



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Marzo 2026

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Lo shock energetico interrompe i segnali di miglioramento del ciclo

Sintesi della previsione macroeconomica

In calo la produzione industriale a inizio 2026

Le indagini manifatturiere non segnalano una ripresa dell'output nell'industria

Dati contrastanti, e in parte sorprendenti, dalle costruzioni

Servizi in probabile riaccelerazione a inizio 2026, anche grazie alle Olimpiadi

Invernali di Milano-Cortina

Qualche segnale di recupero dei consumi a inizio 2026

Disoccupazione su nuovi minimi, crescono gli occupati ma anche gli inattivi

Export in avvio di 2026 debole, con calo diffuso e surplus ridotto

Inflazione in accelerazione a febbraio per via delle Olimpiadi; la fiammata dei prezzi energetici peserà sui prossimi mesi

Tendenze del settore bancario

Ulteriore rafforzamento dei prestiti a medio-lungo termine alle imprese

Depositi di famiglie e imprese in accelerazione a inizio 2026

Marzo 2026

2

2

5

6

Nota Mensile

7

8

Research Department

9

Macroeconomic Research

10

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

11

12

Allegra Fiore

Economista Macro Italia

13

14

Elisa Coletti

Economista Banche

16

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Lo shock energetico interrompe i segnali di miglioramento del ciclo

Paolo Mameli

Dopo una fine di 2025 e un inizio di 2026 promettenti, l'escalation del conflitto in Medio Oriente ci porta a rivedere le stime per l'economia italiana: nell'ipotesi di proseguimento delle ostilità anche nelle prossime settimane, con riapertura parziale dello Stretto di Hormuz solo attorno alla metà di maggio, l'inflazione 2026 potrebbe essere vicina al 4%, e la crescita del PIL risulterebbe pari a 0,4%; in uno scenario più favorevole, con normalizzazione dei transiti già da metà aprile, sarebbe sostanzialmente confermata la precedente stima di crescita a 0,8%. Nel nuovo scenario di base, lo shock energetico colpirebbe soprattutto i consumi, con una possibile contrazione del PIL nel 2° trimestre e una ripresa solo a fine anno, e il deficit pubblico potrebbe risultare superiore all'obiettivo governativo (circa in linea con il consuntivo 2025). In ogni caso, non solo nello scenario migliorativo ma anche nel nuovo scenario di base, confermiamo la stima sul PIL 2027 a 0,8%.

L'escalation del conflitto in Medio Oriente ci ha indotto ad assunzioni meno ottimistiche sull'evoluzione dei flussi di produzione e trasporto di materie prime, e di conseguenza a revisioni significative sullo scenario prospettico di inflazione e crescita anche in Italia. **Il nuovo scenario di base assume il proseguimento delle ostilità nelle prossime settimane e la chiusura dello Stretto di Hormuz almeno sino a metà maggio**, seguita poi da una fase di ripresa solo parziale dei flussi, compatibile a nostro avviso con un prezzo del Brent a 125 dollari al barile e quotazioni del TTF a circa 70 euro per megawattora nella media del 2° trimestre. Il passaggio a uno scenario di base decisamente meno favorevole sull'evoluzione della guerra, nell'ipotesi descritta sopra, implica per l'Italia, secondo le nostre simulazioni, **una salita dell'inflazione media 2026**, rispetto al precedente scenario, di oltre un punto percentuale e mezzo (**da 2,1% a 3,7%, sul NIC**).

L'impatto sulla crescita del PIL, rispetto alle precedenti attese, è, sotto le ipotesi descritte, pari a -0,4%: ciò implica una drastica **revisione al ribasso della nostra stima di espansione quest'anno, a 0,4%** da un precedente 0,8%. In altri termini, lo shock geopolitico ed energetico interromperebbe i segnali di miglioramento congiunturale che erano giunti nei mesi a cavallo tra fine 2025 e inizio 2026. **Il 1° trimestre dell'anno dovrebbe rimanere in territorio marginalmente positivo**, grazie alla salita del valore aggiunto nei servizi nei primi due mesi dell'anno (anche per effetto dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina), pur bilanciata da una flessione sia nell'industria che nelle costruzioni; **ci aspettiamo poi una contrazione dell'attività economica nel 2° trimestre e, nella migliore delle ipotesi, una stagnazione nei mesi estivi**, seguita da una ripresa a fine anno in relazione al rientro delle tensioni geopolitiche.

Le implicazioni maggiori verrebbero dall'impatto dell'inflazione sul reddito reale delle famiglie: pur in presenza di una salita dell'inflazione, nel nostro scenario di base, meno accentuata che nel 2022 (quando il NIC aumentò dell'8,2% in media annua, con un picco all'11,8% a ottobre e novembre), **la decurtazione del potere d'acquisto delle famiglie potrebbe essere di entità simile (-0,6%)**, vista la minore crescita del reddito nominale rispetto ad allora, con conseguente rallentamento dei consumi (stimiamo a 0,3% nel 2026, da 0,9% della precedente stima e da 1,1% nel 2025), che peraltro sarebbe limitato da una **temporanea riduzione del tasso di risparmio**, come solitamente accade in risposta a shock inflazionistici.

Più contenuto l'impatto sugli investimenti, che manterrebbero una crescita significativa (1,6%), sia pur in rallentamento rispetto alla stima precedente (2,2%) e al consuntivo 2025 (3,8%); su questo versante, infatti, **continuiamo a pensare che l'impatto dei lavori infrastrutturali inclusi nel PNRR possa essere più tangibile** che negli anni scorsi, verosimilmente sia nel 2026 che nel 2027.

Anche l'export non potrà non risentire dello shock, visto che la quota delle vendite all'estero destinata ai Paesi OPEC non è irrilevante (4%, nel 2025, quando le esportazioni italiane verso

quest'area sono cresciute di ben l'11%), con il comparto-chiave della meccanica che potrebbe essere il più colpito; inoltre, la chiusura dello Stretto di Hormuz peserà sul commercio internazionale di beni in diversi comparti (tra i quali: alimentare, chimico, elettronico). A limitare il rallentamento del PIL, **la spesa pubblica, che potrebbe essere moderatamente più alta** rispetto al precedente scenario (0,8% vs 0,6%), **e la crescita dell'import, che potrebbe essere meno vigorosa** di quanto atteso in precedenza (1,6% anziché 1,9%).

Vi saranno dei riflessi, sia pur relativamente contenuti, anche sul mercato del lavoro: stimiamo che la crescita degli occupati possa attestarsi a 0,3% quest'anno e 0,4% il prossimo (da 0,5% e 0,6% delle precedenti stime); vista la tendenza al calo anche dell'offerta di lavoro, le ripercussioni saranno contenute sul tasso di disoccupazione, atteso ora a 5,4% in media nel 2026 e 5,6% nel 2027 (da 5,3% e 5,4% della precedente stima).

Al momento, continuiamo a pensare che lo shock resti da considerarsi come temporaneo: un vero e proprio accordo di pace, inclusivo di limitazioni allo sviluppo del nucleare iraniano, pare improbabile, ma il nuovo scenario di base assume una cessazione delle ostilità seguita da una graduale (sia pur lenta) normalizzazione dei flussi di produzione e trasporto di petrolio e gas nella seconda parte del 2026, con graduale rientro dei prezzi energetici. In questo contesto, i rischi sul PIL 2027 appaiono limitati: **per l'anno prossimo, confermiamo la nostra precedente stima di 0,8%, trainata dal recupero di potere d'acquisto delle famiglie (nonché dalla coda dei lavori infrastrutturali inclusi nel PNRR).**

Nel nuovo scenario centrale, le implicazioni di finanza pubblica sarebbero limitate ma non trascurabili, visti sia gli effetti della minore crescita del PIL, sia la necessità politica di introdurre misure per limitare gli impatti su famiglie e imprese. La sola minore crescita farebbe aumentare il deficit 2026 in area 2,9% (anziché 2,7% come nel nostro precedente scenario di base), che potrebbe salire a 3-3,1% nel caso (assai probabile) di adozione di misure di supporto al reddito delle famiglie e ai margini delle imprese (oltre a quelle già adottate dal Governo lo scorso 18 marzo, dal costo piuttosto limitato ovvero 500 milioni – lo 0,03% del PIL). In sostanza, **il disavanzo 2026 si collocherebbe circa in linea con il consuntivo 2025, interrompendo il trend di miglioramento evidenziato negli ultimi anni.** Il rapporto debito/PIL anche quest'anno dovrebbe salire più di quanto atteso in autunno dal Governo nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica, stimiamo a 139,3% (e ci attendiamo una stabilità nel 2027).

