

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Research Department**

Aprile 2026

**IMI**

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

## Indice

### L'evoluzione dello scenario congiunturale

I primi effetti della guerra sull'economia italiana

Sintesi della previsione macroeconomica

Poco mossa la produzione industriale a febbraio

Le indagini manifatturiere di marzo non incorporano ancora appieno gli effetti della crisi

Costruzioni: tiene la fiducia, ma la produzione è in frenata (e risentirà dei rincari energetici)

Dopo un buon inizio d'anno, anche i servizi sono impattati dai timori di calo della domanda

Sui consumi si scaricherà il grosso dell'impatto dello shock energetico

Sta perdendo slancio la crescita dell'occupazione

Export in lieve recupero a febbraio, ma le prospettive sono poco favorevoli

Inflazione: rientra l'effetto Olimpiadi, ma i rincari energetici sono solo all'inizio

### Tendenze del settore bancario

I prestiti a società non finanziarie hanno mantenuto il ritmo di crescita dell'1,8%

Dinamica dei depositi ancora vivace a febbraio, torna più moderata a marzo

## Aprile 2026

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

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### I primi effetti della guerra sull'economia italiana

Le evidenze iniziali in merito all'impatto della crisi geopolitica ed energetica mostrano effetti più accentuati sulla fiducia delle famiglie che su quella delle imprese, e, tra queste, più sul terziario che sul manifatturiero. La trasmissione a valle sui prezzi è sinora contenuta, ma restano rischi di maggiore diffusione e propagazione dello shock nei prossimi mesi.

Paolo Mameli

I primi dati relativi al mese di marzo consentono una iniziale ricognizione (del tutto parziale, per ora) sugli effetti della crisi geopolitica ed energetica sull'economia italiana. Sul versante della **crescita**, in attesa della diffusione dei dati reali nelle prossime settimane, le indagini di fiducia di marzo hanno dato i seguenti segnali:

**L'impatto sugli indici di fiducia, soprattutto delle imprese industriali, è sinora parziale**

- **L'impatto sul morale di famiglie e imprese per ora è solo parziale**, perché le indagini sono state condotte in media nella prima metà del mese di marzo e quindi non incorporano appieno gli effetti della crisi, che saranno con ogni probabilità più evidenti nelle survey relative al mese di aprile che saranno diffuse nelle prossime settimane.
- L'impatto risulta per ora **più accentuato per le famiglie che per le imprese**; sulle prime ha pesato in particolar modo la **risalita delle aspettative inflazionistiche**, in un contesto in cui i consumatori potrebbero essere particolarmente sensibili ai rincari visto che lo shock arriva a pochi anni dalla precedente crisi del 2022-23 che aveva eroso il potere d'acquisto.
- Dal lato delle imprese, a sorpresa, si riscontra sinora un **maggior impatto sul morale delle aziende dei servizi (e del commercio) che su quello manifatturiero** (che in teoria dovrebbe essere più impattato dai rincari dei prezzi energetici nonché dai rischi sugli approvvigionamenti). Il settore terziario ha registrato infatti un incremento modesto del morale delle imprese dei servizi di mercato secondo l'indagine Istat, e soprattutto un calo a sorpresa in territorio recessivo (per la prima volta dal novembre del 2024), da 52,3 a 48,8 (un minimo da quasi due anni e mezzo), dell'indice PMI servizi. Ricordando che l'indagine Istat misura il livello di morale rispetto alla norma mentre la survey PMI quantifica la variazione rispetto al mese precedente, questo gap potrebbe essere spiegato dal fatto che il settore era quello che nei mesi precedenti stava vivendo la ripresa più intensa dell'attività, e per il quale è dunque maggiore il timore che l'inversione di tendenza della domanda finale (indotta, nelle aspettative delle imprese, dal minor potere d'acquisto dei consumatori) si traduca in un deterioramento degli affari nei prossimi mesi. Peraltro, secondo l'indagine Istat, tra i servizi hanno pesato soprattutto quelli più impattati dal prezzo del petrolio ovvero i trasporti.
- **Per quanto riguarda il morale nel settore manifatturiero, l'incremento di marzo** (registrato sia dall'indagine Istat che dal PMI) **potrebbe essere fuorviante e destinato a invertirsi nei prossimi mesi**. Infatti, gli indici potrebbero essere stati distorti al rialzo dal tentativo delle aziende di anticipare ordini e produzione per ricostituire le scorte ed evitare interruzioni negli approvvigionamenti; inoltre, l'indice sintetico PMI, per costruzione, risente positivamente dell'allungamento dei tempi di consegna (che però, nella fase attuale, non è un indicatore di maggiore vigore della domanda ma di restrizioni dal lato dell'offerta).

Per quanto riguarda gli effetti sui **prezzi**:

- **Il dato sui prezzi al consumo di marzo ha mostrato sì una salita rispetto al mese precedente** (da 1,5% a 1,7% a/a, sull'indice nazionale), **che però è stata inferiore alle attese. Ciò si spiega con il rientro dell'effetto delle Olimpiadi** Invernali che aveva gonfiato i listini dei servizi il mese precedente. Tuttavia, **anche la trasmissione a valle dei rincari energetici sembra essere stata parziale**: a fronte di un rincaro di +46% del Brent in euro, la benzina è salita di +4,8% m/m; più marcato l'aumento del gasolio per trasporto (+12% m/m) e di quello per riscaldamento (+15,6% m/m); per quanto riguarda i prezzi del gas, si registra un rincaro significativo sul mercato tutelato (+17,8% m/m) e meno marcato sul mercato libero (+3,9% m/m); i prezzi

**L'impatto sui prezzi è sinora limitato all'energia e contenuto, ma la salita delle aspettative inflazionistiche di imprese e famiglie segnala rischi per i prossimi mesi**

dell'elettricità invece fanno segnare una stabilità sul mercato tutelato e un aumento di appena +1,8% m/m sul mercato libero. Nel complesso, **la salita dei prezzi dei carburanti in Italia è stata meno marcata che in Germania o Francia**, anche per effetto del taglio delle accise (-25 centesimi al litro dal 19 marzo, poi prorogato sino al 1° maggio) che potrebbe aver inciso per almeno tre decimi sull'inflazione generale. **Non sembra esserci sinora trasmissione a comparti al di fuori dell'energia**, con l'eccezione, forse, degli alimentari freschi (+0,7% m/m ma in accelerazione su base annua da 3,7% a 4,7%, per effetto soprattutto di frutta e ortaggi/legumi); i servizi di trasporto (+0,5% m/m) fanno segnare rincari mensili significativi solo per il trasporto aereo (+4,4% m/m, ma in decelerazione su base annua da 9,4% a 2,9%). Tuttavia, il fatto che lo shock sulle catene di fornitura abbia riguardato anche i fertilizzanti segnala sensibili **rischi al rialzo per i prossimi mesi, al di fuori dell'energia, almeno per gli alimentari**.

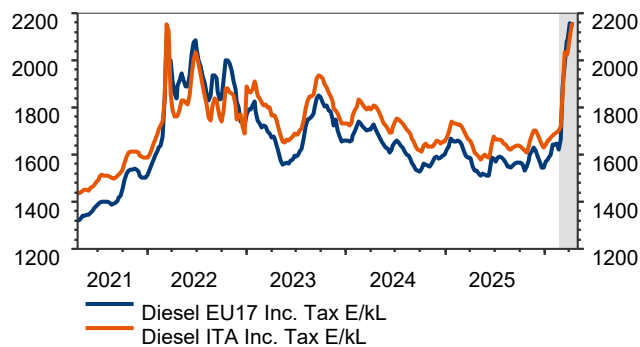
- Per quanto riguarda le aspettative inflazionistiche delle imprese, **l'indagine PMI registra un significato aumento dei prezzi pagati**, sia nel manifatturiero (da 58,7 a 69,1, un massimo da settembre del 2022) sia nei servizi (da 58,2 a 64,6, un record da febbraio del 2023). **Il trasferimento a valle è per ora largamente incompleto**: i prezzi ricevuti salgono in misura decisamente minore (da 52,8 a 56,4 nel manifatturiero e da 53,5 a 54,6 nei servizi). Di conseguenza, il differenziale tra prezzi ricevuti e prezzi pagati nell'indagine PMI composita (una sorta di proxy dei margini di profitto delle aziende), è sceso a un minimo dal picco della precedente crisi energetica (da ottobre del 2022). Ciò potrebbe essere un indizio del fatto che, rispetto alla precedente crisi energetica del 2022-23, **il minor vigore della domanda finale potrebbe indurre le imprese ad assorbire nei propri margini una parte dei rincari** dei costi; tuttavia, si tratta solo di una prima evidenza, che dovrà essere confermata nei prossimi mesi (solitamente, i rincari si trasferiscono a valle nell'arco di diversi mesi). Meno marcati invece gli aumenti dei costi segnalati dall'indagine Istat.
- Ancor più significativa è la salita delle attese di inflazione da parte delle famiglie: secondo l'indagine sul morale dei consumatori dell'Istat, l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è balzata da 12,3 a 57,3 - **neppure dopo lo scoppio della guerra in Ucraina si è registrata una variazione mensile così ampia**. Dall'aumento delle aspettative di inflazione deriva con ogni probabilità il deterioramento di tutte le altre componenti dell'indagine di fiducia delle famiglie. Se si guarda alla survey sulle famiglie condotta dalla Commissione europea, che fornisce anche lo spaccato per classi di reddito, la particolarità è che, a differenza di quanto accaduto durante la precedente crisi energetica (quando si creò un ampio gap inflazionistico tra le famiglie più povere, più colpite dai rincari, e quelle più ricche), **nella fase attuale sono le famiglie più abbienti a dimostrare le maggiori preoccupazioni** (in particolare, in merito alle aspettative su inflazione, condizione finanziaria, situazione economica generale, risparmio). Una possibile spiegazione è che i nuclei più abbienti siano quelli meglio informati, che incorporano più pienamente rincari non ancora effettivi ma solo attesi; tuttavia, una spiegazione più profonda riguarda la diversa composizione dello shock attuale (più focalizzato sul prezzo del petrolio e quindi sugli impatti sui carburanti) rispetto a quello del 2022-23 (con rincari più accentuati sul gas naturale e quindi sulle bollette di gas ed elettricità): se tendenzialmente uno shock energetico tende ad essere regressivo, ovvero a colpire più intensamente le famiglie più povere (che spendono in energia una percentuale più alta del proprio reddito), **uno shock che riguardi in maniera particolare i carburanti potrebbe pesare maggiormente sulle famiglie ad alto reddito** che destinano a tale tipo di spesa una quota più alta del loro reddito/spesa (inoltre, tale spesa, per le famiglie più povere, è più comprimibile rispetto a quella delle utenze domestiche). In ogni caso, gli effetti distributivi dipenderanno anche dalla propagazione dello shock, ad esempio, ai rincari alimentari (anch'essi tendenzialmente con impatto regressivo).

