

# La Bussola dell'Economia Italiana

**Research Department**

Giugno 2026

IMI

CORPORATE &  
INVESTMENT  
BANKING

### Indice

#### L'evoluzione dello scenario congiunturale

Energia e incertezza pesano sulla parte centrale del 2026, ma la de-escalation

riduce i rischi prospettici

Sintesi della previsione macroeconomica

Tiene la produzione industriale

Anche le indagini manifatturiere mostrano una buona resilienza

Rimbalza la produzione nelle costruzioni, ma potrebbe non durare

Il settore dei servizi è sinora il più impattato dallo shock geopolitico

I consumi si confermano la componente di domanda più colpita

Torna a crescere l'occupazione

Il commercio estero tornerà a frenare il PIL dalla primavera

L'inflazione ha ancora spazi di salita

#### Tendenze del settore bancario

Prestiti alle società non finanziarie in ulteriore accelerazione

Depositi ancora trainati dai conti correnti, ma rallenta il calo di quelli a tempo

### Giugno 2026

2

2

6

Nota Mensile

7

Research Department

8

9

Macroeconomic Research

10

11

Paolo Mameli

12

Economista Macro Italia

13

Alessia Gavazzi

14

Economista

15

Elisa Coletti

15

Economista Banche

18

## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Energia e incertezza pesano sulla parte centrale del 2026, ma la de-escalation riduce i rischi prospettici

Dopo una crescita superiore al previsto tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026, gli effetti dei rincari energetici e l'aumento dell'incertezza graveranno sui trimestri centrali dell'anno, anche se la de-escalation in Medio Oriente riduce i rischi più estremi. Per effetto della revisione al rialzo del dato sul PIL del 1° trimestre, rivediamo marginalmente al rialzo la stima sulla crescita 2026 a 0,5% (sul dato corretto per gli effetti di calendario). I rischi su questa stima sono ad oggi assai più bilanciati rispetto all'indomani dello scoppio del conflitto. Ipotizzando una rapida ripresa dei flussi di trasporto delle materie prime nel Golfo Persico, confermiamo la possibilità di una riaccelerazione nel 2027, a 0,8% (sempre sui dati corretti per i giorni lavorativi).

Paolo Mameli

Lo shock geopolitico ed energetico ha interrotto i **segnali di miglioramento del ciclo emersi tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026, quando il PIL è cresciuto di 0,3% t/t per due trimestri di fila (non accadeva dalla prima metà del 2022)**. Il primo trimestre è però stato sostenuto dall'impatto sul valore aggiunto nei servizi delle Olimpiadi invernali di Milano-Cortina (che potrebbe aver inciso per due decimi); considerando l'inversione di questo effetto (temporaneo) e l'impatto dello shock energetico e geopolitico, **prevediamo una contrazione del PIL nel 2° trimestre e una stagnazione durante l'estate, seguite da una ripresa a fine anno** con l'emergere di un "contro-shock" energetico. Questo scenario centrale si basa sulla nostra ipotesi che i flussi di trasporto e la produzione di materie prime inizieranno a normalizzarsi nelle prossime settimane e, in particolare, che lo stretto di Hormuz riaprirà al più tardi entro la fine di giugno. I rischi su tale assunzione, e di conseguenza sulla previsione sul PIL, appaiono oggi decisamente più bilanciati rispetto all'indomani dello scoppio del conflitto. In tale scenario, **confermiamo la nostra stima di crescita del PIL di 0,8% nel 2027**, grazie alla ripresa del potere d'acquisto delle famiglie e alla fase finale dei lavori infrastrutturali previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

**PIL in possibile contrazione nel trimestre primaverile, ma i rischi oggi sono più bilanciati rispetto a tre mesi fa**

**Il primo effetto dello shock energetico è stato, oltre al calo della fiducia dei consumatori e delle imprese (soprattutto dei servizi), la rapida risalita dei prezzi al consumo**, che, dall'1% di gennaio, ha raggiunto il 3,2% a/a a maggio. L'aumento è trainato principalmente dall'energia, con ripercussioni finora limitate sulle altre componenti; tuttavia, anche se l'accordo tra Stati Uniti ed Iran tenesse, **l'inflazione potrebbe avere ancora spazi di salita**, perché 1) il rientro dei prezzi dei carburanti sarà frenato dal completo venir meno del taglio delle accise (dal 3 luglio); 2) la trasmissione alle bollette di elettricità e gas è stata sinora solo parziale, e potrebbe completarsi solo entro l'autunno, specie se, come nel nostro scenario centrale, il prezzo del gas naturale TTF risalisse nell'ultima parte dell'anno; 3) gli alimentari non hanno ancora risentito appieno dei rincari dei fertilizzanti e dell'impatto indiretto dell'aumento di costi energetici (che agiranno con ritardo); 4) anche alcuni servizi (quelli di trasporto in primis) non sembrano aver ancora pienamente incorporato lo shock energetico. A nostro avviso, **l'inflazione potrebbe toccare un picco vicino al 4% nei mesi autunnali**, prima di tornare verso il 3% a marzo 2027 e normalizzarsi attorno al 2% a partire dalla primavera del 2027.

**L'inflazione potrebbe toccare un picco vicino al 4% nei mesi autunnali**

Il canale più significativo di trasmissione dello shock all'economia è l'impatto dell'inflazione sul reddito reale delle famiglie. **Sebbene l'aumento dei prezzi sia meno pronunciato rispetto al 2022** (quando l'inflazione media era dell'8,2%, con un picco dell'11,8% in ottobre-novembre), **l'erosione del potere d'acquisto potrebbe essere di entità simile** (-0,3% nel 2026, contro -0,6% nel 2022), data la minore crescita del reddito nominale. I consumi sono quindi destinati a rallentare allo 0,7% nel 2026-27 (dall'1,1% del 2025); **il rallentamento è attenuato da una temporanea riduzione del tasso di risparmio**, come accade di consueto in risposta agli shock inflazionistici; al contrario, guardando al prossimo anno, la ripresa della propensione al risparmio limiterà i margini di una ripresa dei consumi. Le indagini di fiducia mostrano che i consumatori potrebbero essere particolarmente sensibili allo shock inflazionistico, visto che esso giunge a pochi anni dal precedente; tuttavia, dopo l'impennata delle aspettative di inflazione vista nelle indagini di

**La decurtazione del potere d'acquisto potrebbe essere di entità solo di poco più lieve che nel 2022**

marzo-aprile, **le famiglie potrebbero nei prossimi mesi realizzare che i rincari sono meno ampi, e soprattutto meno diffusi e persistenti, rispetto alla precedente crisi energetica.**

Le ripercussioni dello shock energetico e geopolitico sul mercato del lavoro dovrebbero essere limitate: **la crescita dell'occupazione potrebbe rallentare ma rimanere positiva nell'attuale biennio**, attestandosi allo 0,5% quest'anno e allo 0,4% l'anno prossimo. Data la concomitante tendenza al ribasso dell'offerta di lavoro, **il tasso di disoccupazione rimarrà molto contenuto in prospettiva storica** (a 5,4% nel 2026 e 5,7% nel 2027, nelle nostre stime). La persistente robustezza del mercato del lavoro dovrebbe essere un fattore di supporto ai consumi, anche se limitato vista la minore dinamica occupazionale e il fatto che essa resta concentrata tra gli over 50.