In ogni caso, il nuovo scenario di riferimento è soggetto a rischi sia al ribasso che al rialzo. Uno scenario più favorevole, che assume una cessazione della guerra in Medio Oriente entro fine marzo seguita da una ripresa dei flussi attraverso lo Stretto di Hormuz (seppur parziale, nella fase iniziale) entro metà aprile, **sostanzialmente confermerebbe le nostre precedenti previsioni, con una crescita del PIL di 0,8% sia nel 2026 che nel 2027,** e un'inflazione solo moderatamente più alta di quanto atteso prima dello scoppio della guerra (al 2,5%). **Viceversa, in uno scenario avverso,** che assume una guerra della durata di due-tre mesi, con coinvolgimento delle infrastrutture energetiche e riapertura dello Stretto di Hormuz solo a fine agosto (e una ripresa dei flussi più parziale che nello scenario base dopo la fine delle ostilità), l'inflazione potrebbe salire al 4,6% in media d'anno nel 2026 (con picchi vicini al 7% tra fine 2026 e inizio 2027), e **la crescita del PIL sarebbe ulteriormente ridotta a 0,2% quest'anno; in questo scenario, vi sarebbe una maggiore persistenza sia dell'inflazione (a 2,6% nel 2027, anziché a 2,1% come nello scenario di base) che degli effetti sul PIL (che mostrerebbe una ripresa più lenta, a 0,6%, nel 2027).**

Proiezioni su inflazione e PIL Italia nei tre principali scenari sull'evoluzione della guerra in Medio Oriente

Scenari	Stretto di Hormuz	Narrativa	Danni alle infrastrutture	Volumi transitanti per lo Stretto di Hormuz	CPI Italia (2026)	PIL Italia (2026)
BEST CASE	Bloccato fino a metà aprile	Le ostilità cessano entro metà aprile; nel giro di pochi giorni, l'Iran consente la ripresa del transito attraverso lo Stretto di Hormuz	Limitato: <ul style="list-style-type: none"> Riduzione del 20% della produzione di gas dal Qatar e lavori di ricostruzione della durata di 3/5 anni Ripresa completa delle esportazioni di petrolio greggio appena un mese dopo la fine del conflitto Piena ripresa delle esportazioni di prodotti raffinati, prodotti chimici e alluminio dopo 2 mesi 	<ul style="list-style-type: none"> Petrolio al 90% nel primo mese, 100-125% in seguito Gas all'80% nei primi tre mesi, 80-100% nei 12 mesi successivi 	2,5%	0,8%
SCENARIO DI BASE	Bloccato fino a metà maggio	<ul style="list-style-type: none"> Possibile intervento via terra degli Stati Uniti, con obiettivi limitati al controllo dello Stretto di Hormuz Escalation della rappresaglia iraniana Scorta statunitense dei convogli di petroliere da e verso il Golfo Persico a partire da metà aprile La riapertura parziale dello Stretto segue poche settimane dopo la sospensione delle ostilità 	Grave: <ul style="list-style-type: none"> Riduzione del 20% della produzione di gas dal Qatar e lavori di ricostruzione che potrebbero richiedere 3-5 anni Ripresa completa delle esportazioni di petrolio greggio solo un mese dopo la fine del conflitto Piena ripresa delle esportazioni di prodotti raffinati, prodotti chimici e alluminio solo dopo 6 mesi 	<ul style="list-style-type: none"> Petrolio al 90% nel primo mese, 100-110% in seguito Gas al 60% nei primi tre mesi, all'80-90% nei 12 mesi successivi; ritorno al 100% in circa 24 mesi 	3,7%	0,4%
WORST CASE	Bloccato fino alla fine di agosto	<ul style="list-style-type: none"> Un'operazione militare statunitense-israeliana della durata di due o tre mesi, mirata allo Stretto di Hormuz, a Kharg e possibilmente alle scorte di uranio Ulteriore escalation della rappresaglia iraniana 	Ulteriori gravi danni alle infrastrutture militari, energetiche e civili su scala regionale; le riparazioni richiederanno molti mesi, o anni nel caso degli impianti di esportazione di GNL: <ul style="list-style-type: none"> Riduzione del 40% della produzione di gas dal Qatar, con lavori di ricostruzione che potrebbero durare dai 3 ai 5 anni Il 10% della produzione petrolifera del Golfo resta fuori servizio per un massimo di 2 mesi dopo la fine delle ostilità Piena ripresa delle esportazioni di prodotti raffinati, prodotti chimici e alluminio in circa 12 mesi 	<ul style="list-style-type: none"> Petrolio al 70% nel primo mese, 90-120% in seguito Gas al 50% nei primi tre mesi, 60-80% nei 12 mesi successivi; ritorno al 100% in circa 48 mesi 	4,6%	0,2%

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Sintesi della previsione macroeconomica (scenario centrale)

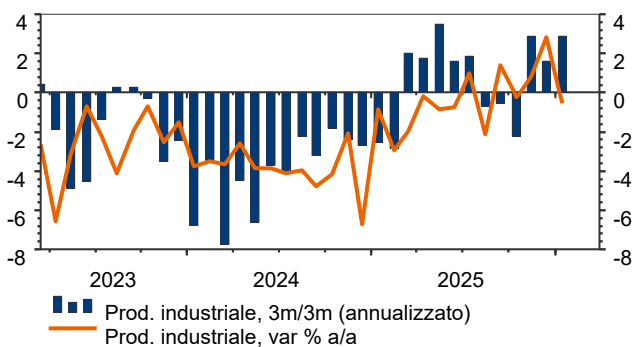
	2025	2026p	2027p	2025		2026			2027				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.4	0.8	0.7	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.4	0.8	1.0	1.0
- var.ne % t/t				0.2	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	1.1	0.3	0.7	0.3	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	0.6	0.8	0.6	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	3.8	1.6	1.4	1.0	0.9	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1
- in macchinari e altro	2.9	1.1	1.5	1.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2
- in mezzi di trasporto	9.1	4.0	1.2	4.7	0.5	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
- in costruzioni	4.0	1.7	1.3	0.5	1.7	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1
Esportazioni	1.4	-0.7	1.0	2.1	-1.2	-0.5	0.2	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Importazioni	3.9	1.6	1.5	2.0	1.0	-0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
Contributo % al PIL													
Commercio estero	-0.6	-0.7	-0.1	0.1	-0.7	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	1.5	0.7	0.8	0.4	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	-0.2	0.3	0.1	-0.3	0.6	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Affinità produttiva													
Produzione industriale	-0.3	-0.5	0.8	-0.1	0.4	-0.5	-0.3	-0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	-0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	3.7	2.0	1.6	1.1	1.6	4.0	4.3	4.9	2.9	1.9	1.8	1.5
- 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	3.6	2.3	1.0	-0.5	-0.6	4.4	5.1	5.5	4.3	2.4	1.4	1.2
Disoccupazione (%)	6.0	5.4	5.6	5.9	5.6	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	5.6	5.7	5.7
Occupati totali	0.7	0.3	0.4	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1
Salari contrattuali	3.1	2.2	2.2										
Reddito disponibile reale	2.1	-0.6	0.8										
Tasso di risparmio (%)	10.3	9.6	9.7										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.1	1.8	2.0										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.1	-3.0	-2.8										
Debito (% PIL)	137.1	139.3	139.2										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.05	2.39	2.83	2.03	2.05	2.04	2.23	2.31	2.39	2.55	2.57	2.76	2.83
Long term (10Y) rate (%)	3.57	3.52	4.06	3.55	3.46	3.41	3.42	3.48	3.77	3.97	4.01	4.06	4.19
BTP/Bund spread	0.94	0.66	0.86	0.86	0.74	0.63	0.65	0.62	0.73	0.80	0.84	0.89	0.92

Nota: le previsioni sono elaborate nell'ipotesi del proseguimento delle ostilità in Medio Oriente, con riapertura (parziale) dello Stretto di Hormuz solo attorno a metà maggio. Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

In calo la produzione industriale a inizio 2026

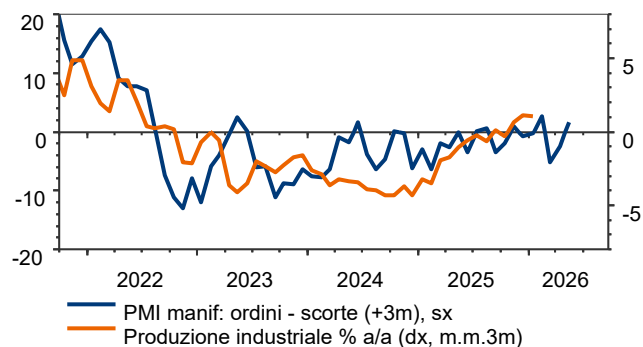
La produzione industriale ha registrato un calo a sorpresa, per il secondo mese consecutivo, a gennaio (-0,6% m/m, dopo il -0,5% m/m di dicembre). La variazione annua è tornata in territorio negativo, a -0,6% (corretto per gli effetti di calendario) da 2,7% (rivisto al ribasso da 3,2%) il mese precedente: si tratta di un minimo da agosto. La flessione congiunturale è dovuta soprattutto ai beni strumentali (-2,2% m/m dopo l'incremento visto nei due mesi precedenti), ma riguarda anche i beni di consumo non durevoli (-1,1% m/m) e i beni intermedi (-0,8% m/m). Viceversa, cresce per il quinto mese di fila l'energia (+4,5% m/m) e i beni durevoli fanno segnare un rimbalzo di +2,7% m/m, dopo la flessione vista nei cinque mesi precedenti. Tutti i macro-gruppi risultano in calo su base annua, con la sola eccezione dell'energia (+10,4% a/a, un massimo dallo scorso giugno). Il dettaglio per settore mostra che la contrazione sia su base congiunturale che tendenziale è più accentuata ove si consideri il solo settore manifatturiero (-1,4% m/m, -2,3% a/a). In gennaio si notano flessioni a due cifre (dopo il balzo del mese precedente) per i volatili comparti farmaceutico (-12,2% m/m, -1,2% a/a) e della raffinazione (-10,9% m/m, -12,9% a/a). Viceversa, l'unico settore manifatturiero a registrare un ampio incremento è quello dei mezzi di trasporto (+2,3% m/m, +7,1% a/a). In sintesi, il calo della produzione di beni strumentali conferma gli indizi di stallo del ciclo degli investimenti a inizio 2026 in attesa dei decreti attuativi delle norme sull'iper-ammortamento contenute nella manovra 2026. Dopo il recupero visto nel 4° trimestre 2025 (+0,4% t/t), la produzione industriale è in rotta per una contrazione di -0,6% t/t nel 1° trimestre 2026 (in caso di stabilità in febbraio e marzo): ciò significa che l'industria dovrebbe tornare a frenare il valore aggiunto a inizio 2026, dopo aver dato a sorpresa un contributo positivo a fine 2025. Considerando anche gli effetti del nuovo shock energetico, nel nostro nuovo scenario di base, il 2026 potrebbe essere il quarto anno consecutivo di contrazione dell'output industriale.

