

La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Febbraio 2026

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

L'export italiano si è dimostrato resiliente nel 2025

Sintesi della previsione macroeconomica

Produzione industriale in ripresa su base annua a fine 2025

Segnali di recupero dalle indagini manifatturiere a inizio 2026

Le costruzioni hanno sorpreso al rialzo nel 2025, ma è atteso un rallentamento da inizio 2026

L'attività economica nei servizi è in accelerazione

Consumi ancora frenati dall'incertezza

Disoccupazione su nuovi minimi, ma anche per via della maggiore inattività

Export resiliente nel 2025, ma l'effetto dei dazi potrebbe essere ritardato

In aumento i rischi verso il basso sull'inflazione

Tendenze del settore bancario

I prestiti alle società non finanziarie hanno chiuso il 2025 in crescita del 2%

Nel 2025, i depositi di famiglie e imprese sono aumentati di 41 miliardi

Febbraio 2026

2

2

13

14

15

Nota Mensile

16

Research Department

17

18

Macroeconomic Research

19

20

Paolo Mameli

21

Economista Macro Italia

22

Allegra Fiore

22

Economista Macro Italia

24

Andrea Volpi

Economista Macro Italia

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

L'export italiano si è dimostrato resiliente nel 2025

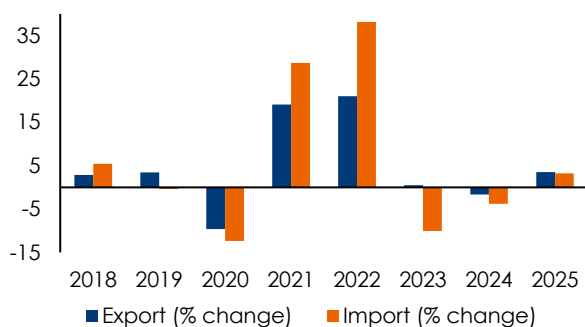
Nel 2025, l'export italiano è tornato a crescere a valori correnti, soprattutto per effetto dei prezzi e grazie al boom di pochi settori (farmaceutico e altri mezzi di trasporto), in particolare verso gli Stati Uniti. Al netto di questi comparti, le esportazioni negli Stati Uniti sono calate e si è ampliato il disavanzo con la Cina, mentre l'euro forte ha leggermente frenato le vendite extra-area euro. Nel 2026, i dazi USA potrebbero pesare di più e le vendite verso gli Stati Uniti potrebbero contrarsi. A sostenere la crescita dovrebbero essere soprattutto l'Europa e il resto del mondo, consentendo comunque un aumento moderato dell'export complessivo.

Andrea Volpi

Torna a crescere l'export italiano nel 2025, ma si ridimensiona l'avanzo commerciale non energetico

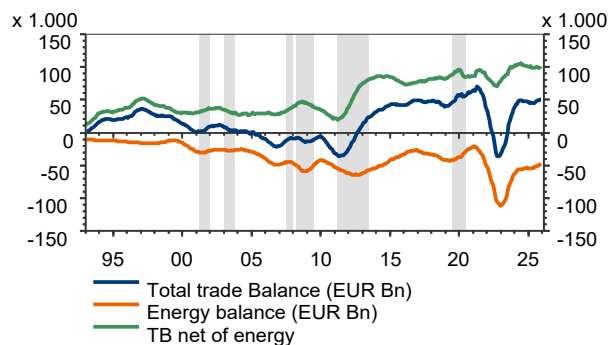
Sulla base dei più recenti dati mensili Istat sul commercio di beni, **le esportazioni italiane sono cresciute, in valore, di +3,3% nel 2025, dopo la contrazione di -0,5% vista nel 2024**. Il rimbalzo è ancora più marcato al netto dei prodotti energetici (+3,7%). Analogamente, **la variazione per l'import è stata di +3,1% da -3% dell'anno precedente**, nonostante l'ampia correzione delle importazioni di energia (-12,6%).

Fig. 1 – A dispetto delle attese negative, il 2025 è stato un anno di rimbalzo per il commercio estero italiano



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

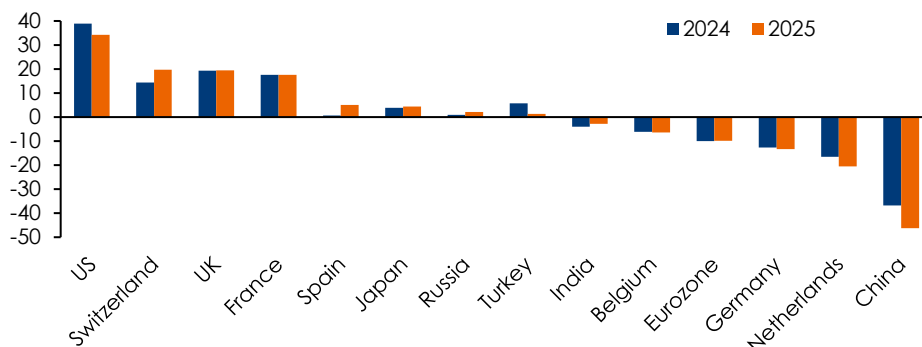
Fig. 2 – L'avanzo commerciale è tornato vicino ai massimi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Tuttavia, **i dati sul commercio estero risentono della variazione dei prezzi unitari medi: in termini di volume, infatti, l'export nel 2025 è cresciuto di un più modesto 0,7%**, in presenza di un aumento dei valori medi unitari del 2,6%. **La modesta crescita interrompe comunque una serie di due anni di contrazioni** intorno a -3%. Nel dettaglio, si registra un calo delle esportazioni reali di beni di consumo durevoli (-10,8%) e strumentali (-1,8%). Per quanto riguarda l'import, gli acquisti dall'estero in volume sono aumentati del 2%, in un contesto di crescita dei prezzi dell'1,1%; solo l'energia ha registrato un calo dei prezzi, che ha amplificato la diminuzione delle importazioni di prodotti energetici in valore (-6,9%).

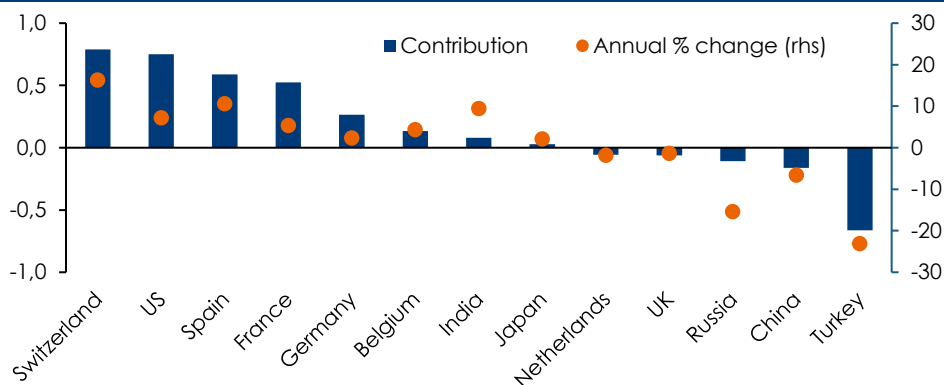
Fig. 3 – Nel 2025 si è ridimensionato moderatamente il surplus commerciale nei confronti degli Stati Uniti ed è peggiorato ancora il deficit con la Cina. In sensibile riduzione l'avanzo con la Turchia



Nota: saldi commerciali, dati in miliardi di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

L'avanzo commerciale è migliorato a 50,7 miliardi di euro nel 2025 da 48,3 miliardi nel 2024, soprattutto grazie al deciso ridimensionamento del deficit energetico (-46,9 miliardi, da -54,3 miliardi dell'anno precedente). Al contrario, si è ridimensionato il surplus al netto dell'energia (97,7 miliardi rispetto ai 102,6 miliardi del 2024). Il disavanzo con il resto dell'area euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2024 (-9,9 miliardi da -10 miliardi), per effetto di una stabilità del surplus nei confronti della Francia (+17,6 miliardi), di un ampliamento del deficit verso la Germania (-13,4 miliardi da -12,7) e di un deciso miglioramento dell'avanzo con la Spagna (5,1 miliardi da 0,6 un anno prima). Per quanto riguarda il resto del mondo, si riduce l'avanzo con gli Stati Uniti (34,2 miliardi da 38,9 miliardi nel 2024) e con la Turchia (1,3 miliardi da 5,8). Viceversa, si registra un miglioramento dell'avanzo nei confronti della Svizzera (19,7 miliardi da 14,4) e del Giappone (4,4 miliardi da 3,8). Infine, si conferma la tendenza all'ampliamento del deficit nei confronti della Cina, il Paese con cui l'Italia registra il disavanzo più ampio ovvero -46,3 miliardi di euro rispetto ai -36,7 miliardi del 2024 (si tratta di un nuovo record storico).

Fig. 4 – Variazioni e contributi dei principali mercati alla crescita annua dell'export italiano

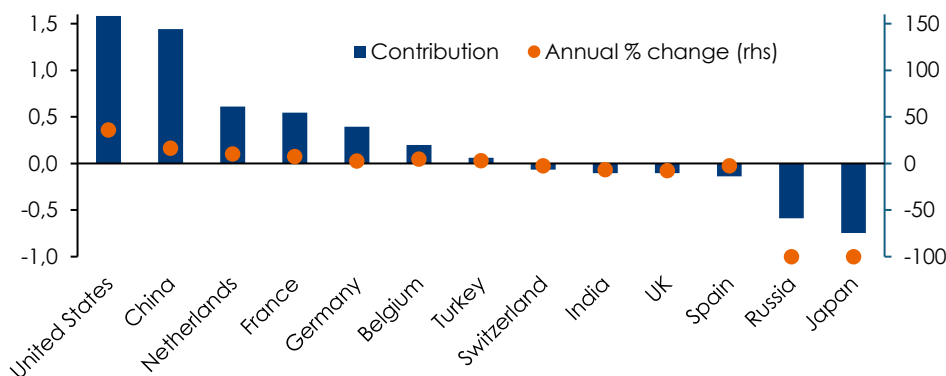


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel 2025 il valore degli scambi con gli Stati Uniti sul totale del commercio estero italiano è aumentato di quasi un punto percentuale rispetto al 2024: la somma di import ed export oltreoceano è salita dal 7,6% all'8,5% del totale (avvicinandosi al 9,1% della Francia). Ciò è dovuto sia a un incremento del 7,2% dell'export, dopo il -3,3% dell'anno precedente, sia, soprattutto, a un balzo del 35,9% dell'import: si tratta di un record dal 57,6% registrato nel 2022, e del quinto anno consecutivo di crescita. A fine 2025, gli Stati Uniti hanno contribuito per il 10,6% all'export italiano (oltre il 20% se si considerano le sole vendite al di fuori dell'area euro) e per il 6% all'import (quasi il 14% per i mercati extra UE). Lo scorso anno, la quota degli USA sull'export italiano totale è salita al 10,8% dal 10,4% dell'anno precedente (seconda solo alla Germania, la

cui quota è viceversa diminuita dall'11,4% all'11,2%). In sostanza, lo scorso anno **gli Stati Uniti sono risultati tra i maggiori contributori alla crescita sia dell'export che dell'import italiano.**

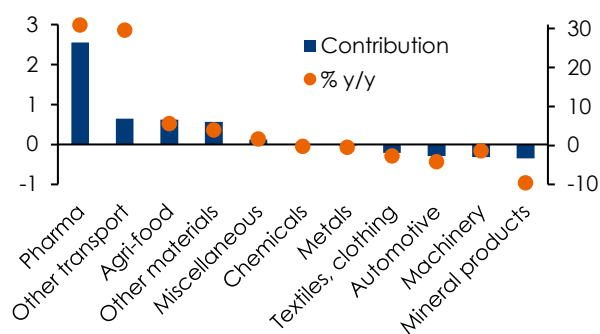
Fig. 5 – Variazioni e contributi dei principali mercati alla crescita annua dell'import italiano



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

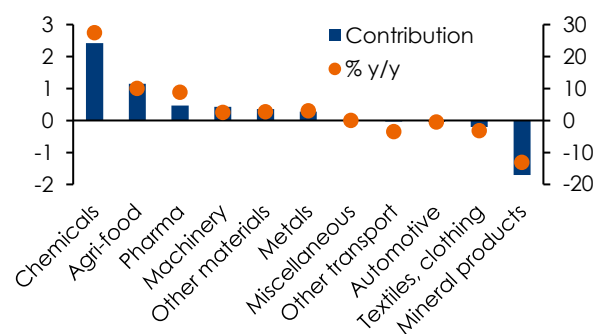
Su base settoriale, **i principali contributi alla crescita annua dell'export provengono da un numero limitato di comparti manifatturieri**: a trainare sono la **farmaceutica** (che da sola pesa per oltre il 10% dell'export italiano) e i **mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli** (soprattutto navi e materiale aeronautico). **Al netto di questi due comparti, l'export italiano nel 2025 sarebbe infatti sostanzialmente stagnante.** Negli altri settori che registrano una crescita, come l'agro-alimentare, i progressi sono decisamente più contenuti, mentre si conferma la debolezza dei comparti che erano già sotto pressione anche negli anni precedenti, quali l'automotive, la filiera tessile e la chimica. Il calo delle vendite di oli minerali è dovuto principalmente alla diminuzione dei prezzi e non a un peggioramento della domanda: i volumi di energia esportati sono aumentati del 2,1%, mentre il valore è diminuito di -9,7%. L'impatto dei beni minerali è comunque modesto: l'export nominale al netto di farmaceutica, mezzi di trasporto pesanti ed energia crescerebbe solo marginalmente nel 2025, passando da -0,4% a +0,5%.