**L'impatto dello shock sugli investimenti fissi lordi dovrebbe essere più contenuto: la crescita dovrebbe rimanere solida nel 2026-27** (a 2,3% e 1,8% rispettivamente), pur rallentando rispetto al 3,8% del 2025. Continuiamo a ritenere che i lavori infrastrutturali finanziati dal PNRR avranno un impatto più tangibile rispetto agli anni precedenti sia nel 2026 che nel 2027. Inoltre, gli **incentivi fiscali introdotti nel bilancio 2026** (che consistono in una sorta di super-ammortamento), frenati nella prima parte dell'anno dai ritardi di attuazione, stanno ora riscuotendo buon interesse da parte delle aziende, confermando di poter essere un fattore di supporto importante, nel quadro più generale della **spinta proveniente dalla transizione energetica e dalla rivoluzione della digitalizzazione e dell'Intelligenza Artificiale**. Tuttavia, la spesa in conto capitale dovrebbe mantenere una traiettoria di rallentamento nel corso degli anni, poiché l'edilizia residenziale vedrà una "normalizzazione" dopo il boom indotto dalla politica fiscale degli ultimi anni, e vi sarà un impatto (pur contenuto e ritardato) del mini-ciclo di rialzi dei tassi d'interesse intrapreso dalla BCE a partire da giugno.

A inizio anno le esportazioni di contabilità nazionale hanno registrato un rimbalzo ben superiore al previsto, grazie anche al maggior export di servizi per via dell'aumento delle spese dei non residenti sul territorio nazionale (+0,4% t/t), spiegato tra l'altro dagli arrivi turistici legati ai Giochi Olimpici invernali di Milano-Cortina; ci aspettiamo un'inversione di quest'effetto nel trimestre primaverile. Sul fronte del commercio di beni, i dati relativi ai primi quattro mesi dell'anno (solo in parte impattati dalla guerra in Medio Oriente) mostrano una crescita ancora positiva dell'export a prezzi correnti (+3,2%), anche se in gran parte dovuta all'aumento dei valori unitari medi (+2,8%). Le vendite verso i Paesi OPEC hanno sofferto del conflitto, avendo registrato una flessione di -5,9%; si nota al contrario un robusto incremento dell'export di metalli verso la Svizzera e di prodotti farmaceutici verso la Cina (al netto dei quali la tendenza dell'export sarebbe negativa nel primo quadrimestre). In ogni caso, **per via del buon inizio d'anno, abbiamo rivisto al rialzo la nostra stima sulle esportazioni di contabilità nazionale nel 2026**, a 1,1% da un precedente -0,7%; **rivediamo però, viceversa, al ribasso la stima per il 2027**, a 0,5% da 1%, in quanto la domanda mondiale rivolta verso l'Italia potrebbe toccare un punto di minimo solo all'inizio del 2027. **Il commercio estero dovrebbe frenare il PIL nel biennio in corso, ma in minor misura rispetto a quanto da noi stimato tre mesi fa** (-0,2% nel 2026 e -0,3% nel 2027, dopo il -0,6% del 2025).

Nel Documento di Finanza Pubblica di aprile, il Governo ha rivisto in senso peggiorativo i numeri sull'indebitamento tendenziale, non per via della minore crescita del PIL, ma per effetto quasi esclusivamente di una **maggiore spesa per interessi su tutto l'orizzonte 2026-28. Il Governo potrebbe avvalersi della nuova flessibilità concessa dall'UE** fino a un massimo dello 0,3% del PIL all'anno nel 2026 e nel 2027 per misure volte ad affrontare la crisi energetica (che tuttavia non può essere utilizzata per rifinanziare riduzioni generalizzate delle accise sui carburanti, che pertanto pensiamo possano venir meno dopo il 3 luglio). Tenendo conto anche dell'**andamento non particolarmente virtuoso del fabbisogno di cassa del settore statale nei primi 5 mesi dell'anno**, pensiamo che il deficit quest'anno possa attestarsi al 3% del PIL (contro il 2,9% tendenziale incluso nel DFP). Dato che **il 2027 è un anno elettorale**, anche il numero del DFP sul disavanzo 2027 (2,8%) ci pare soggetto a qualche rischio al rialzo, anche perché **alcuni dei fattori che hanno supportato la finanza pubblica negli anni scorsi stanno perdendo di importanza (la crescita dell'occupazione e dei redditi, il sostegno dai fondi NGEU)**. A nostro avviso, il rapporto

**L'occupazione sta perdendo slancio, ma il tasso di disoccupazione rimarrà molto contenuto**

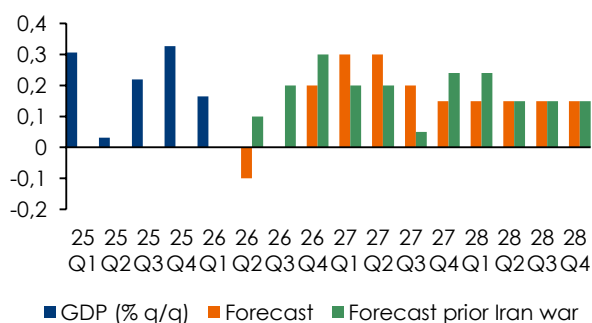
**Gli investimenti potrebbero beneficiare ancora di incentivi fiscali e transizione energetica e digitale**

**Il commercio estero continuerà a frenare il PIL, ma in minor misura di quanto atteso tre mesi fa**

**La maggiore spesa per interessi, il minore slancio da occupazione e redditi e la nuova flessibilità UE configurano rischi al rialzo sul deficit 2026-27**

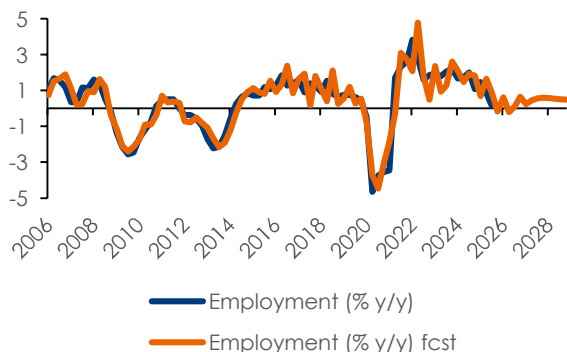
debito/PIL è destinato a salire al 139,1% nel 2026 – più di quanto previsto dal Governo nel DFP – prima di calare al 138,6% nel 2027. I target governativi incorporano peraltro obiettivi a nostro avviso ambiziosi (sulla base dell'esperienza storica recente) in merito ai proventi da privatizzazioni (pari allo 0,8% del PIL nel triennio 2026-28 ovvero 0,2% nel 2026, 0,5% nel 2027 e 0,1% nel 2028).

**Fig. 1 – Il PIL potrebbe contrarsi nel 2° trimestre e risultare circa stagnante nei mesi estivi, prima di un ritorno alla crescita da fine 2026**



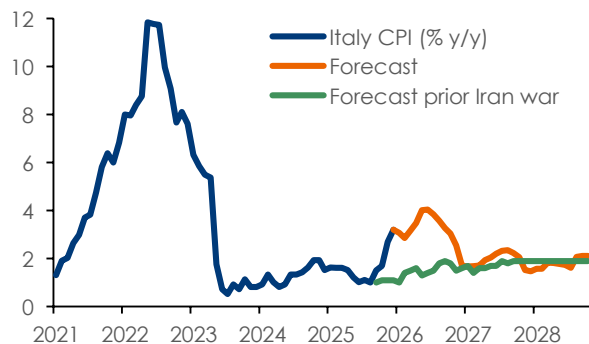
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 3 – L'occupazione dovrebbe normalizzarsi su ritmi più contenuti di quelli visti negli ultimi anni**



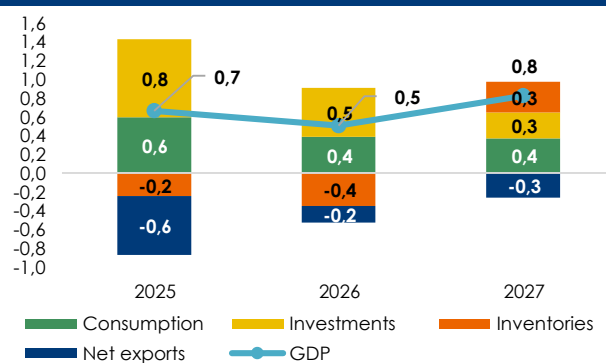
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 5 – L'inflazione potrebbe toccare un massimo vicino al 4% nei mesi autunnali, ben al di sopra delle previsioni pre-guerra in Iran**