Torna a calare la produzione industriale su base annua a gennaio



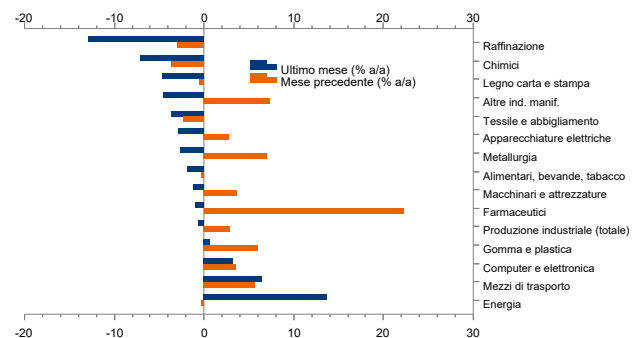
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini a febbraio suggerivano un sostanziale stallo dell'output (ma non incorporavano gli effetti della guerra in Medio Oriente)



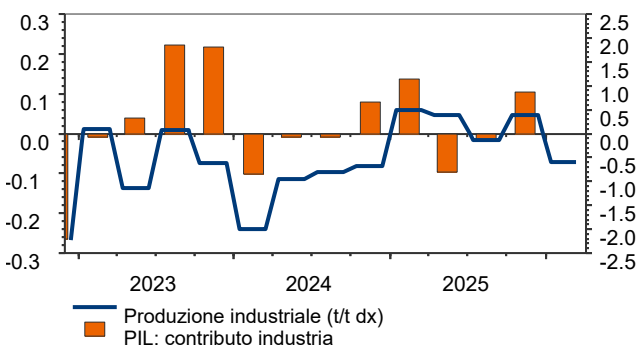
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Energia, mezzi di trasporto ed elettronica sono gli unici comparti che registrano una crescita apprezzabile dell'output su base a/a



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il contributo dell'industria al PIL, dopo essere stato positivo a fine 2025, potrebbe tornare negativo nel trimestre corrente



Nota: in caso di stabilità dell'indice di produzione industriale in febbraio e marzo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

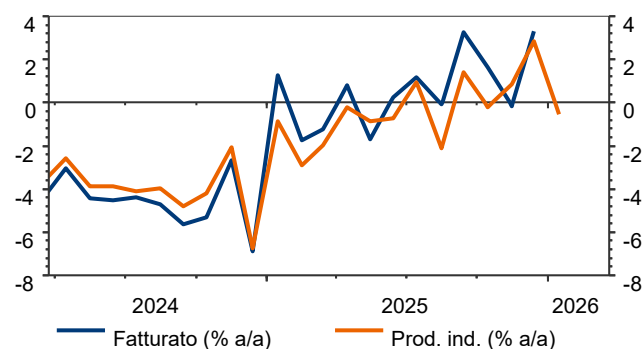
Le indagini manifatturiere non segnalano una ripresa dell'output nell'industria

A febbraio l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è tornato a flettere a sorpresa, scendendo da 89,2 a 88,5. Il calo riflette giudizi più deboli su ordini (anche dall'estero) e attese di produzione, insieme a un aumento delle scorte. Anche le valutazioni sull'occupazione peggiorano, toccando i livelli più bassi da maggio dello scorso anno. La flessione riguarda soprattutto i beni di consumo e intermedi, mentre continua a migliorare per il secondo mese il morale dei produttori di beni strumentali.

Di segno opposto l'indice PMI manifatturiero, che a febbraio è salito a 50,6 da 48,1, tornando sopra la soglia di invarianza e riportandosi sui livelli di novembre (massimo da giugno 2022). Il recupero è guidato dall'indice di produzione, che sale a 51,5 da 47,1 (massimo da agosto 2025), e dai nuovi ordini, in aumento a 50,8 da 47,4. Gli ordini esteri invece calano leggermente (a 47,6 da 48,9), in linea con il raffreddamento del commercio internazionale. Crescono inoltre acquisti e scorte, mentre l'occupazione è in lieve peggioramento. Sul fronte dei prezzi si rafforzano le pressioni: i costi degli input salgono a 58,7 (massimo da agosto 2022) e i prezzi di vendita aumentano a 52,8, sopra la media dell'ultimo anno.

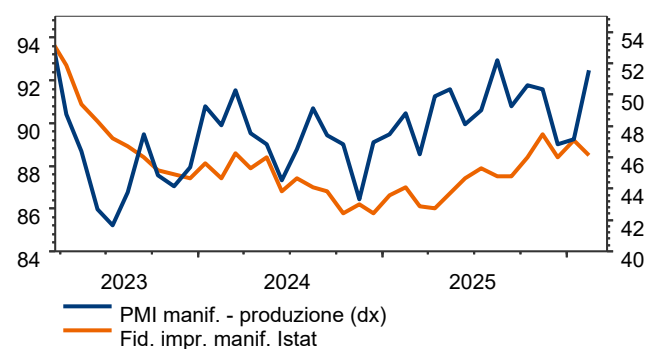
In sintesi, a febbraio le indagini forniscono segnali divergenti: la survey dell'Istat indica un nuovo indebolimento del sentiment, mentre l'indagine PMI segnala un ritorno a una moderata espansione dell'attività manifatturiera, sostenuta da produzione e ordini domestici. Nel complesso, però, la nuova fiammata inflattiva provocata dalla guerra in Medio Oriente non potrà non avere impatto sulla attività nel settore manifatturiero.

Produzione e fatturato nell'industria hanno superato il punto di minimo ma non evidenziano ancora un chiaro trend di ripresa...



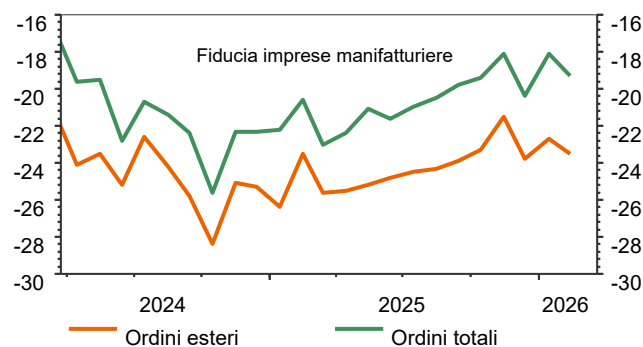
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...in coerenza con i segnali dalle indagini di fiducia delle imprese manifatturiere



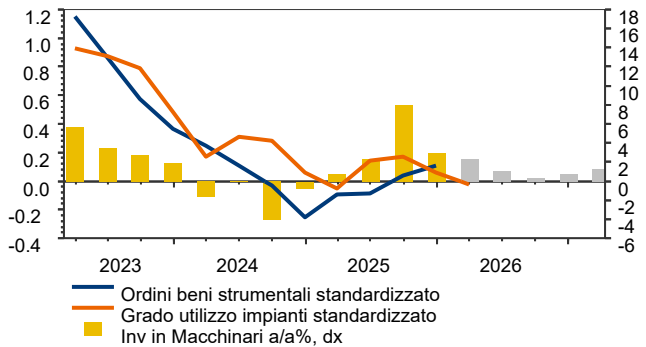
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

L'indagine Istat evidenzia un calo degli ordini correnti a febbraio (sia totali che dall'estero)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il grado di utilizzo degli impianti è in calo, ma gli ordini di beni strumentali mantengono per ora una crescita sostenuta



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

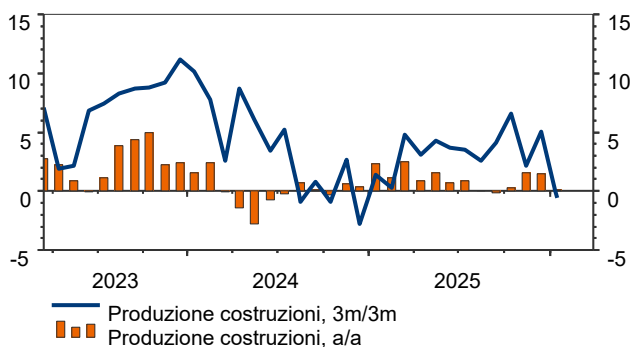
Dati contrastanti, e in parte sorprendenti, dalle costruzioni

Gli investimenti in costruzioni hanno registrato un'accelerazione nel 4° trimestre 2025 (+1,7% t/t). La dinamica è stata trainata a sorpresa dal comparto residenziale (+7,1%) mentre il segmento non residenziale ha continuato a contrarsi (-1,8% t/t). Istat ha rivisto significativamente i dati degli ultimi anni, evidenziando un crollo assai più marcato di quanto stimato in precedenza per gli investimenti in abitazioni nel 2024, seguito da un rimbalzo parziale nel 2025, mentre la revisione è stata di segno opposto per la spesa non residenziale (in forte accelerazione nel 2024 e poi in flessione nel 2025). L'output nelle costruzioni ha registrato la terza contrazione mensile consecutiva a gennaio (-1,3% m/m); in termini tendenziali, l'indice corretto per gli effetti di calendario evidenzia un calo di -0,6%, interrompendo una sequenza di dodici mesi consecutivi di crescita.

