ma i costi degli input hanno continuato a salire; sul fronte delle attese, le imprese restano caute. In prospettiva 2026, da un lato confermiamo l'idea di una accelerazione delle opere infrastrutturali previste dal PNRR; dall'altro lato, sono a nostro avviso aumentati i rischi sulle costruzioni residenziali: la tenuta recente potrebbe essere dovuta a un anticipo di lavori finalizzato a sfruttare i numerosi bonus edilizi che, a partire all'anno prossimo, diverranno decisamente meno generosi sulla prima casa; in tal senso, ci attendiamo nel 2026 una stagnazione degli investimenti in costruzioni. I dati recenti sui permessi di costruire nel settore residenziale sembrano prefigurare tale evoluzione.

Produzione nelle costruzioni ancora in crescita



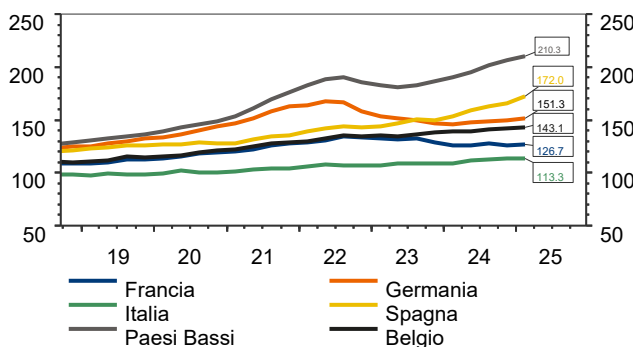
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiducia delle imprese tiene solo nel settore dell'ingegneria civile



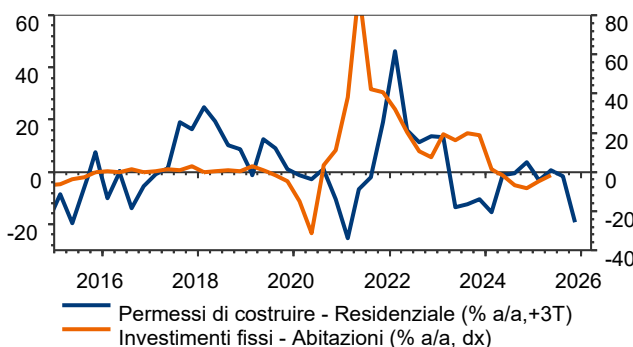
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prezzi delle case in moderata salita



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Permessi edilizi nel settore residenziale in forte calo



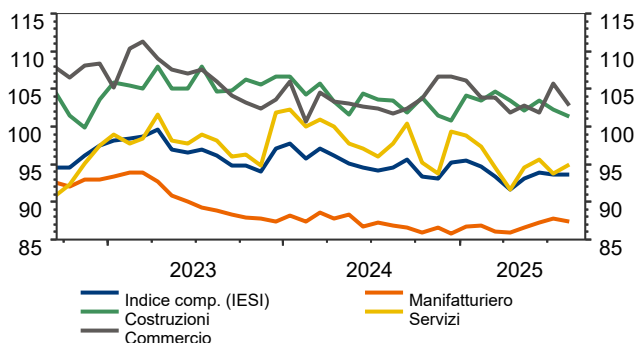
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I servizi mantengono un passo lento

Il settore dei servizi ha mostrato una stagnazione del valore aggiunto tra la seconda metà del 2024 e il primo semestre del 2025. La scomposizione per comparti segnala tuttavia un andamento eterogeneo.

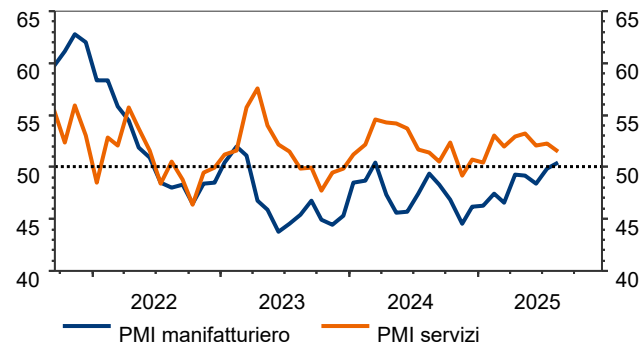
Nel 2° trimestre, hanno subito una flessione commercio, trasporto, alloggio e ristorazione (-0,1% t/t), informazione e comunicazione (-0,1% t/t), attività finanziarie e assicurative (-0,4% t/t) e amministrazioni pubbliche, difesa, istruzione e sanità (-0,1% t/t). Viceversa, hanno fatto segnare un incremento le attività immobiliari (+0,1%), quelle professionali, scientifiche e di supporto (+0,4%) e le attività artistiche (+0,2%). Anche in termini tendenziali il quadro resta disomogeneo: calano commercio, trasporto, alloggio e ristorazione (-0,2%), attività finanziarie e assicurative (-1,4%) e immobiliari (-0,5%), mentre crescono informazione e comunicazioni (+0,2%), attività professionali e di supporto (+1,8%) e attività artistiche (+1,3%). **L'andamento delle indagini negli ultimi mesi mostra segnali più confortanti. Ad agosto, i servizi di mercato sono l'unico tra i macro-settori a registrare un miglioramento dell'indice di fiducia delle imprese**, da 93,8 a 95. Tutte le sotto-componenti dell'indagine registrano una dinamica positiva. Il recupero è dovuto principalmente al settore del trasporto e magazzinaggio e a quello dell'informazione e comunicazione, mentre il morale tra le imprese del turismo è in calo (il che confermerebbe le evidenze aneddotiche circa una stagione turistica, almeno da parte dei residenti, meno brillante del previsto, per via di una domanda frenata dagli aumenti dei prezzi nel settore). **Meno brillanti, ma comunque ancora espansive, sono le indicazioni dall'indice PMI servizi**, rallentato a 51,5 ad agosto da 52,3 a luglio. L'indice è comunque per il nono mese consecutivo in territorio espansivo, e il dettaglio dell'indagine non è univocamente in rallentamento (migliora l'indice sui nuovi affari, anche se tornano ai minimi da aprile le aspettative di business). Nel complesso, **il settore potrebbe tornare a contribuire al valore aggiunto, anche se in misura modesta, nei prossimi trimestri.**

