

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Research Department**

Gennaio 2026

IMI

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## Indice

### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Disoccupazione ai minimi: il ruolo dei fattori strutturali

Sintesi della previsione macroeconomica

Rimbalza assai più del previsto la produzione industriale a novembre...

...ma le indagini manifatturiere di dicembre danno segnali meno ottimistici

Indicazioni miste nelle costruzioni, ma accelera il comparto non residenziale

Servizi: segnali contrastanti dalle indagini, ma l'intonazione resta espansiva

Consumi in recupero ma ancora frenati dall'incertezza che alimenta la propensione al risparmio

Disoccupazione su nuovi minimi storici ma crescono gli inattivi

L'export ha tenuto nel 2025, ma è presto per considerare esaurito l'effetto-dazi

L'inflazione risale lievemente a dicembre, ma resta su livelli assai moderati

### Tendenze del settore bancario

Accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie a +1,8% a novembre

La crescita dei depositi si conferma solida

## Gennaio 2026

2

2

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

17

19

Nota Mensile

## Research Department

## Macroeconomic Research

**Paolo Mameli**

Economista Macro Italia

**Allegra Fiore**

Economista Macro Italia

**Andrea Volpi**

Economista Macro Italia

**Elisa Coletti**

Economista Banche

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

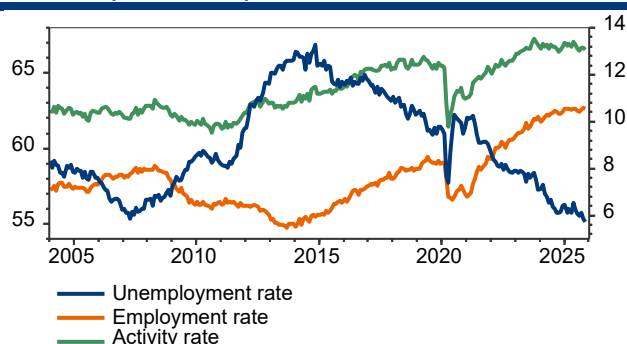
### Disoccupazione ai minimi: il ruolo dei fattori strutturali

Il tasso di disoccupazione ha raggiunto nuovi minimi storici, riflettendo livelli record di occupazione e una dinamica della partecipazione sempre più influenzata da fattori strutturali. L'aumento dell'età effettiva di pensionamento continua a sostenere la permanenza nel mercato del lavoro delle coorti più anziane, mentre la partecipazione femminile beneficia di trend di lungo periodo legati a istruzione e composizione settoriale, pur mostrando segnali di recente stabilizzazione. In prospettiva, a fronte di un rallentamento ciclico della creazione di posti di lavoro e di persistenti rigidità dal lato dell'offerta, l'evoluzione della forza lavoro resta il principale determinante del sentiero della disoccupazione, che potrebbe mantenersi su livelli strutturalmente più bassi rispetto al passato.

Andrea Volpi

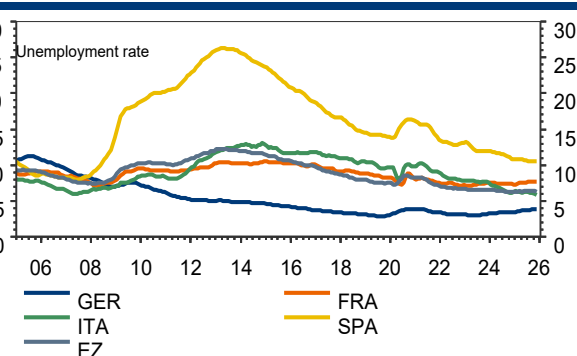
**A novembre, il tasso di disoccupazione italiano è sceso di un decimo, raggiungendo il 5,7%, un nuovo minimo dall'inizio della serie storica mensile nel 2004.** Questo dato risente di un calo della forza lavoro (sono diminuiti gli occupati e aumentati gli inattivi); inoltre, le rilevazioni mensili sono notoriamente molto volatili e possono subire revisioni significative nei mesi successivi. Tuttavia, è innegabile che negli anni recenti il mercato del lavoro si sia evoluto in maniera decisamente migliore del previsto, portando il tasso di disoccupazione al di sotto della media dell'Eurozona.

**Fig. 1 – La disoccupazione ha toccato nuovi minimi, e sia il tasso di attività che quello di occupazione sono vicini ai massimi storici**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

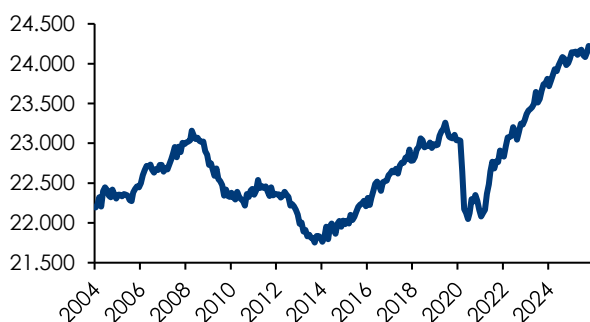
**Fig. 2 – Il tasso di disoccupazione italiano è tornato al di sotto di quello della media dell'area euro**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

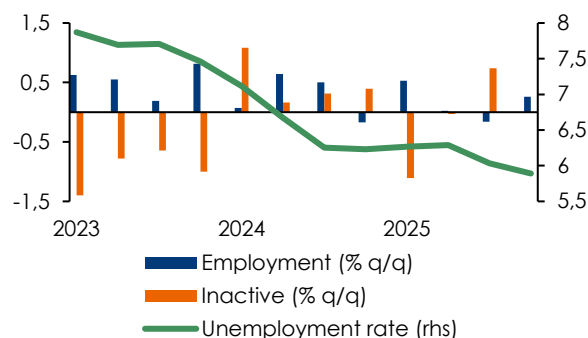
**Nel corso del 2025, il numero di occupati ha raggiunto un nuovo massimo storico, superando i 24 milioni, anche se il ritmo di creazione di posti di lavoro è decelerato rispetto agli anni precedenti** (il tasso di crescita trimestrale medio è risultato pari allo 0,2%, contro lo 0,3% dell'anno precedente e lo 0,5% del biennio 2022-23). **La discesa del tasso di disoccupazione non si è però arrestata in quanto il rallentamento della creazione di nuovi posti di lavoro è stato compensato da una sostanziale stagnazione della partecipazione.**

**Fig. 3 – Nel 2025 il ritmo di creazione di posti di lavoro è rallentato ma il numero di occupati ha raggiunto un massimo storico**



Nota: numero di occupati, dati mensili espressi in migliaia di unità.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

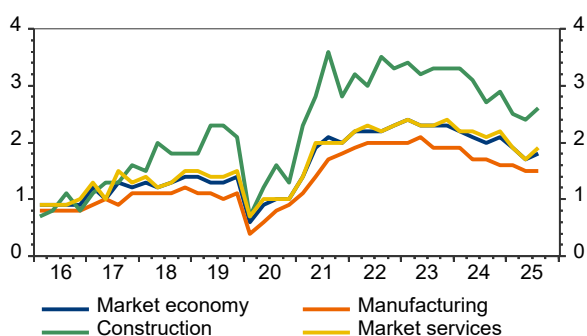
**Fig. 4 – La diminuzione del tasso di disoccupazione è stata favorita dall'arresto del calo degli inattivi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

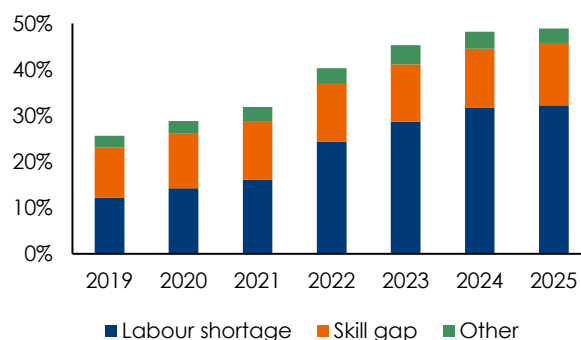
In prospettiva, le tendenze dell'occupazione e della partecipazione saranno determinanti per l'evoluzione del tasso di disoccupazione. La crescita delle assunzioni sta rallentando, ma le indagini sulla fiducia, che si mantengono su livelli espansivi, e i tassi di posizioni vacanti, ancora superiori alla media storica in tutti i principali settori, suggeriscono che **la domanda di lavoro da parte delle imprese è ancora relativamente solida**. Al contrario, **restano limiti dal lato dell'offerta**: persistono difficoltà da parte delle imprese nel reperire manodopera con le qualifiche richieste. Il mismatch tra domanda e offerta sembra confermato dalla crescente percentuale di imprese che segnalano sia una carenza di candidati alle posizioni aperte, sia un'inadeguata preparazione degli stessi. Un altro segnale di difficoltà di incontro tra domanda e offerta è l'elevato livello del tasso di disoccupazione di lungo periodo (misurato come la percentuale di disoccupati che non trovano lavoro da almeno 12 mesi), che in Italia è il più alto tra i principali paesi dell'Eurozona (si tratta anche di un possibile segnale della scarsa efficacia delle politiche attive per il mercato del lavoro).

**Fig. 5 - La domanda di lavoro resta positiva, come evidenziato da tassi di posizioni vacanti ancora ben superiori alla media storica**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

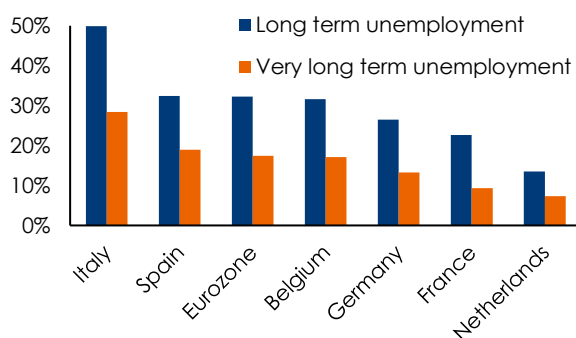
**Fig. 6 - Difficoltà di reperimento di manodopera per tipologia (incidenze percentuali sul totale delle assunzioni programmate)**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Unioncamere – ANPAL, Sistema informativo Excelsior

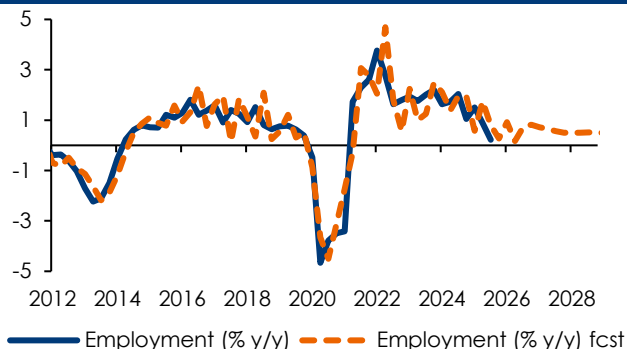
Dopo un 2025 che dovrebbe chiudersi con una crescita degli occupati intorno allo 0,8%, nel nostro scenario centrale prevediamo una decelerazione a 0,6% nel biennio 2026-27 e a 0,5% nel 2028-30. Nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica dello scorso ottobre, il Governo ha delineato uno scenario simile, assumendo un'espansione dello 0,6% quest'anno, seguita da una stabilizzazione allo 0,7% nei due anni successivi. La Banca d'Italia è leggermente più cauta: nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre ha stimato una crescita dell'occupazione dello 0,4% nel biennio 2026-27, prima di una ripresa verso lo 0,6% nel 2028.