Le indagini congiunturali più recenti offrono indicazioni leggermente più favorevoli rispetto ai mesi precedenti. A febbraio, l'indice di fiducia delle imprese di costruzione è risalito a 103,1 da 99,9, pur restando su livelli storicamente contenuti e con segnali ancora deboli nei comparti della costruzione di edifici e dell'ingegneria civile. Anche il PMI costruzioni è tornato sopra la soglia di espansione, a 50,4 da 47,7 di gennaio.

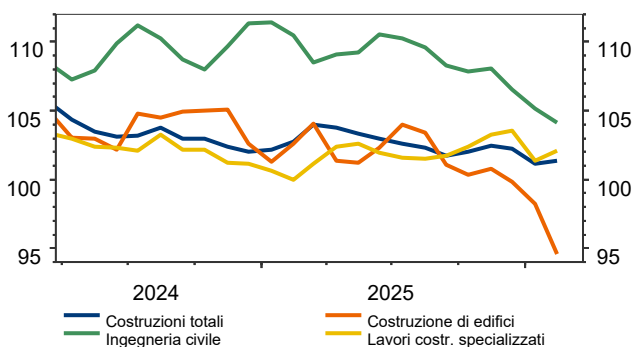
In sintesi, la recente revisione dei dati di contabilità nazionale contraddice la narrativa di un settore residenziale in contrazione a fronte di una spesa non residenziale in ulteriore ripresa; in ogni caso, **continuiamo ad aspettarci un significativo rallentamento degli investimenti in costruzioni nel 2026**, dopo il +4% del 2025.

La produzione nelle costruzioni ha registrato un chiaro rallentamento negli ultimi mesi



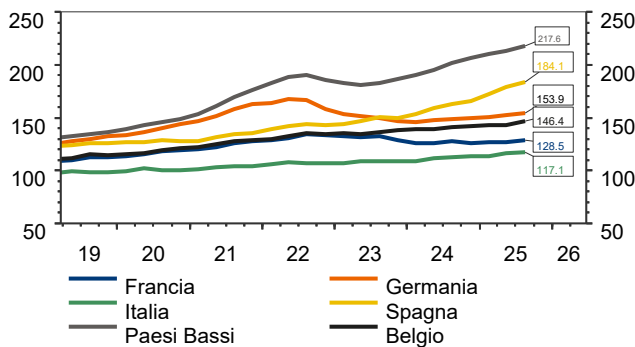
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indagine Istat sul morale dei costruttori mostra un trend negativo, soprattutto nella costruzione di edifici e nell'ingegneria civile



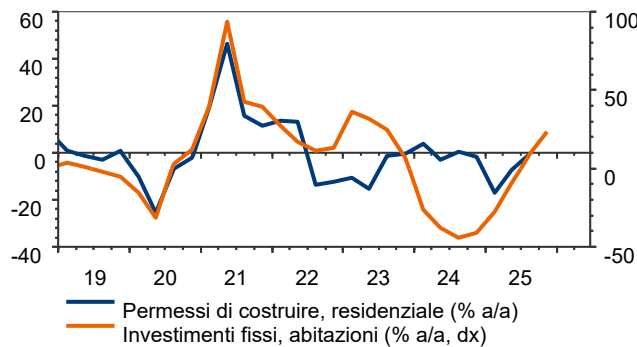
Note: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue la crescita dei prezzi delle case



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Dopo il crollo del 2024, si nota un sorprendente miglioramento per il comparto residenziale



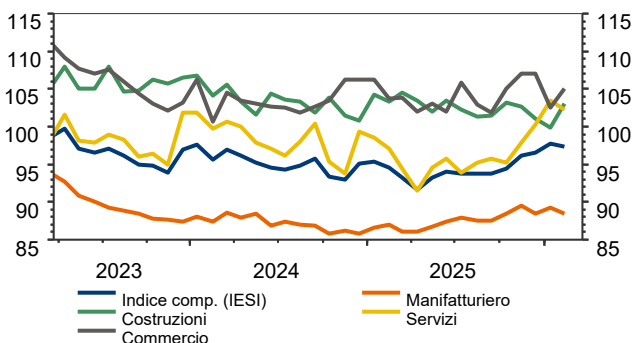
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Servizi in probabile riaccelerazione a inizio 2026, anche grazie alle Olimpiadi Invernali di Milano-Cortina

Nel 4° trimestre 2025, il valore aggiunto nel settore dei servizi ha 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 comparto 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. **Tuttavia, le indagini di fiducia, pur in lieve correzione a febbraio, restano su livelli espansivi.** A febbraio l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi è calato a 102,2 dopo il picco di 103,5 registrato il mese precedente (che rappresentava un massimo da settembre 2024). Anche l'indice PMI servizi nello stesso mese ha corretto, a 52,3 da 52,9 di gennaio: si registra un minor vigore per i nuovi affari (a 52,7 da 52,9) ma, viceversa, una riaccelerazione per le aspettative sull'attività futura (a 61,4 da 59,4); la componente dell'occupazione sale a 51,9 da 50,5, proseguendo il trend di miglioramento avviato in autunno e toccando un massimo da luglio 2025.

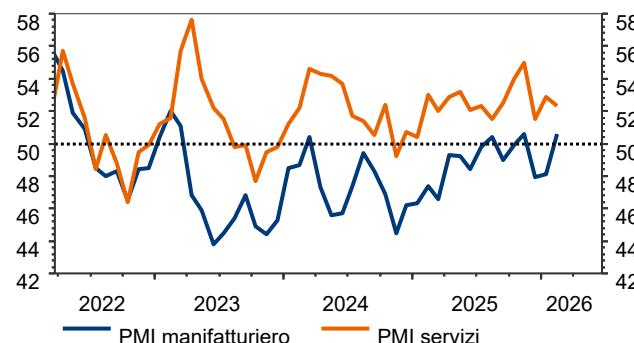
A nostro avviso, **nel 1° trimestre 2026 i servizi dovrebbero tornare ad accelerare** anche grazie all'impatto dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina, che agirà soprattutto sui servizi di alloggio e ristorazione e di trasporto (stimiamo che l'impatto possa essere quantificato in un due decimi del valore aggiunto totale nel trimestre). **Tuttavia, nel resto dell'anno anche i servizi potrebbero risentire del calo della domanda dovuto alla salita dell'inflazione.**

Secondo l'indagine Istat, il settore dei servizi è quello che registra il maggiore incremento della fiducia delle imprese negli ultimi mesi (nonostante la correzione di febbraio)



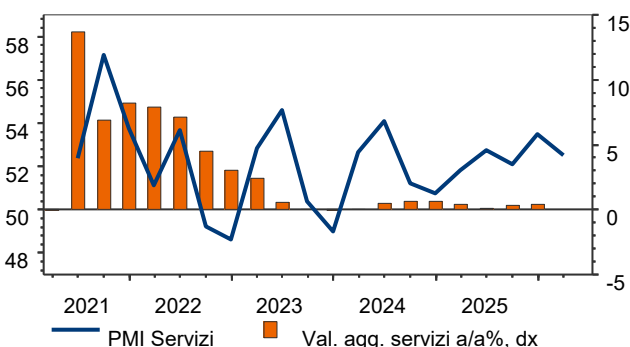
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indice PMI servizi continua a segnalare espansione nel terziario, a fronte di una sostanziale stagnazione nel manifatturiero



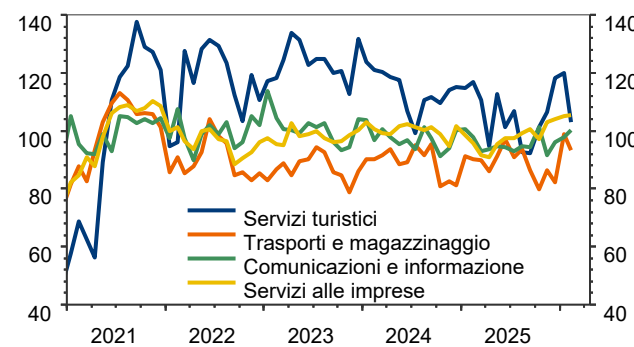
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il livello del PMI servizi resta coerente con una accelerazione del valore aggiunto nel settore a inizio 2026 (ma si potrebbe vedere un rallentamento nel resto dell'anno)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

I servizi turistici, pur in flessione a febbraio, restano trainanti secondo l'indagine Istat sulla fiducia delle imprese dei servizi

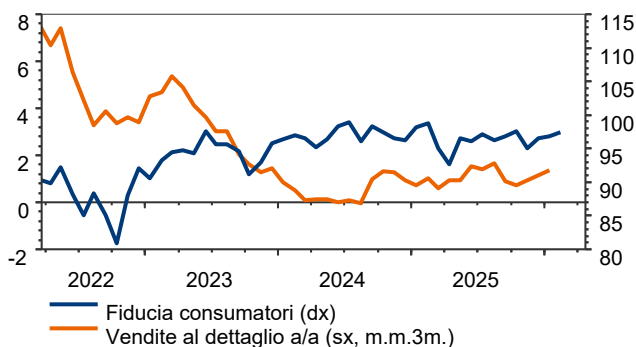


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Qualche segnale di recupero dei consumi a inizio 2026