Nel complesso, le prime evidenze sugli effetti della guerra non contraddicono l'ipotesi di uno shock inflazionistico importante (seppure di entità inferiore a quello del 2022-23). **Manteniamo per ora le nostre previsioni precedenti di accelerazione dell'inflazione nei prossimi mesi (con un picco a ottobre) e di sensibile rallentamento del PIL**: dopo un primo trimestre ancora positivo (a 0,1% t/t, con qualche rischio verso l'alto per effetto dell'impatto sui servizi dei Giochi Olimpici

**Manteniamo l'idea che l'espansione del PIL possa interrompersi nei trimestri centrali dell'anno**

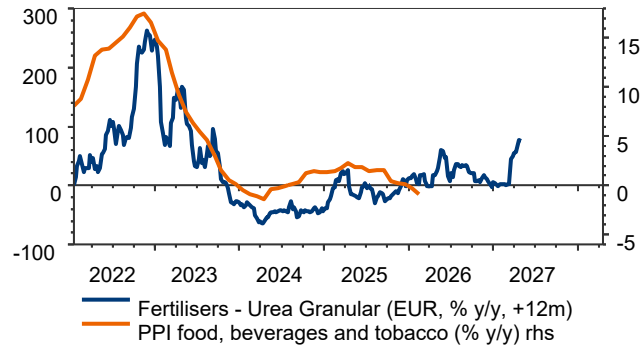
Invernali di Milano-Cortina), ci aspettiamo poi una possibile lieve contrazione dell'attività economica nel trimestre corrente, seguita da una stagnazione nei mesi estivi e da una ripresa solo nello scorcio finale dell'anno. Tali stime sono state formulate nell'ipotesi di una ripresa dei flussi di produzione e trasporto nel Golfo Persico a partire dalla metà del mese di maggio.

**La crisi energetica attuale è molto incentrata sui prezzi dei carburanti (in particolare il diesel è sui massimi del 2022)**



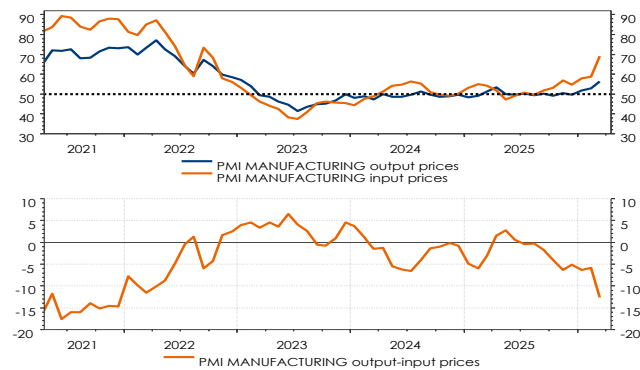
Fonte: LSEG Datastream

**Lo shock riguarda anche i fertilizzanti, e perciò potrebbe avere impatto (con ritardo) anche sui prezzi alimentari**



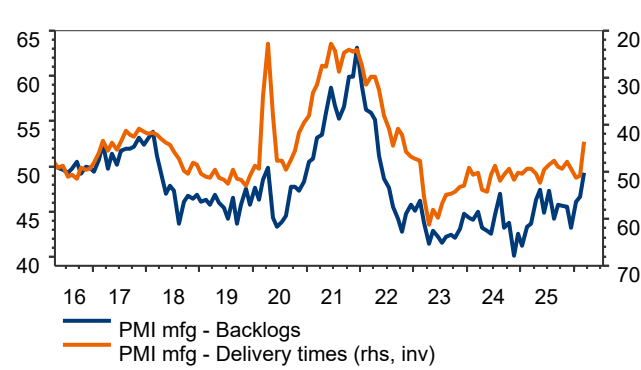
Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream, Istat

**L'indagine PMI manifatturiero segnala un sensibile aumento dei prezzi pagati, con trasferimento a valle contenuto e compressione dei margini (sinora) ...**



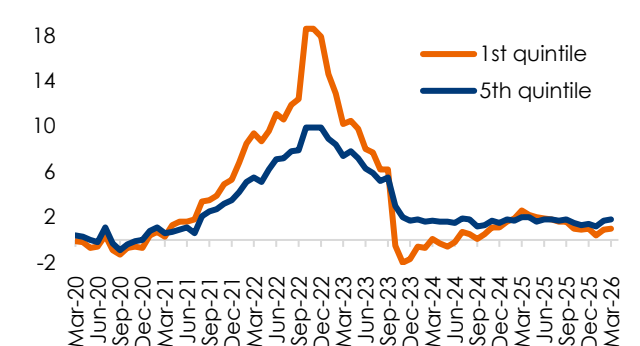
Fonte: S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**... nonché un aumento di arretrati e tempi di consegna (che potrebbero aver "distorto al rialzo" l'indice PMI sintetico)**



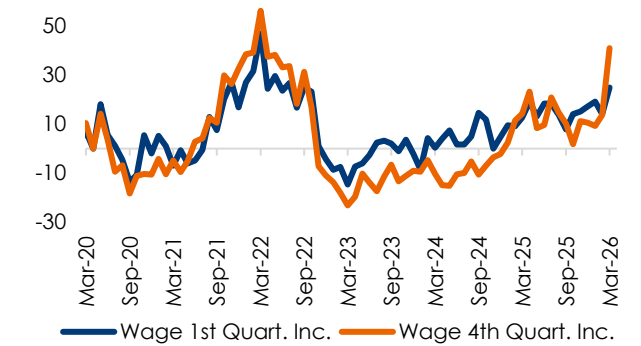
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Mentre il precedente shock energetico è stato fortemente regressivo (con un differenziale di quasi 9 punti di inflazione tra 1° e 5° quintile di spesa a ottobre-novembre 2022) ...**



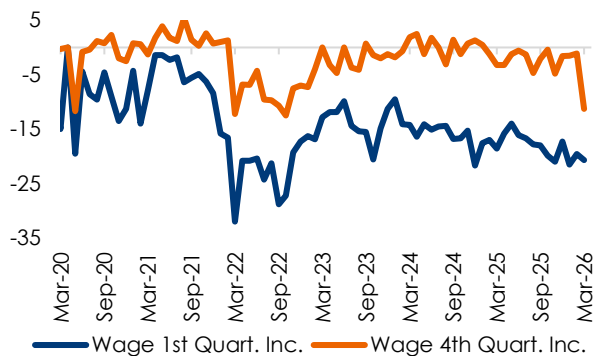
Fonte: dati Istat su IPCA % a/a (classificazione per classi di spesa), elaborazioni Intesa Sanpaolo

**... in questa fase le maggiori preoccupazioni vengono dalle famiglie più abbienti, non solo in merito ai rialzi dei prezzi ...**



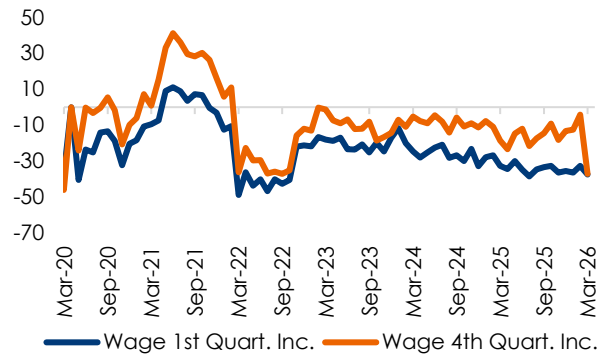
Fonte: indagine Commissione UE sulla fiducia dei consumatori (classificazione per classi di reddito)

... ma anche sulla propria situazione finanziaria attesa ...



Fonte: indagine Commissione UE sulla fiducia dei consumatori (classificazione per classi di reddito)

... e sulla situazione economica generale



Fonte: indagine Commissione UE sulla fiducia dei consumatori (classificazione per classi di reddito)