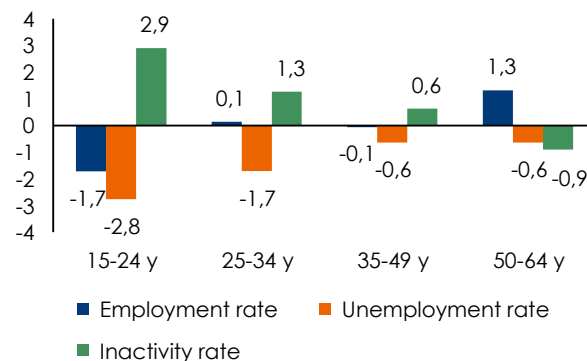
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 2 – Il commercio estero continuerà a frenare la crescita, consumi e investimenti sono in rallentamento**



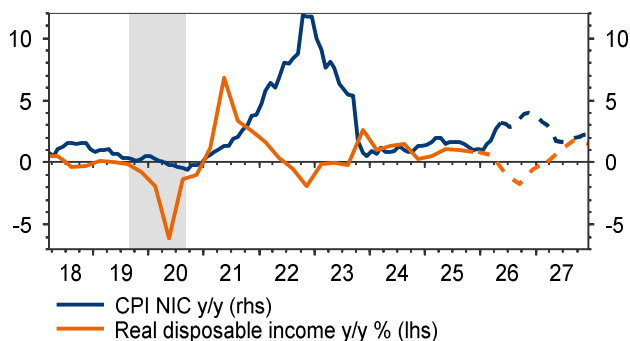
Nota: dati corretti per i giorni lavorativi. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 4 – I guadagni di occupazione e di partecipazione restano peraltro confinati tra gli over 50, pertanto il supporto ai consumi dal mercato del lavoro sarà moderato**



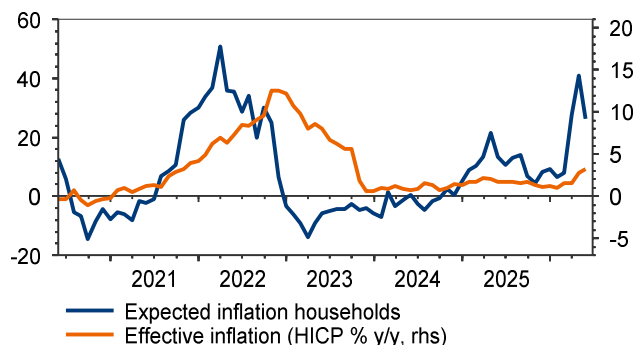
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 6 – La decurtazione del reddito reale delle famiglie nel 2026 potrebbe essere solo di poco inferiore a quella vista nel 2022**



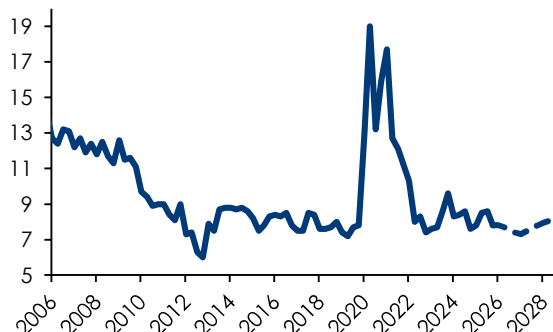
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 7 – I consumatori potrebbero avere sovrastimato i rincari dei prezzi, ritenendoli ampi e diffusi come nel 2022**



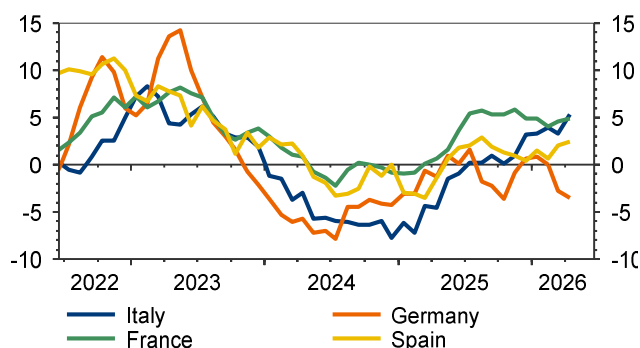
Fonte: Istat

**Fig. 8 – Come di solito accade durante uno shock inflazionistico, i consumatori dovrebbero ridurre temporaneamente la propensione al risparmio (limitando la caduta dei consumi)**



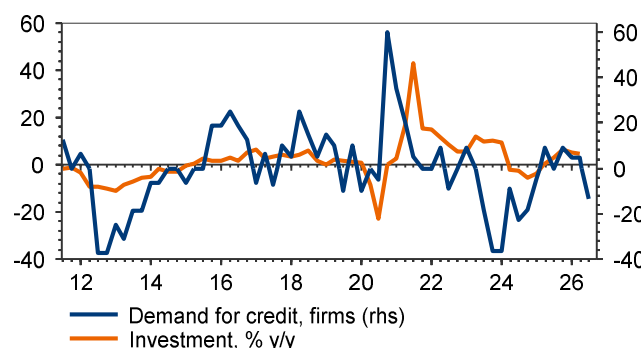
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 9 – Il ciclo degli investimenti non sembra esaurito, come visibile dal buon andamento della produzione di beni strumentali, anche a confronto con gli altri Paesi europei**



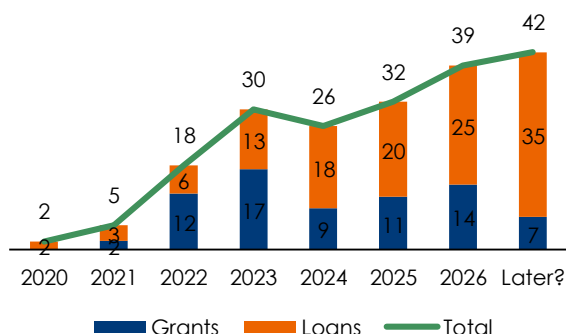
Fonte: Istat

**Fig. 10 – Il calo della domanda di credito delle imprese segnala rischi al ribasso sugli investimenti**



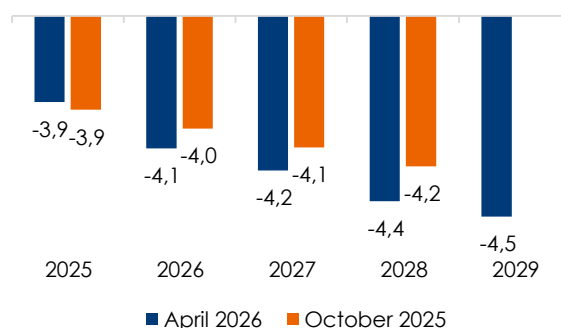
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 11 – Le ultime stime del Governo sulla spesa effettiva finanziata dai fondi NGEU suggeriscono un supporto più tangibile al ciclo nel 2026 ma anche oltre**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

**Fig. 12 – La maggiore spesa per interessi (emersa dalla revisione delle stime del Governo nel DFP di aprile rispetto al DFP di ottobre) segnala minori margini di politica fiscale**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