Fig. 6 – Contributi settoriali alla crescita annua dell'export



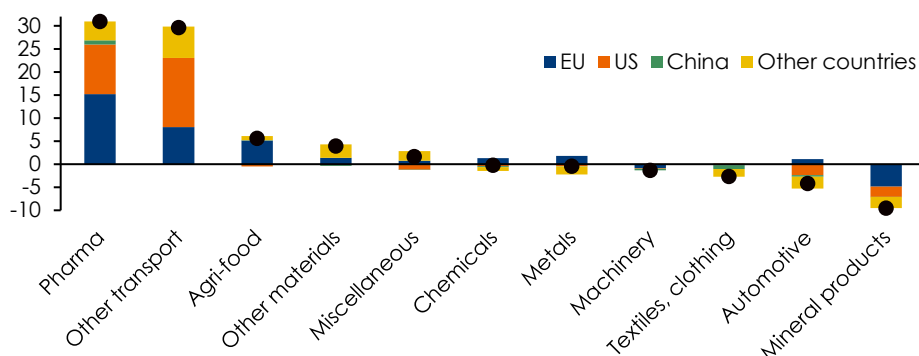
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

Fig. 7 – Contributi settoriali alla crescita annua dell'import



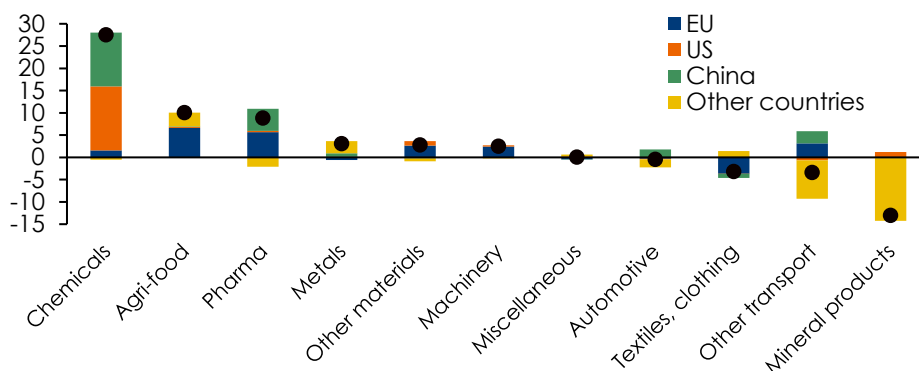
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

L'export di prodotti farmaceutici, il comparto che ha registrato le migliori performance, **ha beneficiato di un contributo particolarmente ampio da parte degli Stati Uniti e degli altri paesi dell'Unione Europea** (queste due aree sono responsabili per circa l'80% della crescita dell'export farmaceutico nel 2025). In particolare, circa la metà della crescita dell'export del settore è spiegata dalla maggiore domanda proveniente dalla UE, in particolare da Francia e Spagna, nonostante i cali registrati verso Germania e Paesi Bassi. La domanda extra-europea di farmaci è stata invece sostenuta dagli Stati Uniti. **Anche gli altri mezzi di trasporto hanno registrato una crescita dell'export prossima al 30%**, con un contributo significativo proveniente dall'**acquisto di navi da parte degli Stati Uniti.**

Fig. 8 – Contributi per area geografica alla crescita % annua dell'export settoriale

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

Sono stati soprattutto gli acquisti dagli Stati Uniti e dalla Cina a spingere l'import: si tratta soprattutto di prodotti chimici. Significative anche le importazioni di prodotti agro-alimentari, farmaceutici e macchinari dai Paesi dell'Unione Europea. Risulta invece modesto l'apporto degli acquisti dal resto del mondo (si segnala, in particolare, il calo delle importazioni di prodotti energetici dai Paesi dell'OPEC e dalla Russia, condizionato anche dalla diminuzione dei prezzi).

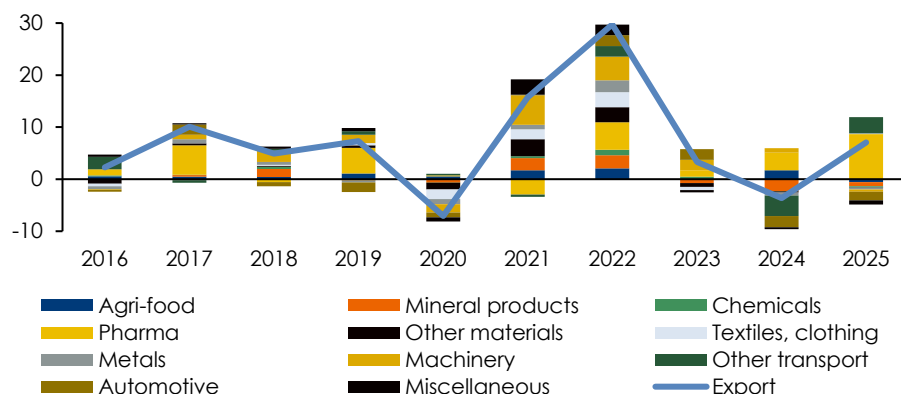
Fig. 9 – Contributi per area geografica alla crescita % annua dell'import settoriale

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

Commercio con gli Stati Uniti: l'import aumenta più dell'export

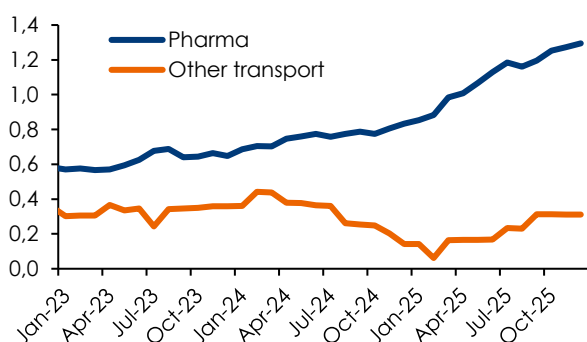
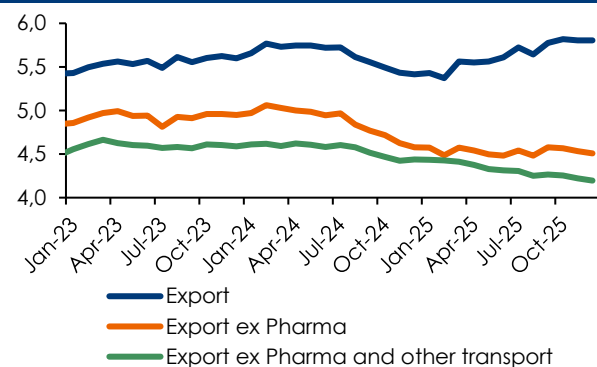
A prima vista, la crescita dell'export italiano verso gli Stati Uniti può apparire sorprendente, soprattutto considerando che il 2025 è stato caratterizzato dall'aumento dei dazi doganali da parte dell'amministrazione statunitense.

Su base settoriale, l'export italiano verso gli Stati Uniti è stato trainato principalmente da due comparti: la farmaceutica e i mezzi di trasporto pesanti (aerei e navi). Il balzo dell'export degli altri mezzi di trasporto non sorprende: si tratta di beni ad elevato valore aggiunto, dall'andamento tipicamente volatile, che di norma necessitano di un lungo periodo di lavorazione e la cui domanda non dipende strettamente da dinamiche cicliche. Nel 2025, infatti, l'export di navi è cresciuto di oltre il 111% e quello di aerei e componentistica di quasi il 290%, dopo che l'anno precedente si era registrato un calo rispettivamente di -62% e -6%.

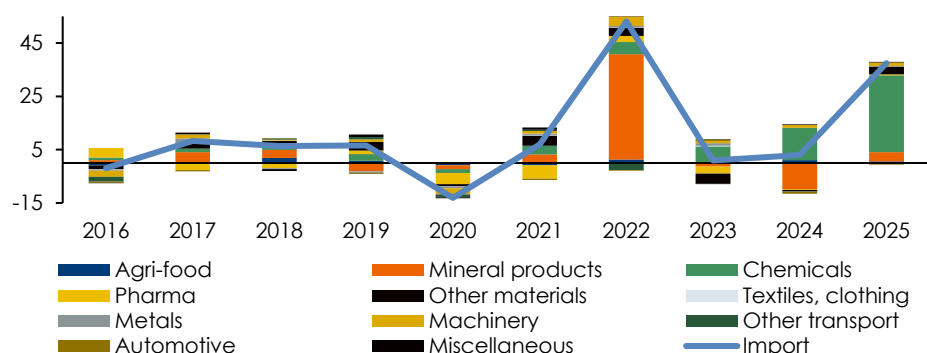
Fig. 10 – Contributi settoriali alla crescita % annua dell'export verso gli Stati Uniti

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

Diverso invece il quadro per la **farmaceutica**: l'export italiano di medicinali verso gli Stati Uniti è in crescita a doppia cifra da quattro anni, con un ritmo di espansione che ha accelerato rapidamente, passando dall'11,2% del 2023 al 28,7% del 2024, fino al 55,2% del 2025. Questa dinamica, **oltre a confermare la competitività del settore farmaceutico italiano e la sua elevata interconnessione con gli Stati Uniti** (circa il 20% dell'export italiano di prodotti farmaceutici è diretto verso gli USA, percentuale che sale a oltre il 40% se si considerano le vendite extra-europee), **dovrebbe aver risentito anche del processo di cosiddetto "front-loading"**: nel tentativo di evitare l'aumento delle tariffe doganali annunciato per aprile, le imprese potrebbero aver anticipato le consegne ai mesi precedenti, motivo per cui non sorprende che a marzo 2025 l'export farmaceutico italiano abbia registrato un balzo del 194% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. La stessa dinamica si è verificata in prossimità di nuove minacce di innalzamento delle barriere commerciali.

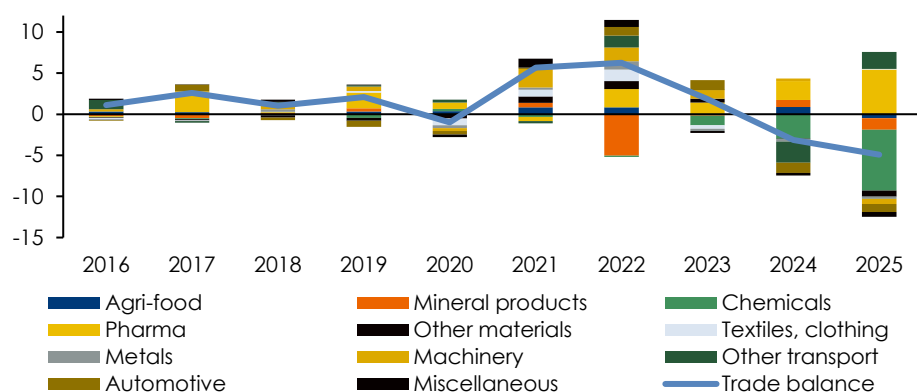
Fig. 11 – Farmaceutica e altri mezzi di trasporto hanno trainato l'export italiano verso gli Stati Uniti nel 2025Nota: media mobile a 12 mesi dell'export, dati in miliardi di euro.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext**Fig. 12 – Al netto di prodotti farmaceutici e altri mezzi di trasporto, l'export italiano verso gli Stati Uniti sarebbe calato nel 2025**Nota: media mobile a 12 mesi dell'export, dati in miliardi di euro.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

L'export italiano verso gli Stati Uniti nel 2025 si è contratto di -1,9% al netto del settore farmaceutico, e di -5,9% escludendo anche il settore degli "altri mezzi di trasporto", a dimostrazione di come i flussi commerciali siano stati comunque condizionati da un anno di incertezza e innalzamento delle barriere daziarie. Tra i settori più penalizzati spiccano l'automotive (in ampia flessione per il secondo anno consecutivo), l'agro-alimentare e la chimica.

Fig. 13 – Contributi settoriali alla crescita % annua dell'import dagli Stati Uniti

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

Al contrario, **è stata la chimica a trainare l'import italiano di beni statunitensi, accentuando una dinamica già in atto dal 2023**. Si tratta soprattutto di prodotti della chimica organica utilizzati anche come principi attivi nell'industria farmaceutica. È probabile, quindi, che in risposta alla maggiore domanda di beni farmaceutici, i produttori abbiano aumentato l'import di input produttivi statunitensi e che l'aumento della domanda si sia tradotto anche in una crescita dei prezzi. Anche le materie prime metalliche e i beni energetici hanno fornito un contributo positivo significativo. Oltre ai **maggiori acquisti di gas naturale** (con un balzo di quasi il 240% su base annua a giugno 2025), non si può escludere che, in previsione di possibili misure ritorsive da parte dell'Unione Europea, le imprese industriali italiane abbiano aumentato le scorte di beni intermedi. Tra i comparti in cui l'Italia ha importato meno rispetto allo scorso anno, emergono l'agro-alimentare, l'abbigliamento e i mezzi di trasporto, il che potrebbe indicare una minore propensione all'acquisto di merci prodotte negli Stati Uniti da parte delle famiglie.

Fig. 14 – Contributi settoriali alla variazione annua del saldo commerciale italiano nei confronti degli Stati Uniti (miliardi di euro)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

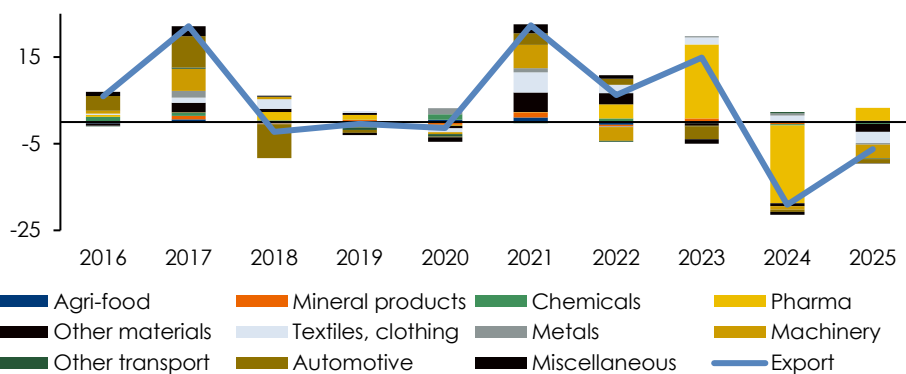
Nel complesso, nonostante il forte aumento dell'export, **il saldo commerciale con gli Stati Uniti si è ridotto per il secondo anno consecutivo: il miglioramento del surplus negli scambi di prodotti farmaceutici e di altri mezzi di trasporto è stato più che compensato dal peggioramento del deficit nei settori della chimica e dei prodotti minerali**. Anche escludendo l'energia, il surplus sarebbe comunque in calo a causa della minore domanda relativa negli altri comparti manifatturieri, come l'automotive, i macchinari e gli altri beni industriali.