## Sintesi della previsione macroeconomica

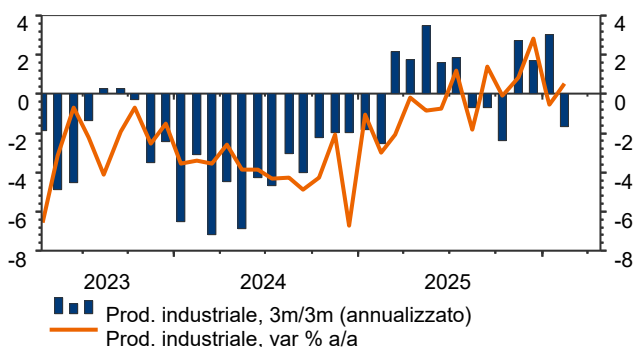
	2025	2026p	2027p	2025		2026				2027			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>	<b>0.7</b>	0.4	0.8	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	0.6	0.5	0.3	0.2	0.4	0.8	1.0	1.0
- var.ne % t/t				<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	<b>1.1</b>	0.3	0.7	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	<b>0.6</b>	0.8	0.6	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	<b>3.8</b>	1.6	1.4	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1
- in macchinari e altro	<b>2.9</b>	1.1	1.5	<b>1.0</b>	<b>0.0</b>	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2
- in mezzi di trasporto	<b>9.1</b>	4.0	1.2	<b>4.7</b>	<b>0.5</b>	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
- in costruzioni	<b>4.0</b>	1.7	1.3	<b>0.5</b>	<b>1.7</b>	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1
Esportazioni	<b>1.4</b>	-0.7	1.0	<b>2.1</b>	<b>-1.2</b>	-0.5	0.2	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Importazioni	<b>3.9</b>	1.6	1.5	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	-0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
<b>Contributo % al PIL</b>													
Commercio estero	<b>-0.6</b>	-0.7	-0.1	<b>0.1</b>	<b>-0.7</b>	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	<b>1.5</b>	0.7	0.8	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	<b>-0.2</b>	0.3	0.1	<b>-0.3</b>	<b>0.6</b>	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
<b>Attività produttiva</b>													
Produzione industriale	<b>-0.3</b>	-0.5	0.7	<b>-0.2</b>	<b>0.4</b>	-0.6	-0.4	-0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.0
<b>Prezzi, salari e redditi</b>													
Prezzi al consumo (a/a)	<b>1.5</b>	3.5	2.1	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	3.5	4.5	4.6	2.6	1.8	1.9	2.2
- escl. alimentari, energia (a/a)	<b>2.0</b>	2.1	2.1	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
PPI (a/a)	<b>1.9</b>	3.4	2.4	<b>1.0</b>	<b>-0.5</b>	-1.0	4.4	5.1	5.5	4.7	2.4	1.4	1.2
Disoccupazione (%)	<b>6.0</b>	5.4	5.7	<b>5.9</b>	<b>5.6</b>	5.3	5.4	5.5	5.6	5.6	5.6	5.7	5.8
Occupati totali	<b>0.7</b>	0.3	0.5	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1
Salari contrattuali	<b>3.1</b>	2.2	2.2										
Reddito disponibile reale	0.9	-0.6	1.1										
Tasso di risparmio (%)	8.2	7.2	7.6										
<b>Bilancia dei pagamenti</b>													
Partite correnti (% PIL)	<b>1.1</b>	1.8	2.0										
<b>Finanza pubblica</b>													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	<b>-3.1</b>	-3.0	-2.8										
Debito (% PIL)	<b>137.1</b>	138.6	138.6										
<b>Variabili finanziarie</b>													
3-mths Euribor	<b>2.05</b>	2.59	2.80	<b>2.03</b>	<b>2.05</b>	<b>2.11</b>	2.28	2.54	2.59	2.77	2.81	2.79	2.80
Long term (10Y) rate (%)	<b>3.57</b>	3.68	4.49	<b>3.55</b>	<b>3.46</b>	<b>3.41</b>	3.55	3.76	4.00	4.29	4.37	4.53	4.75
BTP/Bund spread	<b>0.94</b>	0.71	0.85	<b>0.86</b>	<b>0.74</b>	<b>0.63</b>	0.76	0.72	0.74	0.79	0.82	0.86	0.91

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

### Poco mossa la produzione industriale a febbraio

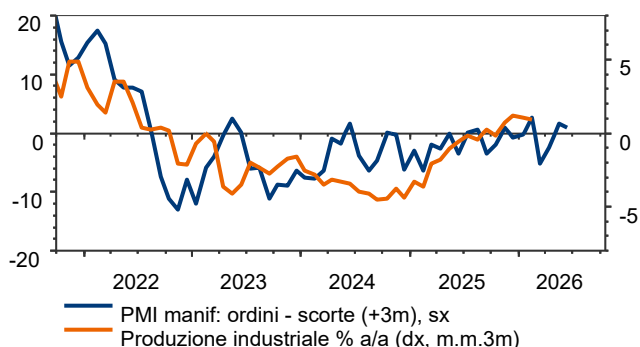
La produzione industriale ha deluso le attese a febbraio, registrando un aumento di appena un decimo dopo il calo di -0,6% m/m a gennaio. La variazione annua è tornata in positivo, a +0,5% da -0,6% (corretto per gli effetti di calendario). Si registra un rimbalzo per i beni di investimento (+1,1% m/m da -2,3%), una sostanziale stabilità per gli intermedi (+0,2% da -0,8% m/m) e una flessione sia per l'energia (-4,8% m/m, da +3,4%) sia per i beni di consumo, in calo per il terzo mese di fila (-0,4%; durevoli: -3,6% da +2,2%). Su base annua, l'unico gruppo in progresso significativo resta quello dei beni di investimento (+4,4% a/a), a fronte di una sostanziale stabilità per gli intermedi e di una flessione di -2,1% a/a sia per l'energia che per i beni di consumo (con i durevoli a -6,4% a/a, un minimo da quasi due anni). Anche l'attività estrattiva ha mostrato un progresso (+1,8% m/m); pertanto sull'indice generale ha pesato soprattutto il -5,3% m/m della "fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria". Nel manifatturiero, spicca il balzo nel mese, oltre che della raffinazione (+3,1% m/m, anche se la variazione annua resta in negativo a -6,4%), del farmaceutico (+2,5% m/m, +3,9% a/a) e dei mezzi di trasporto (+2,8% m/m, +10% a/a). Tra i settori più in difficoltà si confermano chimica (-2,2% m/m, -6,8% a/a) e gomma e materie plastiche (-0,6% m/m, -0,8% a/a), ovvero comparti energivori che dovrebbero soffrire più di altri, da marzo, dei rincari dei prezzi energetici. Nel 1° trimestre 2026, la produzione industriale è in rotta per una contrazione di -0,5% t/t. Il dato mostra che già prima dello scoppio della guerra l'industria restava debole, confermando la nostra idea che il rimbalzo dell'attività produttiva a fine 2025 fosse episodico e non l'inizio di un trend di ripresa. Ci aspettiamo una contrazione della produzione industriale a marzo; gli sviluppi successivi dipenderanno dall'evoluzione dei negoziati in Medio Oriente, ma, anche nel caso in cui la tregua reggesse, occorrerà del tempo prima che i prezzi delle materie prime e i flussi del commercio mondiale mostrino una "normalizzazione". In tal senso, a differenza di quanto prevedevamo prima dello scoppio della guerra, è probabile che il 2026 possa essere il quarto anno di fila di contrazione della produzione industriale.

#### L'output industriale è sostanzialmente stagnante a febbraio...



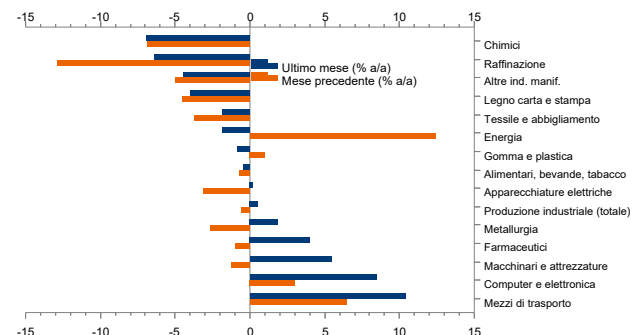
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### ...e le indagini suggeriscono una contrazione a marzo



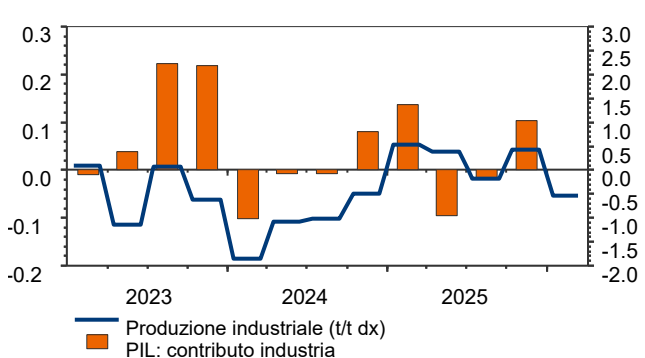
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### I chimici sono il settore più in calo su base annua (e potrebbero soffrire anche nei prossimi mesi a causa della crisi energetica)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Dopo il rimbalzo episodico di fine 2025, l'industria dovrebbe essere tornata a frenare il PIL (sia a inizio anno che nel trimestre in corso)

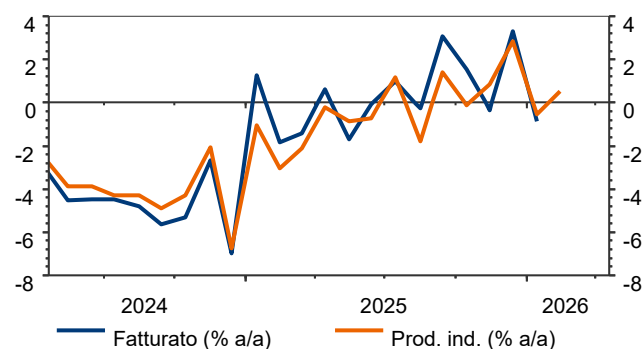


Nota: in caso di stabilità dell'indice di produzione industriale a marzo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Le indagini manifatturiere di marzo non incorporano ancora appieno gli effetti della crisi

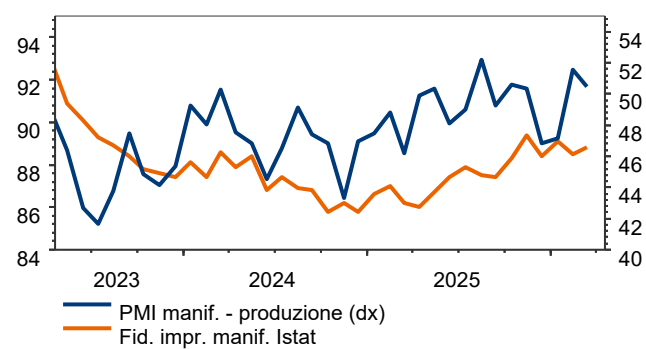
A marzo l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è tornato a salire a sorpresa, da 88,5 a 88,8. Il recupero riguarda gli ordini (anche quelli dall'estero) e la produzione corrente, mentre peggiorano le attese sull'output (rimanendo però in territorio positivo); le aspettative sui livelli occupazionali sono invariate rispetto al mese scorso. Un effetto positivo sull'indice sintetico viene anche dal rallentamento delle scorte di magazzino (che però non pare ancora riflettere le problematiche di carenza di materiali che potrebbero derivare da una chiusura prolungata dello Stretto di Hormuz). Il principale effetto della guerra è la salita delle attese sui prezzi, da 8,6 a 12,2, un massimo da tre anni. A sorpresa, il miglioramento del morale delle aziende riguarda soprattutto i produttori di beni di consumo, in presenza di un clima poco variato nei settori dei beni intermedi e strumentali. Anche l'indice PMI manifatturiero è salito a sorpresa a marzo, da 50,6 a 51,3 (un massimo negli ultimi due anni). Tuttavia, il dettaglio dell'indagine mostra un rallentamento sia per la produzione (da 51,5 a 50,5) che per i nuovi ordini (da 50,8 a 50,5), mentre si osserva un recupero significativo degli ordini esteri (da 47,6 a 50), che potrebbe essere spiegato da un anticipo di ordini per evitare interruzioni negli approvvigionamenti. Inoltre, l'indice è "distorto al rialzo" dall'allungamento dei tempi di consegna (che però, nella fase attuale, non è un indicatore di maggiore vigore della domanda ma di restrizioni dal lato dell'offerta). L'impatto della guerra è visibile nel forte aumento dei prezzi degli input, mentre i prezzi di vendita crescono in misura più contenuta, suggerendo una compressione dei margini. Nel complesso, riteniamo che le indagini di marzo non abbiano incorporato pienamente gli effetti negativi della crisi geopolitica ed energetica, e che un ulteriore impatto negativo si possa vedere dalle survey relative al mese di aprile.