## Sintesi della previsione macroeconomica

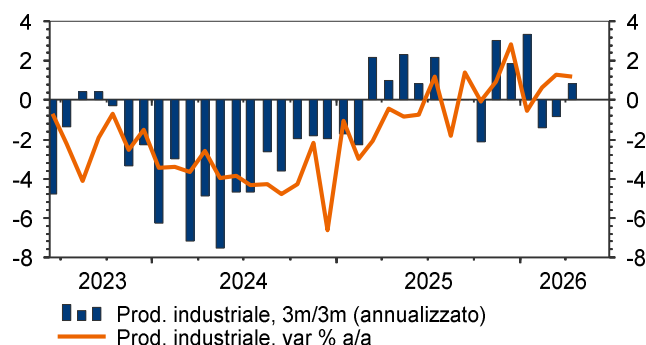
|                                    | 2025         | 2026p | 2027p | 2025        | 2026        |             |      |      | 2027 |      |      |      |      |
|------------------------------------|--------------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                    |              |       |       | T3          | T4          | T1          | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   |
| <b>PIL (prezzi costanti, a/a)</b>  | <b>0.7</b>   | 0.5   | 0.8   | <b>0.7</b>  | <b>0.9</b>  | <b>0.8</b>  | 0.6  | 0.4  | 0.3  | 0.3  | 0.9  | 1.1  | 1.0  |
| - var.ne % t/t                     |              |       |       | <b>0.2</b>  | <b>0.3</b>  | <b>0.3</b>  | -0.2 | 0.0  | 0.2  | 0.3  | 0.3  | 0.2  | 0.2  |
| Consumi delle famiglie             | <b>1.1</b>   | 0.7   | 0.7   | <b>0.3</b>  | <b>0.1</b>  | <b>0.5</b>  | -0.2 | 0.0  | 0.1  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.2  |
| Consumi pubblici                   | <b>0.6</b>   | 0.7   | 0.6   | <b>0.1</b>  | <b>0.2</b>  | <b>0.0</b>  | 0.3  | 0.3  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  |
| Investimenti fissi, di cui:        | <b>3.8</b>   | 2.4   | 1.0   | <b>1.3</b>  | <b>1.0</b>  | <b>0.7</b>  | -0.1 | -0.2 | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.2  | 0.1  |
| - in macchinari e altro            | <b>2.9</b>   | 2.4   | 1.2   | <b>1.2</b>  | <b>0.0</b>  | <b>1.7</b>  | -0.5 | 0.0  | 0.4  | 0.5  | 0.4  | 0.3  | 0.2  |
| - in mezzi di trasporto            | <b>9.1</b>   | 5.1   | 0.8   | <b>5.0</b>  | <b>0.6</b>  | <b>2.0</b>  | -1.0 | 0.0  | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.1  |
| - in costruzioni                   | <b>4.0</b>   | 2.0   | 0.8   | <b>0.8</b>  | <b>1.9</b>  | <b>-0.4</b> | 0.4  | -0.4 | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.2  | 0.1  |
| Esportazioni                       | <b>1.4</b>   | 1.1   | 0.5   | <b>2.2</b>  | <b>-1.0</b> | <b>2.2</b>  | -1.0 | -0.6 | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.4  |
| Importazioni                       | <b>3.9</b>   | 1.8   | 1.5   | <b>2.0</b>  | <b>1.3</b>  | <b>-0.7</b> | 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>  | -0.2  | -0.3  | <b>0.1</b>  | <b>-0.7</b> | <b>0.9</b>  | -0.4 | -0.3 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Domanda finale interna             | <b>1.5</b>   | 1.0   | 0.7   | <b>0.5</b>  | <b>0.3</b>  | <b>0.5</b>  | -0.1 | 0.0  | 0.2  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.2  |
| Var. scorte                        | <b>-0.2</b>  | -0.4  | 0.4   | <b>-0.4</b> | <b>0.7</b>  | <b>-1.1</b> | 0.3  | 0.3  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.0  |
| <b>Attività produttiva</b>         |              |       |       |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| Produzione industriale             | <b>-0.3</b>  | 0.6   | 1.0   | <b>0.0</b>  | <b>0.5</b>  | <b>-0.2</b> | 0.7  | -0.4 | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.0  |
| <b>Prezzi, salari e redditi</b>    |              |       |       |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| Prezzi al consumo (a/a)            | <b>1.5</b>   | 2.9   | 2.3   | <b>1.6</b>  | <b>1.1</b>  | <b>1.4</b>  | 3.0  | 3.1  | 3.9  | 3.3  | 2.0  | 1.8  | 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>   | 6.6   | 2.1   | <b>1.0</b>  | <b>-0.5</b> | <b>-0.1</b> | 8.3  | 8.7  | 9.5  | 7.0  | 1.7  | 0.3  | -0.3 |
| Disoccupazione (%)                 | <b>6.1</b>   | 5.4   | 5.7   | <b>6.0</b>  | <b>5.7</b>  | <b>5.3</b>  | 5.3  | 5.4  | 5.5  | 5.6  | 5.6  | 5.7  | 5.7  |
| Occupati totali                    | <b>0.7</b>   | 0.5   | 0.4   | <b>-0.1</b> | <b>0.2</b>  | <b>0.3</b>  | 0.2  | 0.0  | -0.1 | 0.1  | 0.3  | 0.2  | 0.1  |
| Salari contrattuali                | <b>3.1</b>   | 2.4   | 2.4   |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| Reddito disponibile reale          | <b>0.9</b>   | -0.3  | 1.1   |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| Tasso di risparmio (%)             | <b>8.2</b>   | 7.2   | 7.6   |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| <b>Bilancio dei pagamenti</b>      |              |       |       |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| Partite correnti (% PIL)           | <b>1.1</b>   | 0.5   | 0.6   |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| <b>Finanza pubblica</b>            |              |       |       |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| Saldo di bilancio della PA (% PIL) | <b>-3.1</b>  | -3.0  | -2.8  |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito (% PIL)                     | <b>137.1</b> | 139.1 | 138.6 |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| <b>Variabili finanziarie</b>       |              |       |       |             |             |             |      |      |      |      |      |      |      |
| 3-mths Euribor                     | <b>2.05</b>  | 2.69  | 2.82  | <b>2.03</b> | <b>2.05</b> | <b>2.11</b> | 2.37 | 2.58 | 2.69 | 2.85 | 2.81 | 2.80 | 2.82 |
| Long term (10Y) rate (%)           | <b>3.57</b>  | 3.89  | 4.20  | <b>3.55</b> | <b>3.46</b> | <b>3.54</b> | 3.88 | 4.05 | 4.10 | 4.03 | 4.10 | 4.25 | 4.40 |
| BTP/Bund spread                    | <b>0.94</b>  | 0.78  | 1.06  | <b>0.86</b> | <b>0.74</b> | <b>0.68</b> | 0.77 | 0.78 | 0.87 | 0.90 | 1.01 | 1.14 | 1.19 |

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## Tiene la produzione industriale