Si amplia il disavanzo commerciale con la Cina

Nel 2025, l'export italiano verso la Cina è calato per il secondo anno consecutivo (-6,2% dopo il -19,1% del 2024). Lo spaccato settoriale evidenzia un rimbalzo del 55,1% delle vendite di prodotti farmaceutici (che pesano per quasi il 9% del totale dell'export), dopo un biennio particolarmente volatile. L'export farmaceutico italiano verso la Cina ha mantenuto una tendenza di sostanziale rialzo negli ultimi anni, con il 2023 che è stato un anno straordinario, con un balzo anomalo del +198,1% (spiegato da un medicinale specifico, l'UDCA), seguito da un calo fisiologico di -80,4% nel 2024. **Anche il settore agro-alimentare ha contribuito positivamente alla variazione annua dell'export.**

Tutti gli altri principali comparti hanno, invece, agito da freno: **la contrazione più ampia è stata registrata dalle vendite di prodotti chimici, in ribasso per il terzo anno consecutivo (-6,6%). Anche le esportazioni di macchinari hanno registrato un'accelerazione al ribasso, con una flessione del -11,2% che accentua una contrazione in atto ormai dal 2022 (si tratta di un settore-chiave che pesa da solo per oltre un quarto delle vendite italiane in Cina).** In calo per il terzo anno consecutivo anche le esportazioni di plastiche e gomme e di mezzi di trasporto.

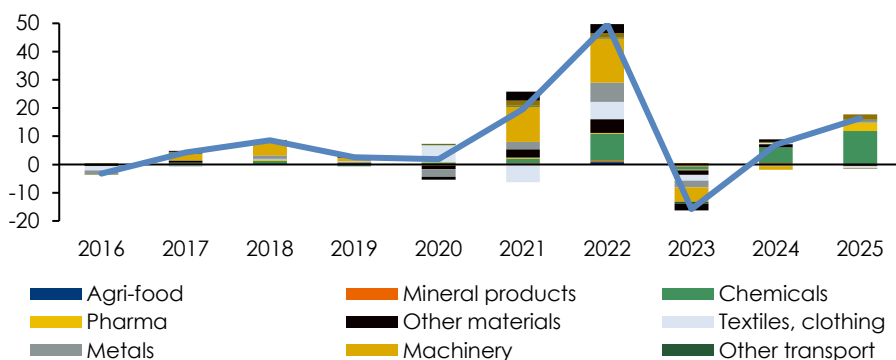
Fig. 15 – Contributi settoriali alla crescita % annua dell'export verso la Cina



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

Il calo delle esportazioni verso la Cina sembra quindi diffuso alla maggior parte dei comparti, e **non imputabile solo a una domanda ancora debole che fatica a ripartire**. Al contrario, **potrebbe risentire di tendenze strutturali e di decisioni di policy**: la politica industriale di Pechino, con il programma Made in China 2025 mirato a ridurre la dipendenza dai partner commerciali globali attraverso una maggiore integrazione interna delle catene del valore, ha provocato un calo significativo delle importazioni cinesi dai paesi europei, sostituite da beni prodotti internamente.

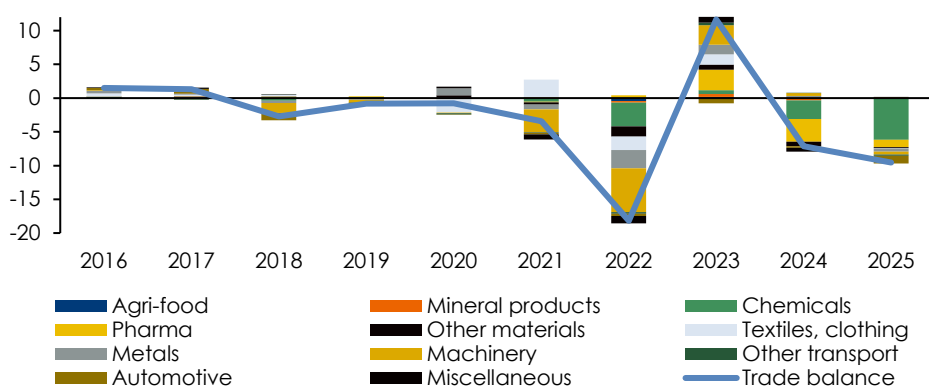
Fig. 16 – Contributi settoriali alla crescita % annua dell'import dalla Cina



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

Anche dal lato dell'**import**, le recenti dinamiche invitano alla cautela: negli ultimi anni, **la Cina ha accresciuto la propria competitività** in settori tradizionalmente dominati dalle economie avanzate, con un aumento sia della quota di mercato che del valore aggiunto nelle filiere produttive globali. **La crescita delle importazioni italiane dalla Cina è aumentata al 16,4% nel 2025** rispetto al 7% dell'anno precedente, trainata, come per gli Stati Uniti, dagli acquisti di prodotti chimici, in particolare di prodotti organici e fertilizzanti. Se la crescita degli acquisti di principi organici può essere interpretata come un aumento della domanda di input produttivi, controparte della maggiore domanda di farmaci italiani, l'import di fertilizzanti potrebbe risentire della perdita strutturale di capacità produttiva che i paesi europei hanno subito nei settori più energivori, a causa dell'aumento dei costi di produzione durante la crisi del 2022-23. È proseguita, inoltre, la tendenza di **progressivo aumento dell'ingresso di automobili cinesi nel mercato italiano**: al momento, il giro d'affari è pari a 3,4 miliardi di euro (circa il 5,5% dell'import totale), con una crescita di quasi il 40% rispetto al 2024.

Fig. 17 – Contributi settoriali alla variazione annua del saldo commerciale italiano nei confronti della Cina (Miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Comext

A conferma del cambiamento strutturale intercorso nei rapporti commerciali tra Italia e Cina, da notare che **rispetto al 2019 si registra un aumento di oltre il 90% delle importazioni di prodotti cinesi a fronte di un più modesto incremento, intorno al 10%, dell'export italiano verso Pechino**.

Su questo fronte i **rischi** sono triplici e interconnessi:

- l'aumento della competitività internazionale delle merci cinesi;
- il persistente orientamento verso i mercati esteri della sovrapproduzione cinese in un contesto di debole domanda interna;
- la diversione verso l'Europa dell'export di beni colpiti dai dazi statunitensi.

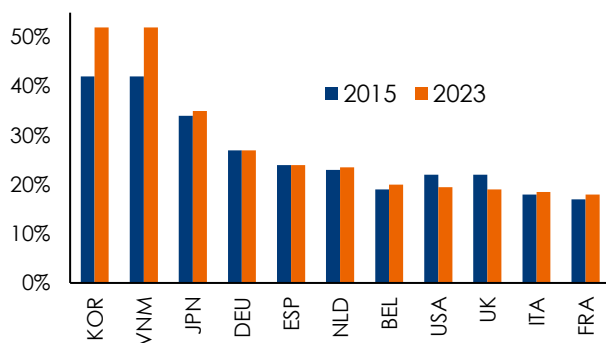
Secondo uno studio della BCE¹, tra il 2000 e il 2022 la Cina è diventata competitiva in 60 settori in cui l'Italia dispone di un vantaggio comparato, in crescita da 40 settori nel 2000. Uno studio alternativo² stima come i 25 maggiori beni esportati da Pechino (che rappresentano circa il 45% di tutto l'export cinese, tra cui macchinari, veicoli, prodotti chimici ed elettrici) si sovrappongono per circa il 19% sull'export italiano; in altri termini, poco meno del 20% dell'export italiano compete con i 25 beni più esportati dalla Cina. Il grado di sovrapposizione sale al 46% per i 100 principali beni: si tratta di un livello elevato ma inferiore, per via della diversa specializzazione dell'export mix, rispetto alla Germania e alle economie asiatiche come Corea e Giappone. Tra

¹Al-Haschimi A., Spital T., The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects. ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024

²Evenett S., Legge S., Head-to-Head with China in World Markets: Export Overlap Between China and Its Trading Partners. Global Trade Alert, December 2025.

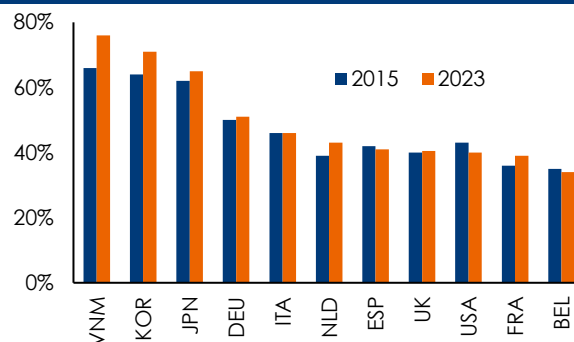
il 2015 (primo anno di implementazione del Piano Made in China 2025) e il 2023, queste metriche sono rimaste sostanzialmente invariate ma non si può escludere che tale dinamica abbia visto un'accelerazione negli ultimi due anni, come sembra suggerito dal deciso aumento dell'export cinese verso l'Europa e l'Italia nel biennio 2024-25.

Fig. 18 – Sovrapposizione dell'export con le maggiori 25 esportazioni cinesi



Nota: analisi svolta su base di prodotto HS 4-cifre.
Fonte: Global Trade Alert, BACI

Fig. 19 – Sovrapposizione dell'export con le maggiori 100 esportazioni cinesi



Nota: analisi svolta su base di prodotto HS 4-cifre. Fonte: Global Trade Alert, BACI

Non si può nemmeno escludere che l'aumento dei dazi statunitensi sulle merci cinesi abbia accentuato la tendenza di re-routing verso altri mercati sviluppati come l'area euro. Nel 2025, le esportazioni cinesi verso il resto del mondo sono cresciute del 5,5% nonostante un calo di -20% delle vendite negli Stati Uniti. Secondo un recente approfondimento della BCE³ è ancora prematuro trarre la conclusione che le restrizioni commerciali americane abbiano contribuito all'aumento dell'export cinese verso l'area euro: le prime evidenze sembrano suggerire che la *trade diversion* dovuta ai dazi sia concentrata in alcuni specifici settori ma che siano più rilevanti i fattori legati alle politiche industriali di Pechino e alla difficoltà da parte della domanda interna di assorbire l'ingente produzione domestica. La scorsa estate una nota della BCE⁴ aveva comunque segnalato come i dazi USA del 2018 abbiano contribuito, nel lungo periodo, ad un aumento delle quote di mercato cinesi in area euro. Pertanto, il periodo intercorso dalle restrizioni (ben più significative) dello scorso anno potrebbe essere troppo breve per dimostrare l'evidenza di tale fenomeno, che potrebbe apparire più chiaro nelle future analisi.

In un recente paper della Banca d'Italia⁵ sono state investigate le **aspettative delle imprese italiane sui potenziali effetti di questo re-routing**. I risultati evidenziano come circa il 30% delle imprese (si tratta prevalentemente di esportatori di beni manifatturieri) si attende maggiori pressioni competitive e quindi un calo dei prezzi di vendita. D'altro canto, si registrano anche aspettative di ribassi dei costi degli input produttivi. I risultati appaiono compatibili con le evidenze della letteratura che ha certificato come l'aumento della competizione cinese a partire dagli anni '90 abbia contribuito a comprimere i prezzi di vendita dei beni manifatturieri italiani; ciò sembra avere favorito anche effetti di ricomposizione settoriale, con uno spostamento di produzione e occupazione verso comparti caratterizzati da una minore esposizione al commercio estero e da un maggior valore aggiunto.

³ Le Roux, J., Spital T., (2026). Global trade redirection: tracking the role of trade diversion from US tariffs in Chinese export developments. ECB Economic Bulletin, Issue 1/2026

⁴ Gunnella V., Stamato G., Kobayashi (2025). The implications of US-China trade tensions for the euro area – lessons from the tariffs imposed by the first Trump Administration. ECB Economic Bulletin, Issue 3/2025

⁵ Ropele, T. (2026). Rerouting of Chinese products in response to US trade tariffs: evidence from Italian firms' expectations (No. 1000). Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.

Conclusioni e prospettive per il 2026

Le esportazioni italiane a prezzi correnti sono tornate a crescere nel 2025, ma il progresso è anche dovuto all'aumento dei prezzi: i dati in volume offrono un quadro meno favorevole e compatibile con una più contenuta crescita delle vendite. Il rimbalzo rispetto al 2024 è stato, inoltre, trainato dall'eccezionale performance di pochi settori, quali la farmaceutica e i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli, soprattutto verso gli Stati Uniti. Gli scambi con gli USA sono stati pesantemente condizionati sia dall'anticipazione degli acquisti per evitare gli annunciati dazi, soprattutto per quanto riguarda i prodotti farmaceutici, sia dal balzo del comparto dei mezzi di trasporto diversi dalle auto, tipicamente volatile e meno influenzato da dinamiche cicliche. Al netto dei prodotti farmaceutici e degli altri mezzi di trasporto, infatti, l'export italiano verso gli USA è calato, verosimilmente a causa dell'aumento dei dazi, dopo che già il 2024 era stato un anno di debolezza per la domanda statunitense di merci italiane. Si è, inoltre, ampliato il disavanzo commerciale con la Cina, a causa di un calo delle esportazioni e di un aumento delle importazioni, accentuando una tendenza già in atto da alcuni anni, ovvero l'aumento delle quote di mercato cinesi sui mercati europei e la riduzione della dipendenza dai partner commerciali, diretta conseguenza delle politiche industriali e commerciali di Pechino. Anche l'apprezzamento dell'euro, pari a circa il 2% in media annua rispetto al paniere di valute dei principali partner, ha contribuito a frenare, seppur in misura modesta, l'export verso i paesi al di fuori dell'area euro (che peraltro, al netto di Cina e Stati Uniti, è rimasto positivo). Infine, dopo due anni è tornato a crescere l'export verso gli altri paesi europei.