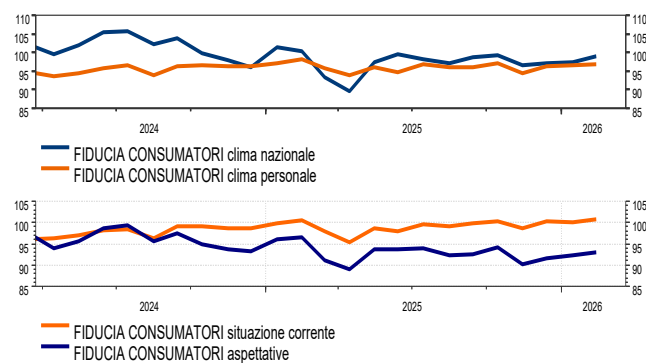
A gennaio le vendite al dettaglio hanno registrato un aumento sia in valore (+0,6% m/m) sia in volume (+0,4% m/m), dopo la flessione osservata a dicembre. La crescita è trainata soprattutto dai beni alimentari (+1,1% in valore e +0,9% in volume), mentre l'incremento è più contenuto per i non alimentari (+0,2% in valore e +0,1% in volume). Su base annua le vendite crescono del 2,3% in valore e dello 0,9% in volume: l'aumento è più marcato per gli alimentari (+3,9% in valore e +1,5% in volume), mentre i non alimentari registrano una crescita più contenuta (+1,2% in valore e +0,4% in volume). All'interno di questi ultimi emergono andamenti differenziati: si distingue la crescita delle dotazioni per informatica e telecomunicazioni (+3,9%), mentre restano in calo calzature e articoli in cuoio e da viaggio (-2,2%). **Anche le indagini di fiducia hanno dato segnali positivi nel primo scorcio del 2026: il morale dei consumatori, secondo l'indagine Istat, è salito per il terzo mese consecutivo a febbraio, da 96,8 a 97,4 (più del previsto).** Il miglioramento è dovuto soprattutto al clima economico generale, mentre il clima personale è poco variato; inoltre, aumentano più le aspettative per il futuro che la condizione corrente. In recupero sia i giudizi che le attese sulla situazione economica dell'Italia, mentre peggiorano giudizi correnti e aspettative future sulla situazione economica della famiglia. Per quanto riguarda le opportunità di risparmio, peggiorano quelle correnti ma migliorano le attese per il futuro. In recupero anche le possibilità di acquisto di beni durevoli. Infine, rallenta l'inflazione sia percepita che attesa per i prossimi 12 mesi (la prima, ai minimi da oltre 4 anni): **le famiglie, a febbraio, cominciano a percepire in misura più tangibile il calo dell'inflazione, ma la fiammata delle quotazioni energetiche intervenuta nelle settimane successive interrompe questo trend e mette a rischio la tendenza di recupero del potere d'acquisto delle famiglie.**

Sia le vendite al dettaglio sia la fiducia delle famiglie erano in moderato recupero prima dello scoppio della guerra in Iran



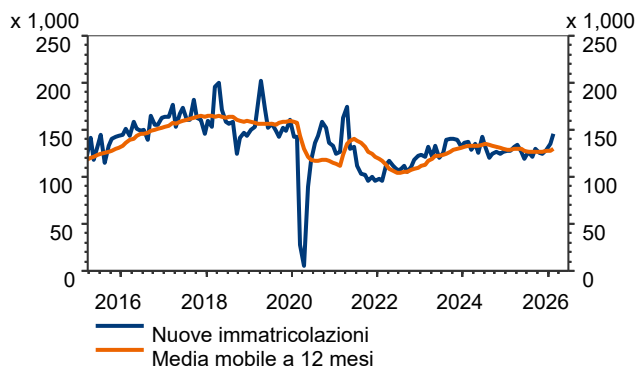
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La ripresa del morale dei consumatori a febbraio era trainata dalle aspettative per il futuro più che dalla situazione corrente



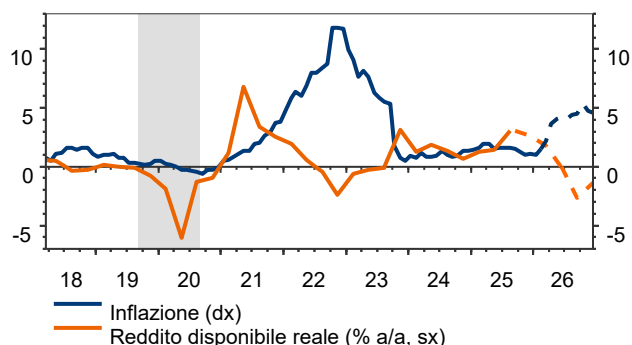
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In ripresa le vendite di auto a febbraio (+14% a/a, un massimo da giugno 2024)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Sotto ipotesi relativamente favorevoli sulla guerra in Iran, il potere d'acquisto delle famiglie rallenterà nei prossimi trimestri

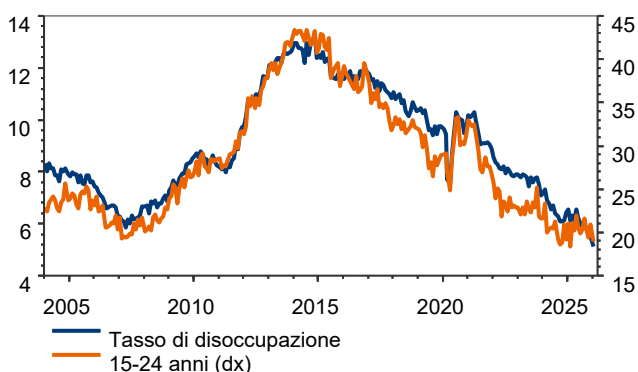


Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Disoccupazione su nuovi minimi: crescono gli occupati ma anche gli inattivi

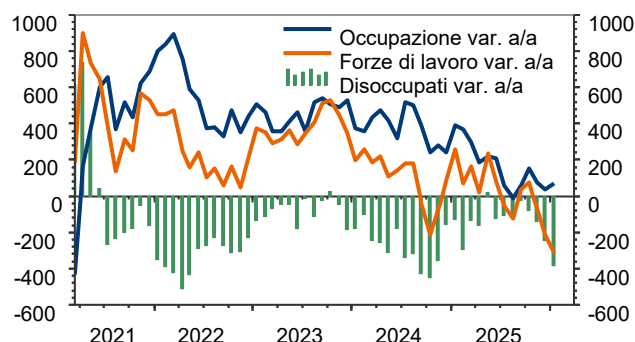
A gennaio il **tasso di disoccupazione è sceso ancora, a sorpresa, a 5,1% (un nuovo minimo storico)**, da 5,5% a dicembre. In questa fase, **le pressioni al ribasso sul tasso dei senza-lavoro arrivano** non solo dalla crescita degli occupati (+0,3% m/m ma solo +0,3% a/a), ma **anche da un aumento degli inattivi** (+0,3% m/m, +2,6% a/a nella fascia d'età 15-64 anni) che non è di facile spiegazione: secondo i dati riferiti al 4° trimestre 2025, la risalita degli inattivi rispetto a un anno prima si concentra tra coloro che non cercano lavoro per motivi familiari (+200 mila ovvero +6,4% a/a, soprattutto donne), di studio (+248 mila, 5,6%) o perché in attesa degli esiti di passate azioni di ricerca (+45 mila, +6,6%), mentre prosegue il calo del numero di scoraggiati, ovvero di quanti non cercano un impiego perché ritengono di non riuscire a trovarlo (-143 mila, -16,6%), e di quanti sono in pensione o non sono interessati a lavorare (-191 mila, -11,3% a/a). Inoltre, **i guadagni occupazionali si confermano concentrati tra le coorti meno giovani** (a gennaio, gli occupati over 50 mostrano una crescita occupazionale corretta per la componente demografica di +3,8% a/a, a fronte di un più modesto +0,5% sia per gli under 35 che per i 35-49enni), il che potrebbe ancora 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. **Nei prossimi mesi, però, il rallentamento indotto dall'impennata dei prezzi dell'energia potrebbe indurre un sia pur limitato rialzo del tasso dei senza-lavoro.**

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



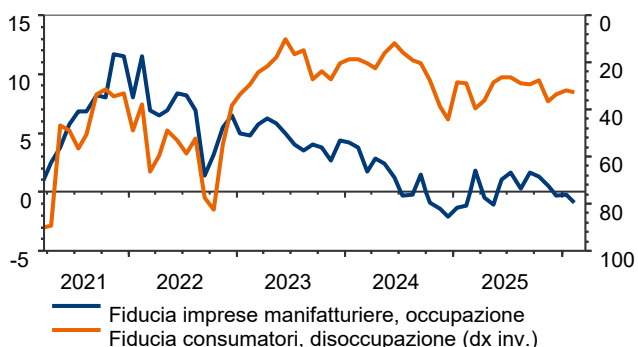
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



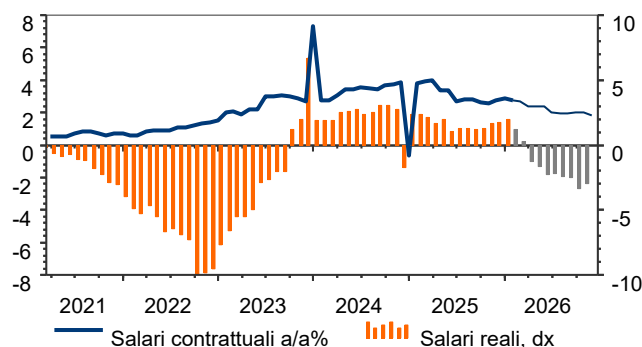
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative dei consumatori sulla disoccupazione non segnalano un imminente deterioramento del mercato del lavoro, ma le imprese industriali cominciano a essere più caute



