



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Maggio 2026



Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Gli spazi di bilancio per finanziare misure anti-crisi sono assai limitati
Sintesi della previsione macroeconomica
Sale più del previsto la produzione industriale a marzo
Tiene la fiducia delle imprese manifatturiere
Si è interrotta la fase di espansione per il settore delle costruzioni
La crisi geopolitica, sinora, pesa più sui servizi che sul manifatturiero
I timori inflazionistici (e l'incertezza) tornano a pesare sui consumi
Si è sostanzialmente arrestata la crescita dell'occupazione
Export in recupero a marzo, ma il quadro resta esposto ai rischi globali
L'inflazione sta risalendo molto rapidamente

Tendenze del settore bancario

I prestiti alle società non finanziarie hanno accelerato a +2,8%
Crescita dei depositi più moderata

Maggio 2026

2	
2	
8	
9	Nota Mensile
10	
11	Research Department
12	
13	Macroeconomic Research
14	
15	Paolo Mameli Economista Macro Italia
16	
17	Allegra Fiore Economista Macro Italia
17	
19	Elisa Coletti Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Gli spazi di bilancio per finanziare misure anti-crisi sono assai limitati

Il Governo ha rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL e al rialzo quelle sul deficit tendenziale, anche se quasi esclusivamente per effetto della maggior spesa per interessi. Gli spazi fiscali per nuovi interventi per fronteggiare la crisi energetica si vanno riducendo.

Paolo Mameli

Il 22 aprile il Governo ha approvato il **Documento di Finanza Pubblica (DFP) 2026**, che aggiorna le stime tendenziali rispetto al quadro programmatico dello scorso ottobre (e, a differenza del "vecchio" DEF, non indica obiettivi di policy ma solo l'andamento a legislazione vigente).

Il Governo ha rivisto al rialzo le proiezioni sul deficit tendenziale

Il nuovo quadro macroeconomico rivede al ribasso la crescita del PIL su tutto l'orizzonte: dallo 0,7% allo 0,6% nel 2026, dallo 0,8% allo 0,6% nel 2027 e dallo 0,9% allo 0,8% nel 2028. La revisione non sembra riflettere solo l'impatto della crisi energetica legata alla guerra in Medio Oriente ma riguarda anche il medio periodo.

Il profilo del deficit tendenziale è stato rivisto lievemente al rialzo, pur senza superare la soglia del 3%: l'indebitamento passa dal 2,8% al 2,9% del PIL nel 2026, dal 2,6% al 2,8% nel 2027 e dal 2,3% al 2,5% nel 2028. **Il peggioramento è dovuto quasi interamente alla maggiore spesa per interessi** (rivista da 4% a 4,1% per l'anno in corso, da 4,1% a 4,2% per l'anno prossimo e da 4,2% a 4,4% per il 2028). Viceversa, il saldo primario è stato confermato ai precedenti livelli sia nel 2026 che nel 2027, ed è peggiorato di appena un decimo per il 2028 (da 1,9% a 1,8%).

Tab. 1 – Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro DFP 2026	2024	2025	2026	2027	2028
Tasso di crescita del PIL	0.8	0.5	0.6	0.6	0.8
Deficit (% PIL)	-3.4	-3.1	-2.9	-2.8	-2.5
Debito (% PIL)	134.7	137.1	138.6	138.5	137.9
Quadro programmatico precedente (DPFP 2026)	2024	2025	2026	2027	2028
Tasso di crescita del PIL	0.8	0.5	0.7	0.8	0.9
Deficit (% PIL)	-3.4	-3.0	-2.8	-2.6	-2.3
Debito (% PIL)	134.7	136.2	137.4	137.3	136.4

Fonte: Governo Italiano

In sintesi, **il peggioramento del profilo del disavanzo tendenziale non dipende dagli effetti della maggiore debolezza del ciclo** sul saldo primario ma pressoché unicamente dalla maggiore spesa per interessi, confermando il trend che ha caratterizzato gli ultimi anni, secondo cui la revisione al ribasso dei numeri di crescita del PIL non ha impattato sul deficit. A nostro avviso, per capire se vi siano rischi rispetto a quest'ipotesi, occorre indagare sui **fattori che hanno sostenuto la finanza pubblica negli ultimi anni**, per capire se possano essere di natura strutturale o temporanea.

Il 2025 si è chiuso con un disavanzo pari al 3,1% del PIL, in miglioramento rispetto alla previsione iniziale di 3,3% ma in lieve peggioramento rispetto al 3% previsto dal Governo a inizio ottobre. Sia le entrate che le uscite sono aumentate più del previsto, ma la maggiore sorpresa è da ricondurre alle spese e in particolare a quelle in conto capitale (cresciute a fine 2025 di oltre 7 miliardi più delle attese di tre mesi prima). Ciò pare riconducibile alla spiegazione fornita dallo stesso Governo secondo cui **la ragione dello scostamento rispetto al 3% atteso è da attribuire in buona parte a un inatteso "colpo di coda" del Superbonus**.

L'analisi dei fattori che hanno favorito il consolidamento dei conti negli anni scorsi suggerisce che si tratta di cause in parte temporanee

Più in generale, **il consolidamento dei conti pubblici visto negli ultimi anni è da ascrivere interamente alla dinamica delle entrate** (cresciute di oltre 80 miliardi nel periodo 2020-25) mentre è continuata la crescita delle spese. È comunque da rilevare che i miglioramenti dal lato delle entrate non sono stati ottenuti attraverso un incremento delle aliquote fiscali, ma grazie a una combinazione di fattori che hanno ampliato la base imponibile.

Tali fattori, a nostro avviso, sono in parte di natura temporanea:

- Il primo è la **crescita occupazionale**. L'elasticità dell'occupazione al PIL è stata superiore a 1 negli anni post-pandemici: l'economia ha creato posti di lavoro a un ritmo più che proporzionale rispetto alla crescita del prodotto. Questo fenomeno ha avuto un effetto diretto sulle entrate fiscali e contributive, ampliando la platea dei contribuenti. Tuttavia, i dati più recenti indicano che questa fase si sta esaurendo: l'occupazione sta perdendo slancio, anche per effetto del rallentamento dell'offerta di lavoro, e il contributo dell'occupazione alle entrate si ridurrà nei prossimi trimestri.
- Il secondo fattore è l'**incremento dell'inflazione**, che ha due effetti positivi per il bilancio pubblico: l'aumento del gettito delle imposte indirette, nonché il cosiddetto "fiscal drag" ovvero il fenomeno secondo cui la crescita dei redditi nominali ha spostato molti contribuenti in scaglioni più alti dell'imposta sul reddito senza che il loro potere d'acquisto fosse realmente aumentato. In questa fase, la risalita dell'inflazione può tornare ad avere effetti benefici sul gettito per l'erario delle imposte indirette, mentre il fiscal drag sembra perdere di importanza in un contesto in cui i redditi nominali stanno rallentando (a meno che i prossimi rinnovi salariali non incorporino la maggiore inflazione).
- Il terzo fattore è il **miglioramento della tax compliance**, cioè la riduzione dell'evasione fiscale. A nostro avviso, questo è l'unico dei quattro fattori che può essere considerato pressoché interamente di natura strutturale: il tax gap in percentuale del PIL è in calo, e l'elasticità delle entrate al PIL è strutturalmente più alta di quanto non fosse un decennio fa. La fatturazione elettronica, l'incrocio delle banche dati e il rafforzamento dei controlli sembrano produrre risultati duraturi.
- Infine, un contributo positivo ai conti pubblici negli anni scorsi è venuto anche dalla **disponibilità dei fondi NGEU**. Nel periodo 2022-25, il gap tra fondi ricevuti dall'UE e fondi effettivamente spesi ha superato i 40 miliardi cumulati: l'Italia ha incassato più di quanto abbia erogato, con un effetto netto positivo sulle casse pubbliche. **Nei prossimi anni questo gap si invertirà meccanicamente**, in quanto le ultime tranche dovrebbero essere ricevute quest'anno, mentre una parte della spesa per completare i progetti PNRR avverrà dopo la scadenza del piano.

In sintesi, dei quattro fattori che hanno sostenuto i conti pubblici negli anni recenti, uno (la crescita occupazionale) sta perdendo forza, uno (NGEU) si invertirà meccanicamente, uno (la maggiore compliance fiscale) sembra essere strutturale e uno (gli effetti dell'inflazione sul gettito fiscale) è per sua natura transitorio ma potrebbe tornare a guadagnare rilevanza quest'anno. Nel complesso, almeno in parte il sostegno da tali fattori si attenuerà, e pertanto **sarà più difficile che si creino spazi fiscali per "ammorbidire" il trend di correzione dei conti** (che resta necessario per garantire una traiettoria sostenibile del debito).

Nel DFP, **il profilo del rapporto debito/PIL è stato rivisto sensibilmente al rialzo** da 137,4% a 138,6% nel 2026, da 137,3% a 138,5% nel 2027 e da 136,4% a 137,9% nel 2028. **Lo scostamento rispetto ai precedenti obiettivi si è creato già a fine 2025**, quando il debito nominale è stato superiore alle aspettative autunnali del Governo per ben 12 miliardi. **Sui numeri di debito continua peraltro a pesare l'effetto del Superbonus**, che ha inciso più del previsto l'anno scorso e, secondo quanto dichiarato dal Ministro Giorgetti, impatta per 40 miliardi quest'anno (l'1,7% del PIL) e per 20 miliardi l'anno prossimo (lo 0,8% del PIL). Al netto di questo effetto, il debito sarebbe già su una traiettoria discendente. C'è anche da ricordare che **la traiettoria discendente del rapporto debito/PIL delineata dal Governo a partire dal prossimo anno poggia su ipotesi di introiti da privatizzazioni** pari allo 0,8% del PIL nel triennio 2026-28 (0,2% nel 2026, 0,5% nel 2027 e 0,1% nel 2028) – la storia recente insegna che tali obiettivi appaiono ambiziosi.

In prospettiva, **lo "snowball effect"** (il differenziale tra tasso di interesse implicito sul debito e crescita nominale del PIL) **è tornato sfavorevole**, e tale resterà nell'orizzonte di previsione. Quando il costo del debito supera la crescita dell'economia, il rapporto debito/PIL tende ad

I livelli del rapporto debito/PIL sono più alti di quanto stimato in precedenza

autoalimentarsi, e per invertire la tendenza sono necessari avanzi primari crescenti. L'analisi di scenario mostra che **per ottenere una riduzione stabile del debito di almeno un punto percentuale l'anno dal 2030**, con una crescita reale dello 0,6% (vicina al trend attuale), **servirebbe mantenere avanzi primari dell'ordine del 2% del PIL** – un livello sfidante, se mantenuto per diversi anni, che richiederebbe o una crescita strutturalmente più alta o un'ulteriore compressione della spesa.

Una delle questioni aperte più rilevanti riguarda l'incremento della spesa militare. **L'Italia si è impegnata in sede NATO e UE ad aumentare le spese per la difesa**, e le nuove regole fiscali europee prevedono una clausola che consente ai paesi di escludere la maggiore spesa militare dal calcolo del deficit strutturale – ma solo a condizione di essere usciti dalla procedura per deficit eccessivo (EDP). L'Italia, con un deficit 2025 ancora al 3,1%, non ne uscirà prima del 2027, il che ritarda l'accesso a questa flessibilità.

Già da tempo il Governo ha prospettato un aumento della spesa militare pari allo 0,5% del PIL su un orizzonte triennale. Ipotizzando che l'incremento sia interamente finanziato in deficit, l'impatto sull'indebitamento sarebbe relativamente contenuto (circa un decimo di PIL all'anno, tenendo conto degli effetti sulla crescita), ma il disavanzo potrebbe restare pericolosamente vicino alla soglia del 3% nel 2027-28.