**Fig. 7 - Disoccupazione di lungo periodo (in % del totale dei disoccupati)**



Nota: long-term unemployment = % di disoccupati in cerca di lavoro da oltre 12 mesi, very long-term unemployment = % di disoccupati in cerca di lavoro da oltre 24 mesi. I dati di Francia e Spagna sono calcolati con una metodologia lievemente diversa. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

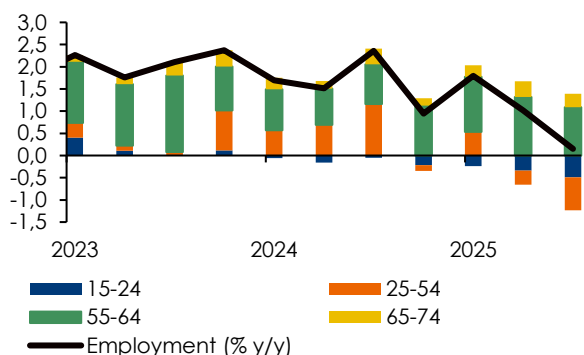
**Fig. 8 - Prevediamo un graduale rallentamento della crescita occupazionale, che è attesa restare su ritmi positivi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

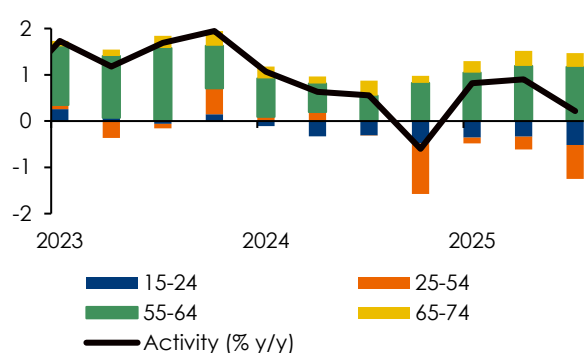
Per quanto riguarda le dinamiche della forza lavoro negli anni recenti, **la crescita sia dell'occupazione che della partecipazione ha riguardato quasi esclusivamente i lavoratori più anziani** (soprattutto gli over 55). Tali dinamiche appaiono solo in piccola misura dovute a ragioni cicliche, e sono in gran parte imputabili all'aumento dell'età effettiva di pensionamento, oltre che alla riduzione della convenienza dei piani di pensionamento anticipato e alla minore generosità delle rendite previdenziali. Al contrario, gli occupati nelle fasce d'età intermedie (tra i 25 e i 54 anni) hanno registrato tendenze decisamente più fiacche per quel che concerne sia l'occupazione che la partecipazione alle forze di lavoro. Come ricordato, inoltre, **l'aumento della partecipazione ha riguardato anche in misura precipua il genere femminile** rispetto a quello maschile. In questo caso, hanno avuto un ruolo sia fattori ciclici (il ciclo economico favorevole, l'espansione dei servizi ad alta intensità di lavoro e il "second earner effect" innescato dall'aumento del costo della vita), ma anche fattori strutturali come la maggiore istruzione e disponibilità di manodopera qualificata femminile (favorita dalle politiche di conciliazione); questo fattore, man mano che cresce il peso nelle forze di lavoro delle generazioni più giovani, determina una sorta di trend sottostante di aumento della partecipazione femminile, lento ma persistente. **La tendenza di aumento del tasso di attività sembra essersi però pressoché interrotta a partire dal 2024** (il tasso di attività nei primi 11 mesi del 2025 si è assestato al 66,8%, un livello storicamente elevato ma in salita solo marginale rispetto al 66,7% del 2024).

**Fig. 9 - Nel 2025 la crescita annua degli occupati ha riguardato soprattutto i lavoratori più anziani...**



Nota: contributi alla crescita % annua. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Fig. 10 - ... gli stessi che hanno aumentato di più la partecipazione**



Nota: contributi alla crescita % annua. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

È possibile che la recente stagnazione del tasso di attività e le deludenti dinamiche occupazionali tra i lavoratori under-60 siano dovute al fatto che **il mercato del lavoro è sempre più caratterizzato da un complesso intersecarsi di dinamiche cicliche e strutturali**. Stimando una semplice regressione<sup>1</sup> che spiega l'evoluzione dell'occupazione nelle diverse fasce d'età sulla base della crescita del PIL, emerge come le dinamiche cicliche siano significative all'1% per i 25-54enni, al 5% per i più giovani, al 10% per quelli di età tra i 55 e i 64 anni e non significative per gli over-65. In sostanza, almeno il 15% della variazione totale degli occupati nel corso del 2025 potrebbe non essere dovuta a ragioni cicliche ma a ragioni strutturali legate all'aumento della partecipazione delle coorti più anziane. Ciò implicherebbe, in linea con alcune evidenze emerse in letteratura<sup>2</sup>, che l'aumento dell'età di pensionamento possa avere implicazioni negative sulla creazione di posti di lavoro tra i più giovani, non tali però da compensare l'aumento degli occupati (e degli attivi) tra i più anziani.

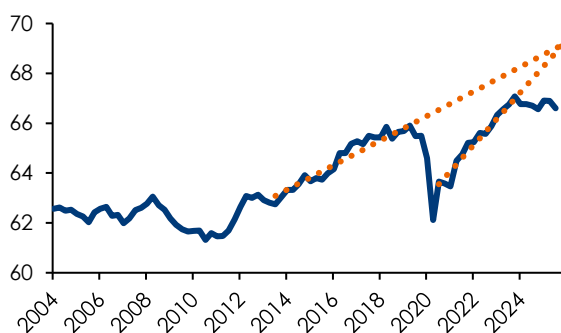
<sup>1</sup>  $empl_t = \alpha + \beta_1 empl_{t-1} + \beta_2 GDP_{t-1} + \varepsilon_t$

<sup>2</sup> Bertoni, M., & Brunello, G. (2021), "Does a higher retirement age reduce youth employment?" *Economic Policy*, 36(106), 325-372.

Per determinare i possibili sentieri alternativi per il tasso di disoccupazione nei prossimi anni **abbiamo elaborato tre scenari prospettici alternativi in merito all'evoluzione della partecipazione**:

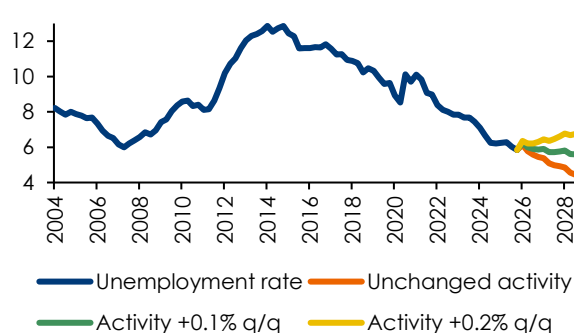
1. **Stagnazione** della forza lavoro ai livelli attuali (ovvero, mantenimento del ritmo medio registrato nel biennio 2024-25). In questo scenario il tasso di disoccupazione continuerebbe a calare, scendendo sotto il 4,5% entro la fine del 2028, con una media di 5,7% nel 2026, 5,1% nel 2027 e 4,6% nel 2028.
2. **Ritorno al trend di lungo periodo** ovvero al ritmo medio registrato nell'ultimo ventennio (0,1% t/t per trimestre). In questo caso, il tasso di disoccupazione diminuirebbe ancora, ma a ritmi più contenuti, con una media del 6% nel 2026, del 5,8% nel 2027 e del 5,7% nel 2028.
3. **Riaccelerazione** verso un aumento trimestrale medio dello 0,2% t/t (che sarebbe ancora inferiore allo 0,35 registrato nel biennio 2022-23). In questo caso, l'aumento della partecipazione risulterebbe in media superiore a quello dell'occupazione e il tasso di disoccupazione salirebbe gradualmente, a 6,3% nel 2026, a 6,5% nel 2027, a 6,8% nel 2028 e al 7% entro la fine del triennio.

**Fig. 11 – A partire dal 2024 la tendenza di risalita del tasso di attività si è pressoché interrotta**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Fig. 12 – Evoluzione del tasso di disoccupazione in diversi scenari di partecipazione**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Abbiamo predisposto, infine, uno **scenario intermedio in cui la crescita della partecipazione riaccelera gradualmente**, dallo 0,05% t/t medio del 2026 a 0,1% nel 2027 e 0,15% nel 2028. In tale scenario, il tasso di disoccupazione potrebbe continuare a scendere, ma in modo assai lento, nel corso del 2026, quando si assesterebbe in media al 5,9%, per poi stabilizzarsi intorno al 5,6% nel biennio 2027-28.

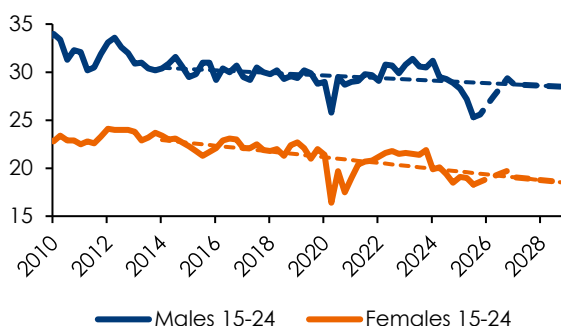
Nelle già citate proiezioni ufficiali, la **Banca d'Italia** stima un tasso di disoccupazione poco variato nel prossimo triennio, al 6,1% nel 2026 e al 6% nel 2027-28. Al contrario, il **Ministero dell'Economia e Finanze**, nel mese di ottobre, assumeva un calo al 5,8% nel biennio 2026-27, seguito da un'ulteriore discesa al 5,6% nel 2028. Le previsioni di Banca d'Italia e MEF partono da assunzioni diverse sulla crescita occupazionale (anche a fine 2025, quindi con implicazioni non indifferenti sulla media 2026), ma le stime sulle persone in cerca di lavoro di entrambi i previsori sembrano **compatibili con lo scenario che abbiamo definito "intermedio"**.

**Quali di questi scenari sulla partecipazione sono più plausibili?** Dal punto di vista delle **dinamiche cicliche**, le nostre previsioni di crescita del PIL appaiono, ceteris paribus, compatibili con ulteriori progressi nel tasso di attività. Tuttavia, anche le (più strutturali) **dinamiche demografiche e di genere** sono cruciali.

Proprio per tenere conto di tali dinamiche, ipotizziamo nel seguito **diversi scenari prospettici sull'andamento della partecipazione per fasce d'età e per genere**.

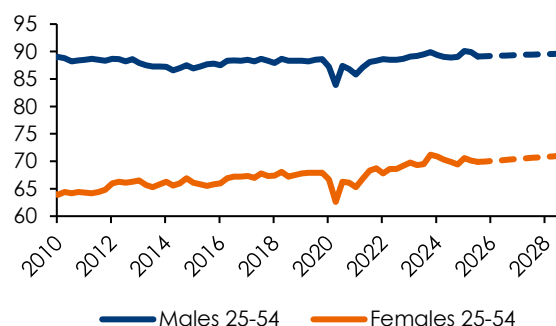
Per quanto riguarda **i giovani tra i 15 e i 24 anni** (che pesano per non più del 5% della forza lavoro), negli ultimi anni si è verificato un **deciso calo del tasso di attività**, sceso nel 3° trimestre 2025 ai minimi dalla pandemia sia per gli uomini che per le donne, rispettivamente a 25,3% e 18,3%. Il dato sembra risentire soprattutto dell'attesa degli esiti delle passate ricerche di lavoro, e pertanto potrebbe "rientrare" nei prossimi trimestri. Si conferma comunque la tendenza al calo degli scoraggiati e, soprattutto, all'aumento dei giovani che decidono di proseguire gli studi, scelta che dovrebbe rivelarsi strutturale. In prospettiva, **si presume che il brusco calo del terzo trimestre venga in parte riassorbito nei prossimi trimestri, ma che nel triennio in corso continui il trend di diminuzione della partecipazione dei lavoratori tra i 15 e i 24 anni, seguendo la tendenza decennale già in atto.**

**Fig. 13 – Il crollo del tasso di partecipazione maschile nel 3° trimestre potrebbe essere anomalo, ma la tendenza di calo tra i 15-24enni potrebbe risultare strutturale**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

**Fig. 14 – E' attesa proseguire la tendenza di graduale (ma modesta) risalita del tasso di attività tra le fasce d'età core. La partecipazione femminile resta sotto i riflettori**

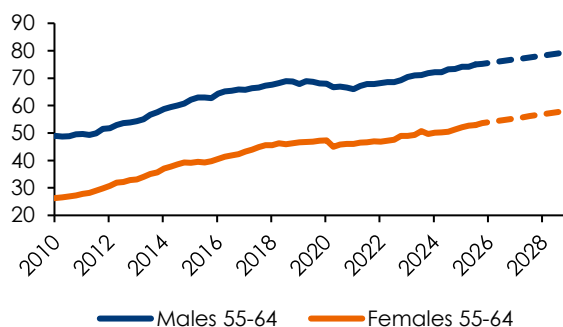


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Le dinamiche sono più complesse per i **lavoratori tra i 25 e i 54 anni**, che rappresentano circa il 50% della popolazione in età lavorativa. In questa fascia d'età, **il divario tra uomini e donne è ancora ampio**, con una differenza nella partecipazione al lavoro di quasi 20 punti percentuali. Per quanto riguarda gli uomini, il tasso di attività, dopo aver raggiunto un massimo storico di 90,1% all'inizio del 2025, è nuovamente sceso nei due trimestri successivi, fino all'89,1% la scorsa estate. Dall'analisi delle ragioni d'inattività, emerge che il calo della partecipazione è ascrivibile principalmente all'attesa degli esiti delle passate azioni di ricerca di lavoro e, per le fasce d'età più giovani (tra i 25 e i 34 anni), a ragioni di studio. Al contrario, prosegue il calo degli scoraggiati. **Ci aspettiamo che nei prossimi trimestri la partecipazione maschile possa tornare a salire verso il 90% entro la fine del 2027, ma il progresso risulterà molto lento**, vista la già elevata percentuale di popolazione attiva.