Nel 2026, l'impatto dei dazi sull'export verso gli Stati Uniti potrebbe iniziare a farsi sentire in modo più tangibile e dovrebbe invertirsi il processo di *frontloading*. Al momento, il trasferimento delle tariffe doganali sui prezzi al consumo statunitensi è stato modesto, probabilmente pari a non più di un terzo degli incrementi tariffari, ma, secondo uno studio della New York Fed⁶, oltre il 90% dell'impatto è stato scaricato sugli importatori. Ci aspettiamo, dunque, che, con il proseguimento del *pass-through* sui listini finali, la domanda possa iniziare a risentirne maggiormente. Assumendo che, dopo il -6% registrato nel 2025, l'export di beni al netto di farmaceutica e altri mezzi di trasporto possa calare ulteriormente, che le vendite di farmaci possano riassorbire parte del balzo del 2025 riallineandosi alla tendenza dei dieci anni precedenti, e che le esportazioni di altri mezzi di trasporto correggano fisiologicamente dopo l'anomalo balzo del 2025. Sotto queste ipotesi, **riteniamo possibile che l'export verso gli Stati Uniti possa contrarsi in media nel 2026.**

Al contrario, **dovrebbe essere la domanda europea a rafforzarsi**, sulla scia degli effetti ritardati dei tagli dei tassi e della ripresa del ciclo tedesco. **Per quanto riguarda, invece, la domanda extra-europea al di fuori degli Stati Uniti, la principale incognita è rappresentata dalla Cina (che peraltro pesa per poco più del 2% sull'export totale italiano). La domanda da parte del resto del mondo dovrebbe, invece, mantenersi positiva** nonostante dinamiche valutarie in media sfavorevoli: la tenuta del ciclo globale e la ricerca da parte delle imprese italiane di nuovi mercati in cui espandersi dovrebbero permettere ai flussi commerciali di mantenere una tendenza espansiva e all'export italiano di beni di crescere, seppur modestamente, nel 2026.

⁶ Amiti M., Flanagan C., Heise S., Weinstein D.E. (2026), Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs? Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, February 12, 2026

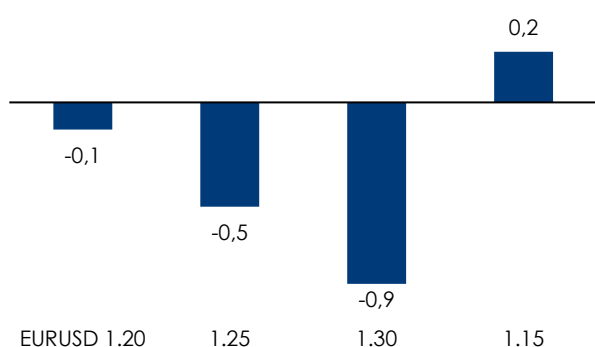
Appendice: quale sarebbe l'impatto di un apprezzamento del cambio euro/dollaro sull'export italiano?

Per stimare l'impatto sull'export italiano di un apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro stimiamo un semplice modello econometrico che spiega la crescita delle esportazioni attraverso due sole variabili: un indice di domanda globale e il tasso di cambio euro/dollaro⁷. Come proxy di domanda estera utilizziamo sia l'indice Oxford Economics sulla domanda mondiale rivolta verso l'Italia, sia le stime della BCE pubblicate nell'esercizio trimestrale di previsioni dello staff sulla domanda extra-Europea. Calcoliamo quindi l'evoluzione dell'export sulla base di diversi sentieri del tasso di cambio. Come controlli di robustezza, oltre a sfruttare serie diverse di domanda estera, utilizziamo più modelli con ritardi differenti.

Nel nostro scenario di base vediamo un tasso euro/dollaro in graduale convergenza verso 1,19 a fine 2026. Definiamo quattro scenari alternativi: 1) apprezzamento dell'euro a 1,20; 2) apprezzamento a 1,25; 3) apprezzamento a 1,30; 4) deprezzamento a 1,15.

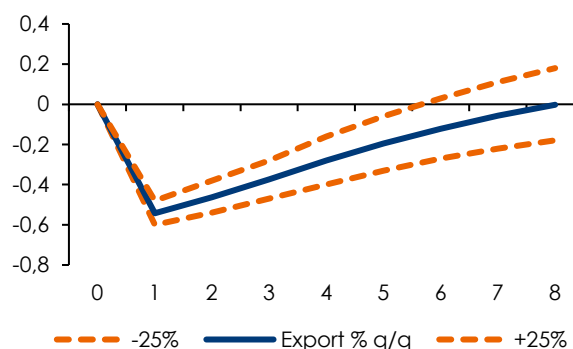
I risultati della nostra analisi di scenario suggeriscono che un apprezzamento dell'euro in rapporto al dollaro rispetto alla nostra baseline fino a 1,20 entro fine anno potrebbe ridurre la crescita annua dell'export di circa 1 decimo. L'effetto negativo si amplificherebbe fino a quasi un punto percentuale nello scenario negativo in cui l'euro si dovesse portare fino a 1,30 sul dollaro. Al contrario, un deprezzamento dell'euro rispetto al biglietto verde potrebbe aggiungere circa 0,2 punti percentuali alla crescita annua delle esportazioni.

Fig. 20 – Impatto sulla crescita annua dell'export in diversi scenari del tasso di cambio EUR/USD



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 21 – Impulse responses cumulate di uno shock valutario pari a una deviazione standard



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario più negativo, un apprezzamento della valuta unica fino a 1,30 rispetto alla media di 1,16 registrata nel trimestre finale del 2025, corrisponde a uno shock sul tasso di cambio EUR/USD pari a una deviazione standard. Stimando le impulse responses di un modello VAR in seguito a uno shock valutario nell'arco di un trimestre, i risultati evidenziano un impatto immediato pari a circa mezzo punto sulla crescita trimestrale delle esportazioni, ma l'effetto cumulato dovrebbe continuare a frenare l'export per oltre un anno.

⁷ $\exp_qq_t = \alpha + \sum_{i=1}^n \exp_qq_{t-i} + \sum_{i=0}^n global_demand_qq_{t-i} + \sum_{i=0}^n EURUSD_{t-i} + \varepsilon_t$

Sintesi della previsione macroeconomica

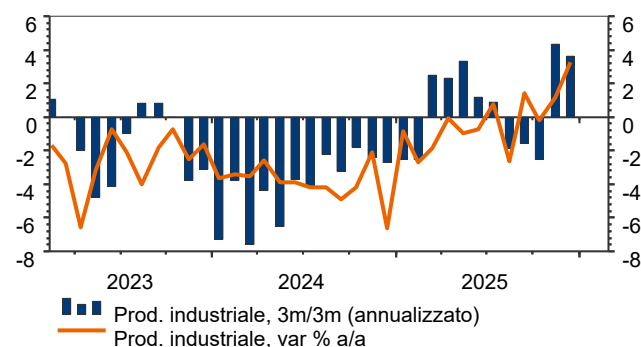
	2025	2026p	2027p	2025	2026				2027				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.8	0.8	0.6	0.8	0.5	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9	0.7	0.6
- var.ne % t/t				0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2
Consumi delle famiglie	0.8	0.9	1.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Investimenti fissi, di cui:	3.3	1.6	1.4	0.6	0.7	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
- in macchinari e altro	3.4	2.9	1.8	1.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
- in mezzi di trasporto	3.2	4.3	1.4	4.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
- in costruzioni	3.2	0.3	1.2	-0.5	0.7	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
Esportazioni	1.0	0.2	1.8	2.6	-1.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Importazioni	3.6	3.4	1.6	1.2	2.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
Contributo % al PIL													
Commercio estero	-0.7	-0.9	0.1	0.5	-1.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	1.3	1.0	1.0	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	0.1	0.8	-0.3	-0.5	1.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.1
Attività produttiva													
Produzione industriale	-0.3	0.9	0.8	-0.4	0.9	0.3	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.5	1.4	1.8	1.6	1.6	1.8	1.9
- escl. alimentari, energia (a/a)	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
PPI (a/a)	1.9	0.2	1.1	1.0	-0.5	-1.9	1.1	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
Disoccupazione (%)	6.0	5.6	5.7	6.0	5.6	5.7	5.6	5.5	5.6	5.6	5.6	5.7	5.8
Occupati totali	0.8	0.5	0.6	-0.2	0.3	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1
Salari contrattuali	3.1	2.2	1.7										
Reddito disponibile reale	2.0	0.6	0.7										
Tasso di risparmio (%)	10.2	10.0	9.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.1	1.8	2.0										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.0	-2.8	-2.6										
Debito (% PIL)	136.2	137.8	137.7										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.05	2.02	2.34	2.03	2.05	2.01	2.01	2.01	2.02	2.02	2.01	2.11	2.34
Long term (10Y) rate (%)	3.57	3.55	3.92	3.55	3.44	3.41	3.47	3.63	3.70	3.76	3.90	4.03	3.97
BTP/Bund spread	0.94	0.80	0.91	0.86	0.76	0.78	0.80	0.80	0.80	0.84	0.89	0.94	0.98

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

Produzione industriale in ripresa su base annua a fine 2025

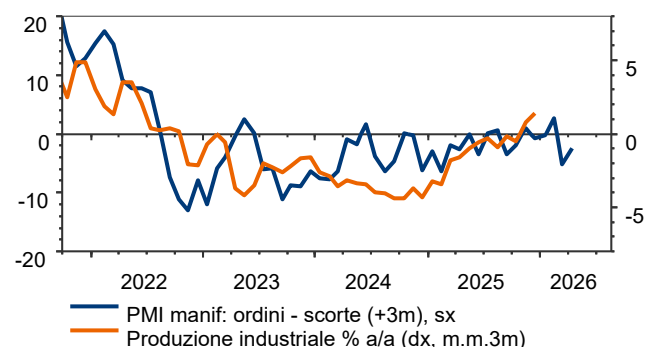
La produzione industriale ha registrato una correzione circa in linea con le attese a dicembre, di -0,4% m/m, dopo il rimbalzo di +1,5% m/m visto a novembre. **La variazione annua è migliorata più del previsto**, a 3,2% (corretto per gli effetti di calendario) da 1,4% il mese precedente: si tratta di un **massimo da oltre tre anni e mezzo**. La flessione su base mensile è dovuta ai **beni intermedi** (-0,4% m/m) e ai **beni di consumo durevoli** (-1,3% m/m), mentre gli altri gruppi risultano in crescita nel mese. I beni durevoli sono anche l'unico macro-settore in calo su base annua (-4,4%), mentre **il comparto trainante in termini tendenziali è quello dei beni di investimento (7,2% a/a: si tratta di un massimo da due anni e mezzo)**. Il dettaglio per settore mostra che **la contrazione mensile è meno accentuata ove si consideri il solo settore manifatturiero** (-0,2% m/m). **Spicca il balzo** sia del volatile comparto della raffinazione (+12,1% m/m ma la variazione annua resta in negativo), sia **del farmaceutico (+6,3% m/m, +23,8% a/a)**. Tra i settori maggiormente in calo su base annua si nota il tessile e abbigliamento (-3,4% sia nel mese che sull'anno), nonché la chimica (-1% m/m, -3,6% a/a). **Nel 4° trimestre 2025, la produzione industriale è cresciuta di 0,9% t/t**, dopo la flessione di -0,3% t/t vista nei tre mesi precedenti. In sintesi, il dato non cambia di molto lo scenario. Nonostante il calo di dicembre, il trimestre autunnale lascia un'eredità statistica positiva (+0,2% t/t) sul trimestre corrente. **Le indagini di fiducia delle imprese manifatturiere tra dicembre e gennaio sono state miste** (con il PMI più negativo rispetto alla survey dell'Istat), **ma nel complesso non supportano una prospettiva di stabile ripartenza dell'attività produttiva**. In ogni caso, pensiamo che l'industria, dopo aver dato un contributo positivo al valore aggiunto a fine 2025, possa non dare un apporto significativo alla crescita del PIL a inizio 2026.

La produzione industriale su base annua è ai massimi da tre anni e mezzo...



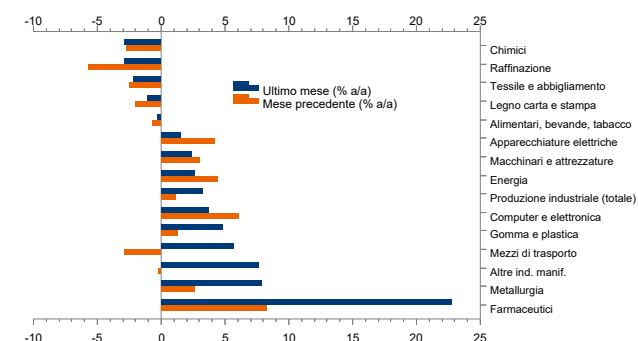
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...anche se le indagini non suggeriscono una stabile ripartenza dell'attività produttiva



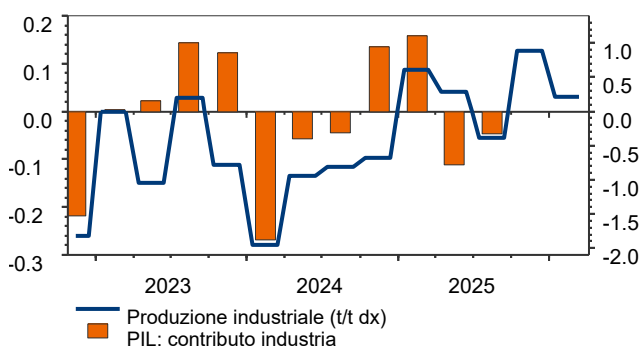
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il farmaceutico è di gran lunga il settore produttivo trainante



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il contributo dell'industria al PIL, dopo essere stato significativamente positivo a fine 2025, potrebbe riavvicinarsi a zero nel trimestre corrente



Nota: in caso di stabilità dell'indice di produzione industriale nei primi tre mesi del 2026. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

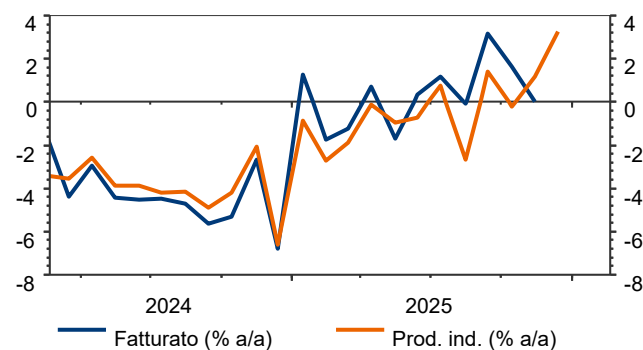
Segnali di recupero dalle indagini manifatturiere a inizio 2026

A gennaio l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è tornato a salire (più del previsto), da 88,5 a 89,2, recuperando il calo registrato a dicembre e riportandosi sui livelli di novembre. Il miglioramento riguarda i giudizi su ordini (inclusi quelli dall'estero) e produzione, sia corrente sia attesa, mentre le valutazioni sull'occupazione risultano poco variare. La risalita coinvolge tutti i principali raggruppamenti industriali ed è più marcata per i beni strumentali, confermando la dinamica positiva già osservata nel mese precedente.