Ad agosto, i servizi di mercato sono l'unico tra i macro-settori a registrare un miglioramento dell'indice di fiducia delle imprese



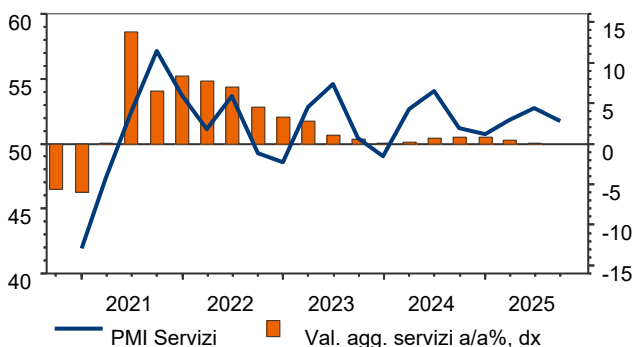
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indice PMI servizi è in rallentamento, ma resta in territorio espansivo



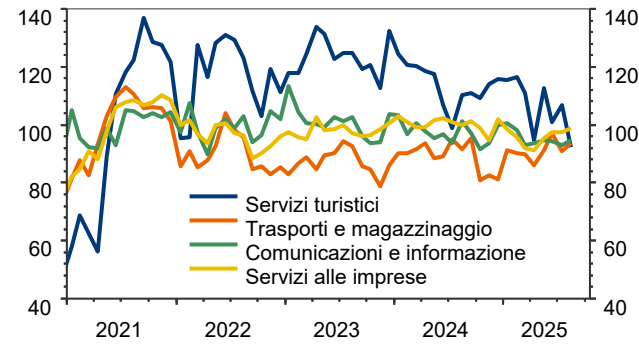
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il recupero della fiducia è dovuto a trasporto e magazzinaggio e informazione e comunicazione, mentre il turismo è in calo

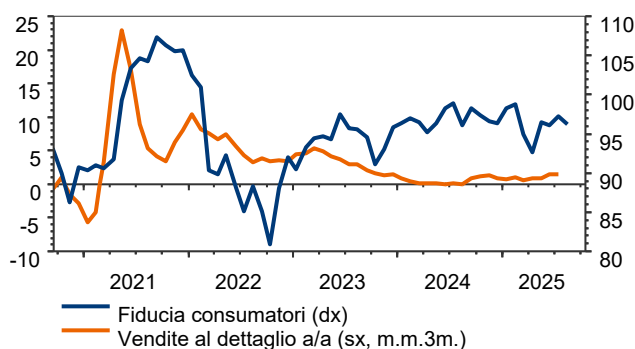


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

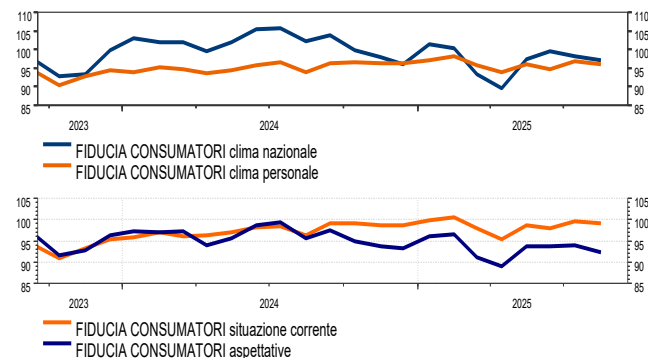
Resta fiacco il ritmo di crescita dei consumi

A luglio le vendite al dettaglio hanno mostrato una stagnazione in valore rispetto al mese precedente, e un calo in volume (-0,2% m/m). La flessione è dovuta interamente agli alimentari (-0,4% in valore e -0,9% in volume). Su base tendenziale, si registra una crescita dell'1,8% in valore mentre i volumi sono stazionari. L'andamento settoriale è diversificato: le vendite alimentari aumentano in valore (+2,9%) ma arretrano in volume (-0,8%), mentre i beni non alimentari segnano incrementi sia in valore (+1%) sia in volume (+0,5%). In questo comparto le performance risultano eterogenee: la crescita più marcata (a/a in valore) si osserva per profumeria e cura della persona (+3,7%), mentre la contrazione più significativa interessa elettrodomestici, radio, tv e registratori (-3,1%). Si registra una dinamica vivace per la grande distribuzione (+2,8% a/a) e il commercio elettronico (+2,9%), a fronte di una crescita più moderata per le piccole superfici (+0,6%) e le vendite fuori dai negozi (+0,9%). Ad agosto, la fiducia dei consumatori è tornata a calare a sorpresa di un punto, a 96,2 (circa in linea con la media dei primi 7 mesi dell'anno). Il calo è dovuto soprattutto alle attese per il futuro. Peggiorano sia i giudizi sulla situazione economica dell'Italia che le attese sulla situazione economica della famiglia, così come le possibilità di risparmio e i giudizi sul bilancio familiare. In lieve aumento le aspettative sulla disoccupazione. Il saldo dei giudizi sull'andamento dei prezzi negli ultimi 12 mesi è rallentato da 82,6 a 77,4 (un minimo da marzo 2022), ma le attese sull'inflazione nell'anno successivo sono tornate a salire, da 21 a 25,4 (in linea con la media dei primi 7 mesi dell'anno). In sintesi, persiste la prospettiva di un rafforzamento dei consumi delle famiglie sulla scia del recupero dei redditi; tuttavia, i consumatori rimangono molto cauti, e il morale delle famiglie resta fragile.