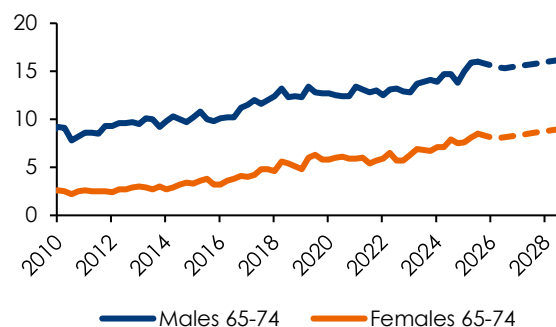
Il quadro è diverso per la **partecipazione femminile**: in passato, le nostre previsioni di recupero della forza lavoro erano legate a progressi sul tasso di attività femminile che non si sono completamente concretizzati; al contrario, dopo il massimo storico a 58,4% toccato a ottobre 2023, è in corso una tendenza di lieve calo da due anni. **Sono ancora i "motivi familiari" a spiegare la minore partecipazione e**, su questo fronte, **stentano ancora ad emergere dei miglioramenti**. In assenza di ulteriori evidenze, si presume che la partecipazione femminile evolva in linea con il trend di graduale rialzo registrato negli ultimi dieci anni.

**Fig. 15 – L'aumento dell'età effettiva di pensionamento sosterrà l'aumento della partecipazione dei lavoratori tra i 55 e i 64 anni...**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

**Fig. 16 – ...così come degli over-65**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

**Dovrebbe infine proseguire il progressivo aumento della partecipazione degli over 55**, che nei prossimi anni avranno un peso crescente nella forza lavoro. Come già argomentato, ci sono ragioni strutturali legate alle regole previdenziali che spingono i lavoratori più anziani a rimanere sul mercato del lavoro e a ritardare l'età pensionabile. Questa tendenza riguarda sia gli uomini che le donne e crediamo possa proseguire nei prossimi anni. Tale trend dovrebbe essere particolarmente accentuato per gli **over-65**: come detto, la crescita della forza lavoro per questa fascia d'età dipende non tanto da dinamiche cicliche ma, soprattutto, da ragioni strutturali compatibili con un proseguimento della tendenza di incremento già in atto. Riteniamo che sia **lecito supporre che l'impatto dei 65-74enni sull'evoluzione del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri possa risultare neutrale** in quanto ogni variazione dell'occupazione dovrebbe avere un movimento di pari entità anche dal lato della partecipazione.

**Aggregando le ipotesi per fascia di età e genere, si ottiene un rimbalzo della partecipazione nell'anno in corso, prima di una stabilizzazione del ritmo di crescita degli attivi intorno allo 0,1% t/t nel biennio successivo. Dal 6,1% del 2025, il tasso di disoccupazione si attesterebbe intorno al 6% nel 2026, prima di scendere al 5,8% nel 2027 e al 5,6% nel 2028.** Tali stime sarebbero quindi sostanzialmente in linea con le previsioni delineate dal Governo nel più recente documento di finanza pubblica. In questo esercizio di aggregazione, il ritmo medio di crescita della partecipazione nel triennio 2026-28 sarebbe pari a 0,15% t/t: le ipotesi di graduale accelerazione verso questo ritmo, delineate nello scenario "intermedio", appaiono comunque realistiche, soprattutto nel caso in cui il calo del tasso di attività nel 2025 fosse dovuto a ragioni strutturali che le nostre proiezioni faticano a tenere in considerazione.

In conclusione, le proiezioni sul tasso di disoccupazione nei prossimi anni sono soggette a notevole incertezza riguardante non solo l'occupazione (attesa continuare ad espandersi, anche se su ritmi più contenuti che negli anni recenti), ma soprattutto la partecipazione, che è influenzata da tendenze che poco hanno a che fare con le dinamiche più squisitamente cicliche. Nel complesso, **è possibile che la disoccupazione possa rimanere su livelli più bassi rispetto al passato: non è irrealistico prevedere un tasso del senza-lavoro che resta intorno o anche inferiore al 6% nei prossimi anni.** Al contrario, un ritorno ai tassi di disoccupazione registrati prima della pandemia appare, a meno di shock recessivi, poco probabile.



## Sintesi della previsione macroeconomica

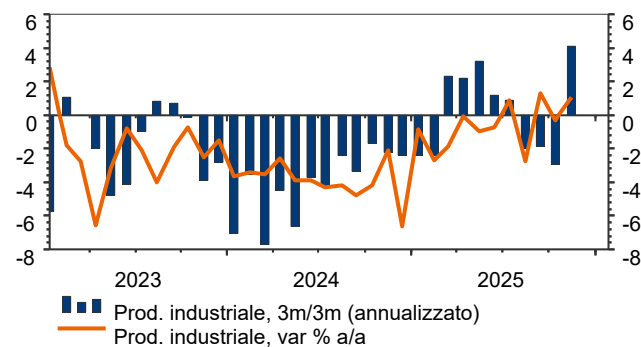
	2025p	2026p	2027p	2025	2026				2027				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	0.5	0.8	0.8	<b>0.6</b>	0.4	0.3	0.7	0.9	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6
- var.ne % t/t				<b>0.1</b>	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2
Consumi delle famiglie	0.8	0.8	1.1	<b>0.1</b>	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	0.3	0.5	0.3	<b>0.2</b>	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	<b>0.6</b>	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	<b>1.5</b>	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	<b>4.5</b>	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	<b>-0.5</b>	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	<b>2.6</b>	-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	<b>1.2</b>	2.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
<b>Contributo % al PIL</b>													
Commercio estero	-0.7	-0.9	0.1	<b>0.5</b>	-1.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	1.3	0.9	1.0	<b>0.2</b>	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	0.0	0.7	-0.3	<b>-0.6</b>	0.8	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.1
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	-0.4	0.8	0.8	<b>-0.5</b>	0.8	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	0.0
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>1.5</b>	1.5	1.8	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	1.2	1.5	1.4	1.9	1.7	1.7	1.9	2.0
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>2.0</b>	2.1	2.1	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
PPI (a/a)	1.9	0.7	1.2	<b>1.0</b>	-0.2	-1.3	1.6	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
Disoccupazione (%)	6.1	5.7	5.8	<b>6.0</b>	5.8	5.8	5.7	5.6	5.7	5.7	5.7	5.8	5.9
Occupati totali	0.8	0.7	0.6	<b>-0.2</b>	0.4	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1
Salari contrattuali	3.1	2.0	1.7										
Reddito disponibile reale	2.0	0.6	0.7										
Tasso di risparmio (%)	10.2	10.0	9.6										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	1.1	1.8	2.0										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.0	-2.8	-2.6										
Debito (% PIL)	136.2	137.8	137.7										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	<b>2.03</b>	2.00	2.28	<b>2.03</b>	<b>2.03</b>	2.00	2.00	2.01	2.00	2.05	2.26	2.29	2.28
Long term (10Y) rate (%)	<b>3.57</b>	3.55	3.92	<b>3.55</b>	<b>3.44</b>	3.41	3.47	3.63	3.70	3.76	3.90	4.03	3.97
BTP/Bund spread	<b>0.94</b>	0.80	0.91	<b>0.86</b>	<b>0.76</b>	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

### Rimbalza assai più del previsto la produzione industriale a novembre...

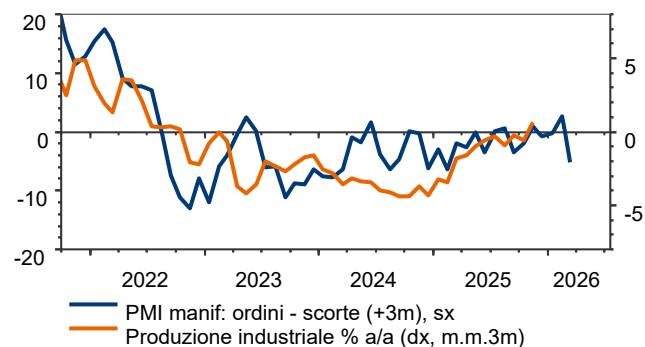
La produzione industriale ha visto un recupero assai più marcato del previsto a novembre, di **1,5% m/m** dopo il calo di -1% m/m a ottobre. La **variazione annua è tornata anch'essa in territorio positivo**, a 1,4%, dopo il -0,3% del mese precedente (-0,2% corretto per gli effetti di calendario): si tratta di un massimo da quasi tre anni. La **crescita congiunturale è diffusa a tutti i raggruppamenti principali di industrie con l'eccezione dei beni intermedi** e dei beni di consumo durevoli (-1,3% m/m). Proprio l'ampia flessione dei durevoli lascia i beni di consumo in calo su base annua (-0,8% a/a), a differenza degli altri gruppi; **trainanti in particolare, nel confronto tendenziale con novembre 2024, i beni strumentali (+3,3% a/a)**. La produzione di beni capitali sembra beneficiare del prosieguo del ciclo degli investimenti (favorito anche dagli incentivi fiscali inseriti nella manovra di bilancio 2026. Il dettaglio per settore mostra che, tra i manifatturieri, **il rimbalzo mensile è particolarmente marcato per il farmaceutico (+7,5% m/m)** e per tessile e abbigliamento (+3,1% m/m), mentre il solo settore manifatturiero a registrare una contrazione è l'alimentare (-0,8% m/m). Proprio il farmaceutico mostra la migliore performance su base annua (+8,7%), seguito da elettronica (+5,8%) e apparecchiature elettriche (+5,1%), mentre **la flessione tendenziale più significativa si riscontra per la raffinazione (-4,4%), i mezzi di trasporto (-3,1%) e la chimica (-2,9% a/a)**. La produzione industriale è in rotta per un'espansione dell'1% t/t nell'ultimo trimestre del 2025, dopo la flessione di -0,4% t/t vista nei mesi estivi. L'industria in senso stretto dovrebbe aver dato un contributo positivo al PIL, anche se di recente il valore aggiunto nel settore non è risultato strettamente correlato all'evoluzione dell'output. **Il dato è assai migliore del previsto e coerente con le indagini di fiducia delle imprese di novembre**. Tuttavia, a dicembre sia il PMI manifatturiero che l'indagine Istat hanno visto una flessione, che appare coerente con una **correzione per l'output industriale nell'ultimo mese dello scorso anno**.