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I salari reali restano in territorio positivo ma l'aumento dell'inflazione (pur sotto ipotesi relativamente ottimistiche sull'evoluzione della guerra in Iran) inciderà nei prossimi mesi



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

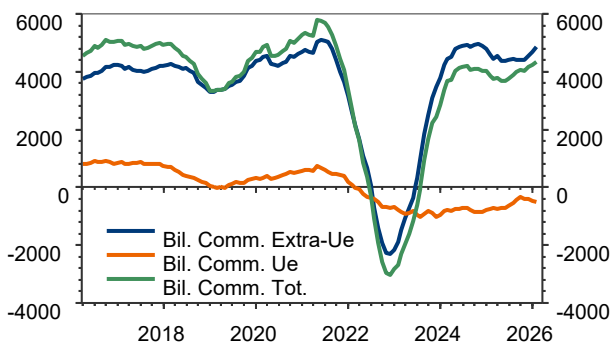
Export debole in avvio di 2026

I dati sul commercio estero a gennaio mostrano esportazioni sostanzialmente ferme (-0,1% m/m) a fronte di una contrazione marcata per le importazioni (-1,3% m/m). La stabilità dell'export è il risultato di una crescita verso i mercati UE (+1,4%) compensata da una flessione verso l'area extra-UE (-1,6%). **Su base annua l'export è in diminuzione di -4,6%** in valore (-5,8% in volume), con cali diffusi sia verso l'UE (-3,9%) che verso i mercati extra-UE (-5,5%). **Tra i settori, la contrazione è dovuta soprattutto a raffinazione (-38,2%), macchinari (-7,3%) e alimentare (-9,2%), mentre contributi positivi continuano a venire dai metalli (+17,1%) e, in misura più contenuta, dal comparto farmaceutico (+5,9%).** Si registra un calo delle vendite verso Francia, Stati Uniti, Germania e Regno Unito, a fronte di incrementi per Svizzera, Cina e Austria. Il saldo commerciale registra un avanzo di +1,1 miliardi (rispetto a un deficit di -288 milioni un anno prima), grazie soprattutto alla riduzione del deficit energetico.

Nel complesso, l'avvio del 2026 conferma la debolezza del commercio internazionale già vista a fine 2025. Anche l'export non sarà indenne dagli effetti della guerra in Medio Oriente.

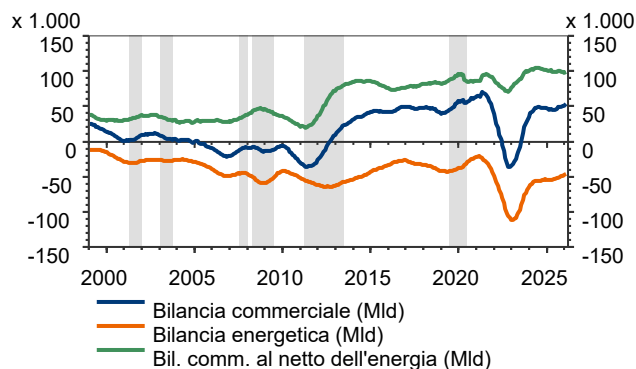
Continuiamo a ritenere che gli scambi con l'estero quest'anno possano dare un contributo negativo al PIL all'incirca dello stesso ordine di grandezza di quello visto l'anno scorso (-0,7%).

Torna a migliorare l'avanzo commerciale verso i Paesi extra-UE



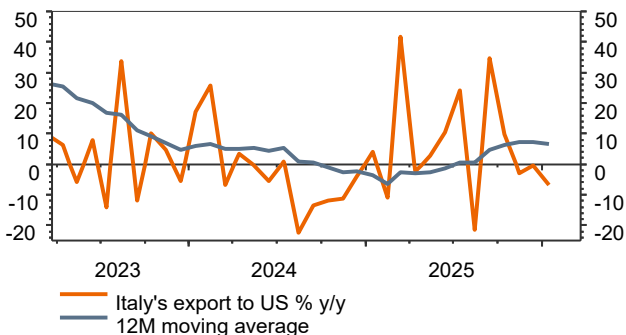
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A gennaio, il deficit energetico era in riduzione per via del calo dei prezzi dell'energia importata (ma il trend è atteso invertirsi da marzo)



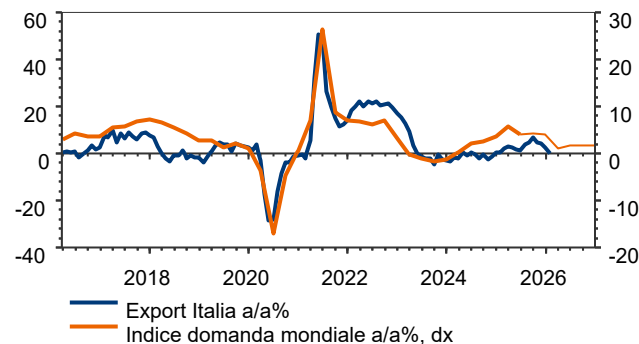
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export verso gli USA, dopo la resilienza mostrata l'anno scorso, mostra segnali di indebolimento a inizio 2026



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



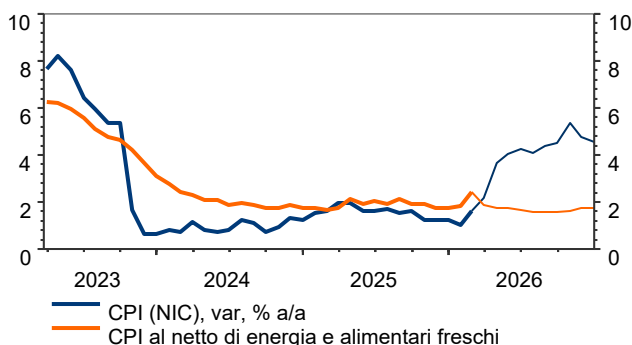
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Inflazione in accelerazione a febbraio per via delle Olimpiadi; la fiammata dei prezzi energetici peserà sui prossimi mesi

I prezzi al consumo hanno sorpreso al rialzo a febbraio, registrando un'accelerazione da 1% a 1,5% a/a sia sul NIC sia sulla misura armonizzata IPCA. Su base mensile, i prezzi sono aumentati dello 0,7% m/m sul NIC e dello 0,5% m/m sull'IPCA. Lo spaccato del NIC per categoria di spesa mostra nel mese **ampi rincari per trasporti (+1,2% m/m), bevande alcoliche e tabacchi (+2,1% m/m) e servizi ricettivi e di ristorazione (+2,8% m/m)**. Questi ultimi fanno segnare una vistosa accelerazione su base annua, da 3,5% a 6,1% a/a. Lo spaccato per tipologia di prodotto (sempre dell'indice nazionale) mostra un'accelerazione dei servizi da 2,5% a 3,6% a/a, spinti proprio dai servizi di trasporto (da 0,7% a 2,9% a/a) e dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 3% a 4,9% a/a). **La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi), sul NIC, accelera da 1,7% a 2,4% a/a**, ma l'indice del cosiddetto "carrello della spesa" rincara solo marginalmente, da 1,9% a 2% a/a. **L'inflazione "di fondo" sull'IPCA mostra peraltro un'accelerazione anche maggiore, da 1,9% a 2,6% a/a.**

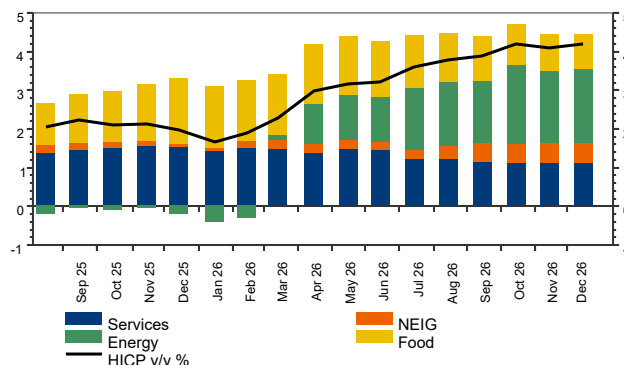
Lo spaccato delle componenti suggerisce che **il grosso della salita dell'inflazione a febbraio sia dovuto agli effetti dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina** soprattutto su servizi di alloggio/ristorazione e di trasporto. Riteniamo che tale impatto possa essere temporaneo. **Tuttavia, l'eventualità del protrarsi del conflitto in Iran aggiunge rischi verso l'alto all'inflazione, che nel nostro nuovo scenario centrale potrebbe avvicinarsi al 4% in media annua nel 2026.**

L'inflazione è destinata a salire nel resto del 2026, anche sotto ipotesi relativamente ottimistiche sulla guerra in Iran



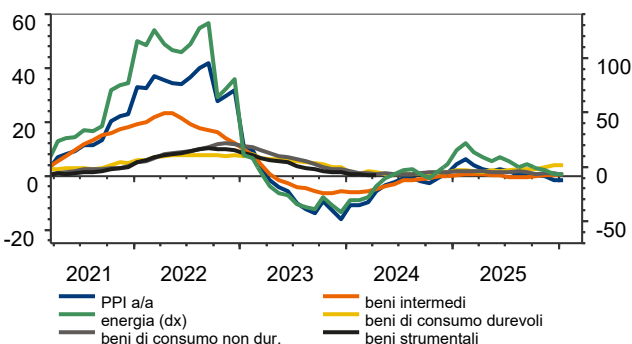
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Nel nostro nuovo scenario di base, l'energia tornerà a dare un contributo significativamente positivo all'inflazione nei prossimi mesi