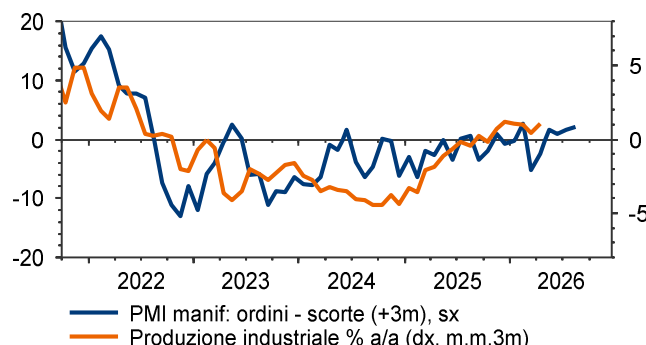
La produzione industriale ha sorpreso ancora al rialzo ad aprile, crescendo di 0,5% m/m dopo lo 0,7% di marzo. La variazione annua corretta per gli effetti di calendario è poco variata a 1,3% da 1,5% precedente. La crescita nel mese è dovuta sia ai beni strumentali (+1% m/m) che ai beni intermedi (+0,8% m/m), entrambi in aumento per il terzo mese consecutivo. Viceversa, si registra una flessione per il terzo mese di fila per l'energia (-0,2% m/m, -2,7% a/a) e per il quinto mese per i beni di consumo. Ciò conferma come la crisi geopolitica possa pesare più sui consumi che sugli investimenti, che potrebbero continuare a beneficiare degli incentivi fiscali e della spinta derivante dalla transizione tecnologica ed energetica. Nel manifatturiero, la produzione è aumentata di 0,3% m/m e 1,8% a/a. In recupero la chimica (+8,7% m/m, +1,2% a/a) e la metallurgia (+1,6% m/m, +0,4% a/a); i mezzi di trasporto proseguono la crescita (+1,6% m/m, +17,8% a/a) insieme ai macchinari (+1,5% m/m, +6,1% a/a). Viceversa, tra i settori maggiormente in difficoltà troviamo tessile e abbigliamento (-2,2% m/m, -8,9% a/a), il comparto "legno, carta e stampa" (-0,9% m/m, -4,4% a/a), l'elettronica (-1,7% m/m, -0,7% a/a) e le altre industrie manifatturiere (-1,4% m/m, -6,7% a/a). Dopo la contrazione di -0,2% t/t nel primo trimestre, la produzione industriale è in rotta per un recupero di ben +1% t/t in quello in corso. Continuiamo a ritenere che in questa fase l'output sia "gonfiato" dal tentativo delle imprese di anticipare la produzione per costituire scorte in modo da far fronte a possibili problematiche di approvvigionamento derivanti dal permanere delle tensioni del Golfo Persico. In tal senso, tale supporto dovrebbe rivelarsi temporaneo. Tuttavia, l'industria in senso stretto dovrebbe dare un contributo positivo al valore aggiunto totale nel trimestre in corso, a fronte di un apporto negativo sia dalle costruzioni sia soprattutto dai servizi. Ciò segnala rischi al rialzo sulla nostra stima di una possibile contrazione del PIL nel secondo trimestre dopo il +0,3% t/t d'inizio anno, e anche qualche rischio al rialzo sulla nostra attuale stima di crescita del PIL corretto per i giorni lavorativi nel 2026 (+0,5%).

### Produzione industriale in crescita negli ultimi mesi...



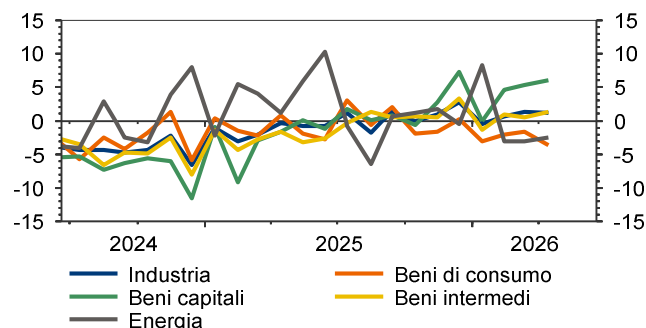
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### ...anche se l'indagine PMI non suggerisce un'ulteriore accelerazione nei prossimi mesi



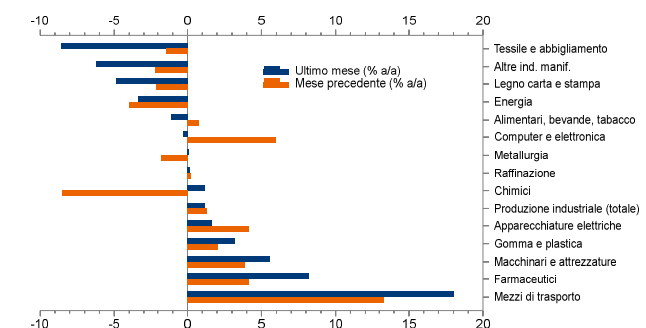
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

### 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, la chimica è in recupero, resta in rosso il tessile



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

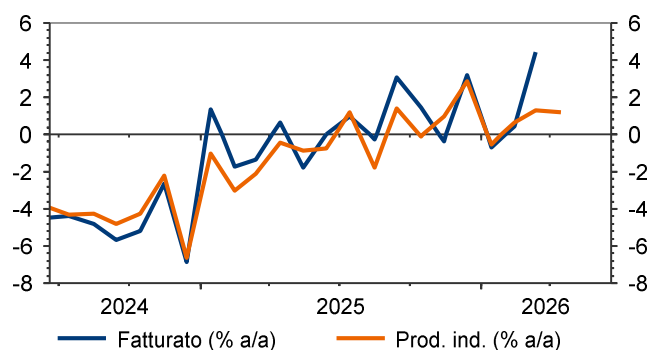
## Anche le indagini manifatturiere mostrano una buona resilienza

A maggio l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è rimasto invariato a 87,9 (era atteso un calo). Migliorano i giudizi correnti sugli ordini (domestici ed esteri) e sulla produzione, con scorte in aumento ai massimi da dicembre 2024. Tuttavia, peggiorano le attese sulla produzione e sull'occupazione (queste ultime vicine ai minimi da un anno). **Le attese sui prezzi sono salite per il quarto mese, ma in minor misura rispetto al mese scorso** (da 25 a 25,4, un massimo da gennaio del 2023). Si registra un moderato calo del morale dei produttori di beni di consumo, in presenza di un lieve aumento nel settore dei beni intermedi e dei beni strumentali.

**Sempre a maggio, il PMI manifatturiero è salito per il quinto mese di fila da 52,1 a 52,9, ai massimi da aprile 2022.** A trainare l'indice sono stati soprattutto i nuovi ordini, che tornano in espansione a 51,2 da 49,1, un massimo da novembre dello scorso anno, a fronte di un ulteriore recupero delle commesse dall'estero (da 50,4 a 50,9). Accelera anche la produzione, 53,1 da 52,4 di aprile. Prosegue per il terzo mese consecutivo l'aumento degli acquisti, che, assieme al progressivo allungamento dei tempi di consegna (ai massimi da giugno 2022), segnala che le aziende iniziano a riscontrare problematiche nelle catene del valore. **Gli indici sui prezzi mostrano in trasferimento a valle non pieno:** i costi degli input crescono da 75,4 a 76,5, mentre i prezzi di vendita salgono in misura più limitata a 62,3 (comunque ai massimi da ottobre 2022).

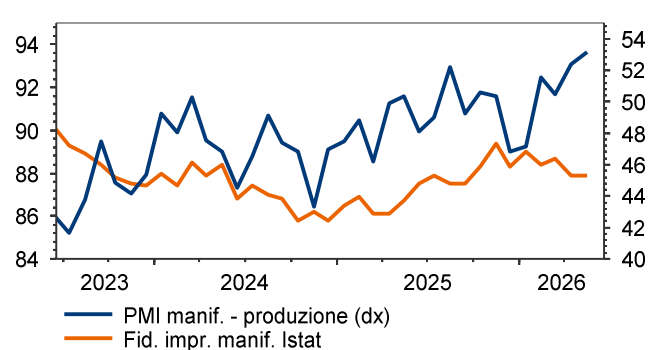
Nel complesso, **le indagini di maggio mostrano che il settore manifatturiero si mantiene resiliente, sostenuto dal tentativo di ricostituire scorte per far fronte a eventuali interruzioni negli approvvigionamenti. Se questa spiegazione fosse corretta, tale effetto sarebbe temporaneo.**