#### Torna a crescere la produzione industriale a novembre...



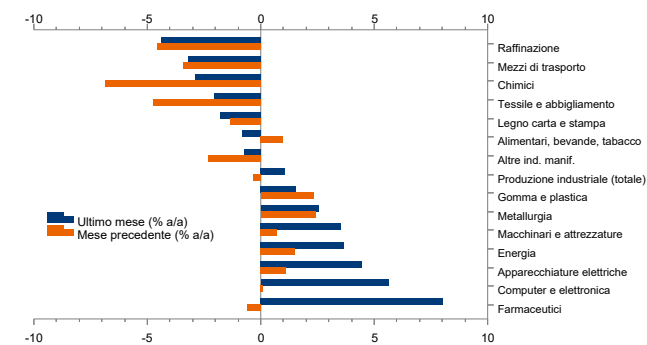
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### ...anche se le indagini hanno dato segnali meno positivi a dicembre



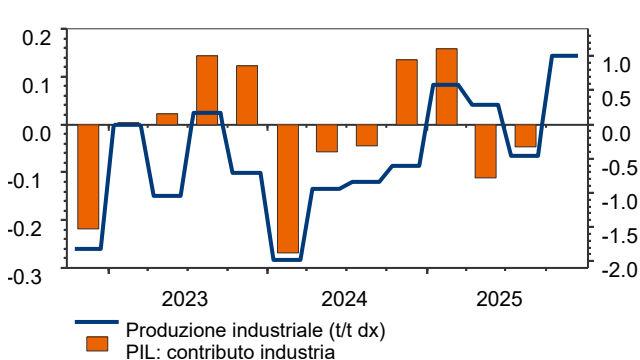
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### Farmaceutici ed elettronica sono i settori che mostrano il maggiore incremento dell'output industriale su base annua



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'industria dovrebbe aver contribuito positivamente al PIL nell'ultimo trimestre del 2025



Nota: in caso di stabilità dell'indice di produzione industriale a dicembre.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

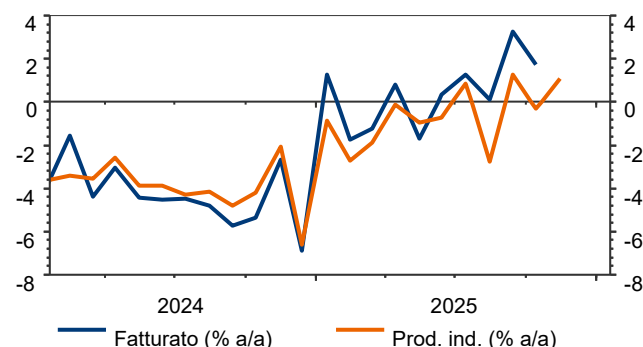
### ...ma le indagini manifatturiere di dicembre danno segnali meno ottimistici

L'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere ha sorpreso in negativo a dicembre, scendendo a 88,4 da 89,5. Il peggioramento è diffuso a tutte le principali componenti, con l'unica eccezione delle attese sull'economia, che migliorano da -11,2 a -10,5 (ai massimi da marzo dello scorso anno). La flessione riguarda tutti i principali raggruppamenti di industrie, ma è più marcata per i beni strumentali. L'indagine trimestrale sui fattori negativi che condizionano l'export manifatturiero segnala per il quarto trimestre 2025 una diminuzione della percentuale di imprese con difficoltà nelle esportazioni.

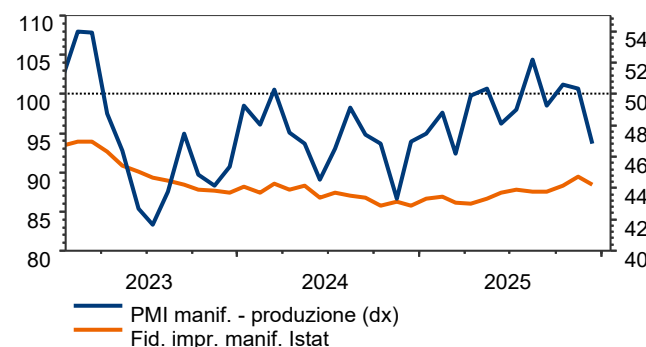
Una sorpresa negativa è arrivata a dicembre anche dall'indice PMI manifatturiero, sceso a sorpresa a 47,9 da 50,6 di novembre, ai minimi da marzo. Sia le valutazioni sulla produzione che quelle sugli ordini subiscono un netto calo (rispettivamente a 46,8 da 50,3 e a 47 da 51,6). Arretrano, ma più lievemente, le indicazioni sull'occupazione. L'indagine segnala anche un rallentamento sia dei prezzi pagati che di quelli ricevuti.

In sintesi, **dopo il recupero osservato nei mesi autunnali, le indagini di dicembre evidenziano una nuova fase di debolezza ciclica per il manifatturiero, con segnali di raffreddamento più evidenti su produzione e ordini.** Tuttavia, il miglioramento delle aspettative sull'economia e l'attenuazione delle criticità sull'export suggeriscono che **il quadro di fondo resti più favorevole rispetto ai minimi del ciclo, pur in presenza di una dinamica ancora fragile e disomogenea.**

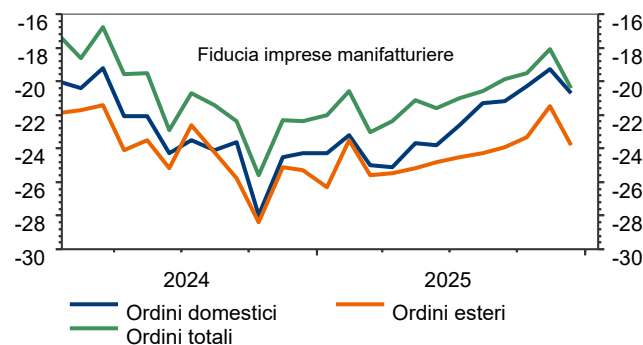
#### Dopo il buon andamento della produzione industriale (e verosimilmente del fatturato) a novembre...



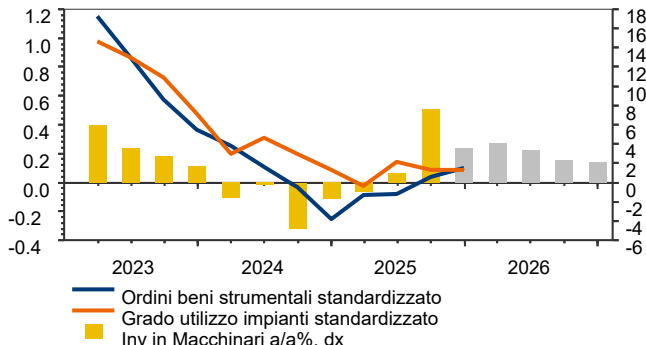
#### ...le indagini di fiducia delle imprese manifatturiere hanno segnalato un peggioramento a dicembre



#### Sembra essersi interrotto il trend di recupero per i giudizi delle imprese sugli ordini correnti



#### Il grado di utilizzo degli impianti e gli ordini di beni strumentali restano coerenti con una crescita moderata degli investimenti

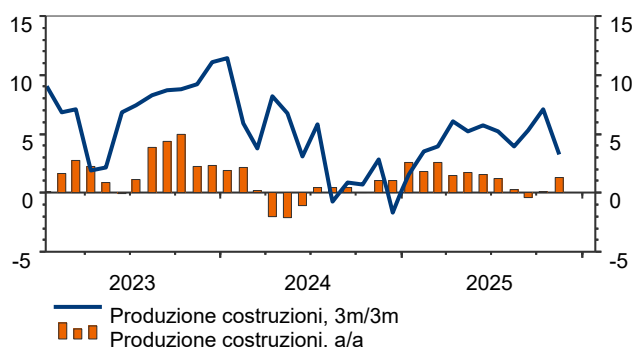


## Indicazioni miste nelle costruzioni, ma accelera il comparto non residenziale

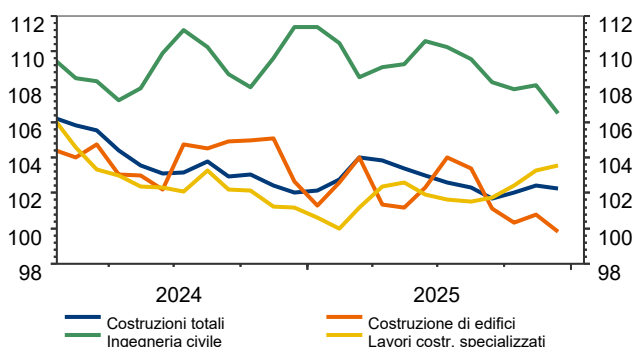
La produzione nelle costruzioni è diminuita di -1,2% m/m a novembre, dopo la crescita dei due mesi precedenti; da notare che il dato relativo a ottobre è stato rivisto al rialzo da -0,1% a +2,3% m/m. La variazione annua rallenta da +7,3% a +3,2%: si tratta di un minimo da gennaio dello scorso anno. Anche i segnali dalle indagini di fiducia non sono positivi per quanto riguarda gli ultimi mesi del 2025. L'indice Istat di morale delle imprese di costruzione è calato per il secondo mese consecutivo a dicembre, da 102,6 a 101 (un minimo da un anno). I costruttori segnalano un miglioramento del livello di ordini e/o piani di costruzione ma prevedono di ridurre gli organici. In flessione sia la costruzione di edifici sia l'ingegneria civile (ai minimi da tre anni), mentre risulta poco variato il clima nei lavori di costruzione specializzati. Anche l'indice PMI costruzioni è sceso ulteriormente a dicembre, a 47,9 da 48,2, con una flessione dell'attività diffusa a edilizia residenziale, edilizia non residenziale e ingegneria civile. Indicazioni più confortanti sono giunte però dai dati sulle autorizzazioni edilizie del terzo trimestre, che vedono una crescita particolarmente marcata per l'edilizia non residenziale (+11% t/t); anche nel residenziale aumentano sia il numero di abitazioni autorizzate (+5,8%) sia la superficie utile abitabile (+6,6%).

In sintesi, il settore delle costruzioni ha chiuso il 2025 con segnali di indebolimento. Tuttavia, i dati sui permessi di costruire, soprattutto nell'edilizia non residenziale, autorizzano a un cauto ottimismo anche in prospettiva 2026, sulla scia di una accelerazione nell'implementazione delle opere infrastrutturali previste dal PNRR.

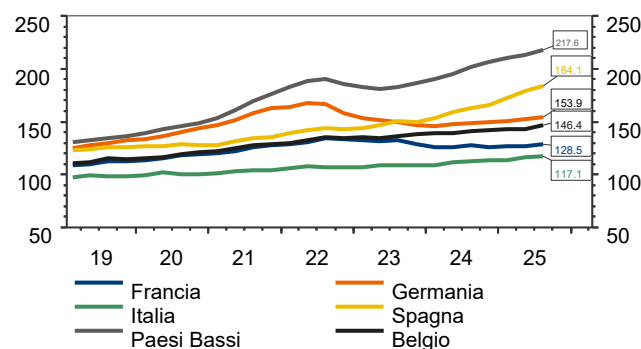
### Produzione nelle costruzioni in rallentamento ma ancora su ritmi positivi



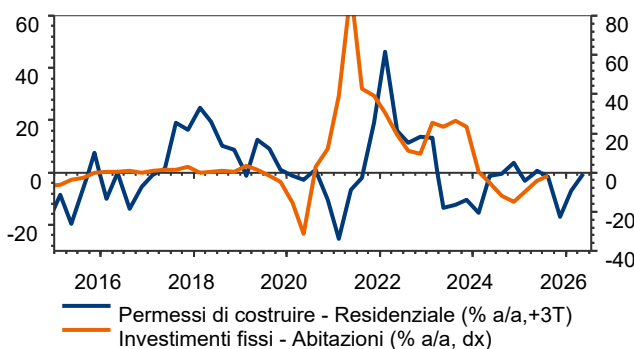
### Morale delle imprese (indagine Istat): si accentua la divergenza tra lavori di costruzione specializzati (in accelerazione) e costruzione di edifici (in rallentamento)



### Prosegue la crescita dei prezzi delle case



### In ripresa i permessi edilizi, anche nel settore residenziale



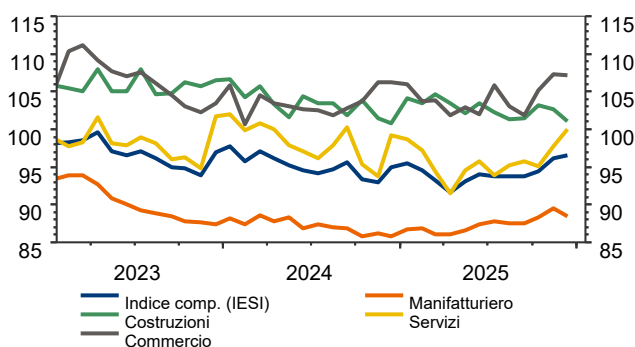
## Servizi: segnali contrastanti dalle indagini, ma l'intonazione resta espansiva

A dicembre l'indagine Istat sul clima di fiducia delle imprese dei servizi ha registrato un miglioramento significativo per il secondo mese consecutivo, da 97,8 a 100 (un massimo da settembre 2024). Il miglioramento riguarda tutte le componenti ed è trainato da servizi turistici (che toccano un record da aprile dello scorso anno), e, in minor misura, da informazione e comunicazione e servizi alle imprese (mentre **il comparto più legato all'industria, il trasporto e magazzinaggio, registra un calo**).