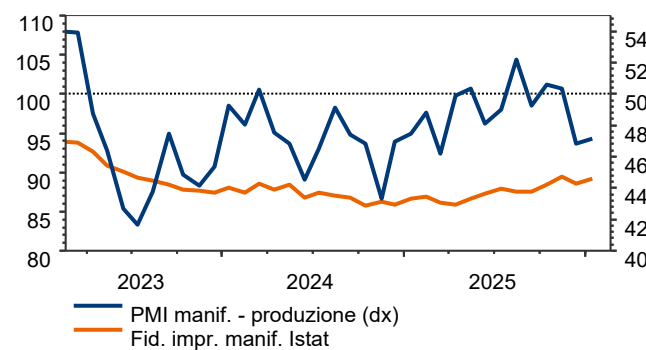
L'indagine PMI manifatturiere di gennaio indica a sua volta un lieve recupero, a 48,1 da 47,9; il livello dell'indice resta peraltro al di sotto sia della soglia di invarianza, sia della media dell'ultimo anno (48,6). Migliorano marginalmente le indicazioni delle imprese sulla produzione (47,1 da 46,8) e sui nuovi ordini (47,4 da 46,9), anche se gli ordini dall'estero rimangono sostanzialmente stabili (48,9). La quantità di acquisti scende ai minimi da agosto (46,4), riflettendo una certa cautela da parte dei direttori degli acquisti nella gestione delle scorte. Sul fronte dei prezzi riemergono pressioni al rialzo: i costi degli input salgono a 58, un record da novembre 2022, mentre i prezzi di vendita tornano sopra la soglia di espansione (51,7 da 49,6), ai massimi da febbraio 2023.

In sintesi, dopo la flessione di dicembre, le indagini manifatturiere di gennaio segnalano un tentativo di stabilizzazione del settore, anche se non sembrano ancora coerenti con una vera ripartenza dell'attività produttiva.

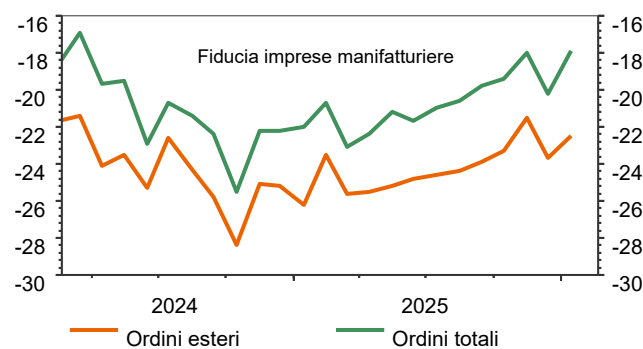
Sia la produzione che il fatturato nell'industria sembrano aver superato il punto di minimo...



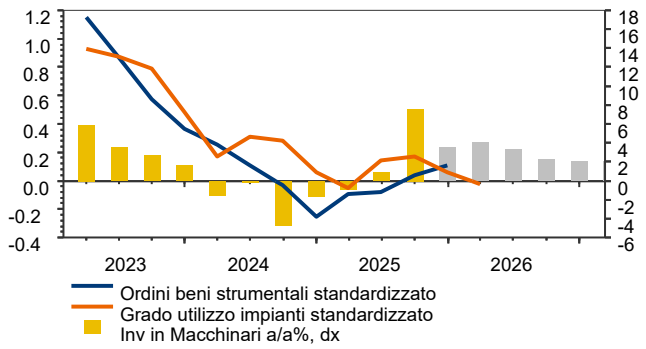
...anche se le indagini di fiducia delle imprese manifatturiere ancora non segnalano una vera svolta



Riprende il trend di recupero per i giudizi delle imprese industriali sugli ordini correnti (anche dall'estero)



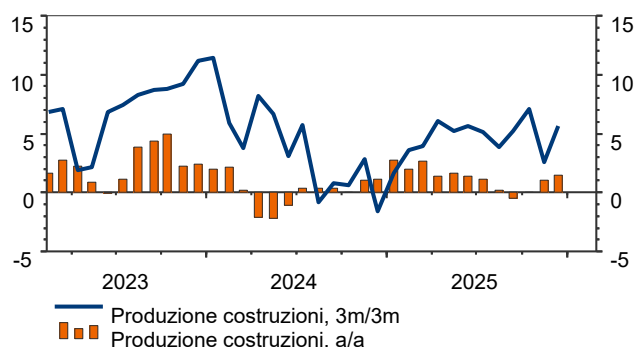
Il grado di utilizzo degli impianti ha mostrato una flessione di recente, ma gli ordini di beni strumentali continuano a segnalare un prosieguo del ciclo degli investimenti



Le costruzioni hanno sorpreso al rialzo nel 2025, ma è atteso un rallentamento da inizio 2026

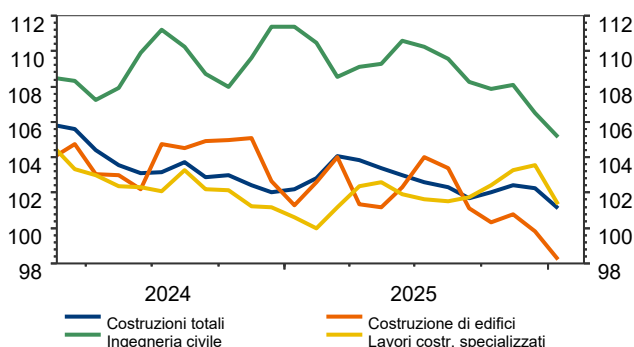
La produzione nelle costruzioni ha visto un recupero di 0,5% m/m a dicembre, dopo la correzione di -1,7% di novembre. La variazione annua (corretta per gli effetti di calendario) ha registrato una riaccelerazione a 5,4% da 2,5% del mese precedente (**l'output è cresciuto su base tendenziale in ogni singolo mese del 2025**). L'anno si è chiuso con un incremento di 3,9% grezzo e 4,8% corretto per i giorni lavorativi. Il 4° trimestre 2025 ha visto un rimbalzo di 1,5% t/t dopo la diminuzione di -0,5% del trimestre precedente. **Tuttavia, i segnali dalle indagini di fiducia di gennaio danno indicazioni prospettiche assai meno rassicuranti. L'indice Istat di morale delle imprese di costruzione è sceso ancora a gennaio, da 101 a 99,8, toccando il livello più basso da quasi cinque anni.** Il peggioramento è dovuto soprattutto alla flessione nella costruzione di edifici, mentre si osserva un miglioramento del morale nell'ingegneria civile. **Anche l'indice PMI costruzioni è calato ulteriormente nel primo mese dell'anno**, a 47,7 da 47,9 di dicembre, tornando ai minimi da agosto 2024. Il dato segnala una prosecuzione della contrazione dell'attività, dopo il progressivo indebolimento osservato nella parte finale del 2025. **In sintesi, i dati di produzione sino a dicembre restano positivi, ma il tono via via più fiacco delle indagini segnala la possibilità di una correzione già a inizio 2026. In ogni caso, il quadro resta assai disomogeneo tra comparti:** quello residenziale continua a soffrire della stretta sui bonus edilizi, il non residenziale beneficia dell'implementazione delle opere previste dal PNRR.

I dati sulla produzione nelle costruzioni sino a dicembre restano positivi...



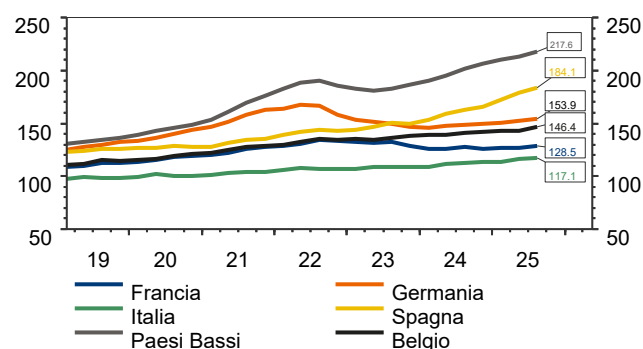
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

... ma l'indagine Istat sul morale dei costruttori evidenzia un maggior pessimismo in particolare nel settore della costruzione di edifici (che risente della stretta sui bonus edilizi)



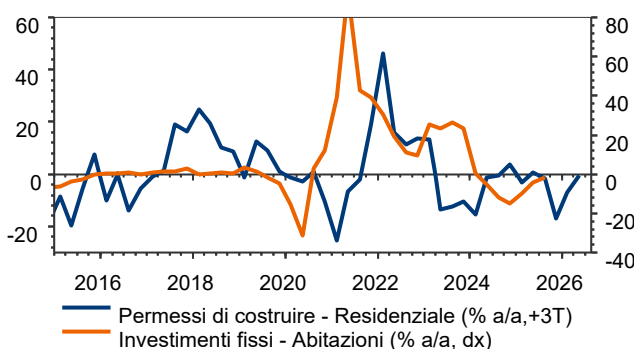
Note: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue la crescita dei prezzi delle case



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Non più negativi i permessi edilizi, anche nel settore residenziale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

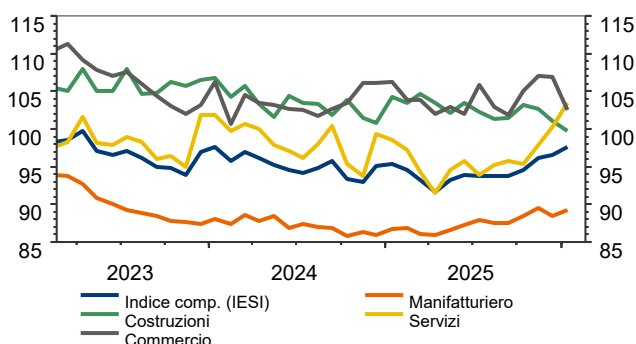
L'attività economica nei servizi è in accelerazione

A gennaio l'indice Istat sul clima di fiducia delle imprese dei servizi è salito per il terzo mese consecutivo, da 100,2 a 103,4 di dicembre, toccando un massimo da settembre 2024. L'indagine evidenzia un progresso diffuso a tutte le principali componenti, e trainato in particolare da trasporti e magazzinaggio (il comparto che in precedenza aveva dato i maggiori segnali di debolezza).

Segnali positivi sono giunti, nel primo mese dell'anno, anche dall'indice PMI servizi, risalito a 52,9 da 51,5 di dicembre. Tuttavia, l'indagine non è univocamente confortante, in quanto mostra un rallentamento (sia pur su livelli ancora sostenuti) sia dei nuovi affari (da 54,9 a 52,9) sia delle aspettative sull'attività futura (da 61,7 a 59,4). L'indagine registra anche un aumento dei prezzi praticati (a 53,2 da 52,5).

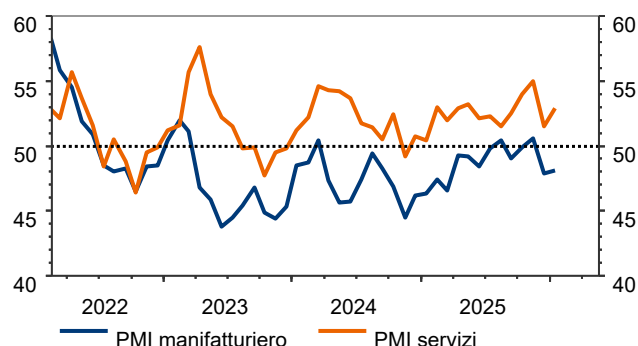
In sintesi, le **indagini di inizio anno delineano un quadro positivo per i servizi**, che potrebbe vedere una accelerazione del valore aggiunto a inizio 2026. Un contributo potrebbe venire anche dall'impatto sul 1° trimestre dell'anno dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina.