### Produzione e fatturato nell'industria mostrano resilienza



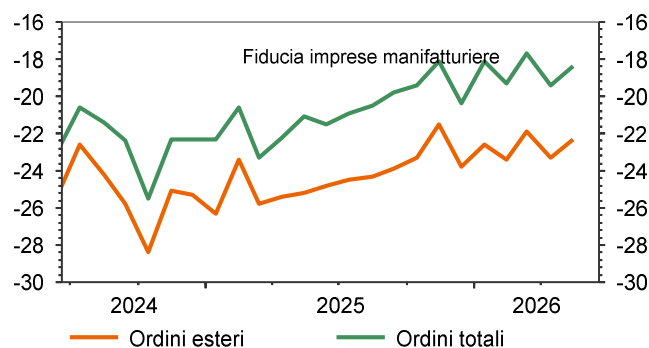
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### L'indagine PMI restituisce un quadro più roseo di quello dell'indagine Istat sulle imprese manifatturiere



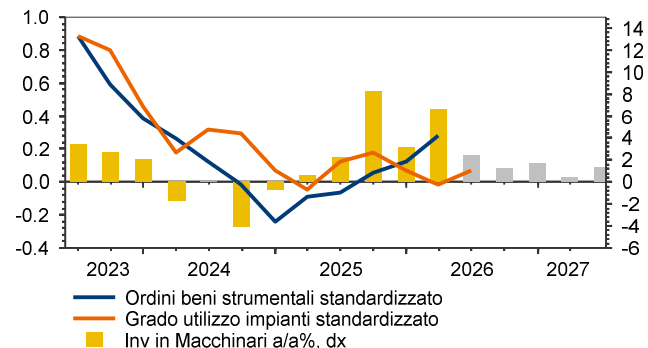
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

### Secondo l'indagine Istat, le valutazioni delle aziende sugli ordini hanno smesso di peggiorare ma restano in territorio negativo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

### Gli ordini di beni strumentali si confermano in crescita. Meno positive le indicazioni dal grado di utilizzo degli impianti



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

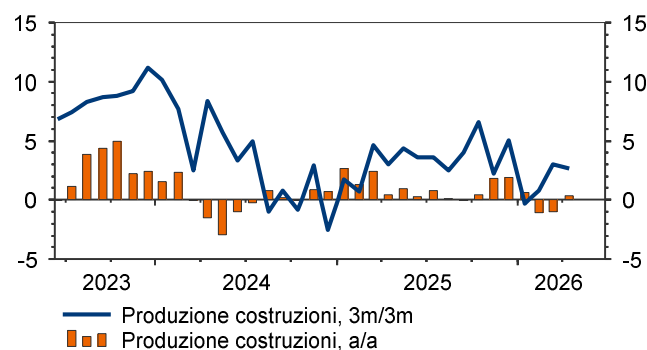
## Rimbalza la produzione nelle costruzioni, ma potrebbe non durare

Dopo il calo congiunturale registrato in ciascuno dei mesi da novembre a febbraio, la **produzione nelle costruzioni è tornata a crescere in marzo e aprile**, di +1,9% e +0,3% m/m rispettivamente. **L'output è in rotta per un incremento di ben +1,5% t/t nel trimestre primaverile**, come nel caso della produzione industriale (il che suggerisce la possibile incidenza di effetti di calendario); potrebbero aver inciso anche fattori meteo viste le temperature superiori alla media. In ogni caso, anche le costruzioni potrebbero dare un contributo positivo al valore aggiunto nel trimestre in corso, così come l'industria in senso stretto (a fronte di un apporto negativo dei servizi).

**L'indagine Istat sulla fiducia delle imprese di costruzione registra un ulteriore calo a maggio**, da 100,8 a 99,4: si tratta di un minimo dal mese di aprile del 2021. La flessione è guidata dai lavori di costruzione specializzati, mentre il clima di fiducia nell'ingegneria civile è stabile ai massimi da novembre, e il morale nel comparto della costruzione di edifici mostra un rimbalzo solo lieve dopo l'ampio calo del mese precedente. L'indice PMI costruzioni ha, invece, nello stesso mese registrato un parziale recupero, rimanendo però in territorio di contrazione, a 49,4 dopo che ad aprile era stato toccato un minimo da tre anni (44,8).

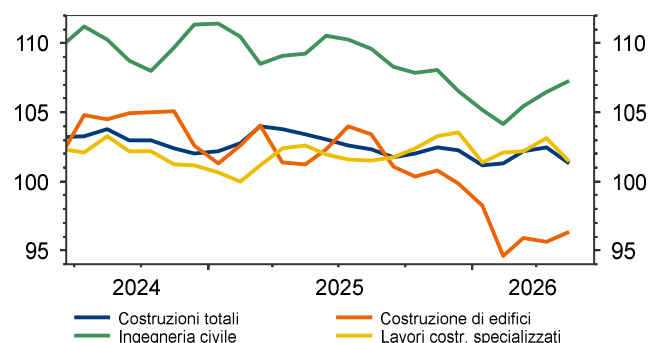
In sintesi: **sui dati del trimestre primaverile potrebbero aver inciso effetti di calendario, pertanto, anche sulla base dell'andamento recente delle indagini di fiducia delle imprese, riteniamo che il settore possa tornare a contrarsi dal trimestre estivo.**

### La produzione nelle costruzioni è in recupero...



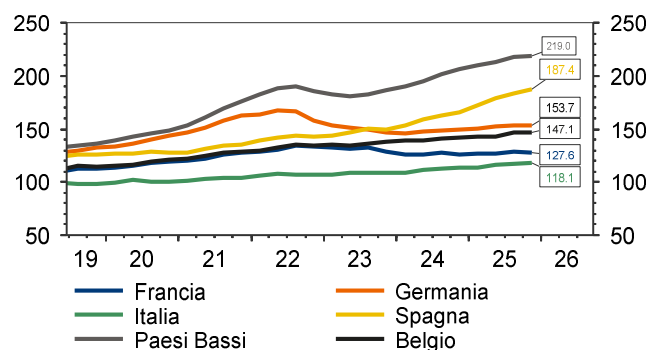
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### ...ma l'indagine Istat sul morale dei costruttori suggerisce che il rimbalzo dell'output potrebbe essere temporaneo



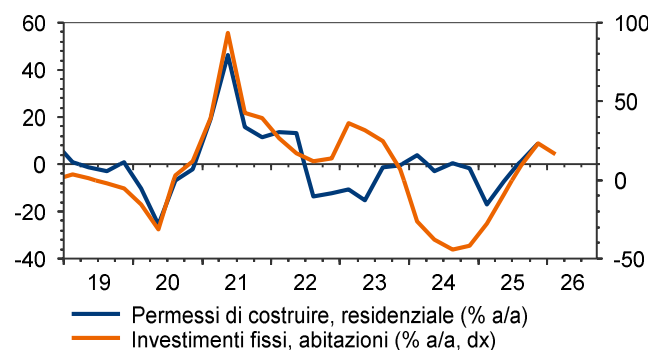
Note: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

### Segnali di recupero per il comparto residenziale



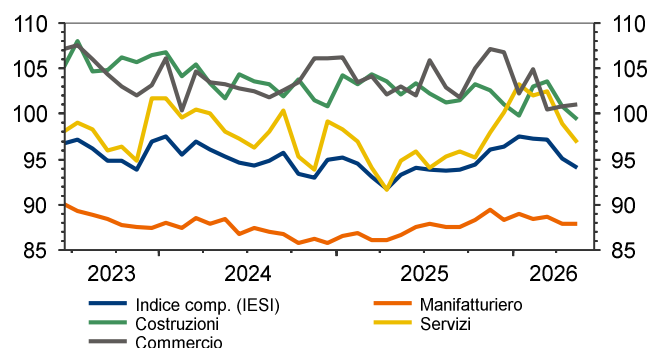
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Il settore dei servizi è sinora il più impattato dallo shock geopolitico