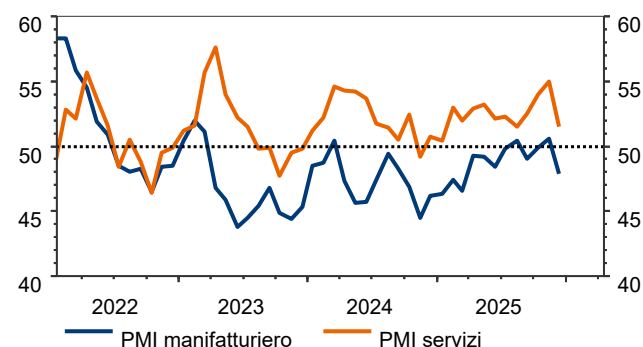
**Segnali meno positivi sono arrivati però dall'indice PMI servizi di dicembre che, pur rimanendo in territorio espansivo, è rallentato a 51,5 da 55 di novembre** (ai minimi da agosto). I nuovi affari sono risultati pressoché invariati, così come le intenzioni di assunzione, ma le aspettative sull'attività futura sono meno ottimistiche rispetto al mese precedente. Come nel manifatturiero, le imprese segnalano una attenuazione delle pressioni al rialzo sia sui costi che sui prezzi finali.

In sintesi: **i segnali giunti dalle indagini sono contrastanti, ma nel complesso non sembrano contraddire l'ipotesi che il settore dei servizi, che è tornato ad espandersi (dopo un anno di stagnazione) nel 3° trimestre 2025, possa aver mantenuto un'intonazione moderatamente espansiva anche tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026.**

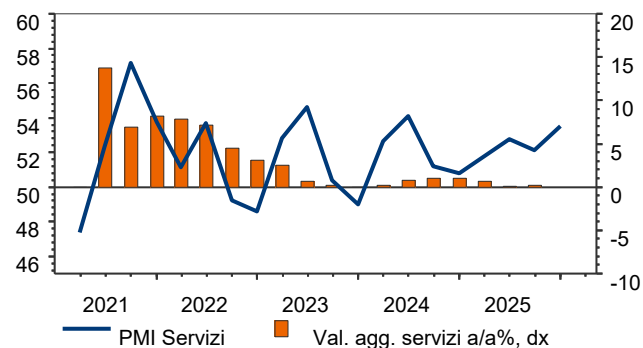
**Tra i principali settori, i servizi sono quello che registra il maggiore miglioramento della fiducia delle imprese negli ultimi mesi**



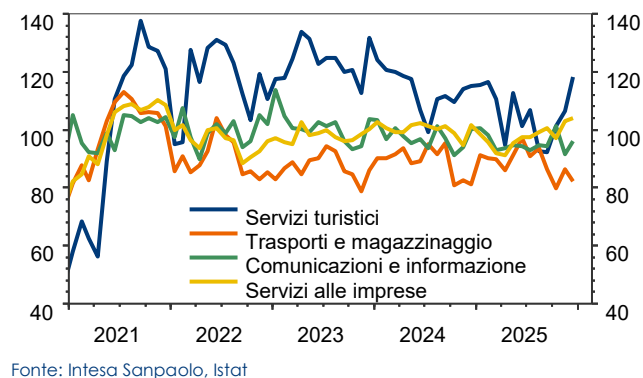
**Tuttavia, i segnali dall'indagine PMI (in calo nei servizi come nell'industria a dicembre) sono meno ottimistici**



**Il PMI servizi resta coerente con una crescita del valore aggiunto nel settore**



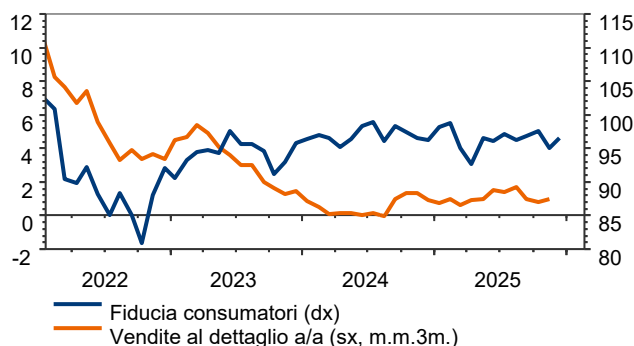
**In recupero in particolare i servizi turistici, mentre resta fiacco il morale nel trasporto e magazzinaggio**



## Consumi in recupero ma ancora frenati dall'incertezza che alimenta la propensione al risparmio

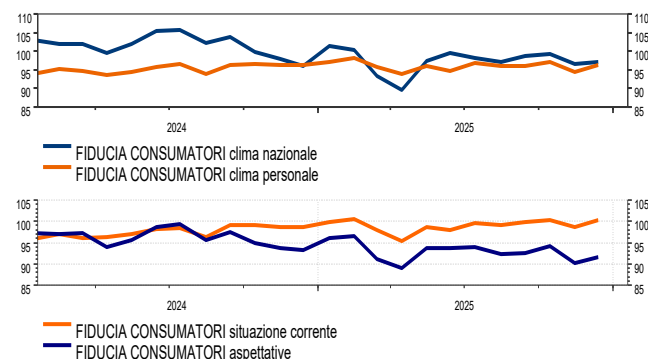
I segnali recenti da vendite al dettaglio e fiducia dei consumatori sono incoraggianti. A novembre le vendite al dettaglio hanno registrato un recupero sia in valore (+0,5% m/m) sia in volume (+0,6% m/m), dopo la debolezza dei mesi precedenti, e a dicembre la fiducia dei consumatori è tornata a salire, a 96,6 da 95, raggiungendo un massimo da marzo. Il miglioramento è diffuso ma riguarda soprattutto le valutazioni sulla situazione personale e corrente; sono tornate a calare le preoccupazioni sulla disoccupazione e sono migliorati sia i giudizi sia le attese sulla situazione economica della famiglia, nonché le possibilità attuali e future di risparmio. Infine, le opportunità di acquisto di beni durevoli hanno raggiunto un nuovo massimo dal mese di febbraio del 2022. **Nel complesso, restano valide ragioni per vedere una ripresa più marcata dei consumi (sulla scia del recupero del potere d'acquisto), che però continuano ad essere frenati dall'elevata propensione al risparmio derivante, con ogni probabilità, da motivi precauzionali, vista l'incertezza sullo scenario economico e geopolitico internazionale.** Infatti, nel 3° trimestre 2025 il reddito disponibile delle famiglie consumatrici è aumentato del 2% t/t in termini nominali e dell'1,8% t/t in termini reali, ma ciò si è riflesso solo in piccola parte in una maggiore spesa delle famiglie (+0,3% t/t); di conseguenza, il tasso di risparmio è balzato di un punto e mezzo a 11,4%: escludendo il periodo Covid, si tratta di un massimo dal 3° trimestre 2009. In sintesi, **la ripresa dei consumi resta legata a un rientro della propensione al risparmio** che, in questa fase, appare connessa alla persistente incertezza sull'evoluzione del contesto non solo economico ma anche geopolitico su scala mondiale. Tale incertezza non solo non è diminuita ma sembra anzi essere aumentata nelle prime settimane del 2026, il che suggerisce che **la crescita dei consumi rimarrà modesta nei prossimi trimestri.**

### Vendite al dettaglio e fiducia delle famiglie in moderato recupero negli ultimi mesi



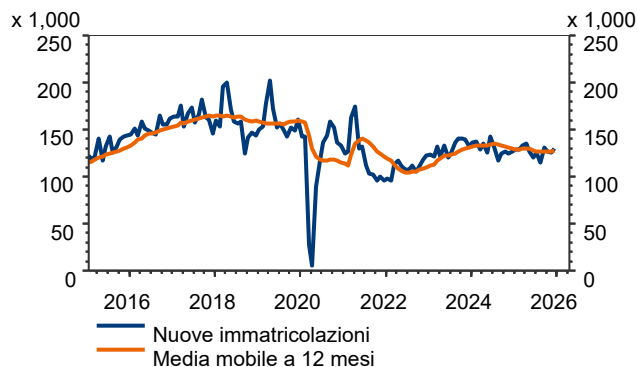
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### La ripresa del morale dei consumatori a dicembre è trainata dalle valutazioni sulla situazione personale e corrente



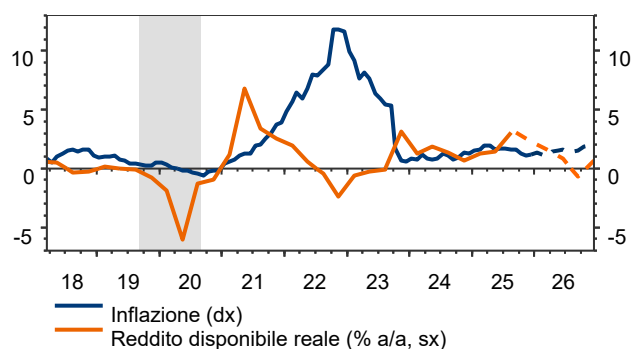
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Restano poco più che stagnanti le vendite di auto (+2,2% a/a a dicembre)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

### La tendenza annua del potere d'acquisto delle famiglie è migliorata sensibilmente nel 3° trimestre



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

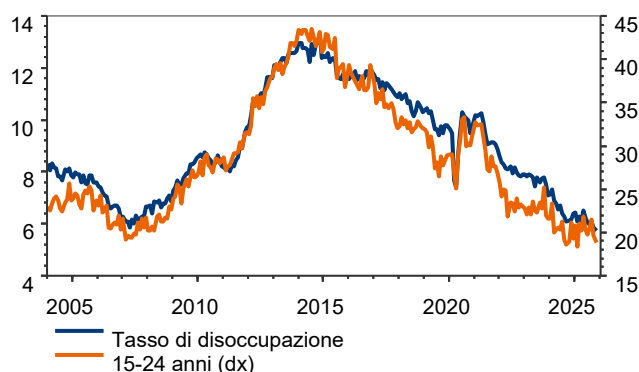
## Disoccupazione su nuovi minimi storici ma crescono gli inattivi

A novembre, il tasso di disoccupazione ha toccato un nuovo minimo storico da quando sono disponibili le serie mensili, ovvero dal 2004, a 5,7% (e il dato di ottobre è stato rivisto al ribasso da 6% a 5,8%). Il dato però è meno brillante di quel che appare a prima vista, perché **il calo dei disoccupati è interamente dovuto all'aumento degli inattivi** (+72 mila tra i 15 e i 64 anni, ovvero +0,6% m/m), **mentre gli occupati sono diminuiti** (-34 mila unità, -0,1% m/m).