Tra i principali settori, i servizi sono quello che registrano il maggiore incremento della fiducia delle imprese negli ultimi mesi (secondo l'indagine Istat)



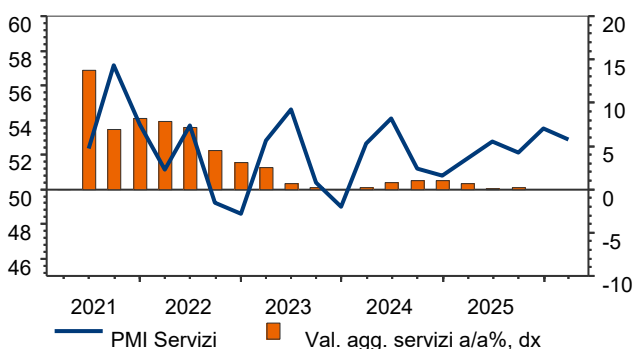
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Torna a salire a gennaio anche il PMI servizi, dopo il rallentamento visto a dicembre



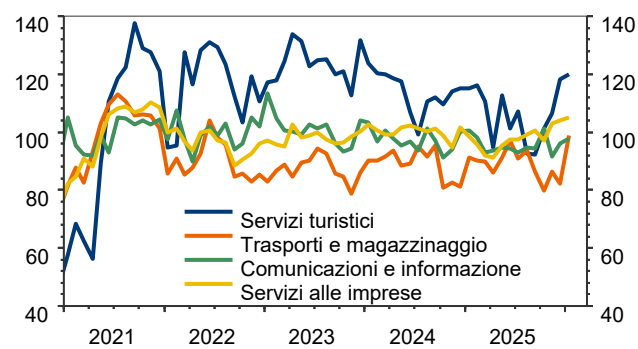
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il livello del PMI servizi è coerente con una accelerazione del valore aggiunto nel settore a inizio 2026



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

In recupero a gennaio il morale nel trasporto e magazzinaggio (il comparto che aveva dato i maggiori segnali di debolezza in precedenza)

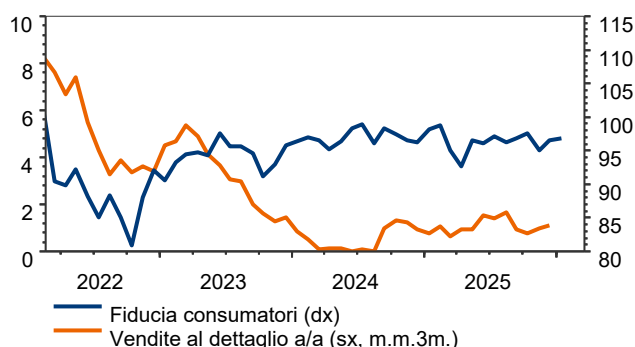


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Consumi ancora frenati dall'incertezza

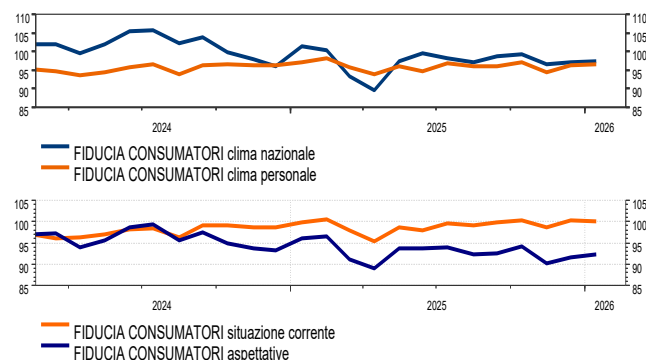
A dicembre, le vendite al dettaglio hanno registrato un calo sia in valore (-0,8% m/m) sia in volume (-0,9% m/m). La flessione riguarda sia gli alimentari (-0,9% in valore e -1,2% in volume) che i beni non alimentari (-0,7% in valore e -0,8% in volume). Su base annua, le vendite crescono dello 0,9% in valore ma calano di -0,2% in volume. L'aumento in valore è più marcato per gli alimentari (+1,7%), che però registrano una flessione in volume (-0,6%), mentre i non alimentari mostrano una dinamica più equilibrata (+0,3% in valore e +0,1% in volume). Tra questi ultimi **emergono andamenti eterogenei: mostrano una buona dinamica i prodotti farmaceutici (+4,6%)** e quelli di profumeria e cura della persona (+3,8%), mentre si registrano flessioni per utensileria e ferramenta (-3,4%) e per calzature e articoli in cuoio (-3,3%). **Segnali moderatamente più incoraggianti sono giunti dall'indagine Istat sulla fiducia dei consumatori a gennaio.** Il morale è salito per il secondo mese consecutivo, seppur marginalmente, da 96,6 a 96,8. Il miglioramento è dovuto alle aspettative per il futuro, mentre la condizione corrente è poco variata. **Sono calate per il secondo mese le preoccupazioni sulla disoccupazione,** e sono migliorate le possibilità sia attuali che future di risparmio. **I giudizi sulla situazione economica della famiglia sono ai massimi da quasi un anno.** Viceversa, sono tornate a peggiorare le opportunità di acquisto di beni durevoli (che a dicembre avevano toccato un massimo da quasi quattro anni). Il miglioramento della fiducia è stato anche favorito da una **minore inflazione attesa per i prossimi 12 mesi.** **Nel complesso, resta valida l'ipotesi di una graduale ripresa dei consumi sulla scia del recupero del potere d'acquisto delle famiglie (che continua ed è anzi più vivace di quanto inizialmente stimato).** Tuttavia, **l'incertezza sullo scenario economico e geopolitico internazionale resta un fattore di freno:** il tasso di risparmio, dopo l'impennata vista nel 3° trimestre 2025, potrebbe gradualmente "normalizzarsi", rimanendo però su livelli più elevati rispetto al trend pre-pandemico.

Vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie solo in moderato recupero



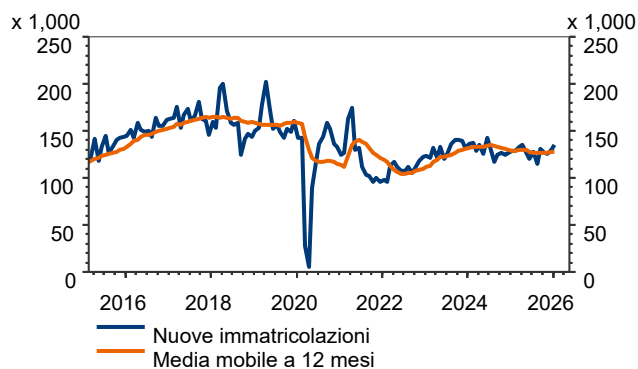
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La ripresa del morale dei consumatori a gennaio è trainata dalle aspettative per il futuro



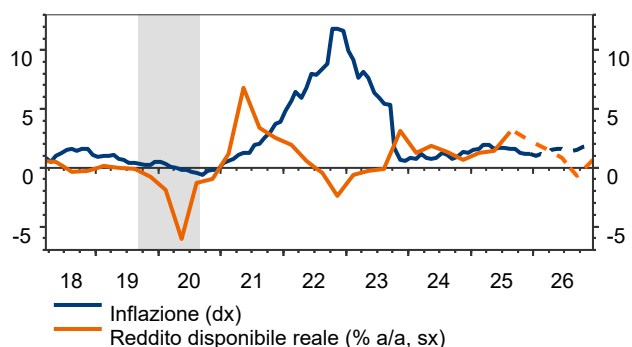
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In lieve ripresa a gennaio la dinamica delle vendite di auto (+6,2% a/a)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

La tendenza annua del potere d'acquisto delle famiglie, dopo il picco del 3° trimestre, dovrebbe gradualmente "normalizzarsi"



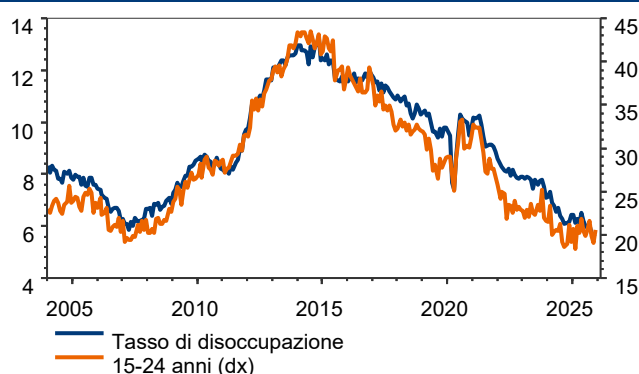
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Disoccupazione su nuovi minimi, ma anche per via della maggiore inattività

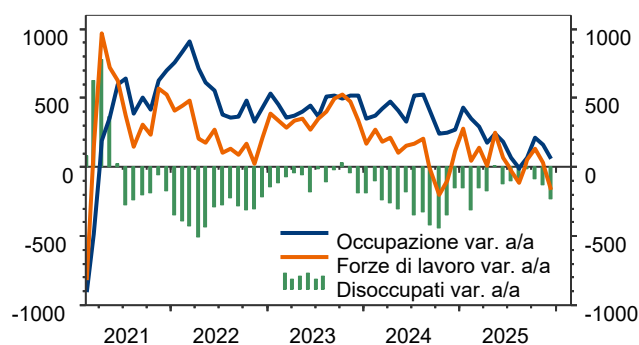
A dicembre, il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente, al 5,6%, toccando un nuovo minimo storico da quando vengono diffuse le serie mensili. Tuttavia, il calo è dovuto all'aumento dell'inattività (al 33,7%), mentre il tasso di occupazione è diminuito (al 62,5%). Su base mensile, gli occupati sono diminuiti di 20 mila unità (-0,1% m/m), e la flessione coinvolge soprattutto gli uomini, i lavoratori a termine e le classi centrali di età (25-34 e 35-49 anni). Al contrario, cresce l'occupazione tra le donne, tra i lavoratori autonomi e tra gli under 25, mentre risultano sostanzialmente stabili i dipendenti permanenti e gli over 50. **Il tasso di disoccupazione giovanile è risalito al 20,5% (+1,4 punti), in controtendenza rispetto al dato complessivo.**

In sintesi, il calo del tasso di disoccupazione continua a riflettere le dinamiche dal lato dell'offerta, con un ampliamento dell'area dell'inattività. **L'aumento degli inattivi nell'ultimo anno è concentrato tra gli under 25**, il che appare coerente con i dettagli contenuti nel report Istat sul mercato del lavoro nel 3° trimestre 2025, che mostravano come **la causa principale di aumento dell'inattività siano i motivi di studio**. I motivi familiari potrebbero spiegare in parte l'aumento degli inattivi tra i 25 e i 50 anni. Nel complesso, l'occupazione mantiene un profilo di crescita su base annua, ma con una composizione sempre più sbilanciata verso le componenti più stabili e verso le fasce di età più elevate. **Resta da capire se la tendenza recente di aumento dell'inattività sia un fenomeno temporaneo o destinato a continuare nei prossimi mesi.**

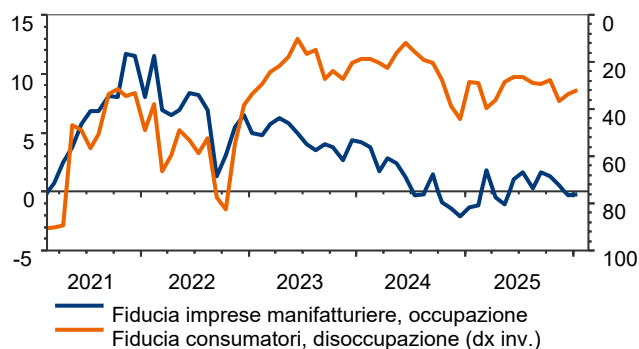
Il tasso di disoccupazione ha raggiunto un nuovo minimo da quando sono disponibili le serie mensili...



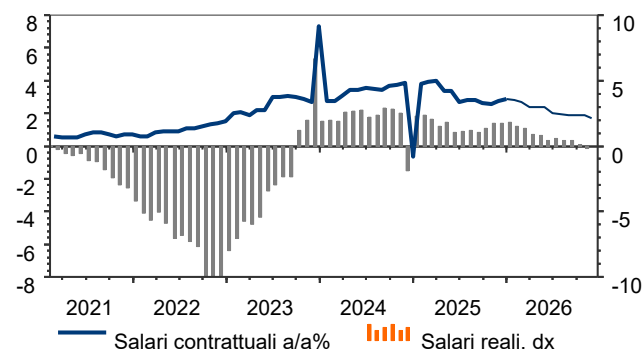
... ma in un quadro di minore dinamismo sia per la domanda che per l'offerta di lavoro



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



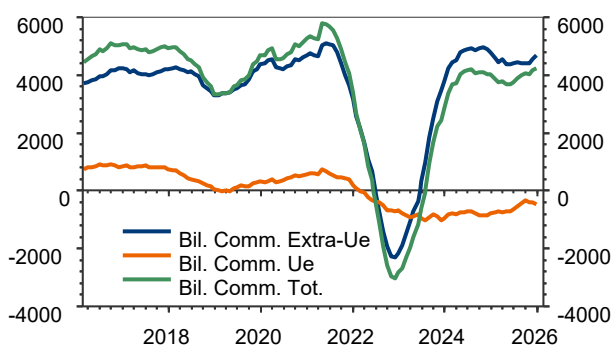
I salari reali restano in territorio positivo ma si andranno via via "normalizzando" nel corso dei prossimi mesi



Export resiliente nel 2025, ma l'effetto dei dazi potrebbe essere ritardato

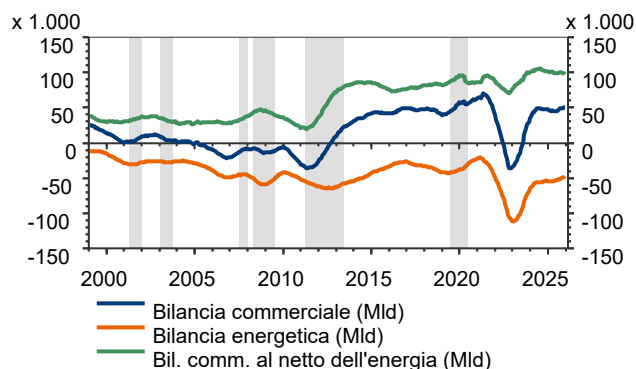
I dati sul commercio estero di dicembre mostrano un incremento congiunturale contenuto sia per le esportazioni (+0,3% m/m) che per le importazioni (+0,1%). La dinamica mensile dell'export riflette un'espansione verso i mercati extra UE (+1,9%) a fronte di una flessione verso la UE (-1,1%). Nel complesso del quarto trimestre 2025 le vendite all'estero risultano in calo di -1,4% t/t, mentre l'import è poco variato (-0,2% t/t), il che appare coerente con un **contributo negativo dell'export netto alla crescita del PIL nello scorcio finale dello scorso anno**. La **crescita tendenziale dell'export a dicembre è trainata soprattutto dai metalli (+27,8% a/a) e dai mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (+25,2% a/a)**, mentre il settore della raffinazione mostra un ampio calo (-31% a/a). A livello geografico, **il maggiore impulso tendenziale proviene dalla Svizzera (+41,7% a/a) e dai paesi ASEAN (+48% a/a)**, seguiti da Polonia, Francia e Spagna; in calo invece le vendite verso Turchia, Regno Unito, Paesi Bassi e Belgio. Il saldo commerciale di dicembre è pari a +6,0 miliardi, in miglioramento rispetto a un anno prima grazie a un deficit energetico più contenuto (-3,8 miliardi), nonostante un avanzo non energetico in lieve riduzione. **Nel 2025, l'export italiano in valore si è dimostrato resiliente**, avendo registrato una crescita del 3,3% dopo la flessione di -0,5% nel 2024. In particolare, **sono tornate in positivo le vendite verso gli USA (+7,2%)**, ma l'effetto dei dazi potrebbe almeno in parte scaricarsi sul 2026. Nel complesso, **continuiamo a ritenere che il contributo degli scambi con l'estero al PIL quest'anno sarà più negativo rispetto a quello visto lo scorso anno**.