A maggio, l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi di mercato è calato da 98,9 a 96,8, ai minimi da ottobre. I dati mostrano una divergenza tra servizi turistici e trasporto/magazzinaggio da un lato, in calo, e informazione/comunicazione e servizi alle imprese/altri servizi dall'altro lato, in recupero. Il peggioramento della fiducia nei servizi è diffuso a tutte le componenti dell'indagine. **Sempre a maggio, l'indagine PMI servizi è calata in territorio ancor più recessivo, da 49,8 a 49,4.** Ha pesato soprattutto l'andamento dei nuovi affari, scesi da 50,3 a 48,9 (non lontano dal minimo da un anno e mezzo toccato a 48,3 a marzo). Gli affari correnti sono ritornati circa in linea con il valore-soglia, a 49,8 da 47,5, e le aspettative sugli affari sono salite a 59,5 da 59,1. L'indice relativo all'occupazione è rimasto in territorio espansivo, salendo a 50,6 da 50,3. Infine, si registra un'accelerazione dei costi degli input (a 66,7 da 65,5) mentre i prezzi praticati sono aumentati solo marginalmente (a 54,2 da 53,9): **le imprese, visto l'indebolimento in corso della domanda finale, potrebbero in questa fase accettare una compressione dei margini.**

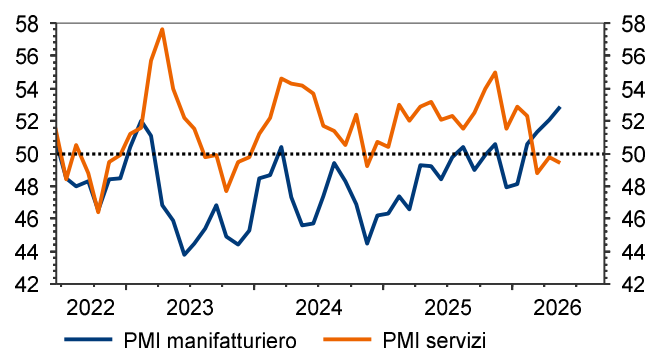
In sintesi, **il settore dei servizi è il più impattato dallo shock geopolitico e inflattivo, perché le imprese si aspettano che la decurtazione del potere d'acquisto delle famiglie implichi un deciso ridimensionamento dei consumi di servizi.** Gli effetti dello shock energetico potrebbero pesare sui margini anche nei prossimi mesi.

**Secondo l'indagine Istat, il settore dei servizi è quello che ha visto il calo più marcato del morale dopo lo scoppio della guerra in Iran**



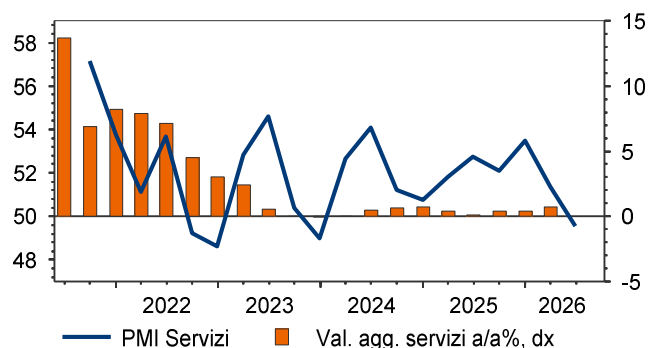
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Lo scoppio della guerra, paradossalmente, ha causato un'inversione del gap tra industria e servizi (almeno secondo l'indagine PMI)**



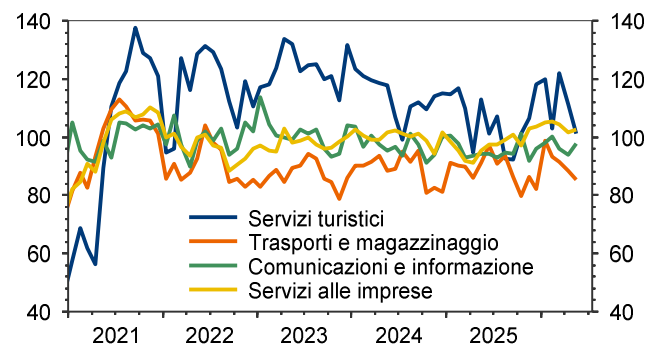
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Il PMI servizi suggerisce una possibile contrazione del valore aggiunto nel secondo (e forse nel terzo) trimestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

**Il peggioramento del morale delle imprese dei servizi riguarda soprattutto turismo e trasporti/magazzinaggio (i servizi più esposti ai rincari energetici)**

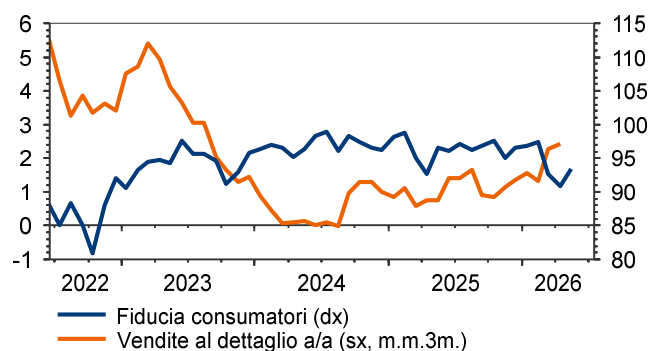


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## I consumi si confermano la componente di domanda più colpita

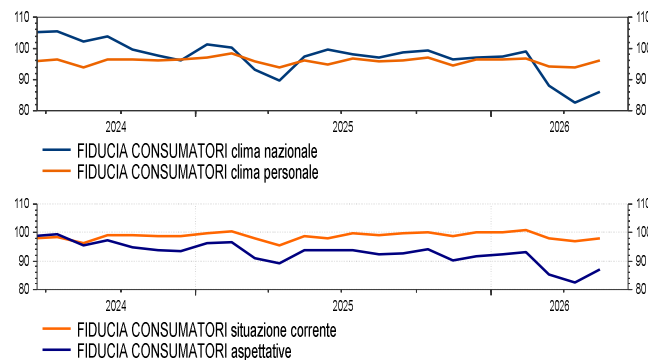
**Nel mese di aprile le vendite al dettaglio sono rimaste ferme in valore e sono diminuite di -0,3% in volume.** La stabilità delle vendite in valore è sintesi di una crescita di due decimi per gli alimentari e di un calo della stessa entità per i non alimentari. I volumi sono calati per entrambi i settori (-0,2% per gli alimentari, -0,4% per i non alimentari). Su base annua le vendite sono cresciute dell'1,6% in valore ma sono calate di -0,3% in volume. Fra i beni non alimentari, la crescita tendenziale più ampia è quella dei farmaceutici (5,2%), mentre l'unico settore in calo è quello dei giochi, giocattoli, sport e campeggio (-0,8%). **La fiducia dei consumatori ha visto un recupero a maggio, da 90,8 a 93,4, tornando sopra i livelli di marzo.** Il rimbalzo è diffuso a tutte le principali componenti, ma è più marcato per quelle che avevano visto il maggior deterioramento in precedenza, ovvero clima economico generale e clima futuro. Le famiglie hanno corretto decisamente le loro aspettative inflazionistiche, che sono tornate a calare a 53,3 da 84,3 di aprile. Di conseguenza, migliorano i giudizi sul bilancio familiare, le valutazioni correnti e soprattutto le attese sulla situazione economica della famiglia e le opportunità di acquisto di beni durevoli, e si attenuano i timori occupazionali (che tornano ai livelli di marzo, comunque ben superiori alla media dell'ultimo anno). Sempre a maggio, **il morale delle imprese del settore del commercio al dettaglio è in lieve recupero per il secondo mese consecutivo, ma resta ben al di sotto dei livelli pre-guerra.** In sintesi, i consumi si confermano la componente di domanda che più risente dello shock inflattivo, anche se i consumatori potrebbero aver sovrastimato i rincari nei mesi scorsi, e dunque **la spesa delle famiglie potrebbe rallentare meno di quanto da noi stimato all'indomani dello scoppio del conflitto.**