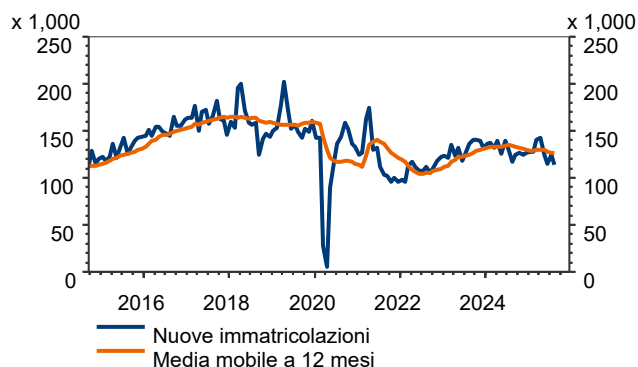
Fiducia delle famiglie in lieve correzione, vendite al dettaglio ancora fiacche



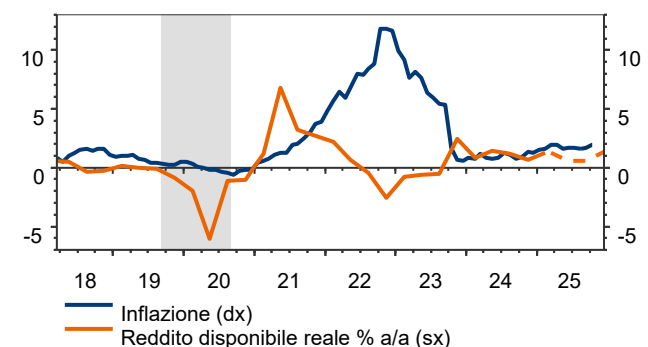
Ad agosto, il calo del morale dei consumatori è dovuto soprattutto alle attese per il futuro



Le immatricolazioni di auto mantengono un trend di calo (-2,7% a/a ad agosto)



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



Il tasso di disoccupazione è molto vicino ai minimi storici

A luglio il **tasso di disoccupazione si è ridotto per il secondo mese, al 6% dal 6,2% a giugno** (dopo il balzo a 6,5% a maggio): negli oltre vent'anni di rilevazione delle serie mensili, solo ad aprile del 2007 si è registrato un valore più basso. Nel mese, il numero di occupati è aumentato di 0,1% m/m (+13 mila unità), e **la crescita è stata trainata dagli uomini, dai lavoratori dipendenti e dalle coorti più giovani (15-24 anni) e centrali (35-49 anni). Hanno invece registrato una flessione le donne, i lavoratori autonomi e le restanti fasce d'età**. Il tasso di occupazione si è attestato al 62,8%, in aumento di un decimo rispetto al mese precedente e su livelli record. Contestualmente, **si è osservato un incremento degli inattivi (+0,2% m/m, pari a +30 mila unità), trainato dalle donne, dai 25-34enni e dagli over 50**; in diminuzione, invece, gli inattivi tra gli uomini e nelle fasce di età 15-24 e 35-49 anni. Il tasso di inattività è salito di un decimo al 33,2%, pur rimanendo vicino ai massimi storici.

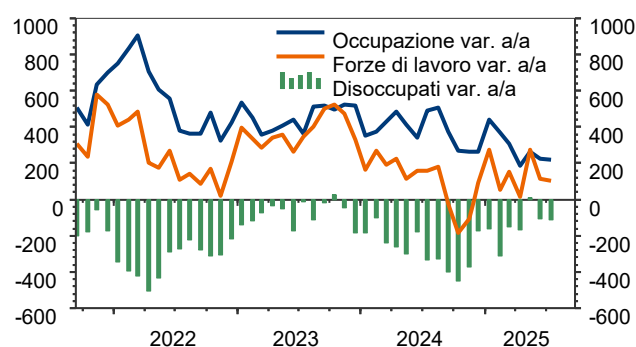
Sulla base dei dati riferiti al 2° trimestre 2025, la diminuzione dei disoccupati ha interessato soprattutto chi ha già avuto esperienze di lavoro, mentre è tornata a crescere la quota di chi cerca una prima occupazione; è aumentata la quota di disoccupati di breve durata e **si è ridotta l'incidenza dei disoccupati di lungo periodo** (in calo al 52% del totale).

Nel complesso, i dati confermano che **il mercato del lavoro si mantiene in buona forma**, anche se **l'andamento dell'inattività e le differenze territoriali richiedono ancora attenzione**. In prospettiva, vediamo un **aumento solo graduale e modesto del tasso di disoccupazione**, che ci attendiamo possa rimanere storicamente molto contenuto nei prossimi trimestri.