L'avanzo commerciale verso i Paesi extra-UE sta tornando vicino ai massimi



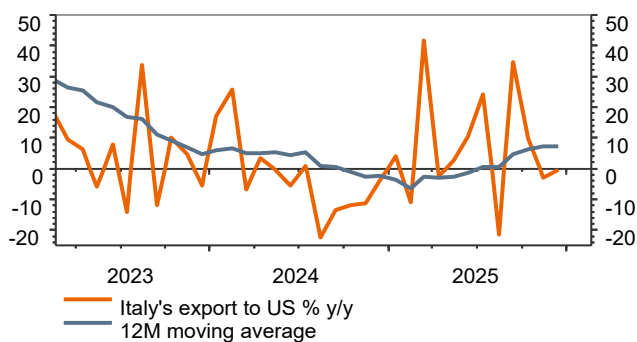
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il deficit energetico è in miglioramento per via del calo dei prezzi dell'energia importata



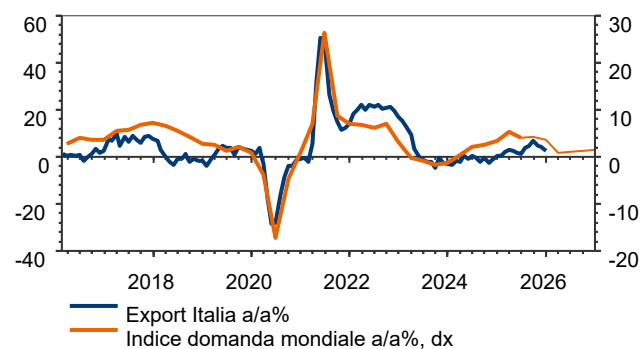
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dazi non hanno frenato l'export verso gli USA, che è cresciuto del 7,2% nel 2025



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Manteniamo cautela sull'export, in quanto la domanda estera rivolta all'Italia mostra ancora spazi di rallentamento



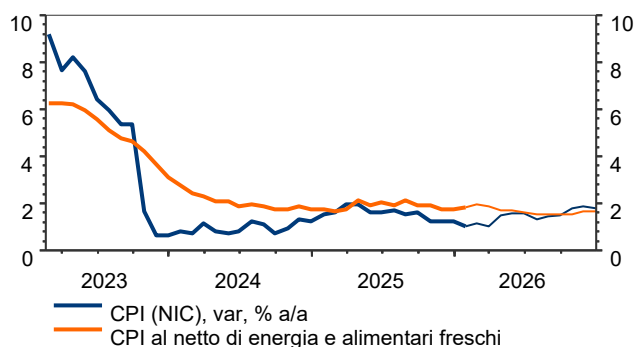
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

In aumento i rischi verso il basso sull'inflazione

L'inflazione ha registrato un rallentamento a gennaio, all'1% a/a dall'1,2% di dicembre sia sull'IPCA che sull'indice nazionale. Sul NIC, i prezzi dei beni sono in territorio negativo (-0,2% a/a). Pressioni al rialzo continuano a venire soprattutto dagli alimentari sia freschi (2,5% a/a), mentre l'inflazione energetica sia regolamentata che non regolamentata è in territorio ampiamente negativo (-9,6% e -5,9% a/a, rispettivamente). I servizi mantengono un ritmo superiore all'inflazione generale (2,5% a/a), per via soprattutto dei servizi relativi all'abitazione (4,4%) e dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (3%). L'inflazione core si attesta all'1,7% a/a (quella al netto di energia, alimentari e tabacchi all'1,8%). Si colloca all'1,9% a/a sia l'inflazione sul "carrello della spesa", sia quella sui beni ad alta frequenza di acquisto.

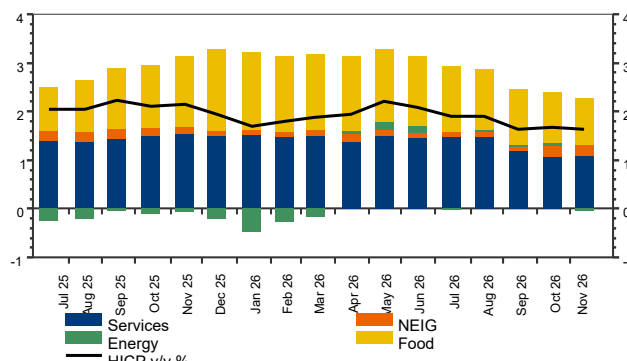
In prospettiva, ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi dell'energia potrebbero arrivare dagli effetti del decreto approvato dal Governo il 18 febbraio contenenti misure per la riduzione del costo dell'energia elettrica e del gas in favore di famiglie e imprese. L'impatto sull'inflazione generale dell'ulteriore sconto di 115 euro per le famiglie vulnerabili (che si aggiunge al bonus sociale da 200 euro già esistente) è piccolo (un decimo, nelle nostre stime), mentre gli effetti delle altre misure finalizzate alla riduzione del prezzo all'ingrosso dell'energia elettrica sono al momento di difficile quantificazione. Nel complesso, confermiamo la nostra previsione di una **media di inflazione nel 2026 a 1,6% sull'IPCA e 1,5% sul NIC**. Ad oggi, i rischi su queste stime ci appaiono moderatamente verso il basso.

L'inflazione è attesa ancora sotto il 2% nel 2026



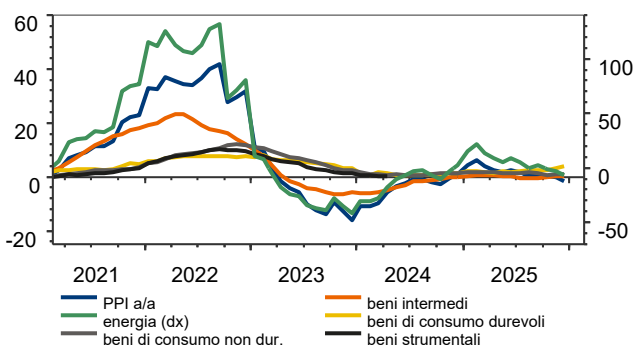
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Nel nostro scenario di base, il contributo dell'energia rimarrà significativamente negativo solo nel 1° trimestre



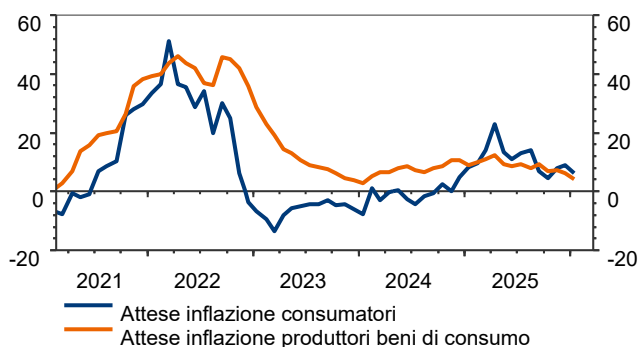
Fonte: Istat, Intesa Sanpaolo

Il PPI è tornato in territorio negativo (-2% a/a a dicembre)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'inflazione attesa da famiglie e imprese è in rallentamento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

I prestiti alle società non finanziarie hanno chiuso il 2025 in crescita del 2%

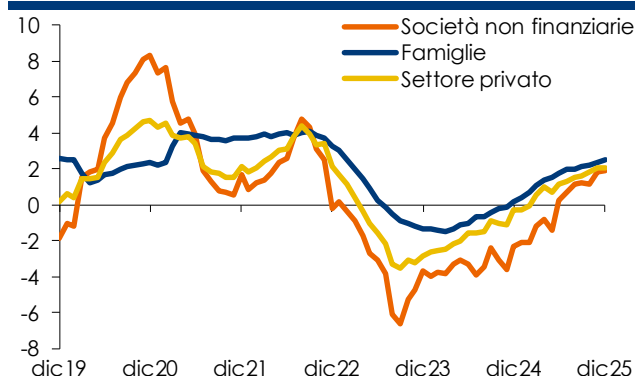
È proseguito il rafforzamento dei prestiti alle società non finanziarie, in crescita a dicembre del 2,0% a/a dal +1,8% di novembre, sostenuta dai finanziamenti a medio-lungo termine. Anche i prestiti alle famiglie hanno accelerato, a +2,5%, grazie alla dinamica dello stock di mutui, salita a +3,4%. Nel complesso, i prestiti a famiglie e imprese sono cresciuti del 2,2% a fine 2025.

Elisa Coletti

I **prestiti al settore privato** hanno chiuso il 2025 con una crescita del 2,1%, confermando il dato di novembre e il rafforzamento registrato durante la ripresa iniziata lo scorso marzo, trainata prima dai finanziamenti alle famiglie e poi dal rilancio di quelli alle imprese. A dicembre i **prestiti alle società non finanziarie hanno visto un'accelerazione a +2,0% a/a, dal +1,8% di novembre**, una dinamica raggiunta in soli sette mesi, con il ritorno alla crescita a giugno dal -1,4% di maggio. Anche l'andamento dei **prestiti alle famiglie si è irrobustito, a +2,5% a fine 2025 dal +2,4% di novembre**. Le prime indicazioni su gennaio 2026 sono di consolidamento della crescita del totale dei prestiti a famiglie e imprese (a +1,9%, secondo i dati preliminari ABI dal 2,2% di dicembre), mentre l'aggregato più ampio dei prestiti al settore privato risulterebbe in aumento del 2,4%.

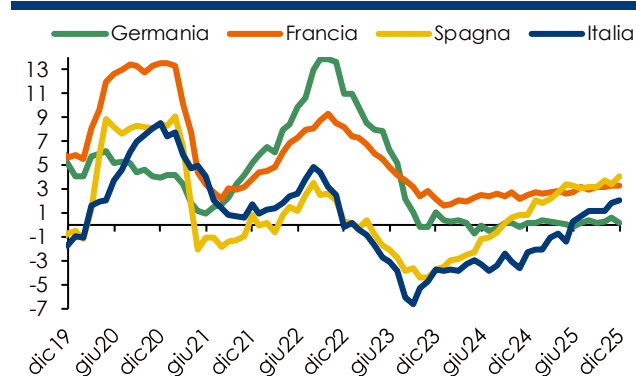
La ripresa osservata in Italia si inserisce in un panorama misto a livello europeo, che vede la conferma di una **crescita del 2,8% dei prestiti a società non finanziarie dell'area euro**, in linea con novembre e ai massimi da metà 2023. Tra i principali paesi, **la Francia ha mantenuto il ritmo robusto del 3,3% già registrato a novembre**, mentre in **Spagna si è vista un'accelerazione a +4,0%** (dal 3,4% di novembre e 3,7% di ottobre). **Il quadro tedesco resta invece stagnante**: dopo un cenno di recupero a +0,6% a novembre, il tasso di variazione è tornato a 0,1% a fine 2025.

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



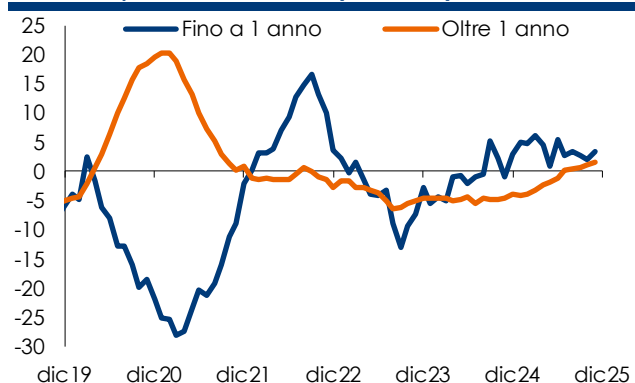
Fonte: Banca d'Italia

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



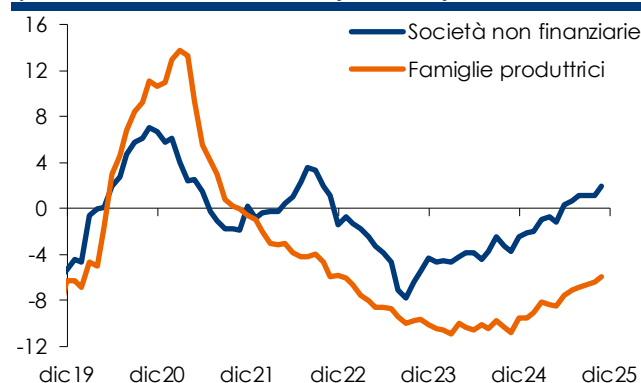
Fonte: BCE

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Andamento dei prestiti alle famiglie produttrici a confronto con quelli alle società non finanziarie (var. % a/a)

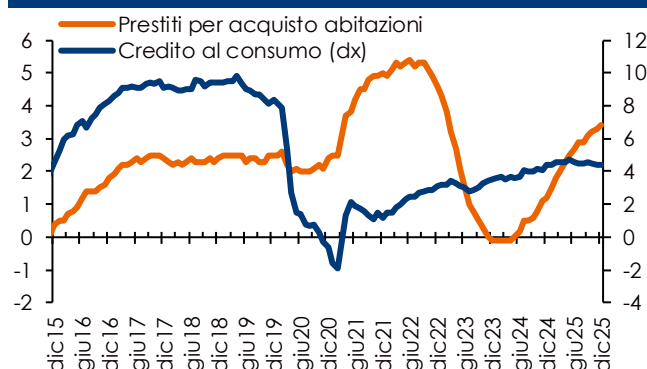


Fonte: BCE

Il recupero dei prestiti alle società non finanziarie italiane resta sostenuto dai **finanziamenti a medio-lungo termine, che hanno segnato una variazione dell'1,4% a fine 2025**, dall'1,6% di novembre. È proseguito anche l'aumento dei prestiti a breve termine che, in chiusura d'anno, hanno mantenuto un buon ritmo, del 4,0% dopo il +3,5% a/a di novembre.