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



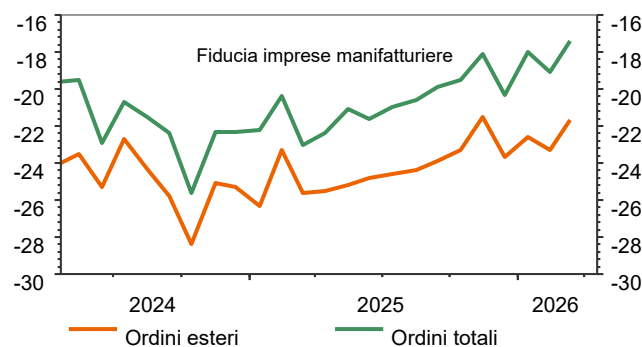
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Le indagini manifatturiere ancora non incorporano pienamente gli effetti della crisi geopolitica ed energetica



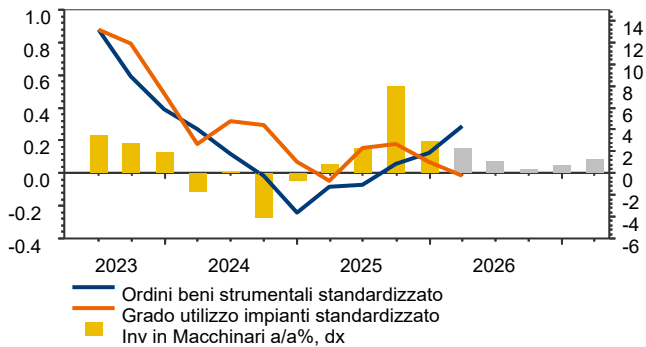
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### L'indagine Istat mostra un miglioramento degli ordini (che però potrebbe essere l'effetto di un tentativo di anticipare le consegne per evitare interruzioni negli approvvigionamenti)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

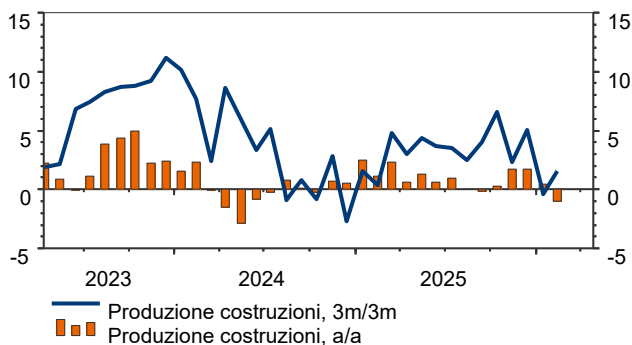
### Costruzioni: tiene la fiducia, ma la produzione è in frenata (e risentirà dei rincari energetici)

Dopo che gli investimenti in costruzioni avevano mostrato un'accelerazione nel 4° trimestre 2025 (+1,7% t/t), sostenuta in larga misura dal comparto residenziale (+7,1%) a fronte di una nuova flessione della componente non residenziale (-1,8% t/t), **a gennaio la produzione nelle costruzioni ha registrato la terza flessione mensile consecutiva** (-1,3% m/m); su base annua l'output nel settore è in calo di -0,6%, interrompendo una sequenza di dodici mesi consecutivi di crescita tendenziale.

L'indagine Istat sulla fiducia delle imprese di costruzione mostra un quadro più favorevole, registrando a marzo un recupero per il secondo mese, da 103,1 a 103,6; la crescita è trainata dalla costruzione di edifici (il comparto che più aveva sofferto in precedenza). **Viceversa, l'indice PMI costruzioni è tornato in territorio recessivo**, a 46,8 da 50,4: si tratta di un minimo da luglio del 2024.

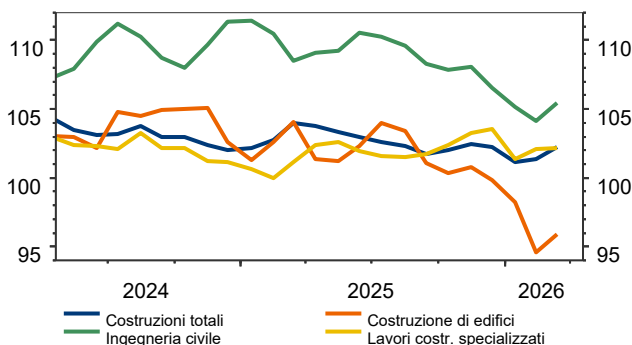
Il settore delle costruzioni, in quanto energivoro, non potrà rimanere immune dai rincari dei costi energetici. Confermiamo pertanto l'attesa di un rallentamento significativo degli investimenti in costruzioni quest'anno.

#### La produzione nelle costruzioni è in netto rallentamento



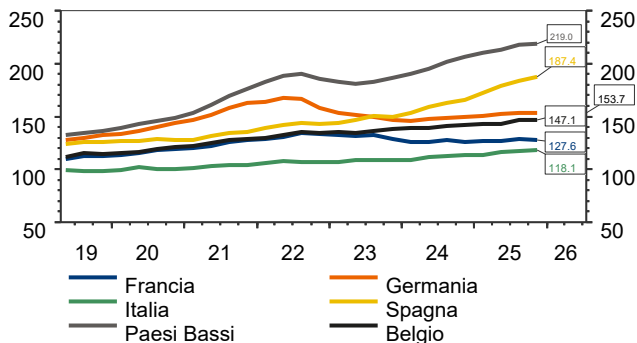
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### L'indagine Istat sul morale dei costruttori mostra un tentativo di recupero negli ultimi mesi (che però sarà messo a dura prova, a nostro avviso, dai rincari energetici)



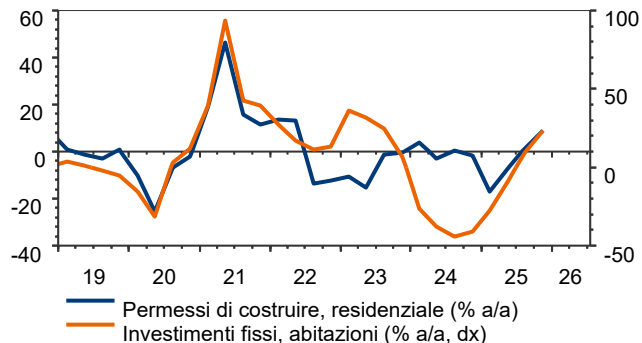
Note: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Prosegue il trend di moderata crescita dei prezzi delle case



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

#### Dopo il crollo del 2024, si nota un recupero per il comparto residenziale



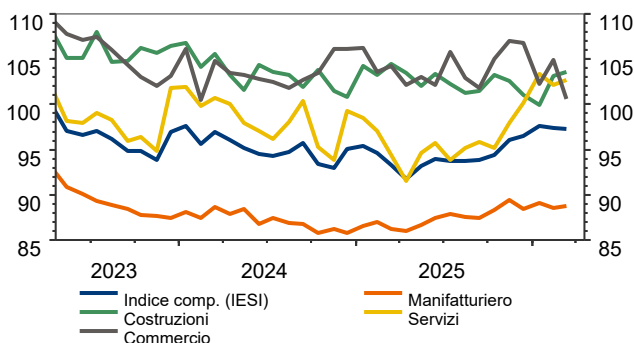
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Dopo un buon inizio d'anno, anche i servizi sono impattati dai timori di calo della domanda

Dopo che, nel 4° trimestre 2025, il valore aggiunto nel settore dei servizi aveva visto un rallentamento a 0,1% t/t da 0,3% dei tre mesi precedenti, **le indagini più recenti hanno mostrato indicazioni positive nei primi due mesi dell'anno, seguite poi da un mese di marzo con segnali decisamente più contrastati.** A marzo, infatti, **l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi registra un miglioramento moderato, da 102,1 a 102,7.** Nel mese si registra un balzo nel turismo, ai massimi da gennaio del 2024, mentre la fiducia peggiora negli altri comparti e in particolare nei settori più legati ai rincari dei carburanti (trasporti e magazzinaggio). Soprattutto, **l'indice PMI servizi ha registrato un'ampia e inattesa contrazione a marzo, a 48,8 da 52,3 precedente: si tratta del primo mese in territorio recessivo da novembre del 2024, e del minimo da ottobre del 2023.** L'indagine registra un marcato aumento dei prezzi pagati, a fronte di rincari più contenuti per i prezzi ricevuti.