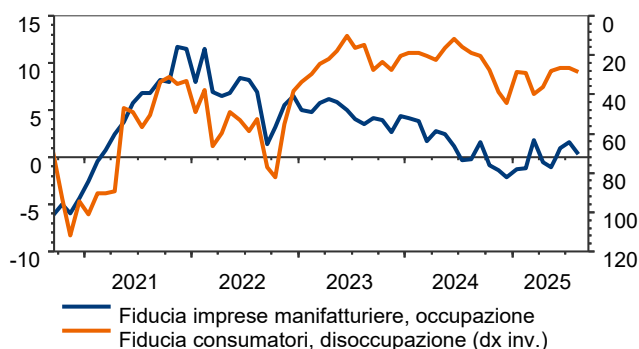
Il tasso di disoccupazione resta vicino ai minimi da oltre 20 anni



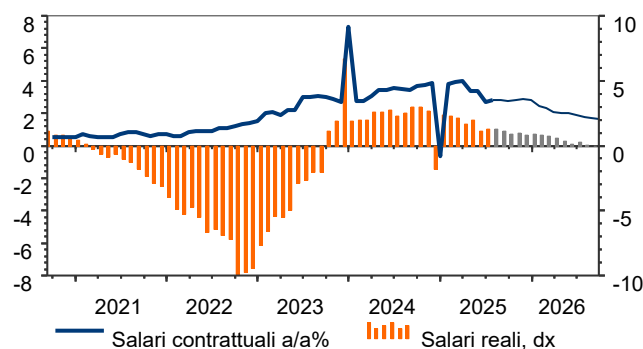
La dinamica sia della domanda che dell'offerta di lavoro è però in rallentamento



Le attese sull'occupazione di famiglie e imprese non segnalano un imminente deterioramento del mercato del lavoro



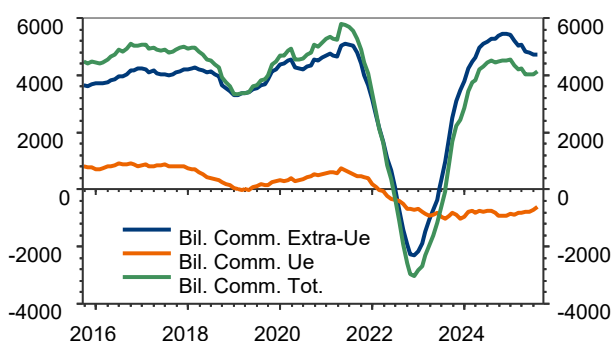
I salari reali sono attesi rimanere in crescita su base annua anche nel 2026



Sinora ha tenuto l'export verso gli Stati Uniti

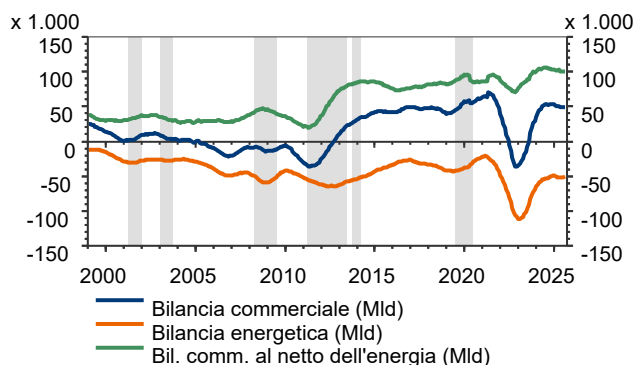
A luglio si registra una crescita delle esportazioni (+1,2% m/m) più marcata rispetto a quella delle importazioni (+0,7%). L'export è trainato dai mercati extra-UE (+2,4% m/m), mentre le vendite verso i partner europei risultano stazionarie. Su base annua, le esportazioni mostrano un incremento sostenuto (+7,3% in valore e +6,9% in volume), con un andamento più favorevole nei mercati extra-UE (+9,9%) rispetto a quelli UE (+4,8%); la dinamica dell'export, però, è influenzata da vendite di elevato impatto nella cantieristica navale, al netto delle quali si stima un aumento di 0,8% m/m e 6,1% a/a. L'import cresce del 6,1% a/a in valore e dell'1,1% in volume, spinto quasi esclusivamente dall'area extra-UE (+13,1%). La maggiore spinta all'export viene dai settori dei mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (+45,6%) e farmaceutico (+28,5%), oltre che dai metalli di base (+7%) e dall'agroalimentare (+6,1%), mentre si segnalano flessioni per autoveicoli (-5,3%) e apparecchi elettrici (-3,8%). Nei primi 7 mesi dell'anno l'export segna un aumento complessivo del 2,9%, sostenuto da un nucleo ristretto di comparti (farmaceutica +37,2%, mezzi di trasporto +13,9%, agroalimentare +5,3%, metalli +3,9%), mentre raffinazione (-18,8%) e autoveicoli (-9,7%) restano in profonda contrazione. Il contributo maggiore su base geografica viene dagli Stati Uniti (+24,1%), seguiti da Spagna (+13,8%), Paesi ASEAN (+37,4%), Francia (+4,7%), Svizzera (+9,5%), Polonia (+12,5%) e Regno Unito (+9%), mentre risultano in calo Paesi Bassi (-7,8%), Cina (-4%) e Turchia (-2,5%). Da notare anche il balzo dell'import dagli USA (+101% a/a), che potrebbe essere dovuto a un anticipo di consegne durante il periodo di minacce di dazi UE verso gli USA (in particolare nel farmaceutico). Nel complesso, il saldo commerciale è migliorato su base annua a +7,9 miliardi (da +6,8 miliardi a luglio dello scorso anno), anche grazie alla riduzione dei prezzi energetici (il deficit energetico si è ridotto a -4,1 da -4,8 miliardi). Nel complesso, le esportazioni sinora hanno tenuto, e, in particolare, le vendite verso gli USA (+24,1% a/a a luglio, +10,2% nei primi 7 mesi dell'anno) non sembrano aver risentito dell'aumento dei dazi. L'impatto sarà a nostro avviso meno drammatico di quanto temuto, ma si farà sentire (assieme a quello dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro) tra fine 2025 e inizio 2026.

Resta in deficit il saldo commerciale verso i Paesi UE...