In sintesi, la revisione dei numeri sul deficit tendenziale non dovrebbe comportare la necessità di manovre restrittive, perché la crescita della spesa primaria netta (il parametro su cui si misurano gli aggiustamenti di bilancio richiesti dalla nuova governance fiscale UE) peggiora nel 2025 (da 1,3% a 1,9%) ma è confermata all'1,6% nel 2026. Peraltro, il profilo atteso per l'anno prossimo (2,2%, rivisto da un precedente 1,9%) non pare interamente coerente con le raccomandazioni UE.

C'è inoltre da segnalare che l'andamento del **fabbisogno di cassa del settore statale** nei primi 4 mesi dell'anno non è particolarmente virtuoso, il che suggerisce rischi al rialzo, anche in assenza di manovre aggiuntive, sui numeri dell'indebitamento (almeno in termini di cassa) nel 2026.

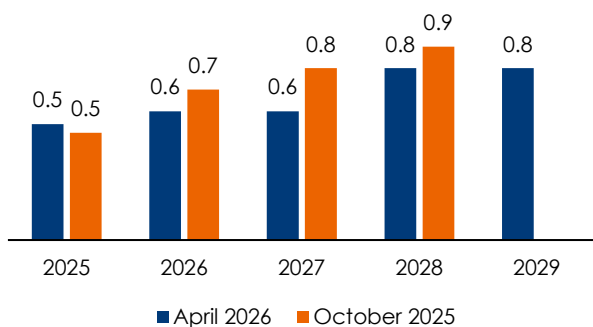
In prospettiva, l'andamento del deficit effettivo, soprattutto quest'anno, dipenderà in misura cruciale dall'evolversi della situazione geopolitica internazionale, sia per i suoi effetti su inflazione e ciclo, sia per l'eventuale necessità di finanziare nuove misure per fronteggiare la crisi energetica. Al momento è in corso un'**interlocuzione tra Governo italiano e Commissione Europea in merito all'eventuale possibilità di flessibilità rispetto alle regole del Patto di Stabilità per contrastare gli effetti della crisi** (l'Italia chiede di spendere lo 0,2-0,4% del PIL ovvero tra 4,5 e 9 miliardi di euro). La Commissione per ora si è espressa a favore di interventi temporanei e mirati, ritenendo non sussista la "grave congiuntura negativa" che permetterebbe di attivare la clausola di salvaguardia generale del Patto.

A meno di una nuova escalation della crisi, al momento pare dunque poco probabile che agli Stati vengano concessi spazi di flessibilità al di fuori di quelli già esistenti (ad esempio, sugli aiuti di Stato). In questo quadro, **non sarà facile per il Governo trovare margini per finanziare nuove misure anti-crisi**, dopo che quelle approvate sinora hanno avuto un costo ridotto; in particolare, il taglio delle accise sui carburanti, scattato dal 18 marzo, poi ridotto (sulla benzina) dal 1° maggio ed esteso per ora sino al 6 giugno, ha un costo lordo di poco inferiore al miliardo ma impatto sostanzialmente nullo sul disavanzo, in quanto finanziato da riduzioni di stanziamenti dei bilanci dei ministeri ed extra-gettito IVA. Tuttavia, in caso di nuova escalation della crisi, non si può escludere che siano necessarie nuove misure più costose e perciò di più ardua copertura. In tale contesto, tenendo conto anche che il 2026 è un anno pre-elettorale, **non si possono escludere rischi al rialzo rispetto ai numeri sul deficit tendenziale illustrati nel DFP**.

Il nodo della spesa per la difesa

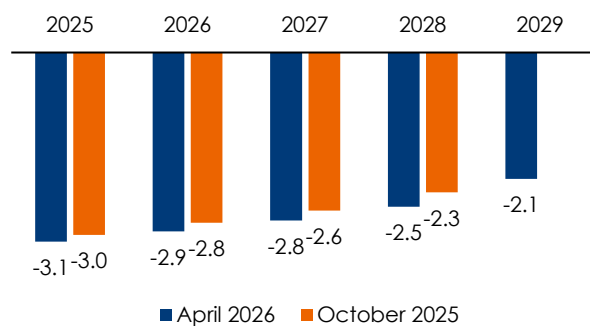
Le prospettive per il deficit quest'anno dipenderanno dall'evolversi della situazione geopolitica e dell'interlocuzione con la UE

Fig. 1 – Il Governo nel DFP ha abbassato le stime sulla crescita del PIL su tutto l'orizzonte 2026-28...



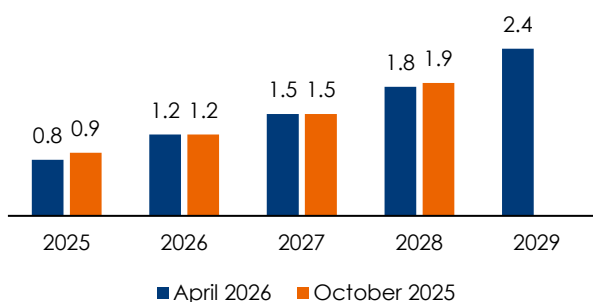
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

Fig. 2 – ...e ha alzato le stime sul deficit tendenziale in % del PIL (di un decimo quest'anno e di due decimi nel 2027-28)



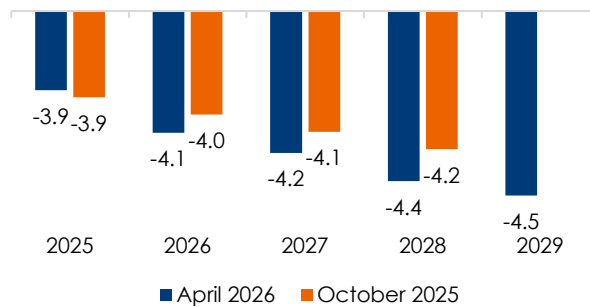
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

Fig. 3 – La revisione dei numeri sul deficit però non è dovuta al saldo primario, poco variato rispetto alle precedenti stime...



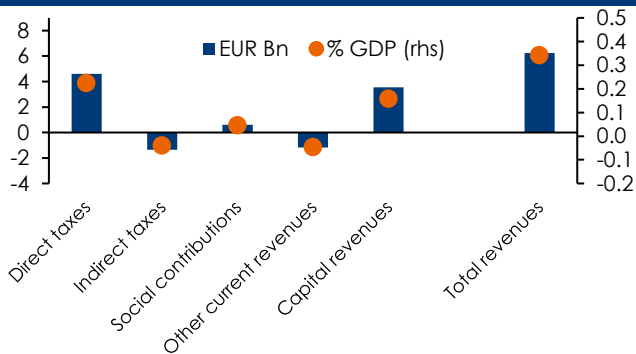
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

Fig. 4 – ...ma a una maggiore spesa per interessi in % del PIL



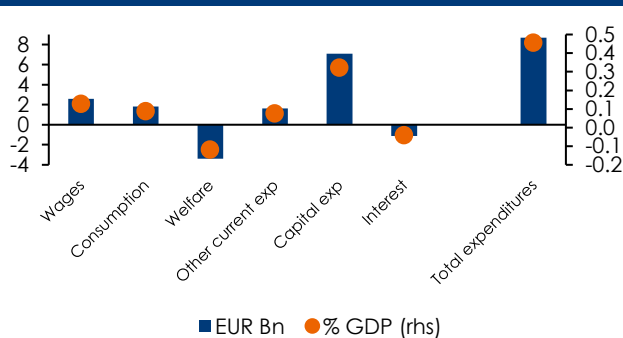
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

Fig. 5 – Rispetto alle stime del Documento Programmatico di Finanza Pubblica di inizio ottobre, il consuntivo 2025 ha sorpreso al rialzo sia dal lato delle entrate...



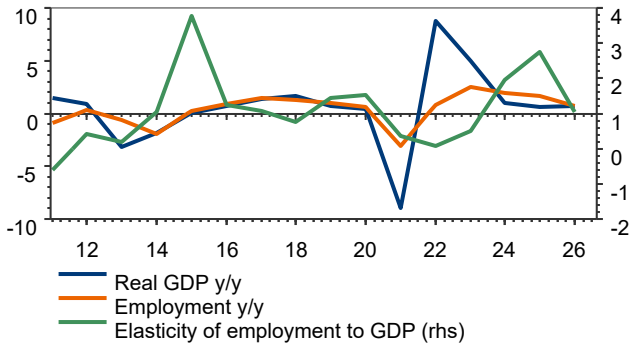
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Ministero dell'Economia e delle Finanze

Fig. 6 – ...sia da quello delle spese (soprattutto di quelle in conto capitale, cresciute di oltre 7 miliardi rispetto alle previsioni di inizio ottobre)



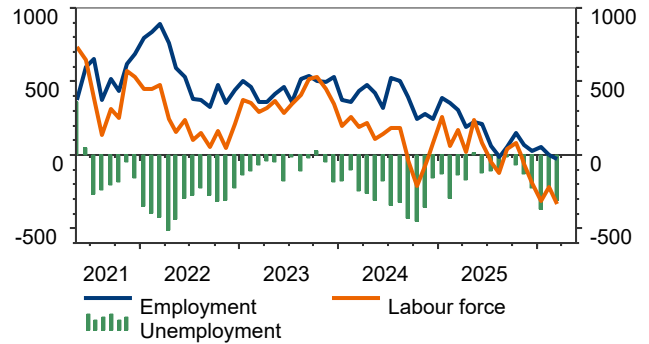
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Ministero dell'Economia e delle Finanze

Fig. 7 – Negli ultimi anni l'elasticità dell'occupazione al PIL è stata superiore a 1...



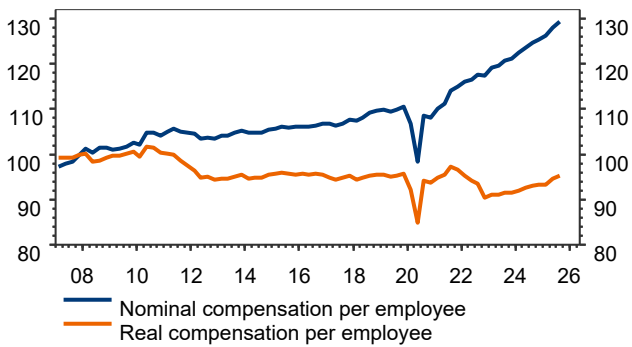
Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – ...ma ora l'occupazione sta perdendo slancio (e offrirà pertanto meno supporto ai conti pubblici)



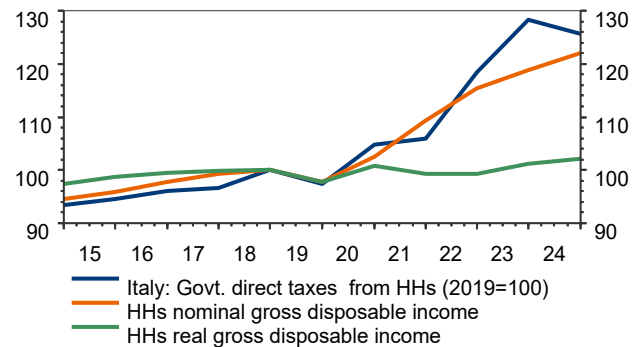
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Fig. 9 – Le retribuzioni nominali sono cresciute significativamente negli ultimi anni (a differenza di quelle al netto dell'inflazione)...