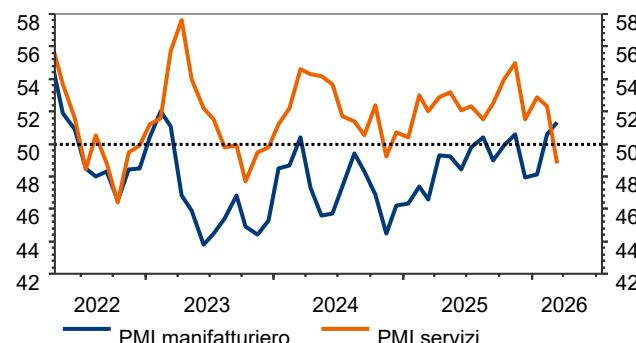
Nel complesso, il settore dei servizi dovrebbe aver registrato un'espansione nel 1° trimestre 2026, anche sulla scia degli effetti dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina. **Tuttavia, il deterioramento delle indagini e il possibile indebolimento della domanda sulla scia della perdita di potere d'acquisto delle famiglie potrebbero causare una contrazione dell'attività già nel trimestre in corso.**

#### Secondo l'indagine Istat, il settore dei servizi è quello che registra il maggiore incremento della fiducia delle imprese negli ultimi mesi



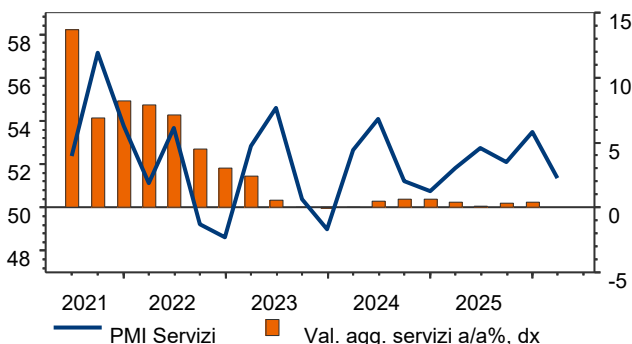
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Viceversa, l'indagine PMI servizi mostra un brusco deterioramento nel mese di marzo



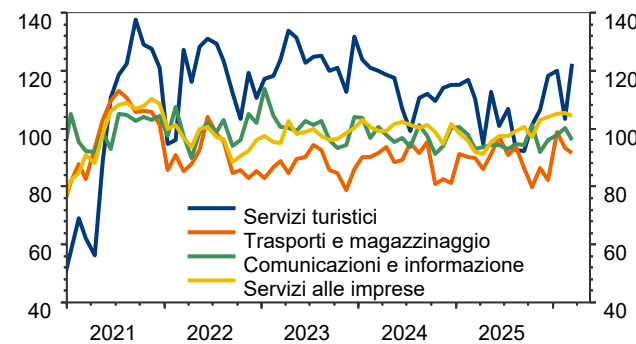
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### Il PMI servizi segnala un possibile rallentamento del valore aggiunto nel settore nel trimestre corrente, dopo l'espansione di inizio anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

#### I servizi turistici registrano un recupero della fiducia a marzo, ai massimi da oltre due anni

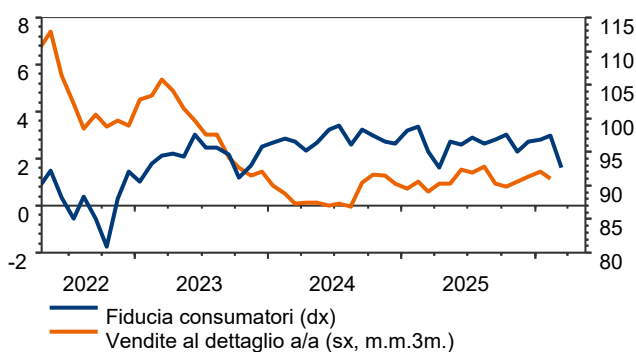


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

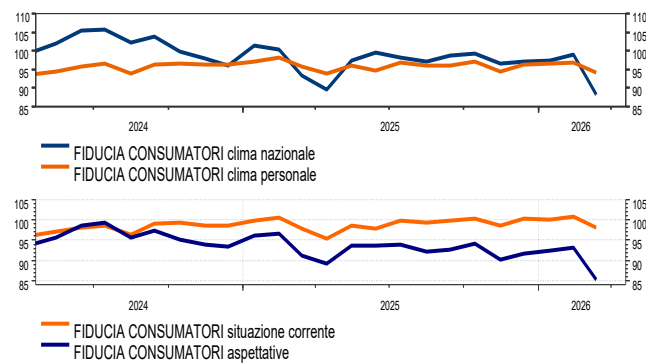
### Sui consumi si scaricherà il grosso dell'impatto dello shock energetico

Dopo i segnali di recupero osservati a gennaio, i dati più recenti indicano un nuovo indebolimento della dinamica dei consumi. **A febbraio le vendite al dettaglio sono risultate ferme in valore e in calo di -0,2% m/m in volume**, per effetto della flessione dei beni alimentari (-0,4% in valore e -0,5% in volume); su base annua, le vendite crescono dell'1,6% in valore ma risultano in contrazione in volume (-0,1%), anche in questo caso per effetto soprattutto degli alimentari. Tra i non alimentari, spicca il +5,6% a/a di elettrodomestici, radio, tv e registratori, mentre l'unico settore a registrare un calo è quello delle calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-0,2%). **Le indagini di fiducia di marzo evidenziano i primi possibili effetti della crisi geopolitica ed energetica sui consumi:** il morale delle famiglie secondo l'indagine Istat è calato bruscamente da 97,4 a 92,6, toccando il minimo da ottobre 2023. Il calo è dovuto più alle aspettative per il futuro che alla condizione corrente, e più al clima economico generale che alla condizione personale degli intervistati. In effetti, l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è balzata da 12,3 a 57,3: nemmeno dopo lo scoppio della guerra in Ucraina si è registrata una variazione mensile così ampia. Di conseguenza, peggiorano le attese sulla situazione economica della propria famiglia (mentre i giudizi correnti sono poco variati), e le possibilità future di risparmio (mentre quelle attuali sono in lieve salita). Salgono anche le attese sulla disoccupazione, che toccano il massimo da dicembre del 2024. Un segnale negativo viene anche dal fatto che, tra le imprese, **l'unico macro-settore che registra un calo della fiducia a marzo, sempre secondo la survey dell'Istat, è il commercio al dettaglio** (da 104,9 a 100,6, un minimo da oltre due anni). Nel complesso, il principale canale di trasmissione dello shock energetico all'economia sarà attraverso il calo del reddito reale delle famiglie, che, pur comprimendo il loro tasso di risparmio, vedranno rallentare i consumi quest'anno (stimiamo a 0,3%, da 1,1% lo scorso anno).

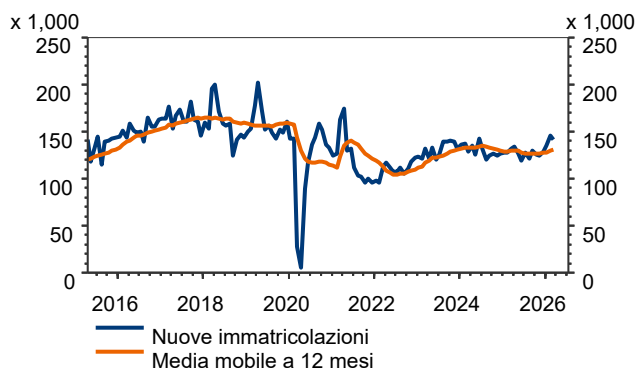
#### Sia le vendite al dettaglio sia la fiducia delle famiglie sono in calo



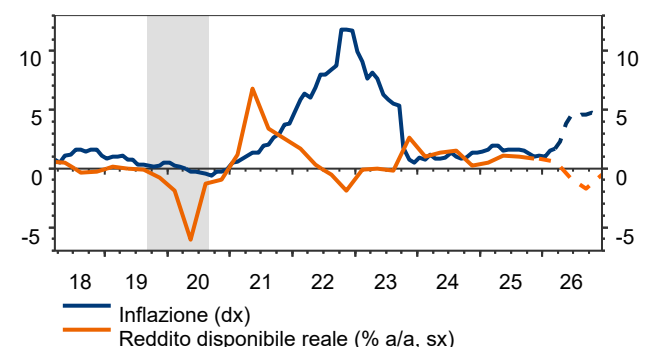
#### La flessione del morale dei consumatori a marzo è dovuta soprattutto alle aspettative per il futuro e al clima nazionale



#### A marzo il mercato dell'auto registra il quarto mese consecutivo di crescita delle immatricolazioni (+7,6% a/a)



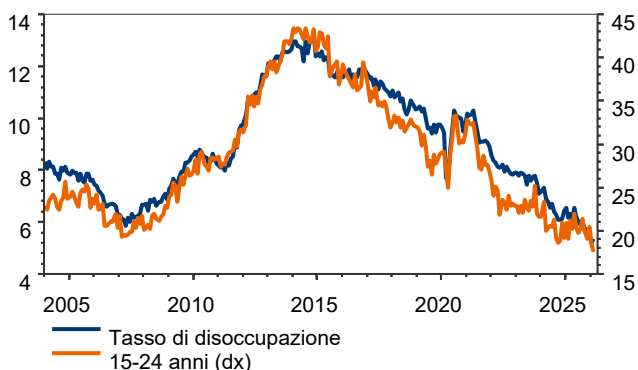
#### Nel nostro scenario di base, il potere d'acquisto delle famiglie è atteso in calo nei prossimi trimestri



### Sta perdendo slancio la crescita dell'occupazione

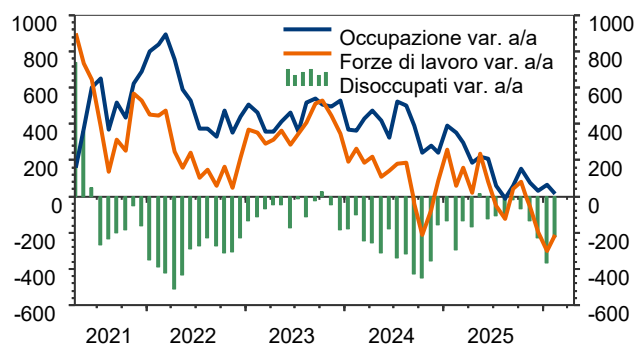
**A febbraio, il tasso di disoccupazione è risalito**, a 5,3% (e il dato di gennaio è stato rivisto al rialzo di un decimo a 5,2%). **Il numero di occupati è diminuito di -0,1% m/m** (-29 mila unità): la flessione interessa soprattutto uomini, lavoratori dipendenti e la fascia 25-49 anni, mentre si registra una crescita tra le donne, tra gli autonomi e nelle fasce di età estreme. Pertanto, il tasso di occupazione è calato di un decimo al 62,4%. **L'occupazione è rallentata vistosamente su base annua, arrivando in prossimità dello zero** (+0,1% a/a ovvero +13 mila unità). Si nota una ricomposizione a favore dei dipendenti permanenti (+52 mila unità) e, soprattutto, degli autonomi (+187 mila), mentre continuano a diminuire i dipendenti a termine (-226 mila). Tra le fasce di età, la variazione dell'occupazione corretta per la componente demografica si conferma positiva solo per gli ultracinquantenni (+2,2% a/a, a fronte di un -3,1% per gli under 35). **Nonostante il rallentamento degli occupati, nel confronto annuo il tasso di disoccupazione rimane in calo (di otto decimi) per effetto di un aumento, nella stessa entità, del tasso di inattività.** In ogni caso, nel mese di febbraio **si è interrotta la tendenza, che aveva caratterizzato i mesi precedenti, di calo degli inattivi**, che (nella fascia tra i 15 e i 64 anni) sono risultati sostanzialmente stabili, così come il tasso di inattività (fermo al 33,9%). **Pensiamo che il tasso di disoccupazione possa rimanere molto contenuto nei prossimi mesi**, soprattutto per via della dinamica dal lato dell'offerta. Tuttavia, il rallentamento del ciclo potrebbe indurre una **moderata salita nel biennio in corso** (stimiamo a 5,4% nel 2026 e 5,7% nel 2027).