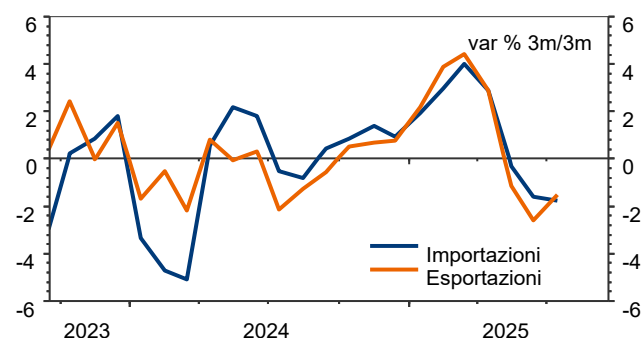
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...così come la bilancia energetica



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

Entrambi i flussi commerciali sono meno vivaci negli ultimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il punto di minimo per la domanda estera è atteso a inizio 2026

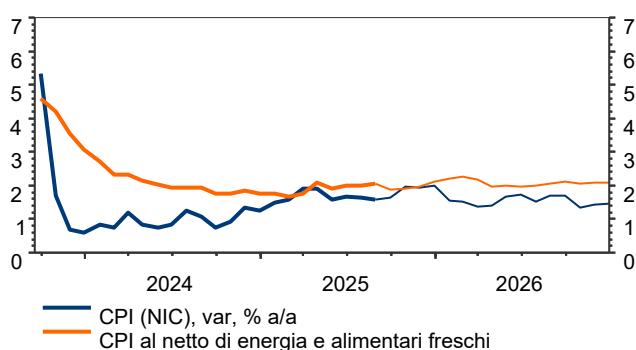


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Inflazione: le uniche pressioni al rialzo vengono dagli alimentari

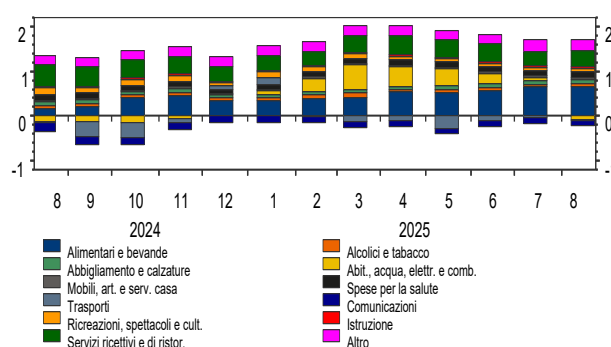
Ad agosto, l'inflazione annua si è attestata all'**1,6%** sia sull'indice armonizzato (stabile rispetto al mese precedente) sia sull'indice domestico NIC (in calo di un decimo rispetto a luglio). Nel mese i prezzi sono scesi di due decimi sull'IPCA e sono saliti di un decimo sul NIC. **Sul NIC, il calo dell'inflazione da 1,7% a 1,6% a/a è dovuto principalmente ai beni energetici** (-4,8% da -3,4% a luglio). **Viceversa, accelerano ulteriormente i listini alimentari** (a 3,8% da 3,7%: si tratta di un massimo da gennaio dello scorso anno). Nel mese, la crescita di +0,1% m/m dell'indice generale riflette i rincari dei servizi di trasporto (+2,1% m/m), degli alimentari lavorati (+0,5% m/m) e dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (+0,4% m/m), a fronte di ribassi per gli energetici non regolamentati (-2,1% m/m). Sempre sul NIC, l'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi accelera di un decimo (2,1% a/a). **I rincari degli alimentari determinano un ulteriore aumento dell'inflazione sul cosiddetto "carrello della spesa"** (indice dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona), al 3,4% a/a dal 3,2% di luglio. **Sull'IPCA, l'inflazione è scesa da 1,7% a 1,6% a/a, ma quella al netto di energetici e alimentari freschi è salita di un decimo (al 2,2% a/a).** Viceversa, l'indice al netto di energia, alimentari, alcool e tabacchi è risultata invariata al 2% a/a. Nel complesso, il dato non cambia di molto le prospettive per l'inflazione. **L'aspetto più preoccupante continua ad essere la tendenza al rialzo nel comparto alimentare**, che influisce 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 generale, tuttavia, la tendenza sia dell'inflazione generale che di quella sottostante appare ampiamente in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Per i prossimi mesi ci aspettiamo un'inflazione in lieve salita, principalmente sulla scia di effetti base sull'energia.** L'IPCA potrebbe salire di poco al di sopra del 2% a partire da ottobre. Tuttavia, **l'inflazione dovrebbe tornare a moderare già a partire dall'inizio del prossimo anno.** Nel complesso, confermiamo per l'IPCA una media annua a 1,9% nel 2025 e 1,6% nel 2026.

Inflazione attesa rimanere sotto il 2% nel 2026



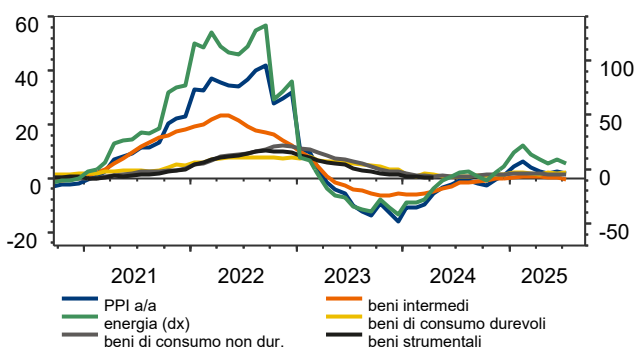
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Gli alimentari si confermano i principali contributori all'inflazione