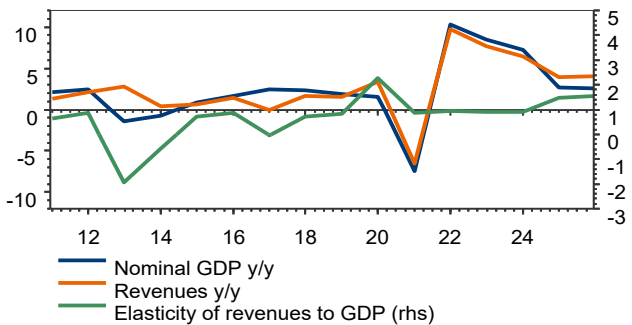
Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

Fig. 10 – ...e ciò, in presenza di scaglioni IRPEF che non si adeguano all'inflazione, si è tradotto in maggiore gettito delle imposte dirette



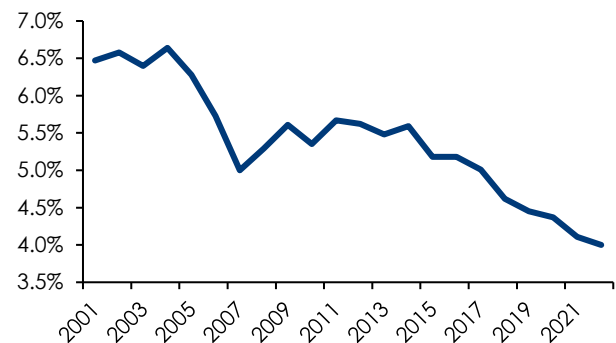
Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

Fig. 11 – La maggiore elasticità delle entrate al PIL vista negli ultimi anni...



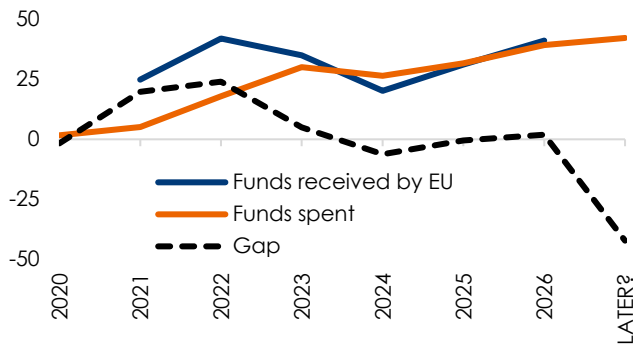
Fonte: Istat, Ministero dell'Economia e delle Finanze, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – ...si spiega in parte anche con la maggiore compliance fiscale



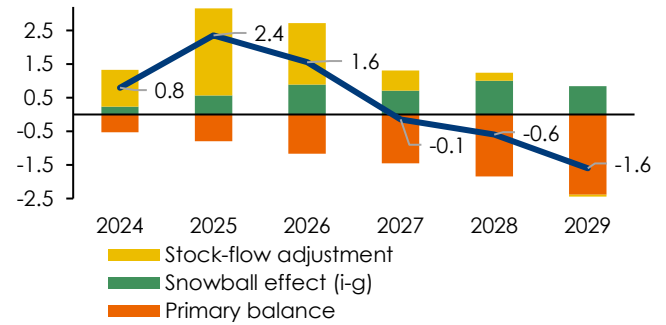
Nota: tax gap (rapporto tra evasione fiscale stimata e gettito fiscale potenziale totale) in % del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, Ministero dell'Economia e delle Finanze

Fig. 13 – Il gap tra fondi NGEU ricevuti e spesi si invertirà nei prossimi anni



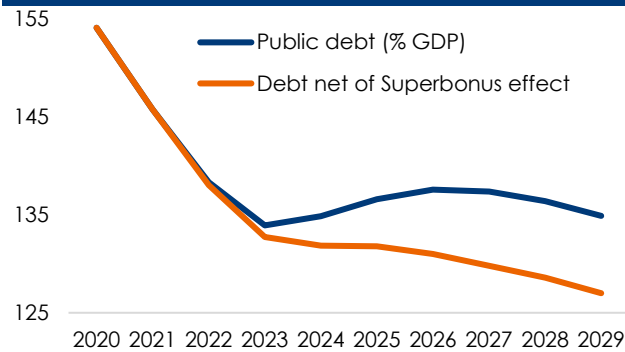
Nota: EUR mld. Fonte: Governo italiano, Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – Il debito è spinto dalla spesa per interessi più che dal saldo primario



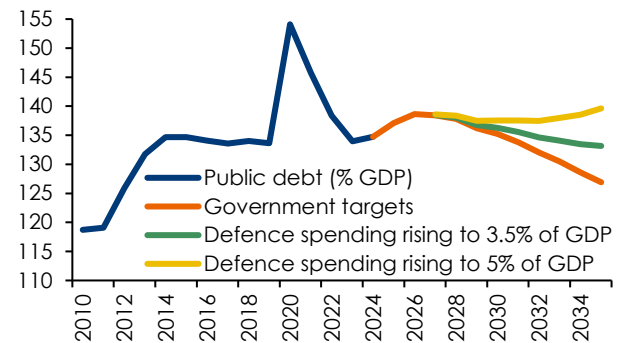
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

Fig. 15 – Il debito pubblico al netto del Superbonus sarebbe già su una traiettoria discendente



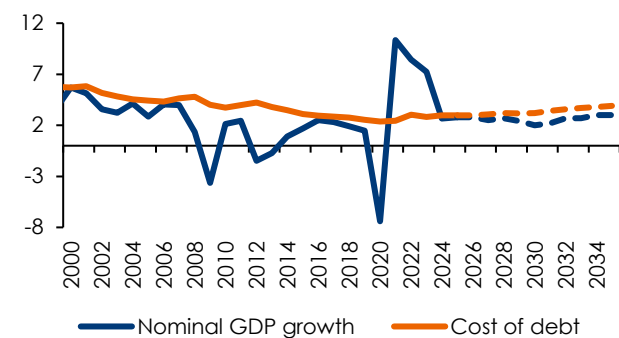
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

Fig. 16 – Lo spazio fiscale limitato frena la possibilità di aumentare la spesa per la difesa



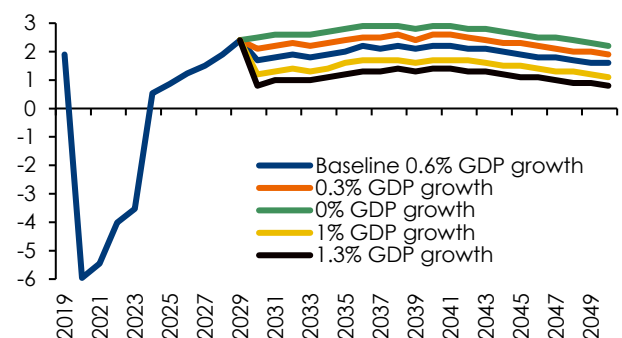
Nota: si assume che l'aumento della spesa sia interamente finanziato in deficit; sono considerati anche gli effetti sulla crescita. Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 17 – Lo "snowball effect" è tornato sfavorevole, e tale resterà in futuro...



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO, Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine

Fig. 18 – ...rendendo necessari avanzi primari significativi per ridurre il debito anche solo di 1 punto percentuale l'anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sintesi della previsione macroeconomica

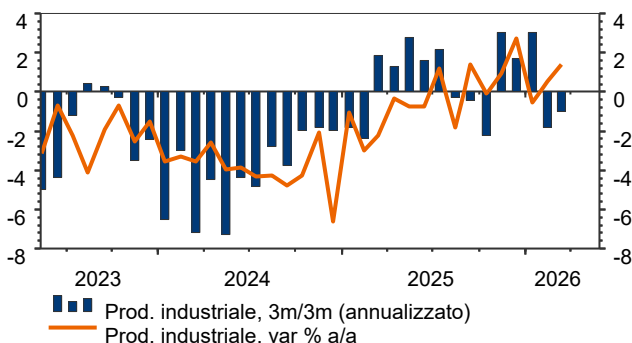
	2025	2026p	2027p	2025		2026			2027				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.7	0.4	0.8	0.7	0.9	0.7	0.6	0.3	0.1	0.3	0.8	1.0	1.0
- var.ne % t/t				0.2	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Consumi delle famiglie	1.1	0.3	0.7	0.3	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	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	-0.5	1.0	2.1	-1.2	-0.3	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	-0.6	-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	0.7	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Affinità produttiva													
Produzione industriale	-0.3	0.1	0.9	-0.1	0.4	-0.2	0.0	-0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	3.0	2.3	1.6	1.1	1.4	3.1	3.6	4.1	3.4	1.9	1.8	2.1
- 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	6.6	2.1	1.0	-0.5	-0.1	8.3	8.7	9.5	7.0	1.7	0.3	-0.3
Disoccupazione (%)	6.0	5.4	5.7	5.9	5.7	5.2	5.4	5.5	5.6	5.6	5.7	5.7	5.8
Occupati totali	0.7	0.1	0.4	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1
Salari contrattuali	3.1	2.4	2.4										
Reddito disponibile reale	0.9	-0.6	1.1										
Tasso di risparmio (%)	8.2	7.2	7.6										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.1	0.5	0.6										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.1	-3.0	-2.8										
Debito (% PIL)	137.1	138.7	138.3										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.05	2.69	2.82	2.03	2.05	2.11	2.37	2.58	2.69	2.85	2.81	2.80	2.82
Long term (10Y) rate (%)	3.57	3.89	4.20	3.55	3.46	3.54	3.88	4.05	4.10	4.03	4.10	4.25	4.40
BTP/Bund spread	0.94	0.78	1.06	0.86	0.74	0.68	0.77	0.78	0.87	0.90	1.01	1.14	1.19

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Sale più del previsto la produzione industriale a marzo

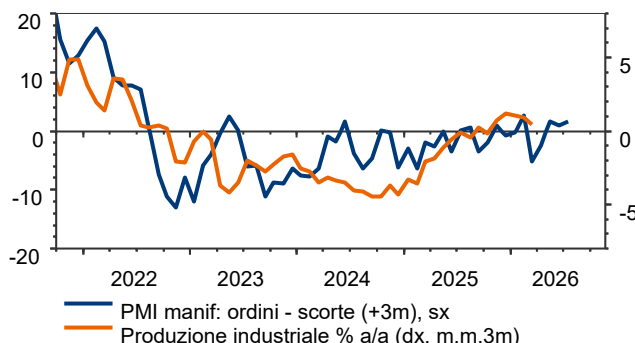
La produzione industriale è cresciuta più del previsto a maggio, di 0,7% m/m dopo l'incremento di 0,2% (rivisto al rialzo di un decimo) il mese prima. La variazione annua corretta per gli effetti di calendario è salita a +1,5% da +0,5% precedente. La crescita, sia nel mese che sull'anno, è determinata quasi interamente dai beni strumentali (+2,1% m/m, +5,8% a/a). Più limitati i progressi per i beni intermedi (+0,3% m/m, +0,5% a/a), mentre si registra una flessione per l'energia (-1,2% m/m, -3,1% a/a) e i beni di consumo, in calo per il quarto mese di fila (-0,4% m/m, -1,9% a/a); questi ultimi sono affossati dal segmento durevoli (-4,2% m/m, -11,2% a/a: su base annua, si tratta di un minimo dall'agosto del 2021), in presenza di un lieve incremento per quello dei non durevoli. Tale dettaglio suggerisce che la crisi geopolitica possa avere impatto più sui consumi che sugli investimenti, che potrebbero continuare a beneficiare degli incentivi fiscali e della spinta dalla transizione tecnologica ed energetica. Il dettaglio per settore mostra per il secondo mese, al di fuori del manifatturiero, un ampio incremento per l'attività estrattiva a fronte di una decisa flessione per la "fornitura di energia elettrica, gas, vapore ed aria". Nel manifatturiero la produzione è aumentata di +0,5% m/m e +2% a/a. Tra i comparti manifatturieri emerge il buon andamento di apparecchiature elettriche (+5,5% m/m, +4,8% a/a), mezzi di trasporto (+3,3% m/m, +11,2% a/a), computer ed elettronica (+0,6% m/m, +6,1% a/a), e gomma e plastica (+1,5% m/m, +2,3% a/a). Tra i settori maggiormente in affanno si conferma la chimica (-0,4% m/m, -7,8% a/a), oltre a metallurgia (-0,2% m/m, -1,9% a/a) e legno, carta e stampa (-0,1% m/m, -1,8% a/a). In sintesi, è possibile che le imprese abbiano incrementato la produzione nel tentativo di costituire scorte per far fronte a problematiche di approvvigionamento derivanti dal permanere di un blocco dello stretto di Hormuz. In prospettiva, a meno di una normalizzazione dei flussi di trasporto attraverso il Golfo Persico, i rincari delle materie prime e l'emergere di possibili tensioni nelle catene di fornitura peseranno sull'attività produttiva.