#### Il tasso di disoccupazione resta vicino ai minimi storici...



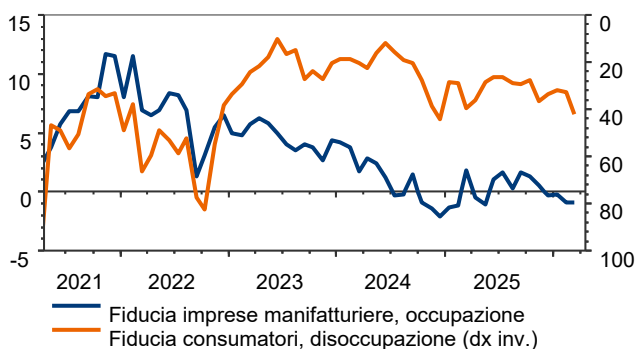
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### ...ma in un quadro di vistoso rallentamento sia per la domanda che per l'offerta di lavoro



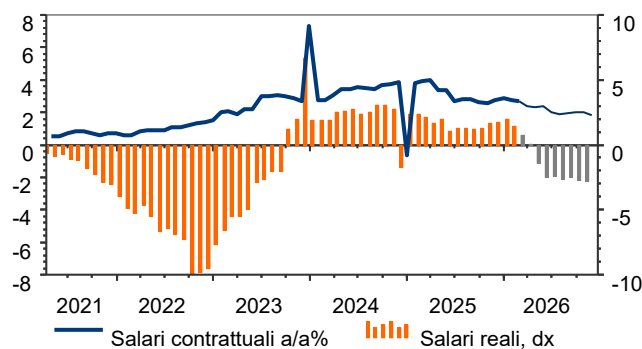
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Iniziano a deteriorarsi le aspettative sia delle famiglie che delle imprese sull'occupazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Nei prossimi mesi, la salita dell'inflazione dovrebbe causare un calo dei salari reali (sia pure di minor entità di quello visto nel 2022-23)

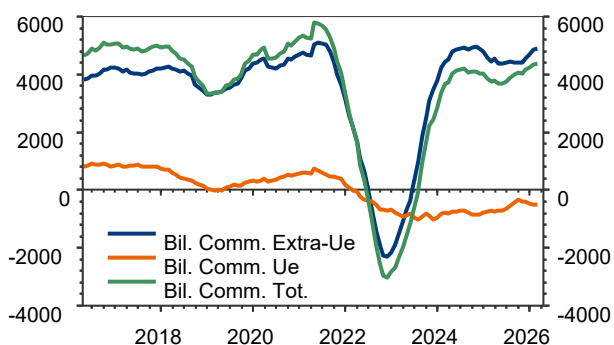


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Export in lieve recupero a febbraio, ma le prospettive sono poco favorevoli

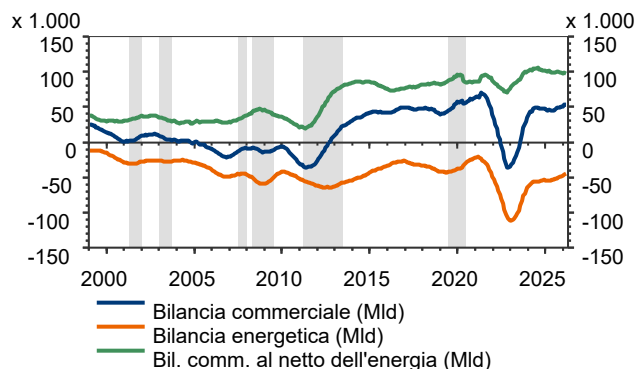
Dopo un avvio d'anno incerto, **a febbraio si osserva un recupero congiunturale per gli scambi con l'estero, più marcato per le importazioni (+3,5% m/m) che per le esportazioni (+2,6% m/m)**. L'aumento dell'export è trainato esclusivamente dai mercati extra-UE (+5,3%), mentre **le vendite verso la UE risultano stagnanti**. Su base annua, l'export risulta pressoché invariato in valore (-0,2%) ma in calo in volume (-2,2%); la sostanziale stabilità in valore è sintesi di una crescita verso i mercati extra-UE (+2,8%) e di una contrazione verso la UE (-2,9%). La dinamica dell'export è però influenzata da vendite a elevato impatto della cantieristica navale, al netto delle quali si stima un aumento congiunturale meno ampio (+1,8%, anziché +2,6%) e una crescita tendenziale di +0,9%. **Persistono contributi negativi rilevanti alla crescita annua dell'export da comparti come i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli, i prodotti petroliferi raffinati e i beni manifatturieri vari, mentre continuano a sostenere l'export i metalli (soprattutto verso la Svizzera) e, in misura più contenuta, il farmaceutico (verso gli USA)**. A livello geografico, le flessioni più marcate riguardano alcuni partner europei (tra cui Germania e Spagna) e il Regno Unito, mentre si conferma dinamica la crescita verso Svizzera e Stati Uniti, oltre a quella verso i paesi OPEC. Il saldo commerciale resta ampiamente positivo (circa 4,9 miliardi a febbraio) e in miglioramento rispetto a un anno prima, grazie soprattutto alla riduzione del deficit energetico. Nel complesso, **il commercio internazionale restava debole già prima della guerra in Iran, e gli effetti della crisi in termini di rincari delle materie prime e interruzioni degli approvvigionamenti non potranno non causare un ulteriore freno** al commercio dopo quello derivante, lo scorso anno, dalla restrizione delle politiche commerciali statunitensi.

**Torna vicino ai massimi l'avanzo commerciale verso i Paesi extra-UE (che però sarà impattato dagli effetti della guerra nei prossimi mesi)**



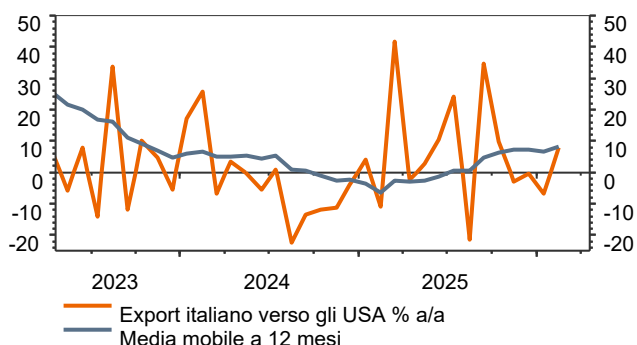
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**A febbraio, il deficit energetico era in riduzione per via del calo dei prezzi dell'energia importata (ma una tendenza opposta dovrebbe verificarsi da marzo)**



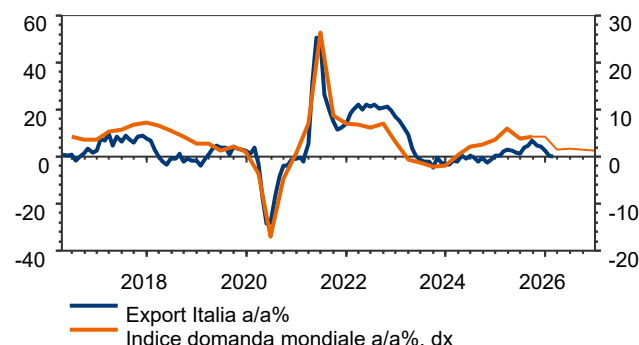
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**L'export verso gli USA conferma di essere resiliente (anche se la crescita è concentrata nel farmaceutico e nei mezzi di trasporto)**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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