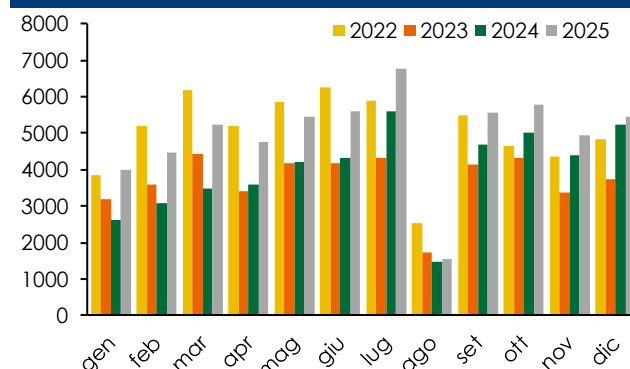
Dal lato del credito alle famiglie, i **prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato ad accelerare, raggiungendo una crescita dello stock del 3,4% a/a**, dal 3,3% di novembre. È proseguito, infatti, l'**aumento delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, sebbene a un ritmo più moderato, pari al 3,6% a/a a dicembre**, dopo oltre un anno di variazioni a due cifre (+12,6% a novembre). Con riferimento al totale delle erogazioni mensili, **quelle a tasso variabile hanno confermato la ripresa**, in atto da metà 2025, risultando circa triplicate rispetto a fine 2024. Diversamente, le operazioni a tasso fisso hanno segnato un calo nell'ultimo trimestre, toccando il -12,6% a fine anno. Questa dinamica nella composizione delle erogazioni si giustifica alla luce del differenziale tra tasso fisso e variabile, risultato favorevole a quest'ultimo per il sesto mese consecutivo, essendo il tasso variabile più basso del fisso per 21pb. Tuttavia, sul totale delle erogazioni mensili, **le operazioni a tasso fisso restano di gran lunga prevalenti, pari all'82%**, una percentuale ancora elevata ma inferiore al 94% di fine 2024 e al 91% medio del 1° semestre 2025.

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



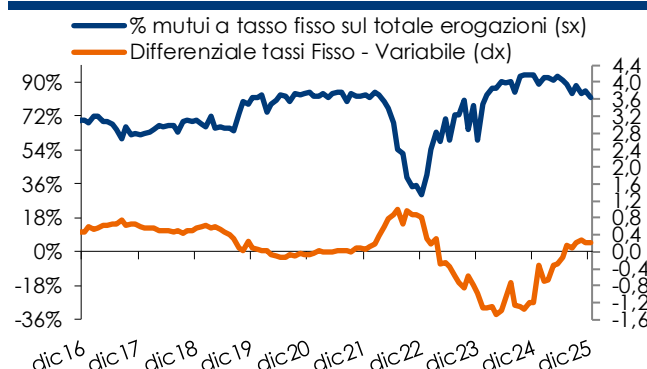
Fonte: BCE

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



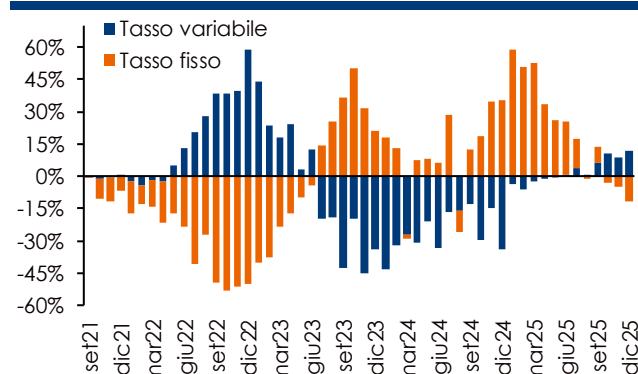
Fonte: BCE

Erogazioni di prestiti per acquisto di 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 di abitazioni (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel 2025, i depositi di famiglie e imprese sono aumentati di 41 miliardi

I depositi hanno mantenuto una crescita robusta a fine 2025, del 2,3%, seguita da un balzo a gennaio del 3,7% secondo i dati preliminari. L'andamento di dicembre ha riflesso l'aumento dei depositi delle famiglie, del 2,5%, leggermente più dinamici rispetto al 2,2% di quelli delle società non finanziarie. Nell'anno, l'apporto di risparmi delle famiglie è stato pari a 31 miliardi di euro, ben superiore ai circa 18 miliardi del 2024, mentre sui depositi delle società non finanziarie è stata versata liquidità per 9,6 miliardi. Gli afflussi si sono concentrati sui conti correnti.

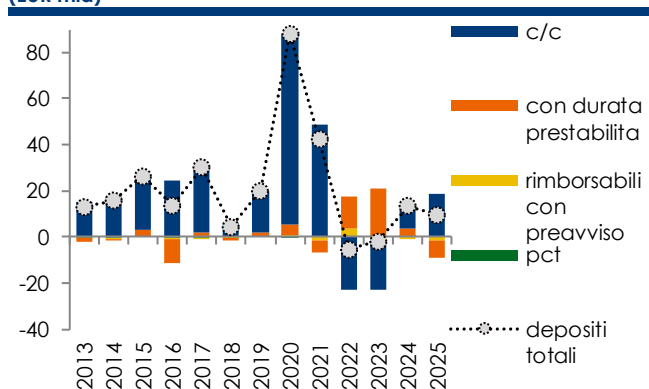
Elisa Coletti

I depositi hanno mantenuto una crescita robusta, del 2,3%, a fine 2025 per l'aggregato complessivo, leggermente più moderata rispetto al 2,6% dei due mesi precedenti e al 2,8% medio del 3° trimestre. Tuttavia, sulla base dei dati preliminari, **a fine gennaio di quest'anno la crescita risulta aver segnato un rimbalzo** (a +3,7% secondo le anticipazioni ABI), trainato dalle forme a vista.

Guardando più in dettaglio ai dati consuntivi del 2025, **i depositi delle famiglie hanno chiuso in crescita del 2,5%, una dinamica in linea con il 2,6% dei due mesi precedenti. L'apporto di risparmi è stato pari a 17,3 miliardi nel mese e a 31,4 miliardi nell'anno**, un volume decisamente superiore ai 17,9 miliardi del 2024. **I depositi delle società non finanziarie hanno registrato un tasso di crescita del 2,2% a dicembre**, più moderato rispetto al 3,4% di novembre e +3,5% di ottobre, un andamento da valutare alla luce dell'elevata variabilità che caratterizza questa voce. I dati cumulati da gennaio a dicembre mostrano che **sui depositi delle società non finanziarie è stata versata liquidità per 9,6 miliardi**, un importo più contenuto rispetto ai 13,4 miliardi confluiti nel 2024.

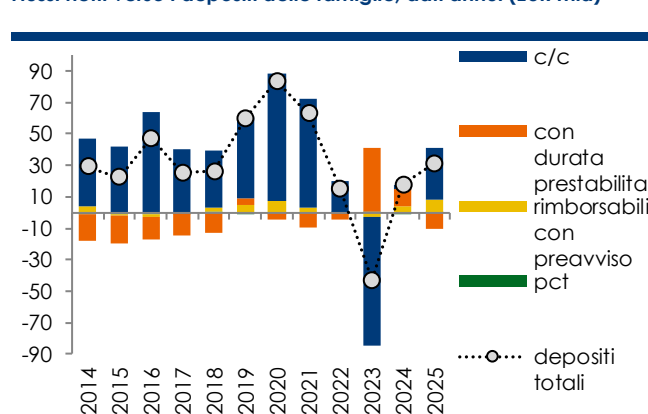
Gli afflussi si sono concentrati sui conti correnti, con 33,2 miliardi annui in più su quelli delle famiglie e 18,7 miliardi di incremento netto su quelli delle società non finanziarie. Nel complesso, a dicembre, **i conti correnti sono cresciuti del 4,3%, circa in linea con il 4,5% di novembre** e una media di 4,7% nei quattro mesi precedenti, con un ritmo più dinamico rispetto alla prima metà del 2025. Si è **accentuato l'andamento negativo dei depositi con durata prestabilita, che hanno riportato un calo a due cifre** per la quarta volta consecutiva, del -12,8% a/a a dicembre. Su base mensile, il flusso è stato fortemente negativo a dicembre, pari a -7,3 miliardi per il totale di famiglie e imprese, la gran parte afferenti a società non finanziarie (-5,8 miliardi), dopo gli afflussi complessivi per 2,3 miliardi nel bimestre ottobre-novembre. Nell'arco dell'anno 2025, i depositi con durata prestabilita delle famiglie si sono ridotti di 10 miliardi e quelli delle società non finanziarie di circa 8 miliardi.

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

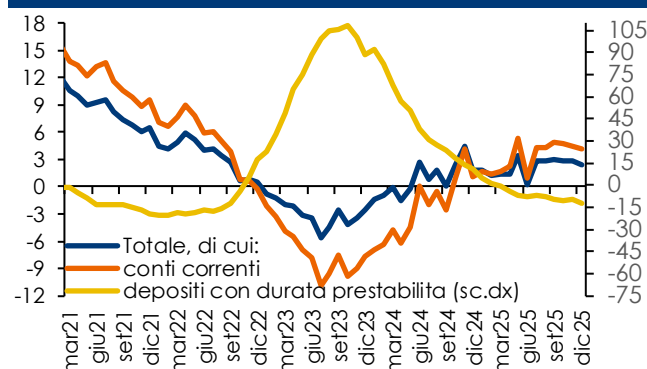


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

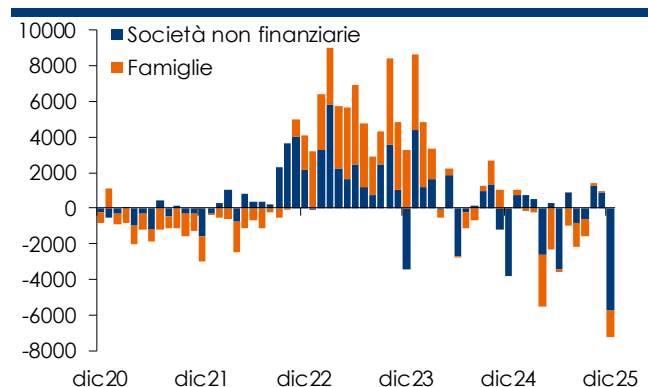
Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui (EUR mld)



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Depositi di famiglie e imprese: totale e principali componenti (conti correnti e depositi con durata prestabilita, var. % a/a)


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

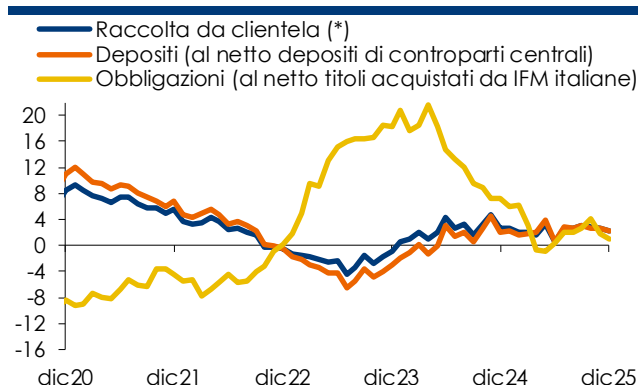
Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR mln)


Fonte: BCE

Le obbligazioni bancarie hanno riportato un ulteriore rallentamento, registrando un tasso di crescita dell'1,0% a/a a dicembre, seguito dall'1,3% a gennaio secondo le anticipazioni ABI, rispetto all'1,9% di novembre e al 4,1% di ottobre.

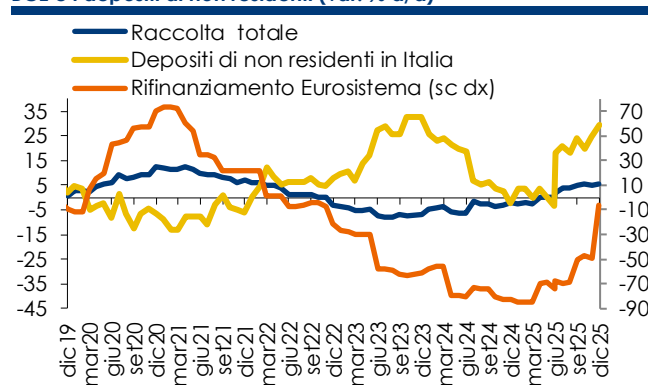
Ciò ha contribuito a determinare una leggera decelerazione anche della raccolta complessiva da clientela, cresciuta del 2,2% a fine 2025, rispetto al 2,6% a novembre, per poi portarsi a +3,4% a gennaio a seguito del balzo dei depositi, secondo le stime ABI.

La raccolta bancaria complessiva ha invece confermato un'ulteriore accelerazione nell'ultima parte dell'anno, a 5,6% a dicembre, con una media di 5,4% nel trimestre rispetto a +4,3% in quello precedente. L'andamento resta influenzato dalla dinamica a due cifre dei depositi di non residenti in Italia (+29,2% a dicembre), mentre la contrazione del rifinanziamento presso la BCE si è chiaramente ridimensionata, con l'aumento del volume delle operazioni di rifinanziamento principali.

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

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)
Valentina Dal Maso
Eloisa Fassio
Carol Salvadori

elisa.coletti@intesasnpaolo.com
valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com
eloisa.fassio@intesasnpaolo.com
maria.salvadori@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com