

Macro Rapid Response

Italia: nessuna sorpresa sul PIL, disoccupazione a nuovi minimi storici

4 marzo 2026

L'unica sorpresa giunta dalla seconda stima sul PIL del 4° trimestre 2025 è la crescita a sorpresa degli investimenti in abitazioni, a fronte di un calo degli investimenti in macchinari. Il dato però non cambia la nostra attesa di crescita media annua 2026 a 0,8% ovvero in accelerazione solo marginale rispetto al 2025. Un fattore di supporto è costituito dal nuovo minimo storico raggiunto dal tasso di disoccupazione a gennaio (a 5,1%), anche se esso è dovuto anche a un aumento degli inattivi (e la crescita occupazionale resta concentrata tra le classi di età meno giovani).

Research Department

Macroeconomic Research

L'Istat ha diffuso la nuova serie sui conti economici trimestrali coerente con la revisione dei dati annui 2023-25 comunicata lunedì 2 marzo. **Il dato del 4° trimestre ha confermato la stima iniziale di 0,3% t/t**, in accelerazione dallo 0,2% dei tre mesi precedenti (anche i dati relativi ai primi due trimestri del 2025 sono stati confermati).

Paolo Mameli

Economista - Italia

Confermata anche l'accelerazione su base annua a 0,8% a/a (un massimo da due anni), la crescita media annua 2025 a 0,7% (sui dati corretti per i giorni lavorativi, a fronte di uno 0,5% grezzo) e la crescita "acquisita" per il 2026 a 0,3%.

La prima stima del dettaglio delle componenti di domanda mostra che:

- **I consumi hanno visto un rallentamento su base congiunturale** a 0,1% da 0,3% t/t di gennaio (lievemente al di sotto della nostra attesa di 0,2%).
- **Gli investimenti hanno all'incirca mantenuto il ritmo di crescita del trimestre precedente** (0,9% t/t, in linea con le nostre stime). **La sorpresa è la crescita delle abitazioni** (+7,1%, quarto trimestre consecutivo di espansione), a fronte di una contrazione, per il terzo trimestre consecutivo, delle costruzioni non residenziali (-1,8% t/t). Si nota anche un calo a sorpresa degli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (-0,2% t/t, dopo due trimestri di forte incremento).
- **Non sorprende invece il contributo negativo del commercio estero** (-0,7% t/t, in linea con le nostre stime), **controbilanciato, nella stessa misura, dall'apporto positivo delle scorte** (anche in questo caso in linea con la nostra previsione).

Dal lato della produzione del valore aggiunto:

- **Come atteso, il maggior contributo è venuto dall'industria**, cresciuta di 0,8% t/t dopo la stagnazione dei due trimestri precedenti. **Il maggiore incremento** però non **viene dall'industria in senso stretto** (0,6% t/t) ma **dalle costruzioni (1,4% t/t)**.
- **I servizi hanno visto un rallentamento** a 0,1% t/t da 0,3% dei tre mesi precedenti: all'ampia espansione di "commercio trasporto e alloggio" e del settore dell'informazione e comunicazione è corrisposta una flessione per le attività finanziarie e assicurative, per le attività professionali e di supporto, e per le altre attività dei servizi.

In sintesi, il dato non cambia di molto lo scenario prospettico. Pensiamo che **nel 1° trimestre del 2026** industria e costruzioni possano tornare a flettere, ma viceversa **si dovrebbe vedere una riaccelerazione dei servizi, spinti anche dall'impatto dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina**. Dal lato della domanda, ci aspettiamo un apporto non più negativo del commercio estero, una moderata riaccelerazione (a 0,2% t/t) dei consumi e un rallentamento degli investimenti (per via soprattutto, come detto, delle costruzioni).

Nelle nostre stime, il PIL potrebbe rallentare a 0,2% t/t nel trimestre corrente e a 0,1% t/t nei mesi primaverili, prima di riaccelerare moderatamente (su ritmi di 0,2-0,3% t/t) nella seconda metà dell'anno. In sintesi, dopo il dato, **confermiamo la nostra attuale stima di un PIL italiano in crescita di 0,8% (sui dati corretti per i giorni di calendario) nel 2026**, dopo lo 0,7% del 2025.

Uno dei fattori di supporto dello scenario macroeconomico è la tenuta del mercato del lavoro: oggi Istat ha comunicato il dato sul **tasso di disoccupazione di gennaio, che è sceso a sorpresa a 5,1% (un nuovo minimo storico)**, da 5,5% a dicembre. In questa fase, **le pressioni al ribasso sul tasso dei senza-lavoro arrivano** non solo dalla crescita degli occupati (+0,3% m/m ma solo +0,3% a/a), ma **anche dalla crescita degli inattivi** (+0,3% m/m, +2,6% a/a nella fascia d'età 15-64 anni). Inoltre, **i guadagni occupazionali si confermano concentrati tra le coorti meno giovani** (gli occupati over 50 mostrano una crescita occupazionale corretta per la componente demografica di +3,8% a/a), il che potrebbe essere l'effetto del graduale aumento dell'età effettiva di pensionamento. **In ogni caso, pur con i dovuti caveat, i nuovi minimi del tasso di disoccupazione costituiscono un elemento di supporto sia per la crescita dell'attività economica (e in particolare della domanda per consumi) che per il prosieguo del consolidamento del disavanzo pubblico.**

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.intesasanpaolo.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 separatezza 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 AnalysisLuca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic ResearchPaolo Mamei (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mamei@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