Produzione industriale in crescita a marzo...



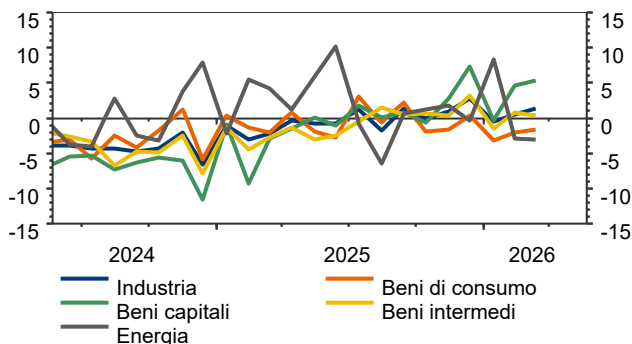
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma le indagini non autorizzano un particolare ottimismo prospettico



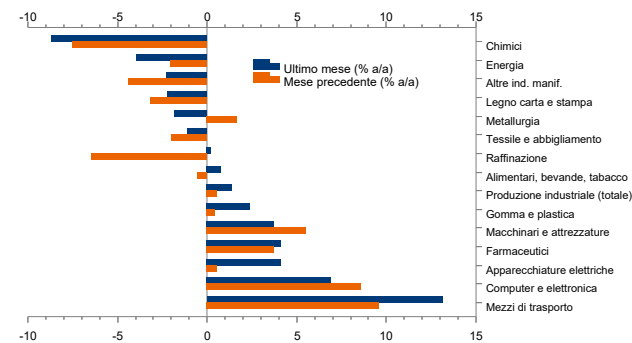
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

L'incremento tendenziale dell'output è trainato dai beni strumentali



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tra i settori, spicca la ripresa su base annua della produzione di mezzi di trasporto, mentre resta in affanno la chimica

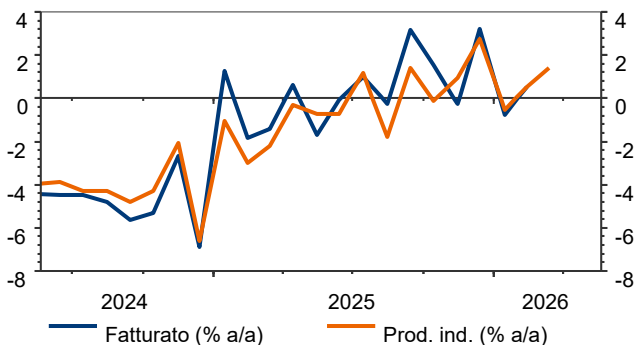


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tiene la fiducia delle imprese manifatturiere

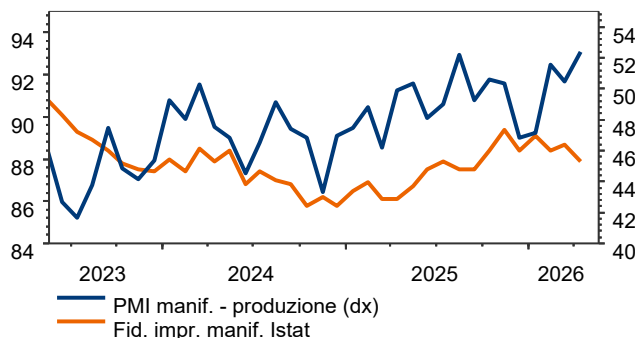
Ad aprile l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è tornato a calare dopo la salita a sorpresa di marzo, da 88,7 a 87,9 (circa in linea con le attese). La flessione riguarda tutte le principali componenti, con l'eccezione delle scorte (stabili). Peggiorano gli ordini e la produzione corrente, mentre si deteriorano anche le attese sull'output; a sorpresa però le aziende segnalano minori intenzioni di ritoccare al ribasso i livelli occupazionali (il saldo relativo è passato da -0,9 a zero). **Le attese sui prezzi sono salite da 12,9 a 24,9, un massimo da oltre tre anni.** Il deterioramento del morale riguarda soprattutto i produttori di beni strumentali e di consumo, in presenza di un clima poco variato nel settore dei beni intermedi. **L'indice PMI manifatturiero è salito a sorpresa per il quarto mese di fila ad aprile, da 51,3 a 52,1, toccando un massimo da febbraio 2023.** A trainare l'indice è soprattutto il recupero della produzione, con il relativo sottoindice salito da 50,5 a 52,4 (massimo da marzo 2023). Il dettaglio dell'indagine mostra una contrazione per i nuovi ordini (da 50,5 a 49,1) a fronte di un recupero per le commesse dall'estero (salite a 50,4, sopra la media dell'ultimo anno). L'aumento degli acquisti (ai massimi da 4 anni) suggerisce un tentativo di re-stocking, mentre l'allungamento dei tempi di consegna (a livelli record da settembre 2022) segnala incipienti tensioni sulle supply chain. **L'impatto della crisi energetica si fa più evidente nella dinamica dei prezzi:** i costi degli input registrano una nuova forte accelerazione, da 69,1 a 75,4 (ai massimi da maggio del 2022), mentre i prezzi di vendita aumentano in misura più contenuta (da 56,4 a 61), suggerendo che per ora la trasmissione dei rincari ai clienti finali sia solo parziale. Nel complesso, **le survey di aprile mostrano un quadro ancora resiliente per il manifatturiero italiano, sostenuto da tentativi di aumentare la produzione per far fronte a possibili tensioni sulle catene di fornitura, ma con segnali di debolezza sul fronte degli ordini interni e margini compressi** dall'aumento dei costi.

Sino a marzo, gli indici di produzione e fatturato nell'industria non mostravano impatti della crisi geopolitica



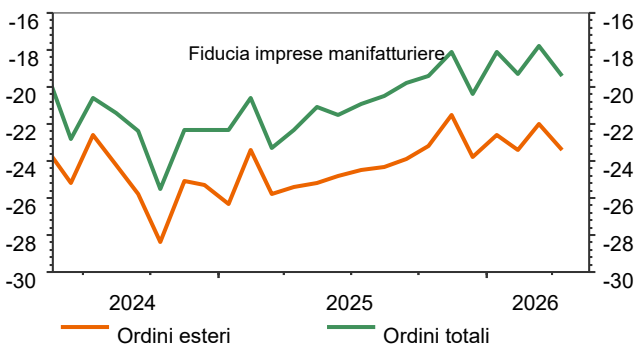
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Fiducia delle imprese manifatturiere: in questa fase, la survey PMI fornisce un quadro più confortante rispetto a quello dipinto dall'indagine Istat



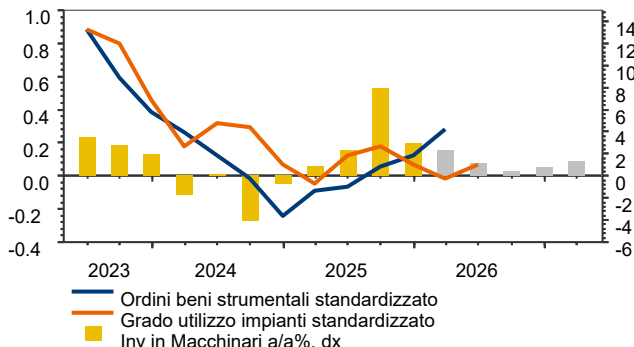
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

L'indagine Istat mostra un calo degli ordini sia totali che esteri ad aprile



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Gli ordini di beni strumentali confermano per ora una crescita sostenuta; è in ripresa anche il grado di utilizzo degli impianti



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

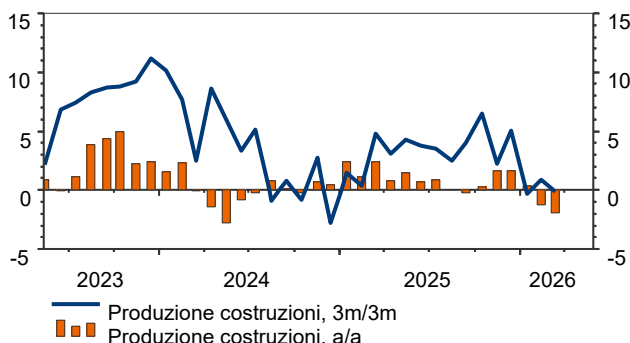
Si è interrotta la fase di espansione per il settore delle costruzioni

A marzo la produzione nelle costruzioni ha registrato una contrazione congiunturale per il quinto mese consecutivo (-0,7% m/m); nella media del 1° trimestre del 2026 l'output nel settore è calato di -2% t/t rispetto ai tre mesi precedenti, ed è possibile una nuova flessione nel trimestre in corso. Su base annua, l'indice corretto per gli effetti di calendario, dopo un breve ritorno in territorio positivo a febbraio, registra una nuova flessione a -0,2%: in sostanza, il primo trimestre del 2026 ha interrotto la fase di espansione osservata per tutto l'anno precedente.

L'indagine Istat sulla fiducia delle imprese di costruzione suggerisce che la fase negativa per la produzione possa continuare: il morale delle aziende è tornato a calare ad aprile (dopo il recupero dei due mesi precedenti), da 103,6 a 100,9; la flessione è trainata dalla costruzione di edifici, mentre il clima di fiducia nell'ingegneria civile raggiunge un massimo da novembre. Anche l'indice PMI costruzioni è calato nello stesso mese, a 44,8 da 46,8: si tratta del livello più basso da agosto 2022.

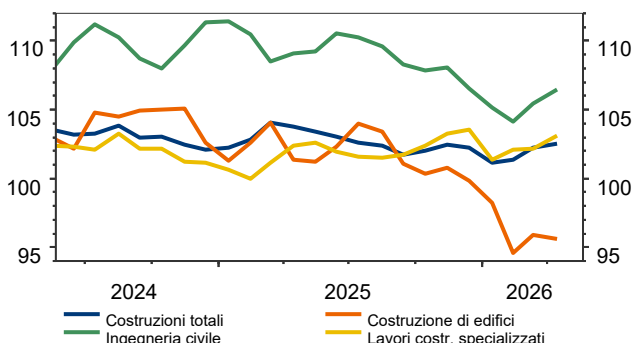
In sintesi, il settore delle costruzioni soffre da un lato del completo venir meno del sostegno offerto dal Superbonus (dopo il "colpo di coda" inatteso a fine 2025), dall'altro, in quanto energivoro, non potrà rimanere immune dai rincari dei costi energetici. Confermiamo pertanto l'attesa di un rallentamento significativo degli investimenti in costruzioni quest'anno.