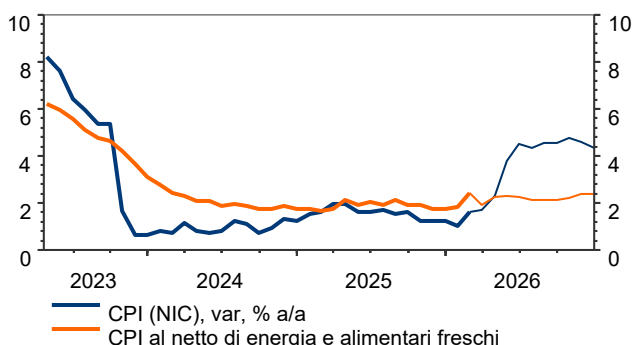


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

### Inflazione: rientra l'effetto Olimpiadi, ma i rincari energetici sono solo all'inizio

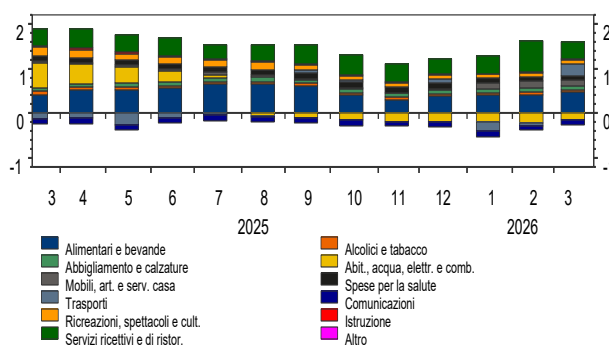
A marzo, l'IPCA è salito da 1,5% a 1,6% a/a (+1,7% m/m), e l'indice nazionale NIC è aumentato da 1,5% a 1,7% a/a (+0,5% m/m), il massimo da quasi un anno. Il driver principale è la risalita dell'energia: i beni energetici passano da -6,6% a -2,1% a/a sul NIC (+5,2% m/m): il gasolio per trasporto balza da -1,5% a +12,5% a/a, il gasolio per riscaldamento da -4,6% a +12,3%; il gas naturale sul mercato tutelato inverte da -15,2% a +10,4% a/a; la benzina resta in negativo (-2,9% da -9,1% a/a, +4,8% m/m), grazie al taglio delle accise deciso dal Governo il 18 marzo. **Rientra l'effetto Olimpiadi Milano-Cortina**, come da noi previsto: i servizi di alloggio decelerano da 14,1% a 4% a/a (-6,2% m/m), il trasporto aereo da 9,4% a 2,9%; i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona rallentano da 4,9% a 3% a/a. **L'inflazione di fondo scende da 2,4% a 1,9%** (sul NIC), riflettendo il rientro dell'effetto Olimpiadi sui servizi. Anche sull'IPCA l'inflazione di fondo rallenta, più marcatamente, da 2,6% a 1,8%. Il dato conferma l'assenza, al momento, di "propagazione" dello shock energetico ad altri comparti, in quanto anche la trasmissione ai prezzi al dettaglio nel solo settore energetico sinora non è stata piena. **Gli alimentari accelerano a 2,6% a/a** (da 2,2%, sul NIC), spinti dagli alimentari freschi (4,7% da 3,7%): ci attendiamo un'ulteriore accelerazione nei prossimi mesi per effetto del trasferimento dei costi di trasporto ai listini alimentari. **I trasporti segnano un rincaro di +2,5% m/m** (2,1% a/a), a causa dell'impennata dei prezzi dei carburanti nella prima metà di marzo, solo parzialmente compensata dal taglio delle accise. A nostro avviso, **l'inflazione ha ancora ampi margini di risalita, la cui entità dipenderà dall'evolversi dalla crisi in Medio Oriente ma anche dalla decisione governativa in merito al rinnovo o meno del taglio delle accise sui carburanti in scadenza il 1° maggio.**

#### Nel nostro scenario centrale in merito all'evolversi della crisi in Medio Oriente, l'inflazione ha ampi margini di salita



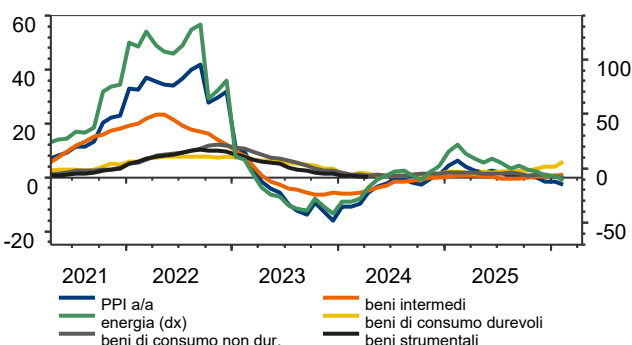
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Si ridimensionano a marzo i rincari nei servizi ricettivi e di ristorazione



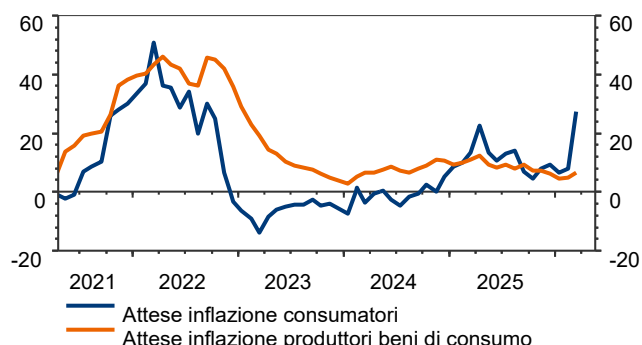
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Il PPI era ancora in territorio negativo a febbraio (-3,7% a/a), ma sarà spinto al rialzo dalla recente impennata dei prezzi energetici



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

#### Sinora, l'impatto dello shock energetico è molto più evidente nelle aspettative inflazionistiche delle famiglie che in quelle delle imprese



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Tendenze del settore bancario

### I prestiti a società non finanziarie hanno mantenuto il ritmo di crescita dell'1,8%

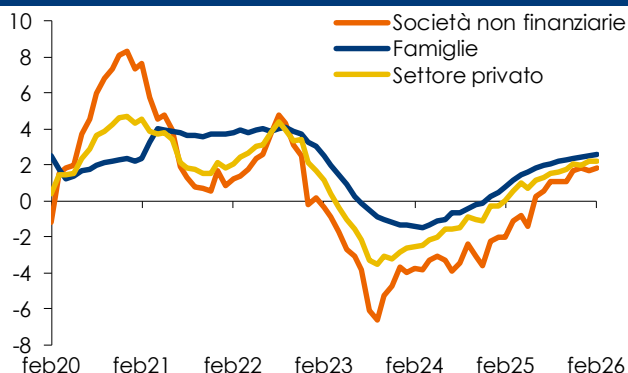
A febbraio, i prestiti a società non finanziarie hanno confermato il tasso di crescita di fine 2025, sostenuto da un'ulteriore leggera accelerazione della componente a medio-lungo termine, a +1,9%. I prestiti alle famiglie hanno mantenuto un ritmo robusto, del 3,4% per i mutui e 4,5% per il credito al consumo. Inoltre, le prime indicazioni su marzo sembrano non mostrare immediati impatti sulla congiuntura creditizia connessi al conflitto in Medio Oriente e alla crisi energetica.

Elisa Coletti

A febbraio, i **prestiti alle società non finanziarie hanno confermato il ritmo di crescita dei due mesi precedenti, segnando una variazione di +1,8%**, come a fine 2025. L'andamento dei **prestiti alle famiglie è rimasto robusto, del +2,6%** dopo due mesi sul +2,5%, dal +2,3% di novembre. **Le prime indicazioni su marzo sembrano non evidenziare immediati impatti sulla congiuntura creditizia connessi al conflitto in Medio Oriente e alla crisi energetica: il totale dei prestiti a famiglie e imprese è indicato in crescita del 2,4%**, secondo i dati preliminari ABI. Tale variazione configurerebbe un leggero miglioramento, rispetto a valori di +2,1% e 2,2% nei quattro mesi precedenti. Diversamente, l'aggregato più ampio dei **prestiti al settore privato** risulterebbe in lieve rallentamento, a 2,1% da 2,2% dei primi due mesi dell'anno (2,0% a dicembre e novembre).

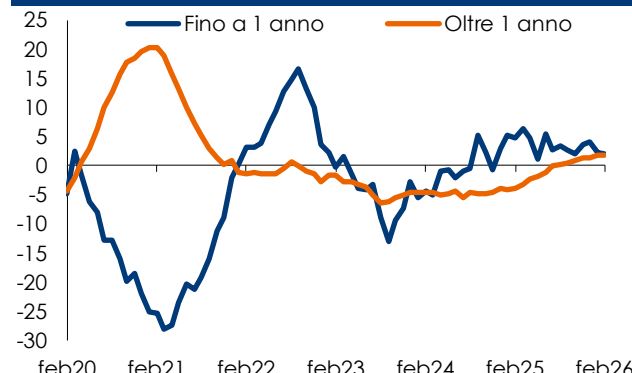
**La ripresa dei prestiti a medio-lungo termine** resta il fattore chiave alla base dell'andamento positivo dei finanziamenti alle società non finanziarie residenti in Italia. A febbraio, i prestiti a medio-lungo sono risultati **ancora in moderata accelerazione, a +1,9% a/a** da +1,7% di febbraio, che rappresentano le variazioni più forti da settembre 2021, dopo il +1,2% di fine 2025. Diversamente, la crescita dei prestiti a breve termine si è assestata a +2,1% da +2,2% di gennaio.

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



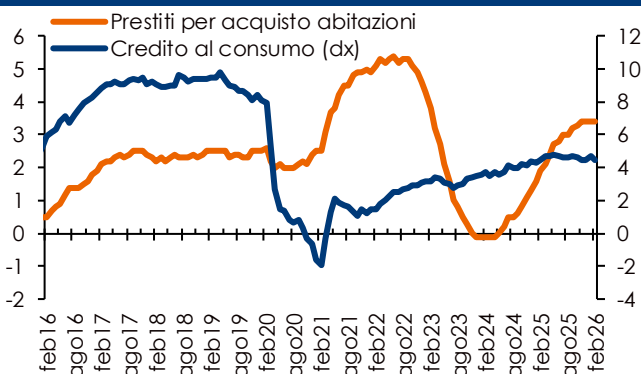
Fonte: Banca d'Italia

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



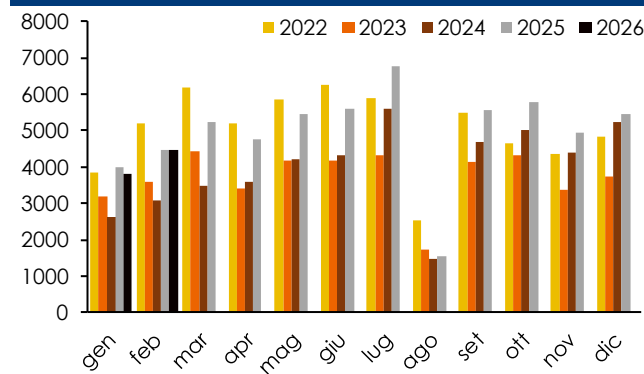
Fonte: BCE

**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)**



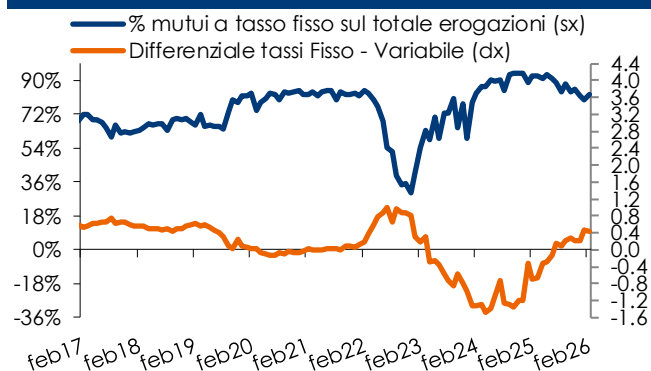
Fonte: BCE

Guardando al credito alle famiglie, i **prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno mantenuto il ritmo del 3,4% segnato nei tre mesi precedenti**. Tuttavia, febbraio ha confermato che **la dinamica delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo si è fermata**. Dopo un aumento del 24,7% nell'anno 2025, le nuove erogazioni hanno aperto il 2026 con un calo del -4,2%, il primo dopo sedici mesi di segni positivi, seguito da stabilità a febbraio.