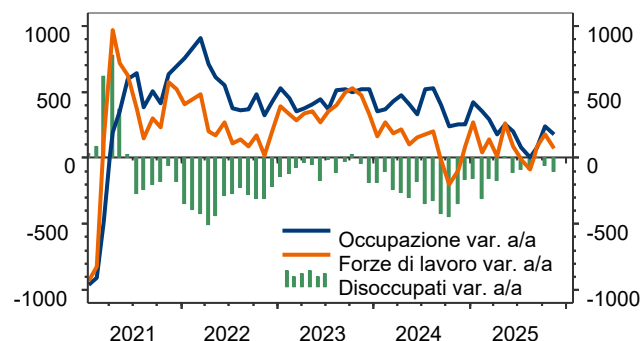
La diminuzione dei disoccupati interessa entrambi i generi e tutte le classi d'età, con l'eccezione dei 25-34enni. **L'occupazione resta in crescita su base annua ma rallenta a 0,7% (+179 mila unità); tale crescita è però concentrata sugli over 50**, l'unica classe di età che mostra una variazione tendenziale positiva sia in termini grezzi (+3,3% a/a) che corretti per le dinamiche demografiche (+2,5% a/a).

In prospettiva, **abbiamo di recente rivisto al ribasso il nostro profilo previsivo sul tasso di disoccupazione**, non in forza di una modifica delle previsioni sull'occupazione (che continuiamo a pensare possa rallentare nei prossimi anni, mantenendo un ritmo moderato ma positivo) ma sulla scia di dinamiche dal lato dell'offerta: **il continuo aumento dell'età di pensionamento effettiva, ceteris paribus, esercita pressioni al ribasso sul tasso dei senza-lavoro, che pensiamo possa rimanere attorno agli attuali minimi storici anche nei prossimi mesi.**

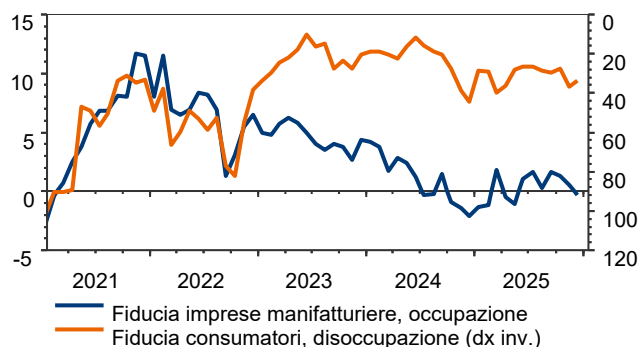
**Il tasso di disoccupazione sia totale che giovanile è sostanzialmente ai minimi da quando sono disponibili le serie mensili**



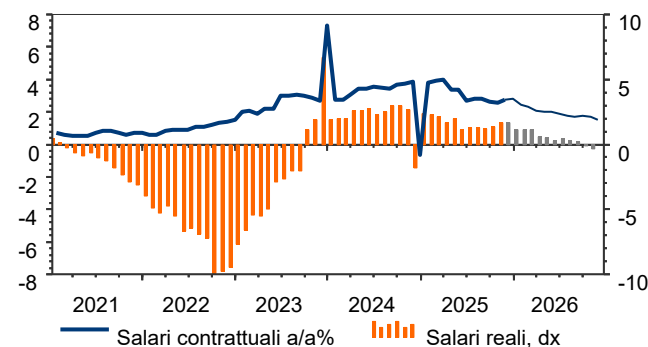
**Gli occupati mantengono una dinamica tendenziale che, sia pur in rallentamento, è superiore a quella delle forze di lavoro**



**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**

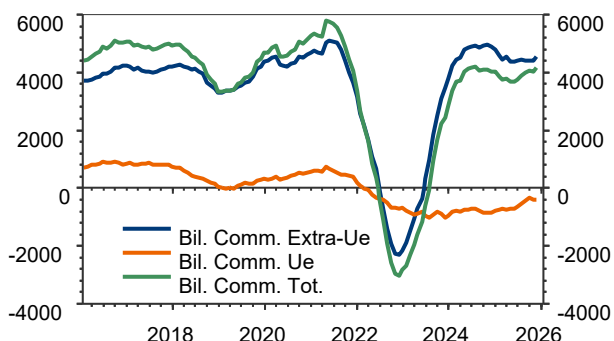




## L'export ha tenuto nel 2025, ma è presto per considerare esaurito l'effetto-dazi

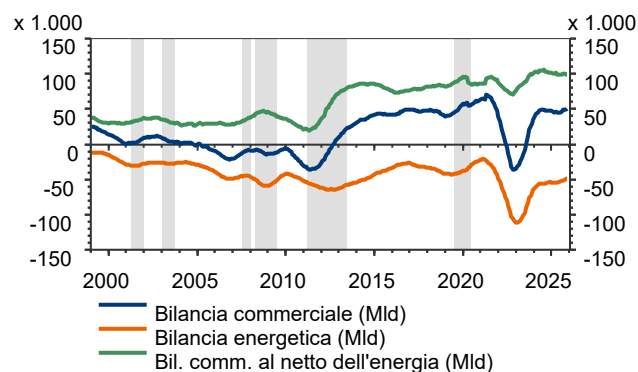
I dati Istat sul commercio estero di novembre mostrano una lieve crescita congiunturale delle esportazioni (+0,4% m/m), a fronte di un'ampia flessione per le importazioni (-3,2% m/m). L'aumento congiunturale dell'export è spiegato prevalentemente dalle maggiori vendite di beni strumentali. Su base annua, le vendite all'estero risultano pressoché stazionarie in valore (-0,1%), ma sono in calo in volume (-2,1%). La crescita annua è in parte influenzata dalle vendite di mezzi di navigazione marittima registrate a novembre 2024, al netto delle quali la variazione tendenziale in valore salirebbe a +0,7% a/a. La dinamica tendenziale dell'export riflette andamenti divergenti per area geografica: sono cresciute le esportazioni verso la UE (+2,6%), mentre sono diminuite quelle verso i mercati extra-UE (-2,8%). L'import è in calo di -3,5% a/a in valore e -1,4% a/a in volume; quest'ultimo dato è dovuto interamente alle importazioni extra-UE (-11,2%), in presenza di una lieve crescita degli acquisti dall'UE (+2,4%). Su base annua, una spinta positiva all'export è venuta dai metalli (+17%), dai farmaceutici (+6,1%) e dai macchinari (+3,2%), mentre i contributi più negativi si registrano per articoli sportivi, giochi, strumenti musicali, preziosi e strumenti medicali (-19,7%) e per il comparto della raffinazione (-31,3%). Sul piano geografico, il maggiore freno viene dalla Turchia (-40,5%), ma risultano in calo anche le esportazioni verso Regno Unito, Paesi ASEAN, Stati Uniti (-2,9%) e Paesi Bassi; al contrario, crescono le vendite verso i Paesi OPEC, Svizzera, Belgio, Spagna e Austria. Il saldo commerciale a novembre è pari a +5,1 miliardi di euro, in netto miglioramento rispetto a un anno prima, grazie a un minor deficit energetico e all'ampliamento del surplus non energetico. In sintesi, l'export sinora ha tenuto soprattutto grazie ad alcuni settori chiave come il farmaceutico, i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli, i macchinari e i metalli. Tuttavia, è presto per considerare assorbito l'effetto dei dazi USA, che potrebbe scaricarsi in misura più ritardata (e diluita) del previsto sui volumi delle esportazioni.

### L'avanzo commerciale totale resta vicino ai massimi



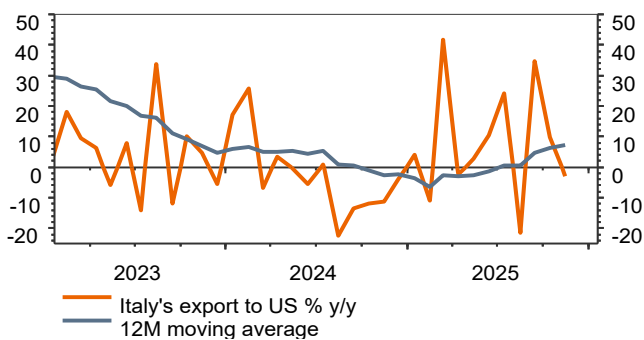
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Disavanzo energetico in miglioramento (per via del calo dei prezzi dell'energia importata)



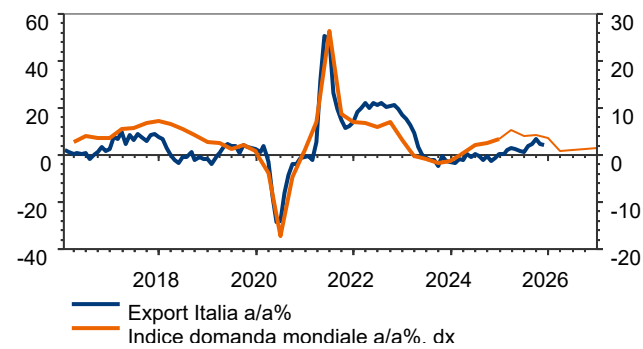
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Nonostante i dazi, l'export verso gli USA è cresciuto di quasi l'8% nei primi 11 mesi del 2025



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



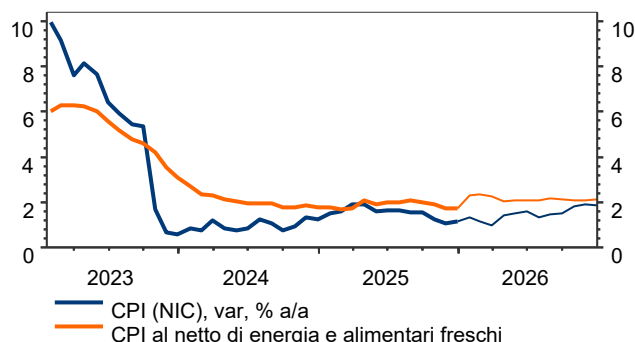
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics



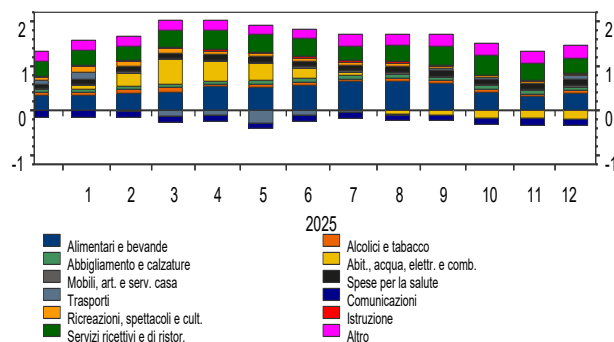
## L'inflazione risale lievemente a dicembre, ma resta su livelli assai moderati

L'inflazione è salita in linea con le attese a dicembre, da 1,1% a 1,2% a/a sia sull'indice nazionale che sulla misura armonizzata UE. Nel mese i prezzi sono cresciuti di due decimi su entrambi gli indici. Sul NIC, si registrano rincari nei servizi di trasporto (+3,1% m/m) e negli alimentari non lavorati (+0,4% m/m), in parte compensati dalla diminuzione dei listini dei prodotti energetici regolamentati (-0,6% m/m) e dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (-0,4% m/m). Sull'anno, sempre relativamente all'indice nazionale, si nota un'accelerazione per i servizi relativi ai trasporti (da 0,9% a 2,6% a/a) e per gli alimentari, soprattutto freschi (da 1,1% a 2,3% a/a); tale tendenza è solo in parte attenuata dal calo dei prezzi degli energetici regolamentati (da -3,2% a -5,2%) e dal rallentamento dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 3% a 2,7% a/a). Sempre sul NIC, l'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi è stabile a 1,7% a/a, mentre è tornata ad accelerare l'inflazione del "carrello della spesa" (da 1,5% a 1,9% a/a), così come quella dei prodotti a più alta frequenza d'acquisto (da 2% a 2,2% a/a). Anche l'indice armonizzato UE registra un'accelerazione dei prezzi alimentari (da 1,9% a 2,4% a/a), compensata da un calo più ampio per l'energia (da -4,2% a -4,5% a/a); i beni non energetici rallentano di un decimo (da 0,5% a 0,4% a/a) mentre i servizi accelerano nella stessa misura (da 2,6% a 2,7% a/a). La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi) è salita da 1,8% a 1,9% a/a. In prospettiva, l'inflazione italiana è destinata anche per gran parte del 2026 a restare al di sotto della media dell'Eurozona, per via sia di un contributo più negativo dell'energia che di una minore dinamica dei prezzi dei servizi. Ci aspettiamo un IPCA ancora vicino all'1% nei primi tre mesi del 2026, prima di una graduale risalita nel corso dell'anno, che tuttavia lascerà l'indice in media d'anno, nelle nostre stime, poco sotto la media 2025 (1,7%).