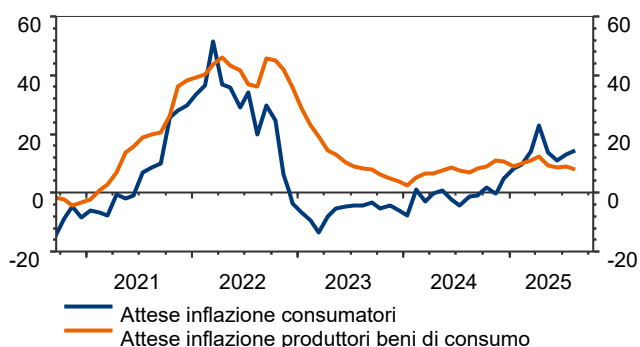
Fonte: Istat, Intesa Sanpaolo

Il PPI non segnala tensioni inflazionistiche a monte della filiera



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Inflazione attesa dalle famiglie in moderata risalita



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

Tendenze del settore bancario

Prestiti alle imprese di nuovo leggermente in aumento

Nei mesi estivi, la variazione annua dei prestiti alle società non finanziarie è passata dal -1,4% di maggio al +0,7% di luglio, mettendo fine a oltre due anni di calo. Inoltre, è proseguita la ripresa dei prestiti alle famiglie, dal +1,5% di maggio al +2,0% di luglio, riflettendo l'accelerazione della crescita dei mutui, al +2,9%. Secondo le stime ABI, agosto ha confermato il miglioramento, con un aumento dell'1,4% dei prestiti totali a famiglie e imprese, dall'1,3% di luglio.

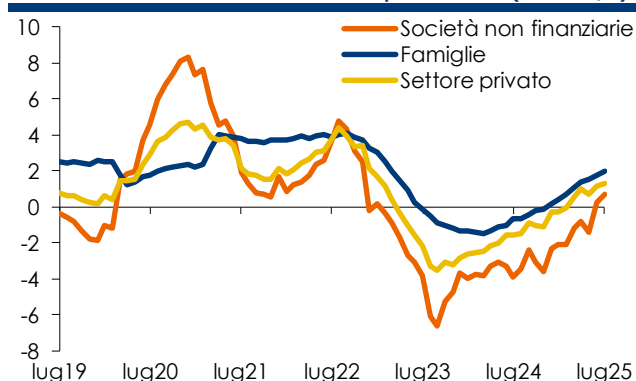
Elisa Coletti

Il periodo estivo ha sorpreso in positivo registrando un **ritorno alla crescita dei prestiti alle società non finanziarie**, con qualche mese di anticipo rispetto al previsto. **Tra giugno e luglio, la variazione annua dei prestiti alle società non finanziarie è passata dal -1,4% di maggio al +0,7%, mettendo fine a oltre due anni di calo.** La ripresa è coerente con le indicazioni della Bank Lending Survey condotta a giugno che aveva riportato un moderato aumento della domanda di credito nel secondo trimestre, dovuto principalmente al calo dei tassi d'interesse e a maggiori esigenze per investimenti fissi. Le aspettative erano di domanda sostanzialmente stabile nel 3° trimestre.

In linea con i suddetti fattori di domanda, **anche i prestiti a medio-lungo termine alle società non finanziarie hanno registrato un miglioramento a luglio, con un +0,1% a/a** dopo circa tre anni di contrazione. Inoltre, nei primi sette mesi dell'anno, lo stock di prestiti a medio-lungo è aumentato di 6,5 miliardi, di cui 3,8 nel periodo maggio-luglio. In parallelo, è **proseguita la crescita dei prestiti a breve termine, sebbene con ampie oscillazioni**, risultando pari a +5,5% a giugno e a +2,6% a luglio, dal +0,9% di maggio.

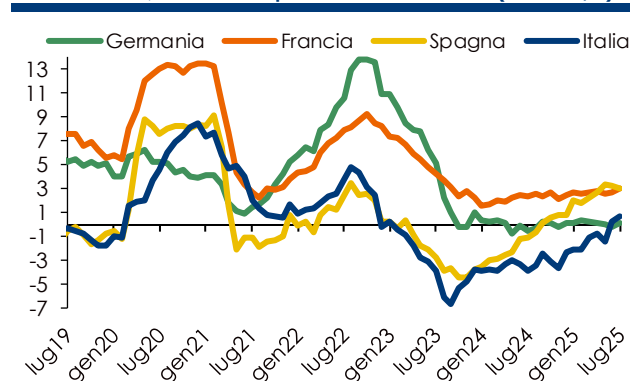
Nel confronto europeo, **la debolezza relativa dei prestiti alle società non-finanziarie italiane permane, ma si è ridotta la distanza con la media dell'area euro**, che tra maggio e luglio ha visto una leggera accelerazione della crescita, da +1,8% a 2,2%. Tra i principali paesi, non si registrano novità con riguardo alla **Germania**, dove l'andamento resta stagnante, con una variazione di +0,1% a luglio, da -0,2% a giugno e zero a maggio. **In Francia la crescita è salita a +3% a luglio, dopo un semestre sul 2,7%.** Anche in Spagna i **prestiti alle società non finanziarie sono risultati in aumento del 3%**, che fa seguito al +3,3% di giugno e al +3,4% di maggio.