Si è interrotta la fase di espansione per la produzione nelle costruzioni



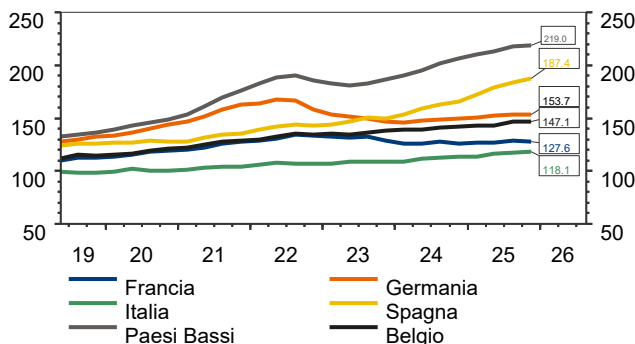
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Indagine Istat sul morale dei costruttori: l'ingegneria civile resta decisamente meglio posizionata rispetto alla costruzione di edifici



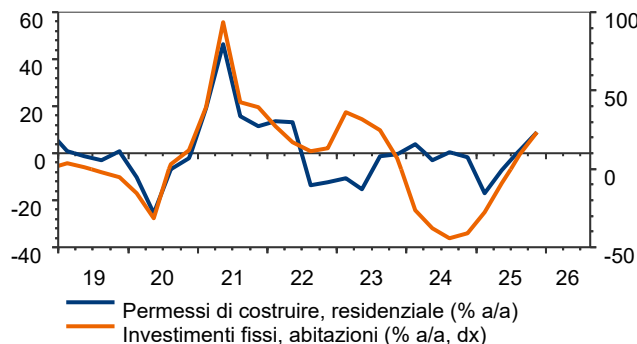
Note: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue il trend di moderata crescita dei prezzi delle case



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

I permessi di costruire nel comparto residenziale per ora restano in recupero su base annua



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

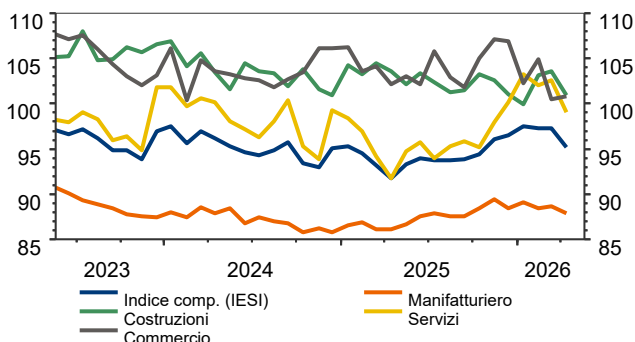
La crisi geopolitica, sinora, pesa più sui servizi che sul manifatturiero

Ad aprile l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi di mercato ha registrato un brusco deterioramento, da 102,6 a 99,1 (ai minimi da novembre). L'indagine evidenzia un peggioramento diffuso a tutte le componenti, e, in particolare, una caduta del morale nel settore del turismo (che potrebbe essere influenzato dai minori afflussi per via della situazione geopolitica internazionale).

Sempre ad aprile, l'indice PMI servizi ha mostrato un lieve recupero, pur restando in territorio lievemente recessivo, a 49,8 da 48,8 di marzo. La minore flessione rispetto al mese precedente è dovuta al rimbalzo dei nuovi affari, saliti a 50,3 da 48,3 (ma il recupero dopo la caduta di marzo è solo parziale). Migliorano anche le aspettative di business (a 59,1 da 58,7). Viceversa, gli affari correnti si contraggono a 47,5 da 50,3 (ai minimi da quasi due anni). L'indice relativo all'occupazione è poco variato in territorio lievemente espansivo. Infine, gli indici sui prezzi mostrano da un lato una lieve accelerazione dei costi degli input (a 65,5 da 64,6), dall'altro un rallentamento dei prezzi praticati (a 53,9 da 54,6): probabilmente, questi ultimi risentono dell'indebolimento della domanda; ne deriva una compressione dei margini delle aziende.

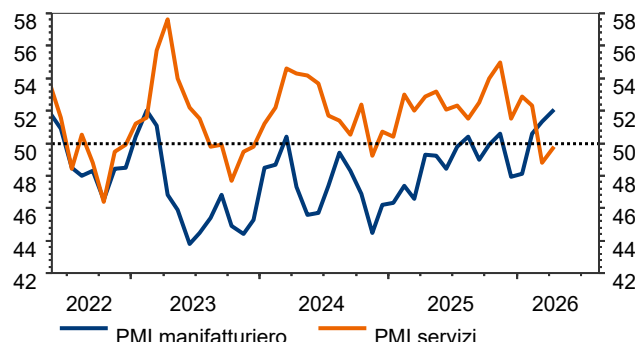
Nel complesso, dopo un ottimo inizio d'anno, il settore dei servizi potrebbe avere subito una contrazione del valore aggiunto nel trimestre primaverile, e **gli effetti dello shock energetico sul reddito disponibile delle famiglie non potranno non pesare sull'attività anche nei prossimi mesi.**

Il settore dei servizi è quello che registra il maggior calo della fiducia delle imprese (secondo l'indagine Istat) ad aprile



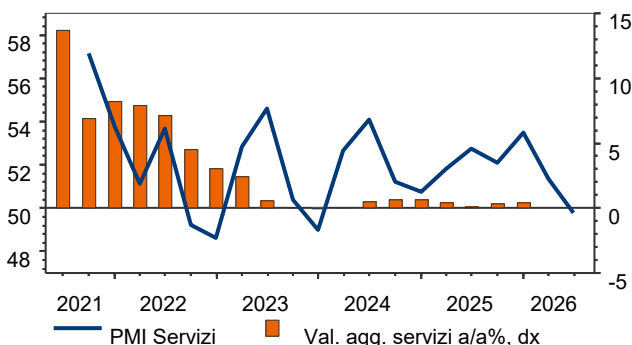
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crisi geopolitica, sinora, ha pesato più sul settore dei servizi che su quello manifatturiero (almeno secondo l'indagine PMI)



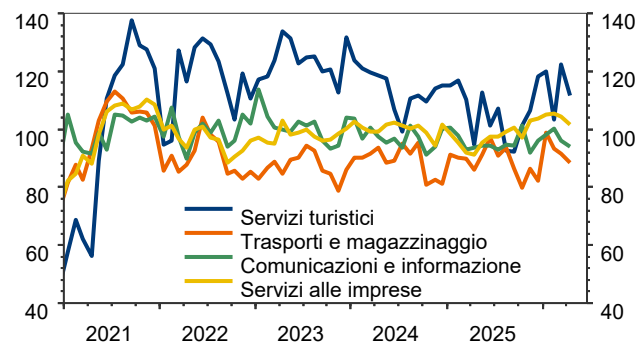
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il PMI servizi suggerisce una possibile contrazione del valore aggiunto nel settore nel trimestre in corso



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Il peggioramento del morale delle imprese dei servizi ad aprile è diffuso a tutti i principali settori di attività

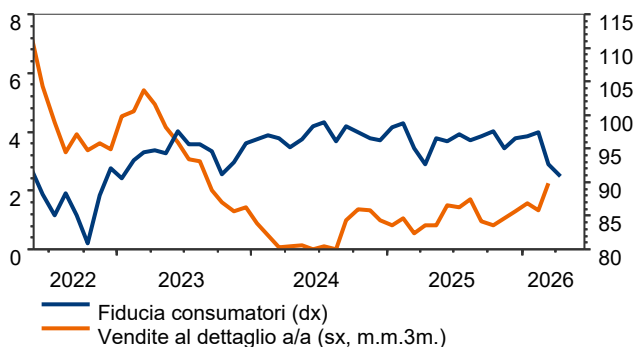


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I timori inflazionistici (e l'incertezza) tornano a pesare sui consumi

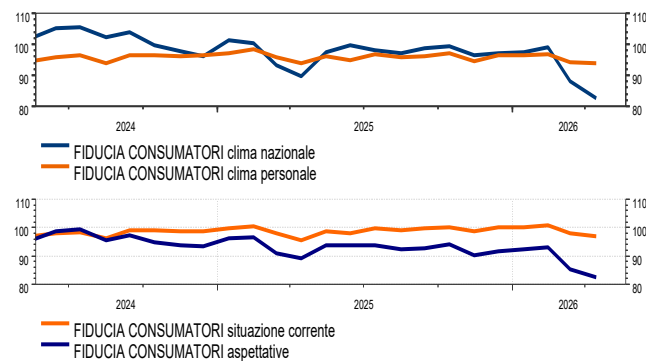
A marzo le vendite al dettaglio sono risultate in aumento dello 0,8% m/m in valore e dello 0,7% in volume; su base tendenziale, le vendite registravano una crescita del 3,7% in valore e del 2,1% in volume. Tra i beni non alimentari, spicca il +8,6% a/a delle dotazioni per informatica e telecomunicazioni, mentre il comparto delle calzature, articoli in cuoio e da viaggio resta l'unico in calo su base tendenziale (-1,3%). Continuano inoltre a mostrare una dinamica particolarmente vivace le vendite online (+11,2% a/a). **Le indagini di fiducia segnalano però un deterioramento delle prospettive per i consumi. Il morale dei consumatori è calato ancora ben più del previsto ad aprile, da 92,6 a 90,8,** toccando un nuovo minimo da ottobre 2023. Come già il mese precedente, la flessione è dovuta più alle aspettative per il futuro che alla condizione corrente, e più al clima economico generale che alla situazione personale degli intervistati. Le aspettative di inflazione per i prossimi 12 mesi sono salite ulteriormente da 57,3 a 84,3: si tratta del secondo valore più elevato da oltre 30 anni, dopo quello registrato all'indomani dell'invasione russa dell'Ucraina. Salgono anche le attese sulla disoccupazione, che toccano un massimo da novembre del 2022. **Un segnale non positivo viene invece dal calo del morale delle imprese nel settore del commercio al dettaglio,** poco variato ad aprile dopo il crollo di marzo, che lo lascia vicino ai minimi da oltre due anni. Nel complesso, continuiamo a ritenere che sui consumi si scaricherà il grosso dell'impatto della crisi geopolitica sull'economia italiana. **Le famiglie potrebbero essere più "sensibili" ai rincari** visto che lo shock arriva a pochi anni dalla precedente crisi energetica che già aveva decurtato il loro potere d'acquisto. **Lo shock inflazionistico sarà verosimilmente accompagnato da un calo del tasso di risparmio, ma l'incertezza sullo scenario internazionale potrebbe agire in direzione opposta,** limitando i margini di risalita della propensione al consumo.

A marzo, le vendite al dettaglio registravano un buon progresso su base annua, ma il calo della fiducia peserà sui prossimi mesi



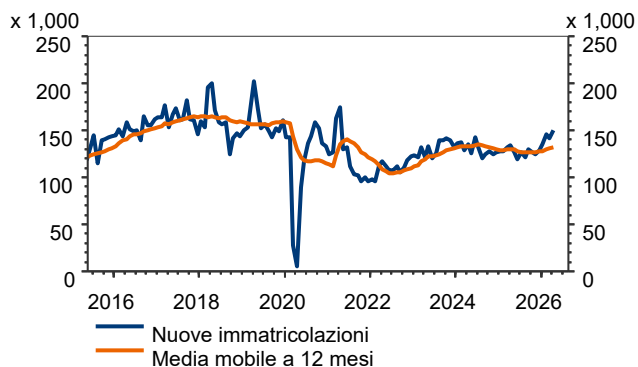
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



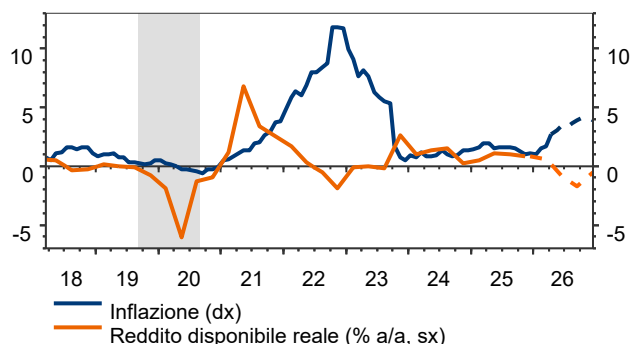
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Ad aprile, il mercato dell'auto registra il quinto mese consecutivo di crescita delle immatricolazioni (+11,6% a/a)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Nei prossimi trimestri, il potere d'acquisto delle famiglie potrebbe subire una decurtazione simile a quella vista nel 2022