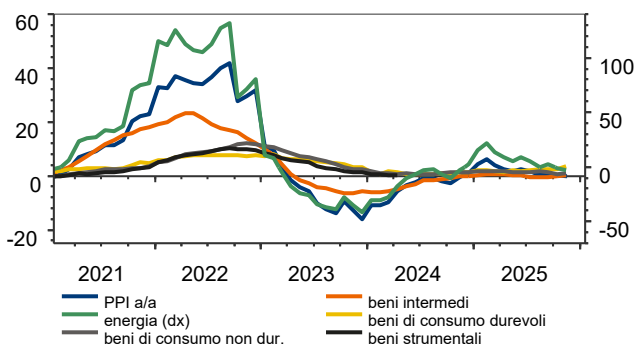
### L'inflazione è attesa ancora sotto il 2% nel 2026



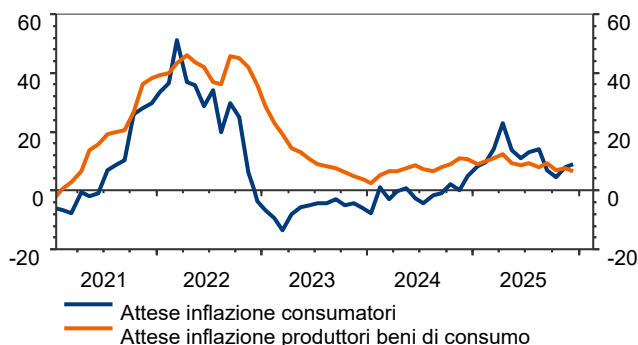
### I maggiori contributi all'inflazione annua continuano a venire da alimentari e servizi ricettivi e di ristorazione



### Anche il PPI resta contenuto (1,3% a/a a dicembre)



### L'inflazione attesa da famiglie e imprese resta su livelli moderati



## Tendenze del settore bancario

### Accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie a +1,8% a novembre

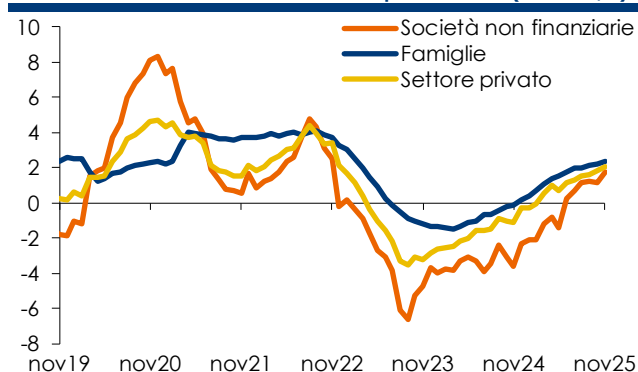
I prestiti alle società non finanziarie a novembre hanno registrato il sesto aumento consecutivo, a un ritmo salito a +1,8% a/a. Anche la dinamica dei prestiti alle famiglie si è irrobustita, a +2,4% a/a, sostenuta dall'accelerazione dello stock di mutui a +3,3%, con nuove erogazioni in aumento del 12,6%. Nel complesso, i prestiti a famiglie e imprese sono cresciuti del 2,1%, seguito da un rafforzamento a +2,3% a fine 2025, secondo i dati preliminari ABI.

Elisa Coletti

I prestiti al settore privato hanno mostrato un'accelerazione a novembre, con una crescita del 2,1% a/a, dal +1,8% di ottobre, riportando il miglior dato da fine 2022, conseguito in nove mesi di ripresa dallo zero di febbraio. Il miglioramento è stato determinato dai **prestiti alle società non finanziarie, che a novembre hanno registrato il sesto aumento consecutivo, a un ritmo salito a +1,8% a/a da +1,1% a ottobre** e +1,2% nei due mesi precedenti. Anche la dinamica dei **prestiti alle famiglie si è irrobustita ulteriormente, a +2,4% a/a dal +2,3% di ottobre**. Le prime indicazioni sulla chiusura del 2025 sono di ulteriore rafforzamento della crescita del totale dei prestiti a famiglie e imprese (a +2,3% dal +2,1% di novembre), mentre l'aggregato più ampio dei prestiti al settore privato risulterebbe in aumento dell'1,6% a/a secondo i dati preliminari ABI.

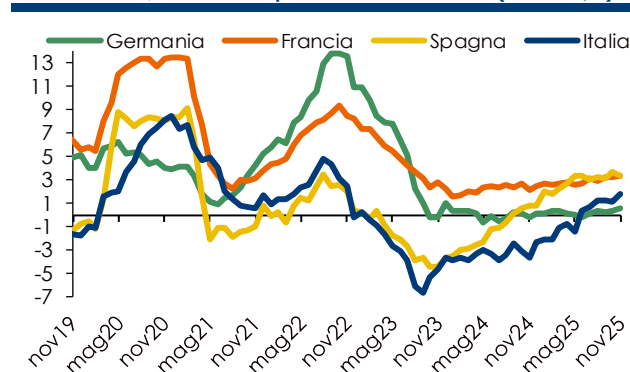
Nel confronto europeo, la crescita dei **prestiti a società non finanziarie dell'area euro mostra un miglioramento, a +2,8% a novembre** da +2,6% a ottobre, dopo due mesi sul 2,5%. Tra i principali paesi, **anche il dato tedesco appare in recupero**, con una variazione di +0,6% a novembre, il miglior risultato da fine 2023, da +0,3% a ottobre. **Una dinamica del 3,3% si è registrata in Francia**, dal 3,2% a ottobre, **mentre in Spagna la variazione annua si è portata a +3,4% dal +3,7% di ottobre**, due mesi comunque **più robusti rispetto al 3,1%** medio del 3° trimestre.

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



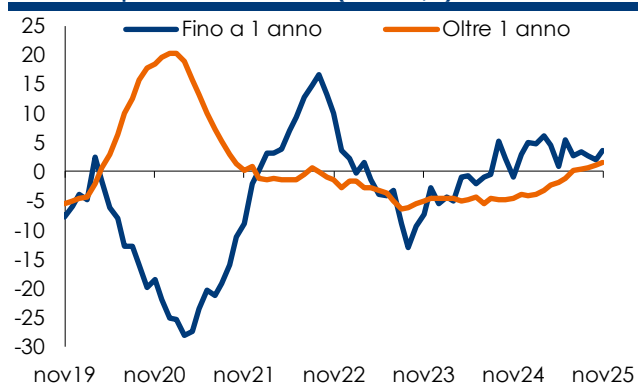
Fonte: Banca d'Italia

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



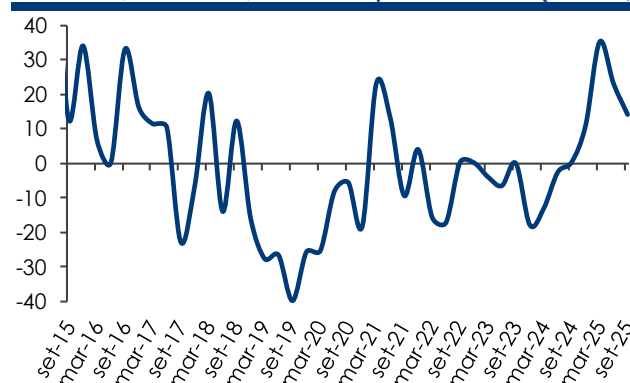
Fonte: BCE

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Erogazioni trimestrali a medio-lungo termine per investimenti in macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e altri beni (var. % a/a)**

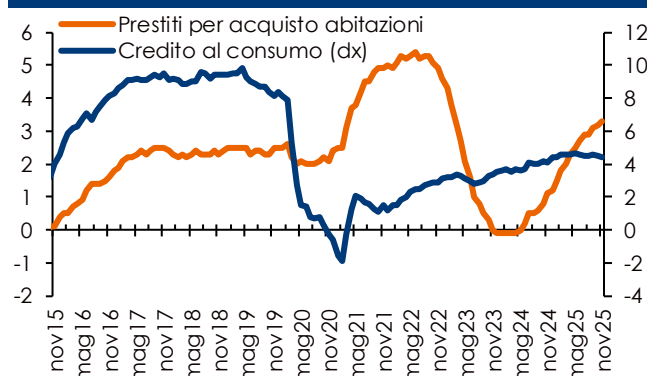


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il recupero dei prestiti alle società non finanziarie italiane si conferma alimentato dai **finanziamenti a medio-lungo termine, in ulteriore miglioramento con un aumento dell'1,6%**, dall'1% di ottobre, grazie a 4,4 miliardi in più in volume a novembre, che portano l'incremento netto da inizio anno a 10,9 miliardi. Parallelamente, è proseguita la crescita dei prestiti a breve termine, pari a +3,5% a/a.

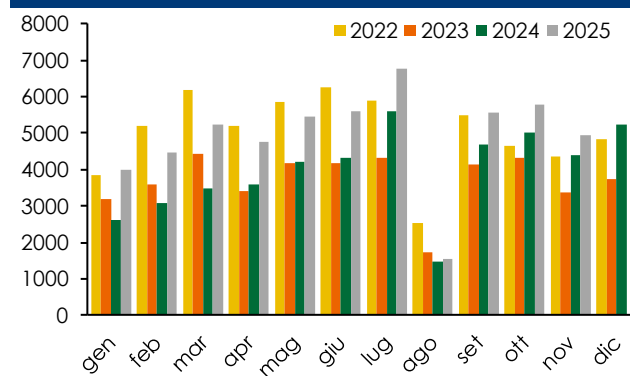
Passando al credito alle famiglie, i **prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato ad accelerare, raggiungendo una crescita dello stock del 3,3% a/a**, dal 3,2% di ottobre. È proseguito, infatti, l'**aumento delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo**, che hanno mantenuto una dinamica a due cifre, sebbene più moderata, del +12,6% a novembre, dal +14,9% di ottobre e +18,4% di settembre. Nell'ambito del complesso delle erogazioni mensili, **quelle a tasso variabile hanno confermato la ripresa**, in atto da metà 2025, risultando più che raddoppiate a novembre rispetto a dodici mesi prima. Diversamente, le operazioni a tasso fisso hanno conosciuto un calo da agosto. Il differenziale tra i due tassi, fisso e variabile, è infatti favorevole al secondo per il quinto mese consecutivo, essendo il variabile più basso del fisso per 22pb. Tuttavia, sul totale delle erogazioni mensili, **le operazioni a tasso fisso restano di gran lunga prevalenti, pari all'85%**.

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



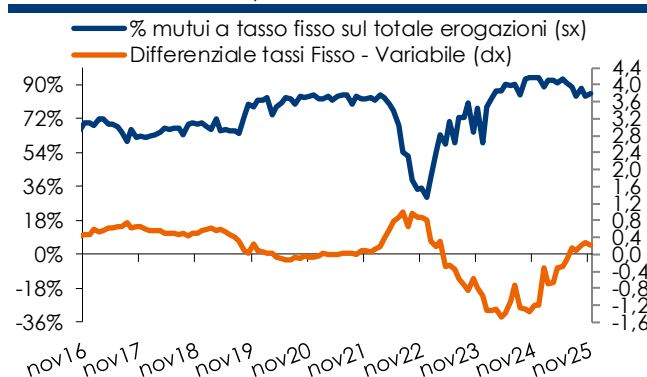
Fonte: BCE

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



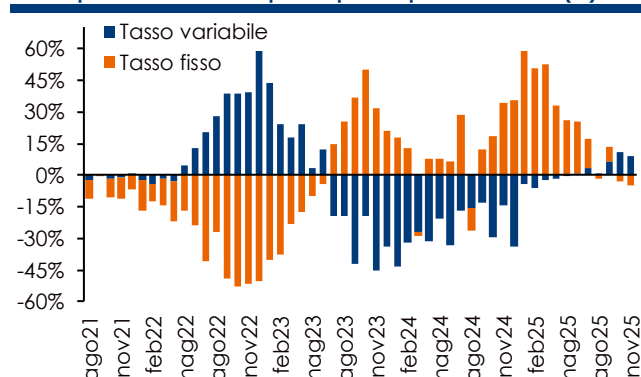
Fonte: BCE

**Erogazioni di prestiti per acquisto abitazioni: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile**



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Contributo dei flussi a tasso fisso e a tasso variabile alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)**



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## La crescita dei depositi si conferma solida

A novembre, l'aggregato dei depositi ha confermato un tasso di variazione del +2,6%, mentre a dicembre avrebbe decelerato leggermente secondo le anticipazioni ABI (a 2,1%). L'andamento ha riflesso quello dei depositi delle famiglie che hanno mantenuto la dinamica del 2,6%, con un apporto di risparmi per 4,5 miliardi. I depositi delle società non finanziarie hanno registrato un incremento mensile di quasi 19,8 miliardi, coerente con le regolarità stagionali, e un tasso di crescita del 3,4% a/a. Ancora una volta, i conti correnti hanno fatto la parte del leone (+4,5%).