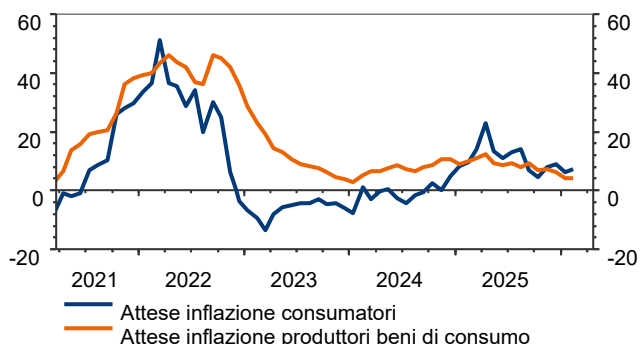
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Il PPI era ancora in territorio negativo a gennaio (-2,1% a/a), ma sarà spinto al rialzo dalla recente impennata dei prezzi energetici



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'inflazione attesa da famiglie e imprese era in rallentamento prima dello scoppio della guerra in Medio Oriente, ma è probabile una riaccelerazione da marzo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

Ulteriore rafforzamento dei prestiti a medio-lungo termine alle imprese

Il complesso dei prestiti a società non finanziarie ha mostrato un assestamento della ripresa, con un tasso di variazione dell'1,7% a gennaio rispetto all'1,8% di fine 2025, a sua volta rivisto al ribasso. Tuttavia, è proseguita l'accelerazione della componente a medio-lungo termine. I prestiti alle famiglie hanno mantenuto un ritmo robusto, con il 3,4% dei mutui e il 5% del credito al consumo.

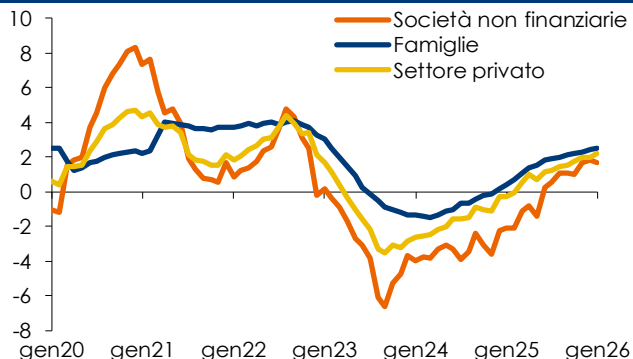
Elisa Coletti

I prestiti alle società non finanziarie hanno iniziato il 2026 in sordina, proseguendo nel trend di crescita senza, tuttavia, guadagnare velocità, mentre il ritmo di fine 2025 è stato rivisto al ribasso.

In dettaglio, a gennaio il tasso di variazione è risultato dell'1,7% a/a, leggermente più moderato rispetto all'1,8% di fine 2025, a sua volta ridimensionato rispetto al 2,0% comunicato in precedenza. L'andamento dei **prestiti alle famiglie è rimasto robusto, del +2,5% come a fine 2025** dal +2,3% di novembre. **Le prime indicazioni su febbraio 2026 sono di assestamento della crescita del totale dei prestiti a famiglie e imprese, a +2,1%** secondo i dati preliminari ABI, un ritmo identico a gennaio, dal 2,2% di fine 2025. Diversamente, l'aggregato più ampio dei **prestiti al settore privato** risulterebbe in aumento del 2,3% a febbraio, ancora in accelerazione rispetto ai mesi precedenti (2,2% a gennaio e 2,0% a dicembre e novembre).

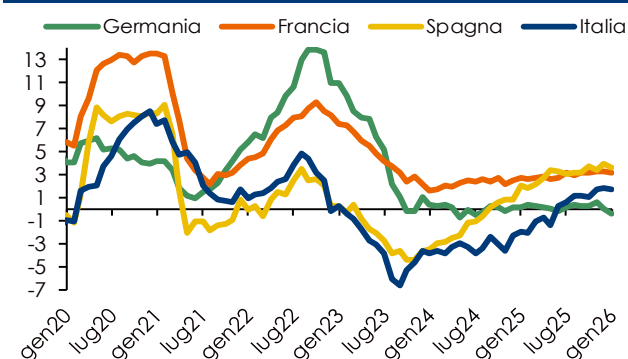
Anche a livello di area euro la ripresa dei prestiti alle società non finanziarie si è lievemente stemperata a inizio 2026, passando dal +2,7% di fine 2025 (rivisto al ribasso dal 2,8% diffuso in precedenza) al 2,5% di gennaio. Il rallentamento ha interessato tutti i principali paesi dell'area. **La Francia ha riportato una variazione del 3,1% dal 3,3% dei due mesi precedenti, mentre in Spagna si è registrata una crescita del 3,6%, rispetto al 3,9% di fine 2025**, anch'esso rivisto al ribasso (dal +4,0%). **Permane la debolezza in Germania**, tornata in negativo, a -0,4% a gennaio dopo aver registrato un marginale miglioramento nel 2° semestre 2025, fino al +0,6% di novembre.

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



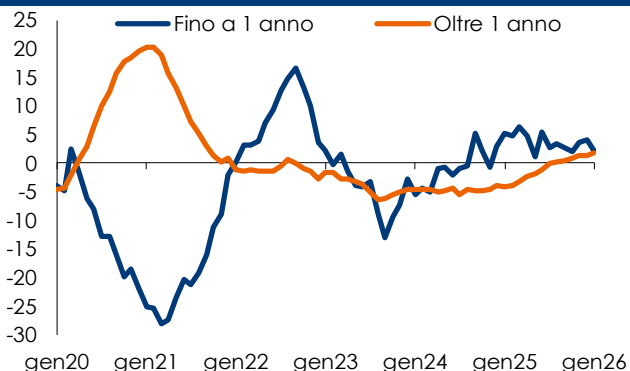
Fonte: Banca d'Italia

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



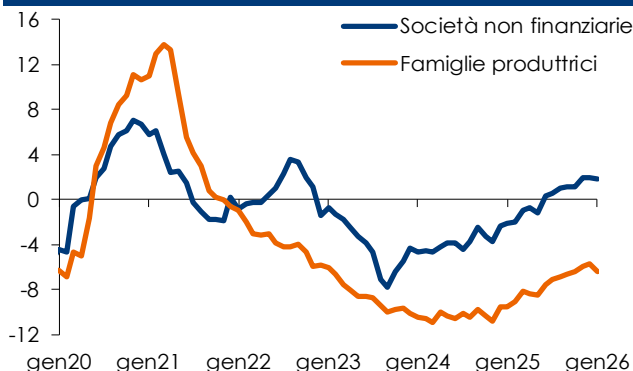
Fonte: BCE

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)

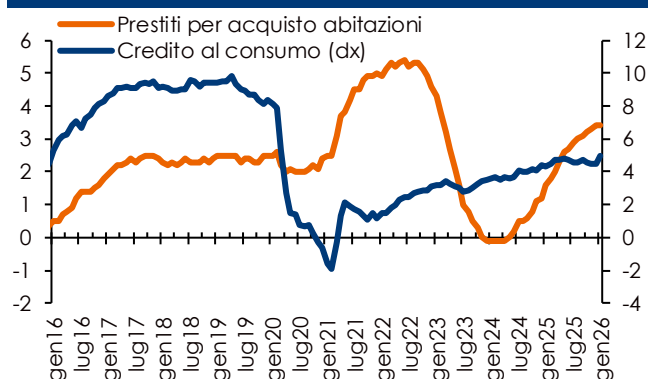


Fonte: BCE

In positivo, si osserva che i **finanziamenti a medio-lungo termine alle società non finanziarie residenti in Italia si sono confermati in accelerazione a gennaio, segnando un +1,7% a/a, la miglior variazione da settembre 2021**, dopo il +1,2% di fine 2025. Diversamente, è rallentata la crescita dei prestiti a breve termine, a +2,2% a gennaio, circa dimezzata rispetto al +4,1% di dicembre.

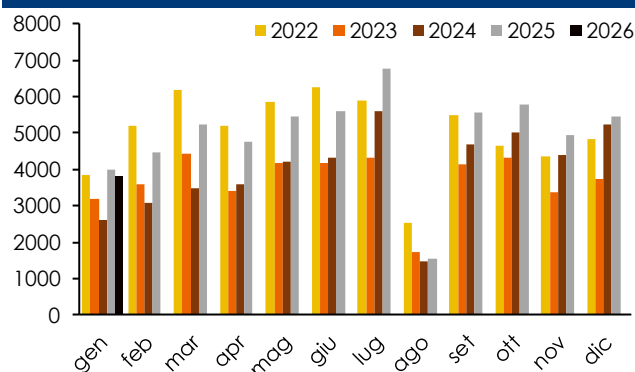
Dal lato del credito alle famiglie, i **prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno mantenuto il ritmo del 3,4% segnato a dicembre**, dal 3,3% di novembre. Tuttavia, **l'aumento delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo si è fermato, mostrando il primo calo dopo sedici mesi di segni positivi**, del -4,2% a gennaio che segue il rallentamento a +3,6% a/a a dicembre (+12,6% a novembre). Guardando al totale delle erogazioni mensili, **le operazioni a tasso variabile hanno confermato la ripresa**, in atto da metà 2025, crescendo del 50,9% a/a. Diversamente, le erogazioni a tasso fisso hanno accentuato il calo emerso nell'ultimo trimestre 2025, segnando un -24,7% a gennaio. La ricomposizione in corso segue l'evoluzione del differenziale tra tasso fisso e variabile, con quest'ultimo più basso del primo per 47pb a gennaio, una distanza che si è allargata rispetto ai 22pb medi degli ultimi quattro mesi del 2025. Sul totale delle erogazioni mensili, **le operazioni a tasso fisso restano prevalenti, pari all'80%**, una percentuale ancora elevata, ma inferiore rispetto al 91% medio del 1° semestre 2025. Si segnala, infine, **lo spunto del credito al consumo** al +5,0% a gennaio, il miglior risultato da marzo 2020, dopo un 2025 segnato da un passo costante, del 4,6% in media.