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

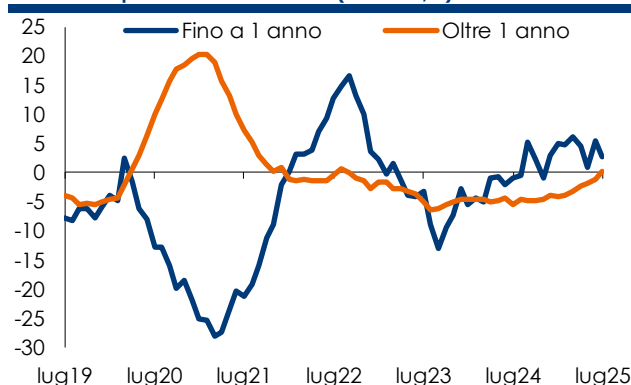


Fonte: Banca d'Italia e BCE

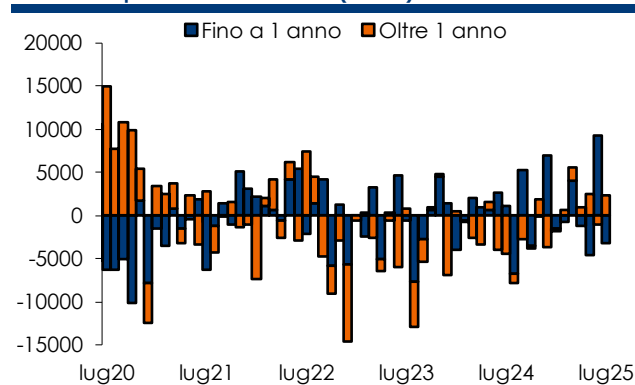
Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



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

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

Fonte: BCE

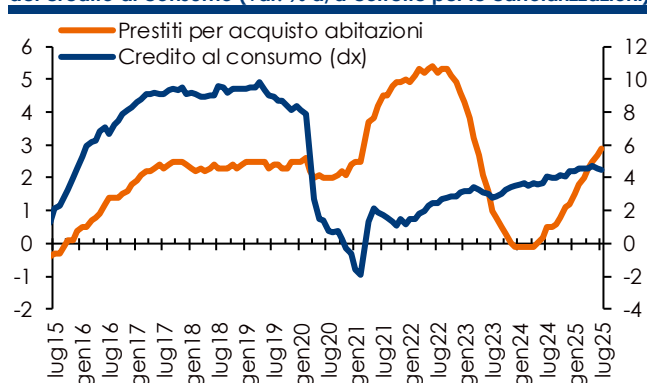
Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR M)

Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

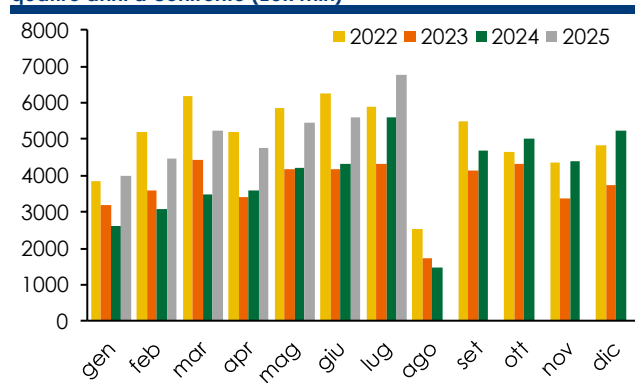
Per i prestiti alle famiglie è proseguito il trend di ripresa, a passo rapido, dal +1,5% di maggio al +2,0% di luglio. Tale evoluzione riflette l'accelerazione della crescita dello stock di mutui, dal +2,5% di maggio al 2,9% di luglio. Si è consolidata a +4,5%, inoltre, la dinamica robusta del credito al consumo, dal +4,6% medio dei cinque mesi precedenti.

Il buon ritmo dello stock di prestiti per l'acquisto di abitazioni resta sostenuto dall'aumento a due cifre delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, del +21% a luglio, leggermente meno intensa rispetto agli otto mesi precedenti (+30% nel 2° trimestre), riflettendo un effetto base. Si ricorda, in proposito, che la crescita delle erogazioni è iniziata nel 2° trimestre 2024 e ha guadagnato slancio nell'ultima parte dello scorso anno. Anche questo andamento risulta coerente con la Bank Lending Survey sul secondo trimestre che ha confermato un aumento della domanda di mutui da parte delle famiglie, sebbene con minor vigore rispetto ai quattro trimestri precedenti.

In conclusione, a seguito del miglioramento dei prestiti alle società non finanziarie e dell'accelerazione della crescita di quelli alle famiglie, a luglio il complesso dei prestiti al settore privato ha segnato un aumento dell'1,3% a/a, dallo 0,7% di maggio. Secondo le stime ABI, agosto ha registrato un ulteriore progresso, a +1.6%. Più in dettaglio, l'aggregato dei prestiti a famiglie e imprese, anch'esso in crescita dell'1,3% a luglio, risulta essersi rafforzato leggermente ad agosto a +1,4%, secondo le stime ABI.

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

Depositi in crescita, trainati dai conti correnti

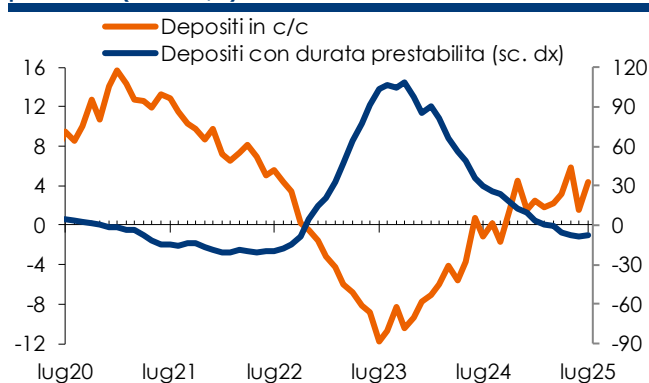
I depositi hanno proseguito nella crescita moderata, a un ritmo in media del 2% nei primi sette mesi dell'anno, sebbene con oscillazioni nei mesi estivi, tra il +2,9% di luglio e il +0,5% di giugno. E' continuato l'aumento dei conti correnti, pari a luglio a +4,9% a/a. D'altro canto, si è confermato l'andamento divergente dei depositi con durata prestabilita, in calo del -7,7%.