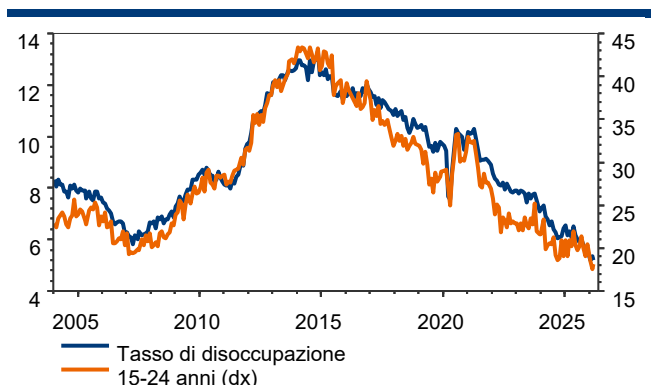
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Si è sostanzialmente arrestata la crescita dell'occupazione

A marzo, il tasso di disoccupazione è tornato a calare (di due decimi) a 5,2%; quello giovanile è viceversa salito di sei decimi al 18,1%. Il numero di occupati è diminuito di -0,1% m/m (-12 mila unità), in corrispondenza di un calo della popolazione (il tasso di occupazione è rimasto invariato al 62,4%). **Su base annua, l'occupazione è approdata in territorio negativo** (-0,1% a/a ovvero -30 mila unità): **si tratta di un minimo dal periodo Covid** (da marzo del 2021). Si osserva anche una ricomposizione degli occupati con un calo dei dipendenti a termine (-142 mila unità rispetto a un anno prima) a fronte di un incremento dei lavoratori indipendenti (+125 mila). **La variazione tendenziale al netto della componente demografica resta positiva solo per gli over 50** (+1,6% a/a), a fronte di un calo per i 15-64enni (-0,3%), e soprattutto per gli under 35 (-2,9% a/a). Nonostante il rallentamento dell'occupazione, **il tasso di disoccupazione continua a restare molto contenuto per effetto del calo della partecipazione**. A marzo, infatti, gli inattivi tra i 15 e i 64 anni sono aumentati di 0,4% m/m (+46 mila unità), con incrementi diffusi a entrambi i sessi e concentrati soprattutto tra i più giovani e gli over 50; il tasso di inattività è così salito di un decimo al 34,1%. Anche nel confronto annuo si registra un forte aumento degli inattivi (+2,9% a/a, pari a +351 mila unità).

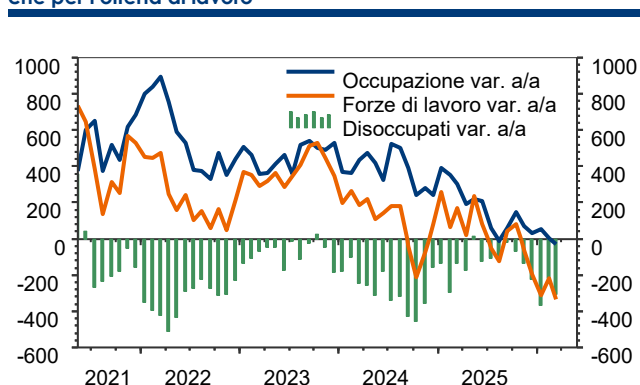
Nel complesso, si sono intensificati nel periodo più recente i segnali di rallentamento della dinamica occupazionale, che non si sta riflettendo sul tasso di disoccupazione solo per via del calo della partecipazione. **Confermiamo la nostra idea di una moderata risalita del tasso dei senza-lavoro nei prossimi mesi.**

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



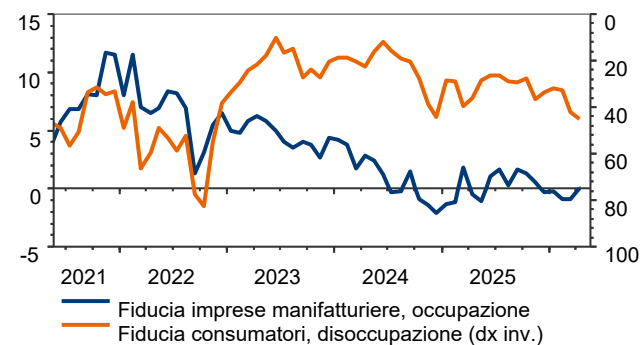
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



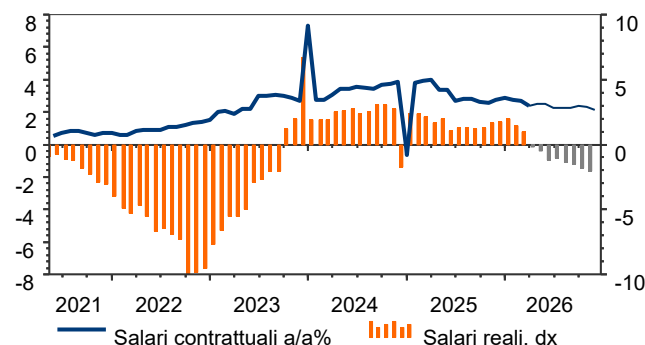
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le famiglie cominciano ad essere seriamente preoccupate per le prospettive occupazionali



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nei prossimi mesi, la salita dell'inflazione dovrebbe causare un calo dei salari reali, ma di entità inferiore a quello visto nel 2022-23

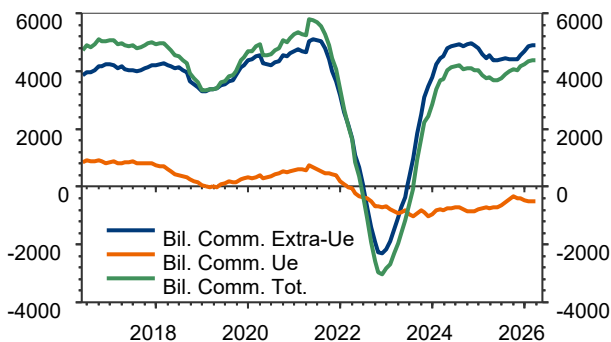


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Export in recupero a marzo, ma il quadro resta esposto ai rischi globali

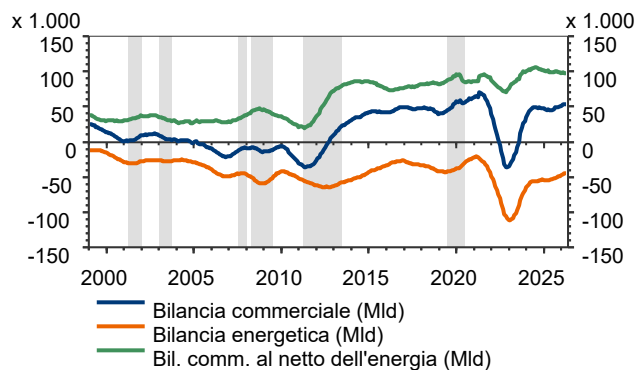
A marzo si osserva un **recupero degli scambi con l'estero, sia per le importazioni (+4,8% m/m) sia per le esportazioni (+4,1% m/m)**. L'aumento congiunturale dell'export è **trainato dai mercati UE (+4,7%)**, pur in presenza di una crescita significativa anche verso l'area extra UE (+3,6%); tale dinamica è però influenzata da vendite a elevato impatto della cantieristica navale, al netto delle quali l'aumento congiunturale delle vendite all'estero è meno ampio (+2,8% m/m). Su base annua, l'export accelera in misura significativa sia in valore (+7,4%) sia in volume (+4,2%); la crescita tendenziale in termini monetari è più sostenuta verso i mercati UE (+9,6%) rispetto a quelli extra UE (+5,1%). Anche le importazioni registrano un forte aumento tendenziale (+8% in valore e +9,1% in volume). Tra i **comparti che più sostengono la crescita dell'export si segnalano i metalli e prodotti in metallo (soprattutto verso Svizzera e Francia), i prodotti petroliferi raffinati, gli autoveicoli, l'elettronica e il farmaceutico**, continuano a pesare negativamente i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli. A livello geografico, il contributo positivo maggiore proviene ancora dalla Svizzera, e risultano **in forte crescita anche le esportazioni verso Francia, Germania, Spagna e Cina**; calano invece le vendite verso i paesi OPEC, la Turchia e i paesi MERCOSUR. Il **saldo commerciale resta ampiamente positivo** (circa 4,7 miliardi a marzo) e sostanzialmente stabile rispetto a un anno prima, con un deficit energetico anch'esso pressoché invariato. Nel complesso, **il commercio internazionale mostrava segnali di recupero a inizio anno, ma resta esposto ai rischi derivanti dalle tensioni geopolitiche** e dalla frammentazione degli scambi globali, dopo gli effetti già prodotti dalla restrizione delle politiche commerciali USA.

Resta vicino ai massimi l'avanzo commerciale verso i Paesi extra-UE



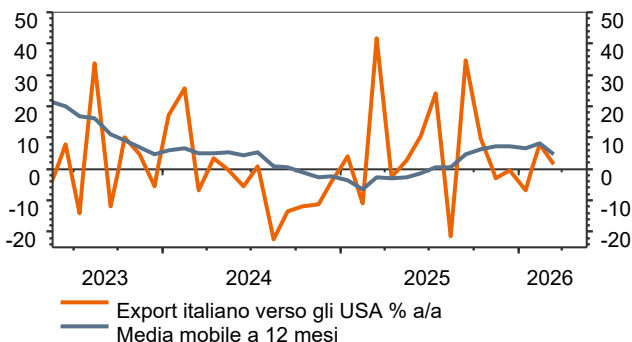
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il deficit energetico era poco variato su base annua a marzo, ma dovrebbe peggiorare sensibilmente nei prossimi mesi



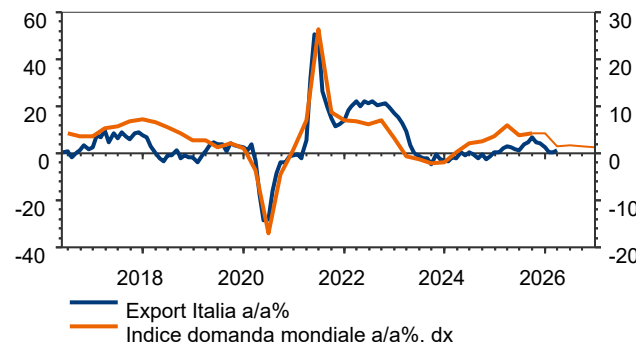
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export verso gli USA si conferma in territorio moderatamente positivo a marzo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il rallentamento della domanda estera rivolta all'Italia non potrà non pesare sull'export italiano nei prossimi mesi