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



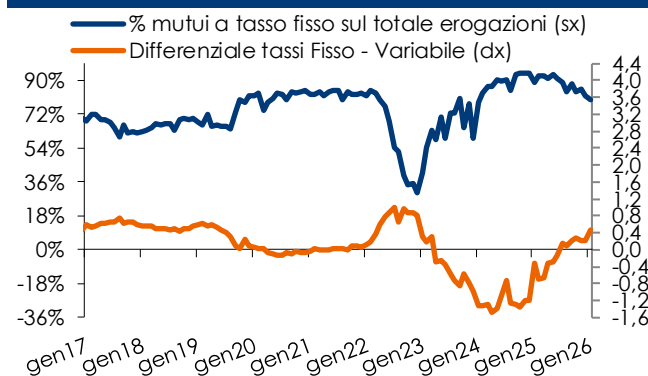
Fonte: BCE

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



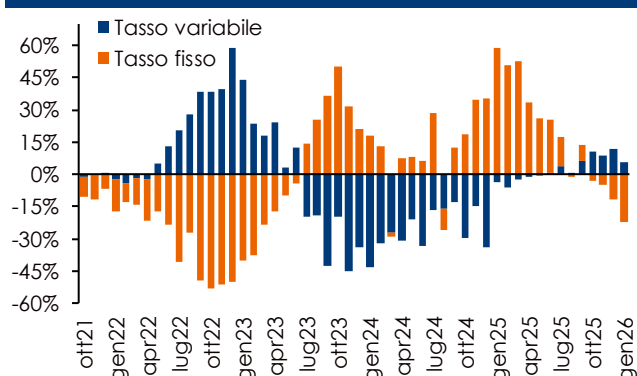
Fonte: BCE

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

Depositi di famiglie e imprese in accelerazione a inizio 2026

Prosegue il buon momento dei depositi, con un tasso di crescita del 3,9% a gennaio, dal 2,2% di fine 2025, e un'ulteriore accelerazione a febbraio, a 4,6% secondo dati preliminari. Al buon andamento di gennaio hanno contribuito sia i depositi delle famiglie, sia quelli delle imprese, questi ultimi cresciuti del 7% a/a. I conti correnti si sono confermati assai dinamici, in aumento del 6%. È tornato positivo il flusso mensile di risparmi diretti verso i depositi con durata prestabilita.

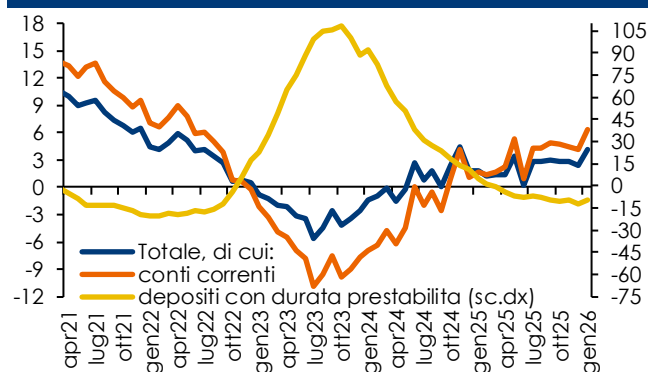
Elisa Coletti

I depositi hanno aperto il 2026 in splendida forma, segnando un tasso di crescita del 3,9% a gennaio, dal 2,2% di fine 2025. Sorprendentemente, la brillante dinamica risulta confermata per febbraio che, sulla base di dati preliminari, **avrebbe segnato un'ulteriore accelerazione** (a +4,6% a/a da +4,0% a dicembre secondo dati omogenei di fonte ABI).

Al buon andamento di gennaio hanno contribuito sia i **depositi delle famiglie**, sia quelli delle imprese. I primi hanno riportato una **crescita del 3,3% a/a** con un **apporto di risparmi pari a 8,1 miliardi nel mese**, di cui circa la metà sui conti correnti (+4,2 miliardi nel mese e +4,9% a/a). **I depositi delle società non finanziarie hanno registrato un balzo del tasso di crescita a +7% a/a** dal 2,2% a fine 2025, **sostenuto dal +9,9% dei conti correnti e da un flusso positivo per ben 3,4 miliardi sui depositi con durata prestabilita**.

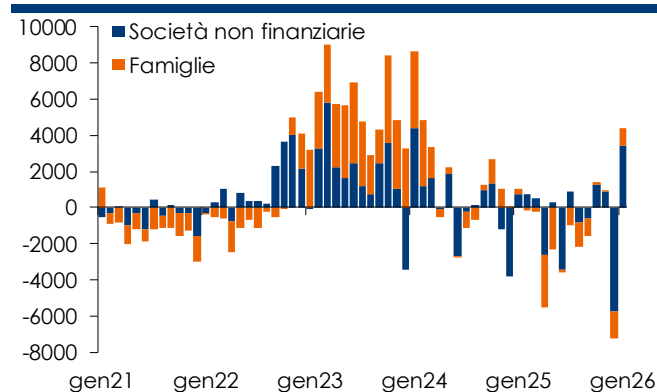
L'aggregato complessivo dei conti correnti è aumentato del 6,0% a/a, un tasso di variazione che ha beneficiato di un deflusso mensile molto contenuto rispetto alle regolarità stagionali, pari a soli -3,5 miliardi rispetto ai -27,7 registrati nel gennaio 2025. **L'andamento dei depositi con durata prestabilita è rimasto negativo in termini di variazione annua, risultata però leggermente meno marcata dei mesi precedenti** (-9,9% per il totale di famiglie e imprese). Su base mensile, il flusso è stato, invece, positivo, pari a 4,4 miliardi per il totale di famiglie e imprese, la gran parte afferenti a società non finanziarie.

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 (milioni di euro)



Fonte: BCE

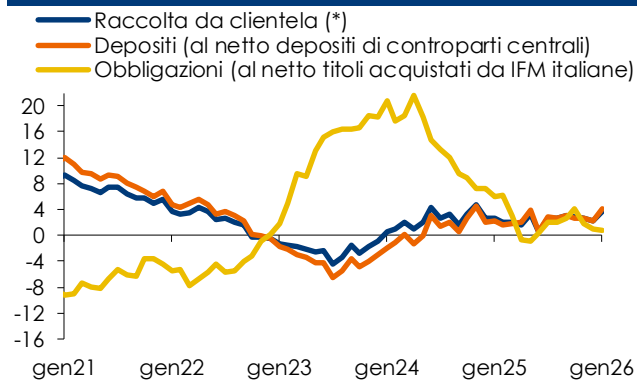
Le obbligazioni bancarie hanno continuato a rallentare, registrando un tasso di crescita dello 0,8% a gennaio, dall'1,0% di dicembre, seguito da uno 0,4% a febbraio secondo le anticipazioni ABI.

Tuttavia, la **raccolta complessiva da clientela è stata sostenuta dalla notevole dinamica dei depositi, crescendo del 3,6% a gennaio**, dal 2,2% di fine 2025, **e del +4,0% a febbraio** secondo le stime ABI.

La **raccolta bancaria complessiva** ha confermato il momento favorevole, accelerando ulteriormente a +7,2% dal 5,6% di dicembre. L'andamento resta sostenuto dalla **dinamica a due cifre dei depositi di non residenti in Italia** (+26,5% a gennaio). Diversamente, il rifinanziamento

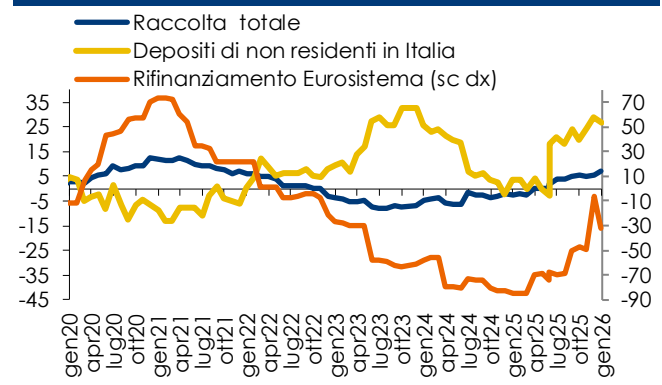
presso la BCE è tornato a segnare un calo a due cifre, del -30% circa nel 1° bimestre 2026 in quanto il ricorso alle operazioni principali è risultato di nuovo molto contenuto, in linea con i 7,5 miliardi medi mensili registrati da maggio a novembre 2025 dopo il temporaneo aumento a 14 miliardi a fine anno.

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.intesasnpaolo.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 Analysis**Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com**Banking Research**Elisa Coletti (Responsabile)
Valentina Dal Maso
Eloisa Fassio
Carol Salvadorielisa.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 Volpipaolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com