Elisa Coletti

I depositi hanno proseguito nella crescita moderata riavviata da metà 2024, confermando un ritmo in media attorno al 2%, sebbene con oscillazioni anche nei mesi estivi. **A luglio la variazione annua è stata del 2,9%, dopo una discesa a +0,5% a giugno e un balzo del +3,8% a maggio**. Ad agosto, secondo le stime ABI, la dinamica è stata in linea con quella di luglio (+2,7% da +2,8% su dati omogenei).

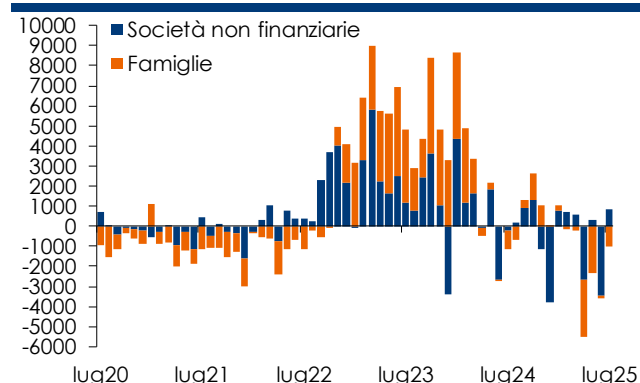
L'andamento dei depositi resta caratterizzato da una **riallocazione inversa rispetto a quella osservata nella fase di risalita dei tassi**. E' **proseguita a buon ritmo, infatti, la crescita dei conti correnti**, pari a luglio a +4,9% a/a dopo aver segnato a maggio il massimo degli ultimi tre anni, con il +5,9%. D'altro canto, è continuato l'andamento divergente dei **depositi con durata prestabilita che hanno confermato una variazione negativa**, sebbene all'incirca stabilizzata, con il -7,7% a luglio, lo stesso dato di maggio, dopo aver segnato un -8,7% a giugno. In particolare, con riguardo ai depositi delle famiglie, nei primi sette mesi dell'anno si è registrato un afflusso verso i conti correnti pari a 9,1 miliardi e un deflusso dai depositi con durata prestabilita per -6,5 miliardi. Si tratta di flussi opposti rispetto a quelli osservati nello stesso periodo del 2024. Nel complesso, **i primi sette mesi dell'anno hanno visto un apporto di risparmi per 7,7 miliardi sui depositi delle famiglie**. I depositi delle società non finanziarie, invece, hanno registrato un utilizzo di liquidità nei primi 7 mesi, in misura moderata e pressoché in linea con lo stesso periodo del 2024 (-16 miliardi da -13 miliardi), con tassi di variazione altalenanti.

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

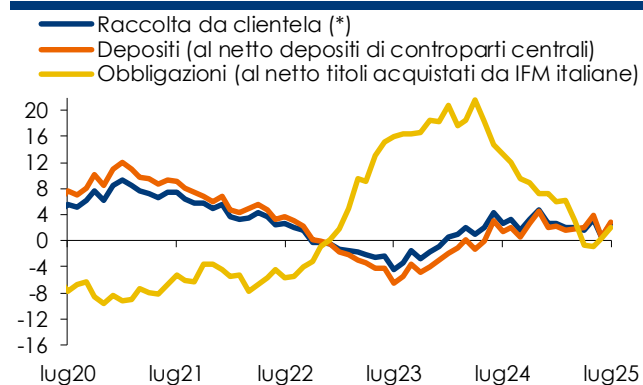
Anche le obbligazioni bancarie hanno continuato a segnare oscillazioni del tasso di crescita, come emerso dai mesi primaverili e diversamente dal passato. Sembra, comunque, che le due variazioni negative di aprile a maggio siano state temporanee, dato che **nei mesi estivi lo stock di obbligazioni ha ripreso la crescita, sebbene apparentemente un po' incerta**, con **un recupero a +0,3% a giugno seguito dal +2,1% a luglio e da un +0,9% ad agosto** secondo le stime ABI.

Tuttavia, la crescita dei depositi ha assicurato continuità alla dinamica della **raccolta da clientela, rimasta complessivamente in aumento**, del +2,7% a luglio seguito dal +2,5% ad agosto secondo le stime ABI, dal +0,6% di giugno.

Infine, **la raccolta bancaria complessiva ha segnato un balzo a giugno e luglio, con un tasso di crescita rispettivamente del +1,8% e del +4,1%**, dopo due mesi di invarianza. Il salto è stato

determinato dai **depositi di non residenti, tornati in aumento a due cifre** (+20,8% a luglio), dopo che per 12 mesi l'andamento era rallentato sensibilmente. Tale evoluzione fa presumere una discontinuità della serie storica, sulla cui origine, tuttavia, al momento non abbiamo elementi di dettaglio per un approfondimento.

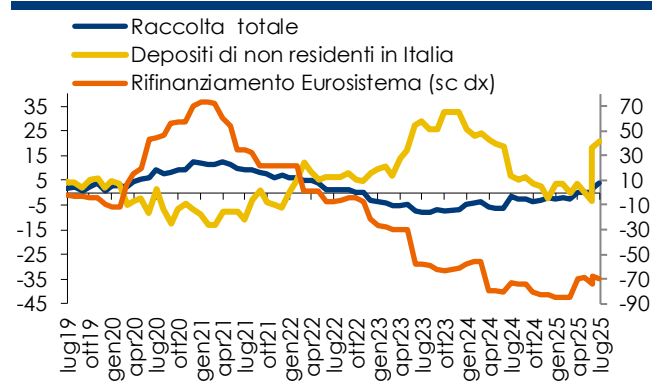
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



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

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

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com