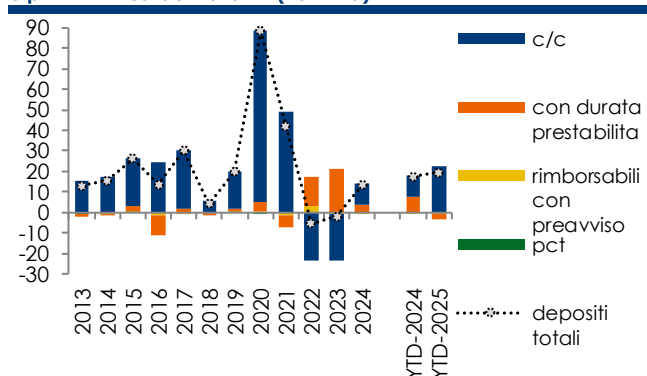
Elisa Coletti

**La crescita dei depositi resta solida:** a novembre, l'aggregato complessivo ha confermato il tasso di variazione del +2,6% registrato nel mese precedente, mentre a dicembre l'andamento positivo avrebbe decelerato leggermente, secondo le anticipazioni ABI (al 2,1% rispetto al 2,7% dei due mesi precedenti, su dati tra loro omogenei). Delle due principali componenti, i **depositi delle famiglie hanno mantenuto la dinamica del 2,6%, con un apporto di risparmi per 4,5 miliardi nel mese**, dopo il deflusso di -5,5 miliardi a ottobre, legato alla sottoscrizione della sesta emissione di BTP valore. **I depositi delle società non finanziarie hanno registrato un incremento mensile di quasi 19,8 miliardi, coerente con le regolarità stagionali, e un tasso di crescita del 3,4%**, in linea con il 3,5% di ottobre.

I dati cumulati da gennaio a novembre riassumono il miglioramento registrato nel corso dell'anno passato, con i **depositi delle famiglie aumentati negli undici mesi di 14,1 miliardi**, rispetto all'invarianza nello stesso periodo del 2024. **Sui depositi delle società non finanziarie è stata versata liquidità per 19,4 miliardi**, un importo superiore a quanto confluito nello stesso periodo del 2024 (17,7 miliardi). I conti correnti hanno fatto la parte del leone, con 15,7 miliardi in più su quelli delle famiglie e ben 22,5 miliardi di incremento netto su quelli delle società non finanziarie.

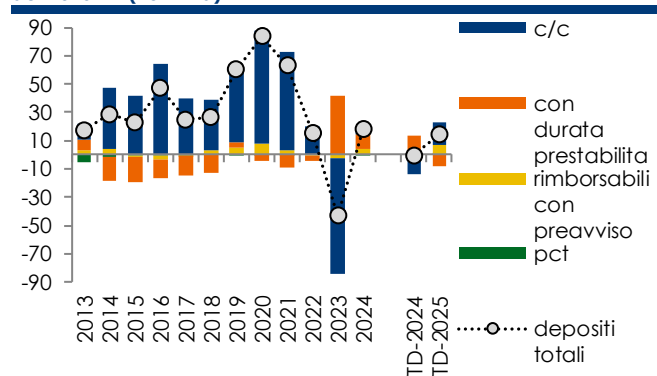
Nel complesso, a novembre, **i conti correnti sono cresciuti del 4,5%, circa in linea con il 4,7% di ottobre** e della media dei cinque mesi da luglio, un ritmo più dinamico rispetto alla prima metà dell'anno. È continuato l'andamento negativo dei **depositi con durata prestabilita, che hanno riportato un calo a due cifre** per la terza volta consecutiva, del -10,1% a/a. Su base mensile, tuttavia, il flusso è risultato positivo, come lo è stato nel mese precedente, pari a 2,3 miliardi nel bimestre ottobre-novembre per il totale di famiglie e imprese, di cui la gran parte afferente a società non finanziarie (2,1 miliardi) e solo per 225 milioni proveniente dalle famiglie.

Flussi netti verso i depositi delle società non-finanziarie, dati annui e primi 11 mesi del 2025-24 (EUR mld)

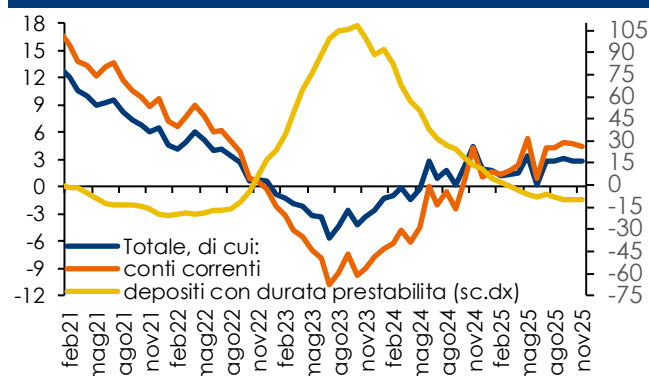


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

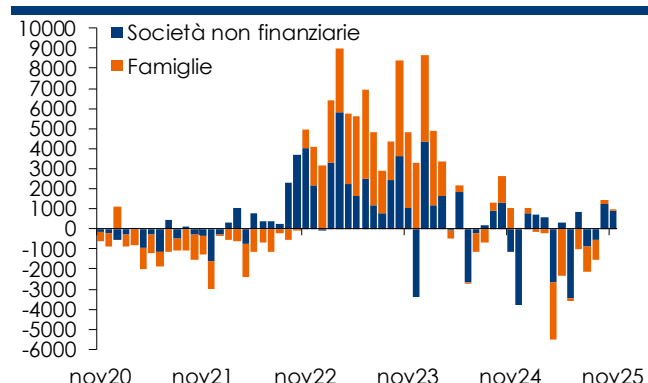
Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annui e primi 11 mesi del 2025-24 (EUR mld)



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

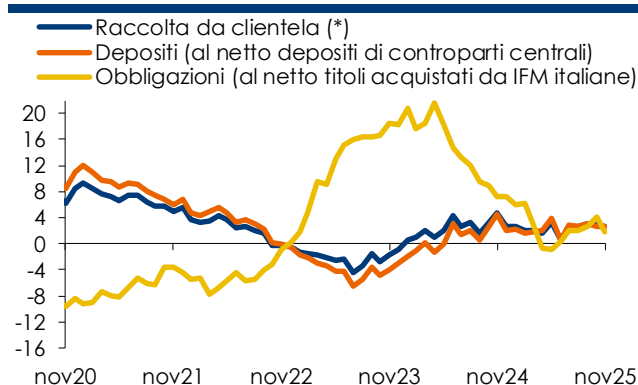
**Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR milioni)**


Fonte: BCE

Le obbligazioni bancarie hanno visto un nuovo rallentamento, registrando un tasso di crescita di **1,9% a/a a novembre**, seguito da **1,1% a dicembre** secondo le anticipazioni ABI, dal 4,1% di ottobre.

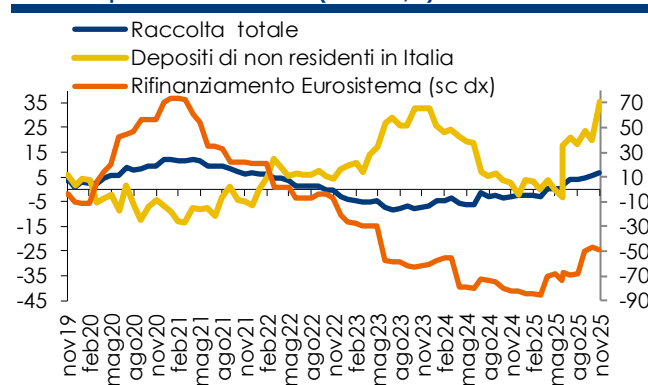
Ciò ha determinato una **leggera decelerazione anche della raccolta complessiva da clientela, cresciuta del 2,6% a novembre**, e del **2,0% a dicembre** secondo le stime ABI, dal 2,9% di ottobre e 3,0% di settembre.

La **raccolta bancaria complessiva** ha invece mostrato un'ulteriore accelerazione, a 6,5% a/a a novembre, da 5,7% a ottobre. L'andamento resta influenzato dalla **dinamica dei depositi di non residenti in Italia, che hanno visto un balzo del trend a due cifre** (+35,6% a novembre da +19,8% a/a a ottobre), mentre la contrazione del rifinanziamento presso la BCE si conferma in via di ridimensionamento.

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


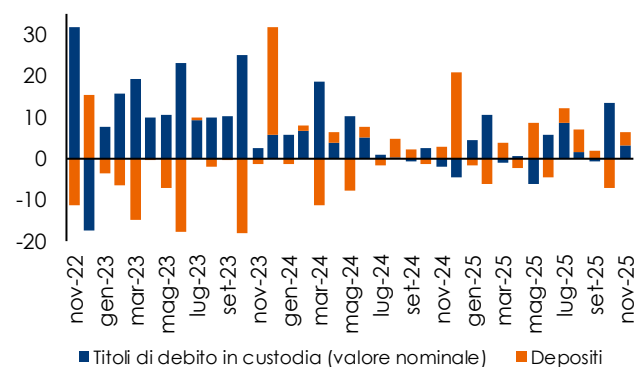
Nota: (\*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

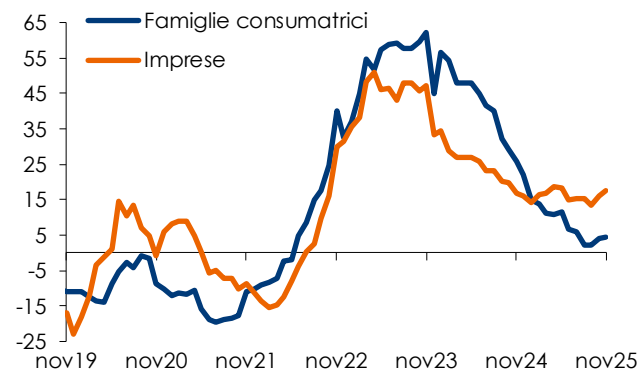
**Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)**


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Infine, per la **raccolta amministrata**, anche novembre è stato un mese positivo in termini di flusso netto mensile, con un **incremento dello stock di titoli di debito a custodia da parte di famiglie e imprese pari a 3,9 miliardi m/m**, dopo i 17,4 miliardi registrati a ottobre di riflesso alla citata sottoscrizione di BTP valore. A novembre, **3 miliardi si riferiscono agli investimenti netti effettuati nel mese dalle famiglie e 0,8 miliardi a quelli delle imprese**. A conferma del permanere di una **buona situazione di liquidità delle imprese**, i loro titoli di debito in custodia presso le banche da **gennaio a novembre 2025 hanno registrato un incremento netto di 19,3 miliardi**, superiore ai 16,6 miliardi dello stesso periodo del 2024.

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


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

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


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

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo 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](http://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)

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

Eloisa Fassio

eloisa.fassio@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