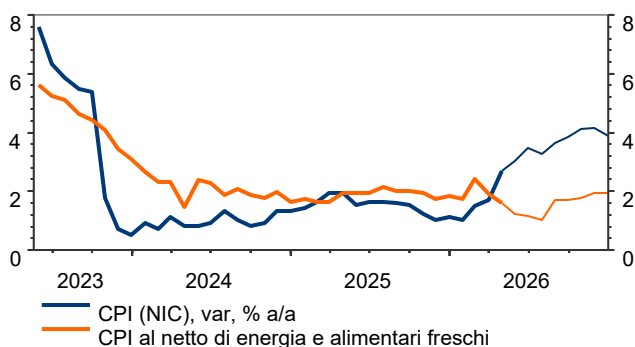


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

L'inflazione sta risalendo molto rapidamente

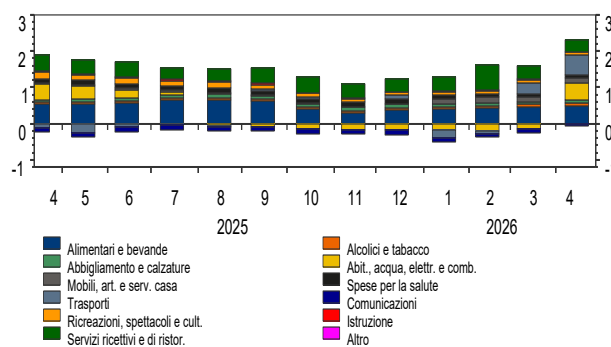
Ad aprile, l'indice IPCA è salito da 1,6% a 2,8% a/a (+1,6% m/m) e l'indice nazionale NIC da 1,7% a 2,7% a/a (1,1% m/m): si tratta di un massimo da settembre del 2023. Il driver principale è la risalita dell'energia: i beni energetici passano da -2,1% a +9,5% a/a sul NIC (+5% m/m). Nel dettaglio, il gasolio per trasporto accelera da 12,5% a 27,8% a/a, il gasolio per riscaldamento da 12,3% a 38,1% (+19,7% m/m). Il gas naturale è in frenata sul mercato tutelato (-6,8% m/m) ma rincara sul mercato libero (+9% m/m). La benzina sale moderatamente (da -2,9% a +1,1% a/a; +1,4% m/m), grazie alla proroga del taglio delle accise. In conseguenza dei rincari energetici, **le spese per la casa invertono su base annua**, passando da -1,6% a +5,1% a/a (+2,5% m/m), e **i trasporti accelerano** da 2,1% a 3,8% a/a (+2,5% m/m). Rincarano anche i servizi di alloggio e ristorazione (+2,1% m/m), per via della Pasqua, ma gli aumenti sono inferiori alla media stagionale (la variazione annua rallenta da 3,4% a 2,8% a/a). **In salita anche gli alimentari** (+0,8% m/m, da 2,6% a 2,7% a/a), soprattutto gli alimentari freschi (+2,1% m/m, da 4,7% a 5,9% a/a). **L'inflazione di fondo scende da 1,9% a 1,7% a/a** sul NIC, riflettendo la decelerazione dei servizi (da 2,8% a 2,4%). Tuttavia, l'inflazione sul "carrello della spesa" accelera da 2,2% a 2,3%, e quella sui prodotti ad alta frequenza d'acquisto da 3,1% a 4,2%. **Sull'armonizzato, i servizi rallentano da 2,9% a 2,3%**, e **l'inflazione di fondo da 1,8% a 1,6% a/a**. In prospettiva, l'inflazione ha ancora spazi di salita, sia perché i rincari sulla benzina potrebbero ampliarsi quando verrà meno il taglio delle accise, sia perché la trasmissione alle bollette di elettricità e gas avviene con ritardo. Inoltre, sembrano esserci spazi di ulteriori rincari anche per gli alimentari. La salita dell'inflazione sui beni ad alta frequenza di acquisto sta già causando un netto aumento delle aspettative inflazionistiche delle famiglie, già vicine ai massimi del 2022. A nostro avviso, l'inflazione italiana potrebbe toccare picchi più elevati rispetto a quella europea, poco sopra il 4% nei mesi autunnali.

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



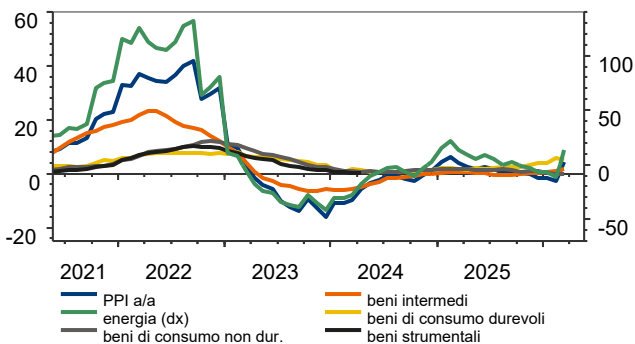
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Ad aprile, si accentuano i rincari sulle spese per la casa e i trasporti, in moderazione i servizi ricettivi e di ristorazione



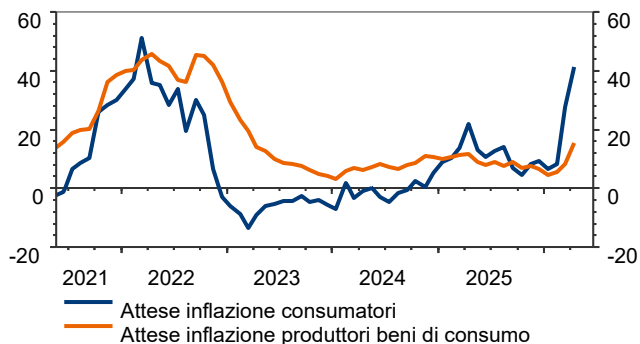
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

In crescita il PPI a marzo, spinto al rialzo dall'impennata dei prezzi energetici



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative inflazionistiche dei consumatori hanno già raggiunto livelli prossimi ai picchi del 2022



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

I prestiti alle società non finanziarie hanno accelerato a +2,8%

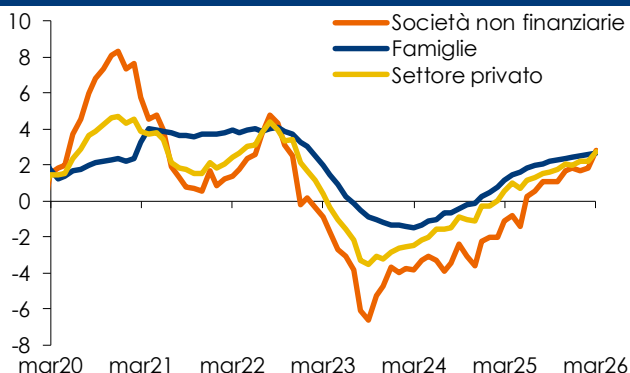
A marzo, un balzo dei prestiti a breve termine, aumentati nel mese di 10 miliardi e del 6% a/a, ha determinato un'accelerazione della crescita dei finanziamenti a società non finanziarie al +2,8%, rispetto al +1,8% circa dei tre mesi precedenti. Allo stesso modo, i prestiti alle famiglie hanno visto un leggero rafforzamento del trend, al +3,5% dei mutui e +4,8% del credito al consumo. Per il totale dei prestiti a famiglie e imprese, le anticipazioni su aprile confermano la dinamica di marzo.

Elisa Coletti

A marzo, **la crescita dei prestiti alle società non finanziarie ha sorpreso, accelerando a +2,8%**, dopo tre mesi a un ritmo di circa +1,8%. I **prestiti alle famiglie hanno mantenuto una crescita robusta, in leggero rafforzamento a +2,7%**, rispetto al 2,6% di febbraio e al +2,5% dei due mesi precedenti. Anche **le prime indicazioni sulla congiuntura creditizia di aprile continuano a non evidenziare particolari impatti connessi al conflitto in Medio Oriente e alla crisi energetica: il totale dei prestiti a famiglie e imprese risulta in crescita del 2,7% a/a**, secondo i dati preliminari ABI, **come a marzo** e a confronto con il 2,2% di febbraio. Allo stesso modo, l'aggregato più ampio dei **prestiti al settore privato confermerebbe la dinamica di marzo, del 2,8% a/a**, rispetto al 2,2% dei primi due mesi dell'anno (2,0% a dicembre).

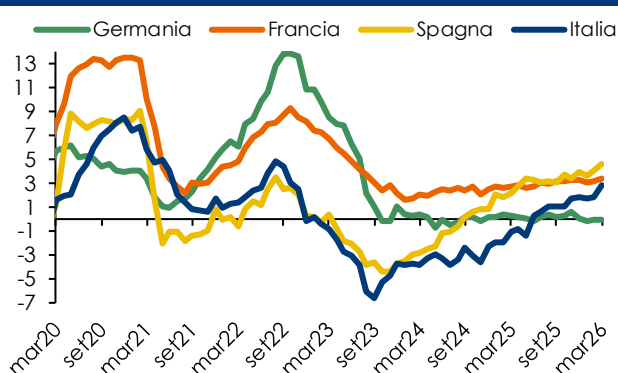
L'andamento positivo dei prestiti alle società non finanziarie è tale che **si è ridotto il gap di crescita rispetto alla media dell'area euro**, in cui l'aumento è stato del +3,0% dal 2,7% di febbraio. L'Italia si avvicina, così, al ritmo di sviluppo dei prestiti alle società non finanziarie francesi, del 3,4% a marzo dal 3,2% di febbraio, ma resta distante dalla Spagna, anch'essa in accelerazione, a +4,6% da 4,0%, mentre la Germania continua a mostrare un ciclo stagnante (-0,1%).

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



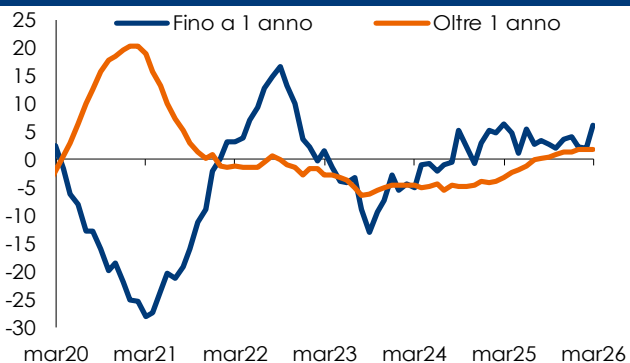
Fonte: Banca d'Italia

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



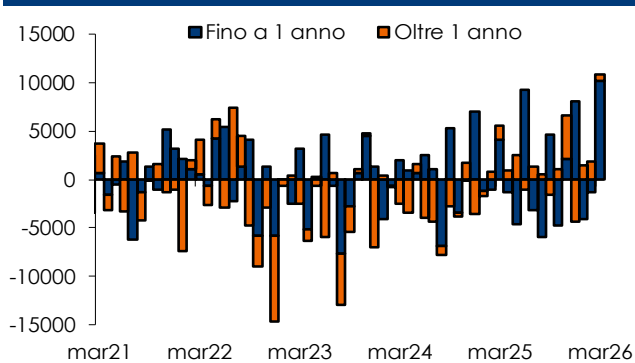
Fonte: BCE

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



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Flussi mensili di prestiti a società non finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR M)

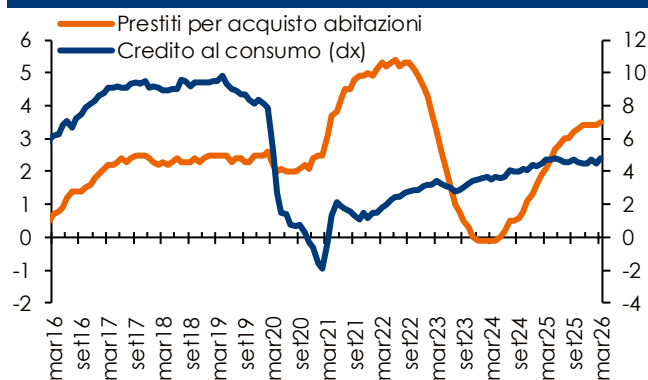


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica registrata a marzo dai finanziamenti alle società non finanziarie residenti in Italia è stata determinata da un **rafforzamento del trend dei prestiti a breve** che nel mese hanno riportato un incremento netto di oltre 10 miliardi e un tasso di crescita salito al +6,0% dal 2% di gennaio e febbraio. Il flusso netto mensile dei prestiti a breve è il più elevato dal gennaio 2018 ed è presumibilmente dovuto a esigenze finanziarie per scorte e capitale circolante connesse al contesto di aumento dei costi energetici e di interruzioni negli approvvigionamenti. **La ripresa dei prestiti a medio-lungo termine** resta, comunque, un fattore chiave, evidenziata da una **crescita dell'1,7% a marzo**, in linea con gennaio e solo leggermente più contenuta rispetto al +1,9% di febbraio, variazioni che restano le più forti da settembre 2021. Il rallentamento potrebbe, tuttavia, proseguire nel trimestre in corso, a seguito di una minore domanda di credito per investimenti.