Con riguardo al complesso delle erogazioni mensili, che include le rinegoziazioni, **le operazioni a tasso variabile sono rimaste in crescita**, con un volume doppio rispetto a dodici mesi prima, sebbene contenuto, pari al 18% del totale erogato nel mese di febbraio. Diversamente, le nuove operazioni a tasso fisso, con un -22,5% a/a, hanno essenzialmente confermato il calo del mese precedente (-24,7% a gennaio). La tendenza attuale segue l'evoluzione del differenziale tra tasso fisso e variabile, con quest'ultimo più basso del primo per 43pb a febbraio, in linea con i 47pb di gennaio. Sul totale delle erogazioni mensili, **le operazioni a tasso fisso restano prevalenti, pari all'82%**, una percentuale ancora elevata, ma inferiore rispetto al 91% medio del 1° semestre 2025.

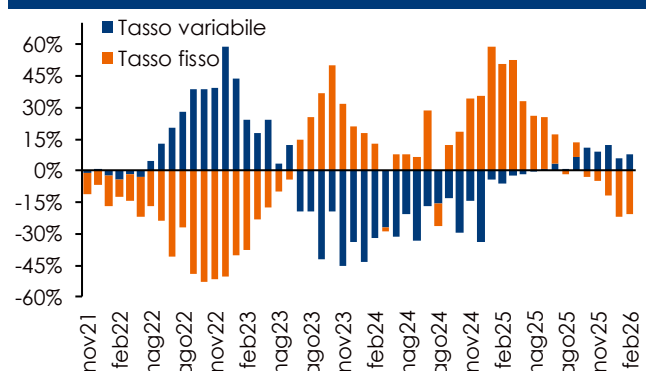
Per concludere, va osservato che **il credito al consumo è tornato a segnare un ritmo in linea con il 2025, del +4,5% a febbraio, dal +4,7% di gennaio**, quest'ultimo rivisto al ribasso rispetto al +5,0% comunicato in precedenza.

**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

## Dinamica dei depositi ancora vivace a febbraio, torna più moderata a marzo

I depositi hanno riportato un'accelerazione a +4,4% a febbraio, mentre a marzo risultano tornati a un ritmo più moderato del 2,7% secondo i dati preliminari, in linea con il 2° semestre 2025. I depositi delle società non finanziarie si sono confermati brillanti, in aumento del 7%, affiancati dalla crescita robusta di quelli delle famiglie (+3,9%). Trainanti sono rimasti i conti correnti.

Elisa Coletti

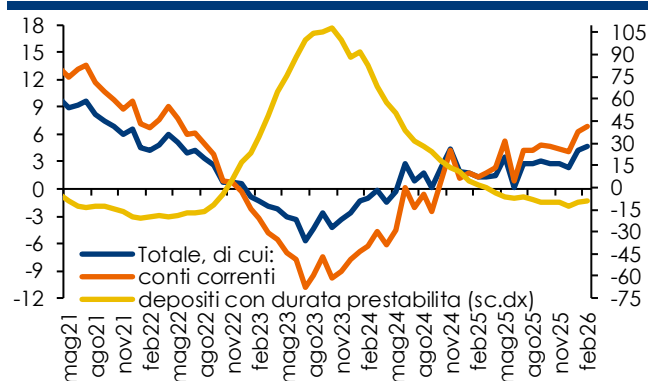
**A febbraio, i depositi hanno riportato un'ulteriore accelerazione a +4,4% a/a dal 3,9% di gennaio**, una dinamica doppia rispetto a fine 2025. Il risultato conferma l'indicazione pervenuta dai dati preliminari, i quali mostrano il **ritorno a un ritmo più moderato a marzo** (+2,7% secondo le stime ABI), in linea con il buon andamento del 2° semestre 2025.

Anche a febbraio, **i depositi delle società non finanziarie sono risultati particolarmente brillanti, con una crescita del 7% a/a come a gennaio, sostenuta dai conti correnti**, che hanno segnato un +9,5%. Considerata la normale stagionalità, che nei primi mesi dell'anno vede un utilizzo di liquidità da parte delle imprese, il deflusso registrato quest'anno nel 1° bimestre è stato pari soltanto a -11 miliardi, circa un terzo di quello osservato nello stesso periodo dell'anno precedente (-30 miliardi).

Al sostenuto andamento di febbraio hanno contribuito anche i **depositi delle famiglie**, segnando una **crescita del 3,9%** dal 3,3% di gennaio, con un **apporto di 1,3 miliardi nel mese**, concentrati sui conti correnti (+1,2 miliardi e +5,7% a/a). Da inizio 2026 sono affluiti sui depositi delle famiglie 9,4 miliardi di risparmi, un flusso significativo che si confronta con fuoriuscite per 8,4 miliardi nello stesso periodo del 2025.

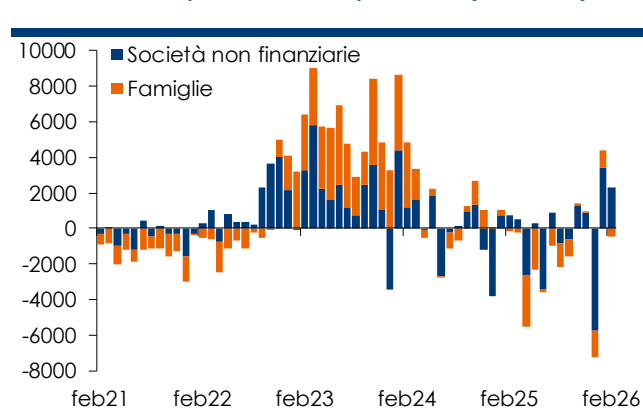
**I conti correnti continuano a crescere a un ritmo notevole, del 6,5% a/a a febbraio**, dal 6,0% di gennaio. **È proseguito il lento miglioramento dei depositi con durata prestabilita, grazie ad afflussi per complessivi 6,2 miliardi nel 1° bimestre per l'aggregato di famiglie e imprese**, rappresentati in larga parte da **liquidità delle società non finanziarie** (5,7 miliardi). Il tasso di variazione dei depositi con durata prestabilita è rimasto negativo, ma leggermente più moderato rispetto ai cinque mesi precedenti (-9,0% a febbraio per il totale di famiglie e imprese).

**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)**



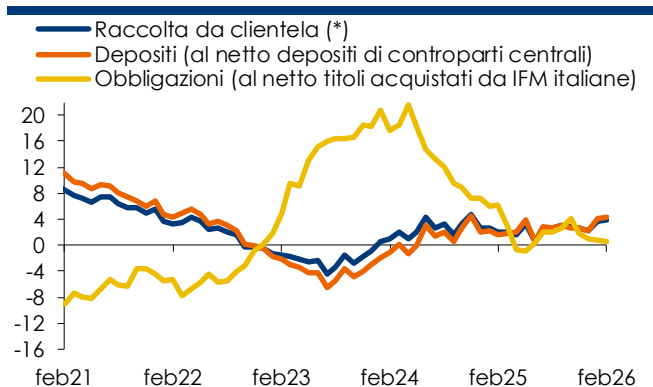
Fonte: BCE

Anche a febbraio, **le obbligazioni bancarie hanno continuato a rallentare**, riportando un aumento modesto, dello 0,6%, dallo 0,8% di gennaio, **mentre a marzo si sarebbe registrata una variazione leggermente più sostenuta, del +1,5%** secondo le anticipazioni ABI.

Ancora una volta, la **raccolta complessiva da clientela è stata trainata dalla dinamica dei depositi, crescendo del 3,8% a febbraio**, dal 3,6% di gennaio e 2,2% di fine 2025. A seguito del rientro dei depositi su ritmi più moderati, a marzo anche la raccolta da clientela risulta essere tornata su un tasso di crescita in linea con quello del 2° semestre 2025, del +2,6% rispetto a marzo 2025 secondo le stime ABI.

La **raccolta bancaria complessiva**, che include il rifinanziamento BCE e i depositi da non residenti, **ha registrato un ridimensionamento del tasso di variazione annuo, a +4,0%**, da +7,2% di gennaio e 5,6% di dicembre. **L'andamento riflette quello dei depositi di non residenti in Italia** (+8% a febbraio da +26,5% a gennaio), **che hanno rallentato bruscamente, mostrando un movimento opposto rispetto al forte balzo registrato a metà 2025**. Secondo il Bollettino Economico di Banca d'Italia, il rallentamento "è riconducibile soprattutto al calo osservato presso un singolo intermediario appartenente a un gruppo internazionale". Esso "potrebbe riflettere il riassorbimento di operazioni intragruppo di segno opposto effettuate nel corso del 2025".

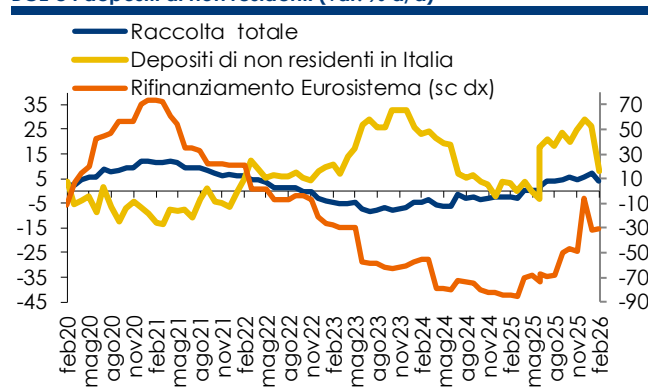
**Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (\*)**



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](http://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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

### Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasanpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasanpaolo.com

Eloisa Fassio

eloisa.fassio@intesasanpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasanpaolo.com

### Macroeconomic Research

Paolo Mamei (Responsabile)

paolo.mamei@intesasanpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasanpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com