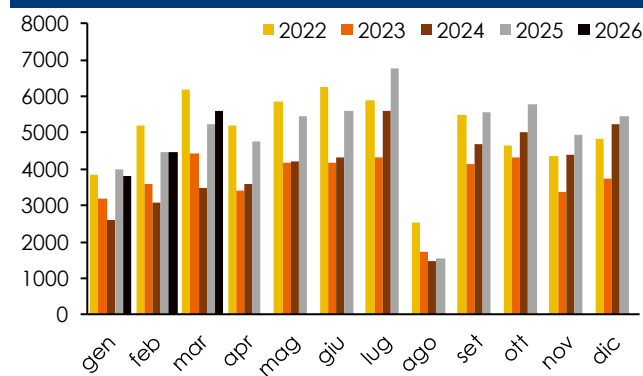
Quanto al credito alle famiglie, la crescita dello stock di **prestiti per l'acquisto di abitazioni ha mostrato un leggero rafforzamento, a +3,5% a/a** dopo quattro mesi al ritmo di 3,4%. Inoltre, marzo ha visto **il ritorno in positivo della dinamica delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, del +7%** che fa seguito a un primo bimestre complessivamente in calo, riportando in crescita dell'1,5% il bilancio trimestrale. Il risultato di marzo potrebbe riflettere l'anticipo di operazioni di mutuo nella prospettiva di un rialzo dei tassi a causa dell'inflazione. Guardando al complesso delle erogazioni mensili, che include le rinegoziazioni, **le operazioni a tasso variabile sono rimaste in crescita**, con un volume più che doppio rispetto a dodici mesi prima, sebbene contenuto, pari al 17% del totale erogato nel mese di marzo. Le nuove operazioni a tasso fisso, con un -17,3% a/a, hanno confermato il calo, risultato leggermente meno marcato dei due mesi precedenti (-22,5% a febbraio). La tendenza segue l'evoluzione del differenziale tra tasso fisso e variabile, con quest'ultimo più basso del primo per 38pb a marzo, leggermente ristretto rispetto ai due mesi precedenti (43pb a febbraio). Per concludere, anche **il credito al consumo ha riportato una crescita più vivace, del 4,8%**, dal +4,5% di febbraio.

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

Crescita dei depositi più moderata

I depositi sono tornati a crescere ad un ritmo più moderato del 2,5% a/a a marzo, confermando la buona dinamica ad aprile secondo i dati preliminari. Il rallentamento rispetto al primo bimestre ha interessato sia i depositi delle imprese sia quelli delle famiglie, in particolare i conti correnti. L'andamento di marzo può aver risentito delle sottoscrizioni della settima emissione di BTP Valore.

Elisa Coletti

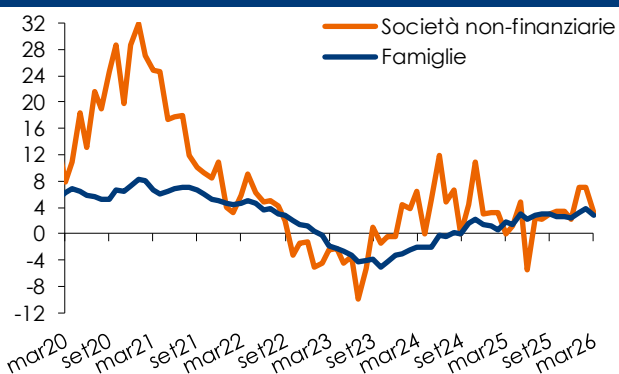
Dopo l'accelerazione nel primo bimestre fino al +4,4% di febbraio, i depositi sono tornati a crescere ad un ritmo più moderato del 2,5% a/a a marzo, in linea con quello dell'ultimo trimestre 2025. Il risultato conferma l'indicazione dei dati preliminari, che per aprile mostrano il **proseguimento di una buona dinamica** (+2,7% secondo le stime ABI).

Il rallentamento di marzo ha interessato in misura particolare i **depositi delle società non finanziarie, la cui crescita si è circa dimezzata a +3,3% rispetto ai risultati brillanti del 1° bimestre** (+7% a/a). L'andamento è stato determinato da un deflusso di quasi 2,8 miliardi dai conti correnti, il cui tasso di crescita è sceso a +5,3% dal 10% circa del 1° bimestre (9,5% a febbraio). D'altro canto, a marzo si osserva un incremento di 1,2 miliardi dei titoli di debito delle società non finanziarie in custodia presso le banche. Considerata la stagionalità, che nei primi mesi dell'anno vede un utilizzo di liquidità da parte delle imprese, il deflusso registrato dai conti correnti nel 1° trimestre è risultato circa in linea con quello dello stesso periodo del 2025 (-19,1 miliardi rispetto a -19,9 miliardi), ma controbilanciato da un maggiore incremento netto dei depositi a tempo (+6 miliardi rispetto ai 2 miliardi del 1° trimestre 2025). Il risultato è una fuoriuscita dai depositi relativamente contenuta, pari a -13,9 miliardi nel 1° trimestre rispetto ai -18,2 miliardi osservati nello stesso periodo dell'anno precedente.

Anche i **depositi delle famiglie hanno mostrato un andamento più moderato a marzo**, segnando una **crescita del 2,8%**, dal 3,9% di febbraio e 3,3% di gennaio, con una **fuoriuscita di 9,1 miliardi nel mese**. Questo risultato potrebbe aver risentito delle sottoscrizioni del BTP Valore in occasione della settima emissione riservata al segmento retail, che a marzo ha raccolto 16,2 miliardi. In effetti, nel mese si è registrato un aumento di quasi 12 miliardi dei titoli di debito in custodia delle famiglie consumatrici.

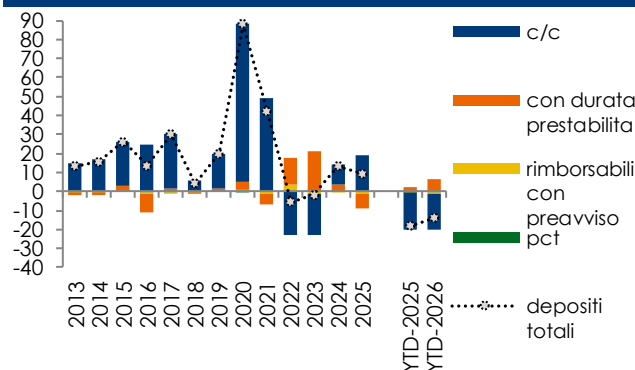
Nel complesso, **i conti correnti hanno mantenuto un buon tasso di crescita, del 4,1% a marzo dal 6,5% a/a di febbraio**. **I depositi con durata prestabilita hanno registrato un altro incremento mensile dal lato delle società non finanziarie, sebbene modesto**, più che compensato da un deflusso significativo da parte delle famiglie (-1,5 miliardi m/m). **Il tasso di variazione dei depositi con durata prestabilita è rimasto negativo** e in linea con i due mesi precedenti (-9,9% a/a a marzo, -9,0% a febbraio per il totale di famiglie e imprese).

Andamento dei depositi delle famiglie e di quelli delle imprese (var. % a/a)



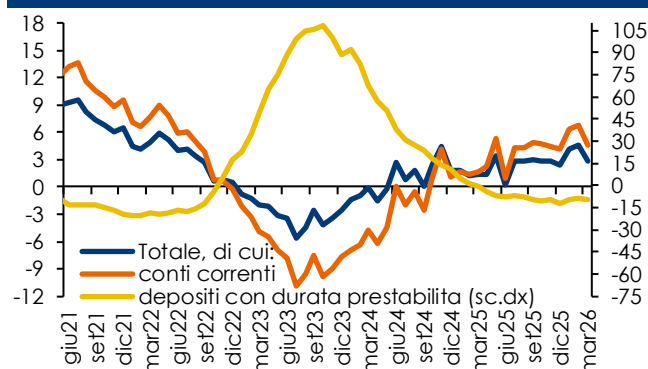
Fonte: BCE

Flussi netti verso i depositi delle società non finanziarie, dati annuali e 1° trimestre 2025 a confronto con 2026 (EUR mld)



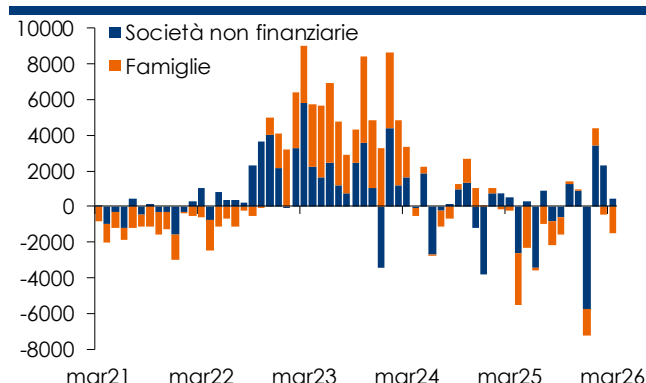
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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)



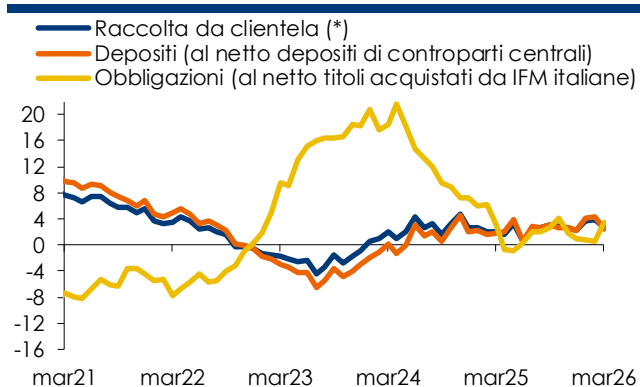
Fonte: BCE

Dopo quattro mesi di rallentamento, le **obbligazioni bancarie hanno registrato un rimbalzo a marzo**, segnando una crescita del 3,5% a/a, rispetto alla debolezza del +0,6% di febbraio. **L'andamento più sostenuto è confermato per aprile, del +4,1%** secondo le anticipazioni ABI.

Tuttavia, la **raccolta complessiva da clientela ha risentito dell'evoluzione più moderata dei depositi, con un rallentamento del tasso di crescita a +2,6% a marzo** dal 3,8% di febbraio, tornando in linea con la dinamica di fine 2025 (2,2% a dicembre e 2,6% nell'ultimo trimestre). Ad aprile, secondo le anticipazioni ABI, il ritmo sarebbe leggermente risalito a +2,9% a/a.

La **raccolta bancaria complessiva**, che include il rifinanziamento BCE e i depositi da non residenti, **ha registrato un tasso di variazione annuo circa in linea con quello di febbraio, del +4,5%** rispetto a +4,0% del mese precedente. L'andamento continua a riflettere le oscillazioni dei depositi di non residenti in Italia (+14,0% a marzo da +8% a febbraio e +26,5% a gennaio), che, come osservato nel caso del mercato rallentamento di febbraio, possono risentire di operazioni significative effettuate da singoli intermediari¹.

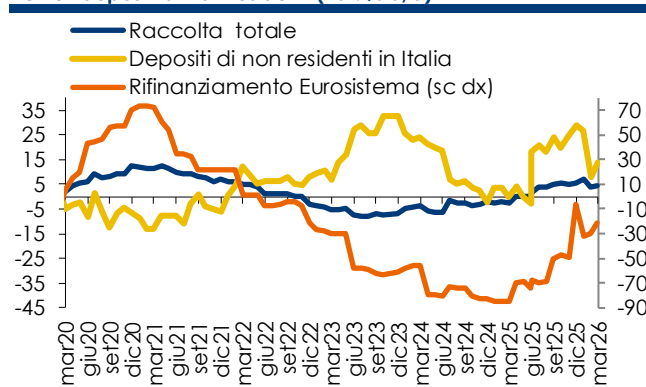
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



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

¹ Secondo il Bollettino Economico di aprile 2026 di Banca d'Italia, il rallentamento a +8% registrato a febbraio rispetto alla crescita a due cifre degli otto mesi precedenti "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".

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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

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

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

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

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

Valentina Dal Maso

Eloisa Fassio

Carol Salvadori

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

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

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