### La fiducia delle famiglie è in recupero e ritorna ai livelli di marzo



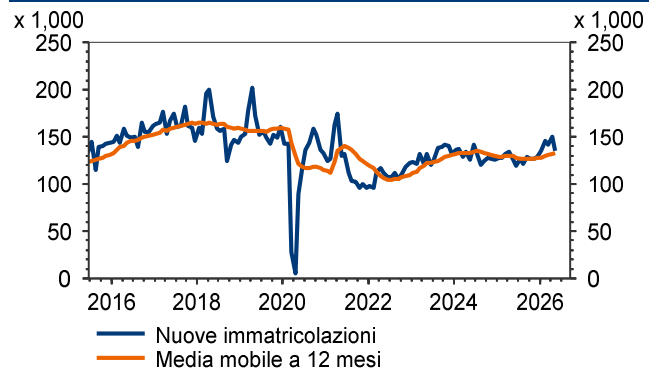
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Il parziale recupero del morale delle famiglie a maggio è trainato dal clima nazionale e dalle aspettative sul futuro



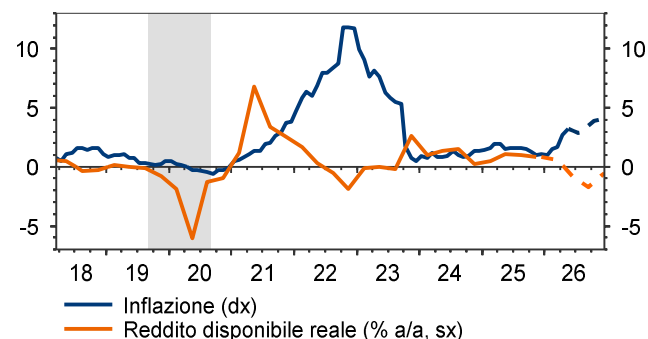
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### A maggio, le immatricolazioni auto registrano il sesto mese consecutivo di crescita su base annua (+7,6% a/a)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

### Nel 2026, la decurtazione del potere d'acquisto delle famiglie potrebbe essere di entità simile a quella vista nel 2022



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

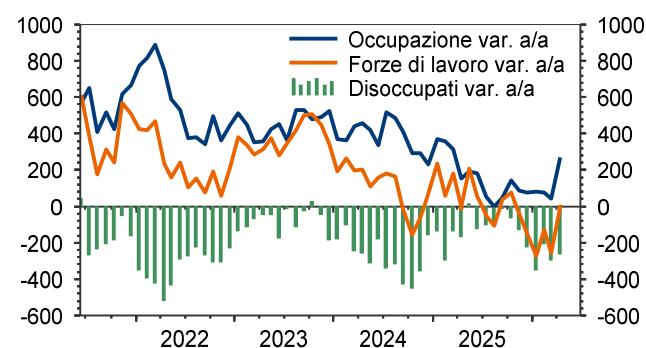
## Torna a crescere l'occupazione

Ad aprile il tasso di disoccupazione è diminuito per il secondo mese, al 5,1%, registrando un minimo storico da almeno il 2004; quello giovanile è sceso al 16,9%. Il numero di occupati è salito per il quarto mese, registrando un progresso di 123 mila unità (+0,5% m/m; +1,1% a/a). I dati dei mesi precedenti sono stati rivisti al rialzo rispetto alla lettura di marzo che aveva registrato un calo dell'occupazione sia a febbraio che a marzo. La crescita degli occupati nel primo trimestre è stata quindi rivista al rialzo a +0,3% t/t da +0,1% t/t. Ad aprile il tasso di occupazione è salito al 63,1%, un nuovo massimo storico. L'aumento degli occupati ha interessato sia le donne (+60 mila unità; +0,6% m/m), sia gli uomini (+64 mila; +0,5% m/m), ed è risultato diffuso a lavoratori dipendenti (sia permanenti che a termine) e autonomi. La crescita delle assunzioni continua ad essere trainata dagli over-50 (+51 mila unità; +0,5% m/m). In aumento per il secondo mese anche gli occupati nella fascia d'età 25-49 anni (+45 mila unità; +0,3% m/m). Rispetto ad un anno prima, in ogni caso, l'occupazione continua ad essere trainata dagli over-50 (+419 mila unità, +4,2% a/a), a fronte di un calo per i giovani tra 15 e 24 anni (-40 mila unità; -3,8% a/a) e per la fascia 25-49 anni (-109 mila; -0,8% a/a). Tornano a diminuire gli inattivi (-102 mila unità, -0,8% m/m), con il tasso di inattività che scende al 33,4%, un minimo dallo scorso ottobre. Rispetto ad aprile 2025, però, il numero di inattivi è rimasto sostanzialmente invariato (-0,1% a/a). Ci aspettiamo che il rallentamento del ciclo si traduca in minori assunzioni da parte delle imprese nei prossimi mesi, ma che il tasso di disoccupazione rimanga su livelli storicamente molto compressi.

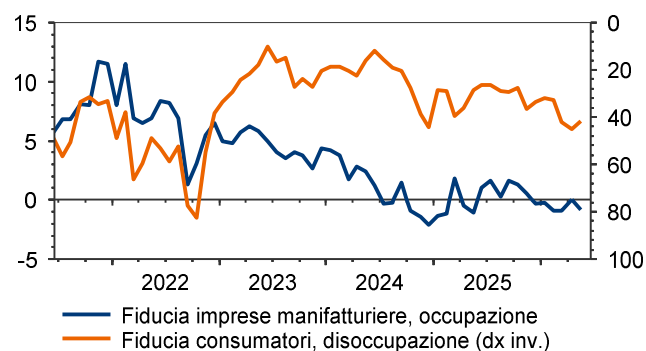
### Il tasso di disoccupazione è ai minimi storici da almeno il 2004



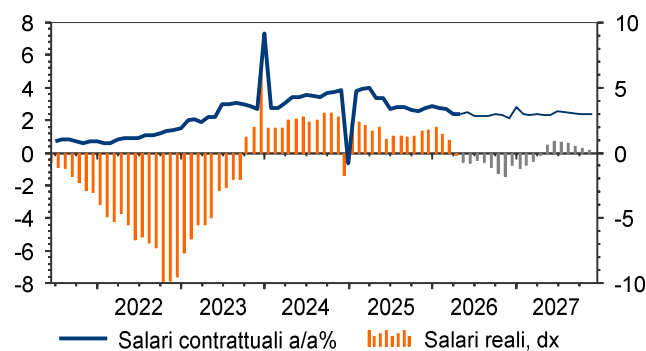
### Ad aprile si registra un recupero sia per la domanda che per l'offerta di lavoro



### Le valutazioni di famiglie e imprese sul mercato del lavoro segnalano un rallentamento ma non una contrazione degli occupati



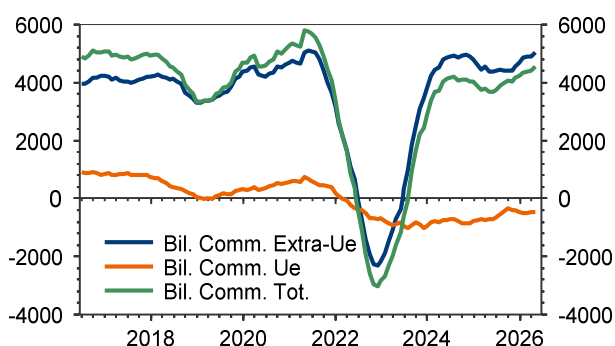
### Nei prossimi mesi, la salita dell'inflazione dovrebbe causare un calo dei salari reali di minore entità di quello visto nel 2022-23



## Il commercio estero tornerà a frenare il PIL dalla primavera

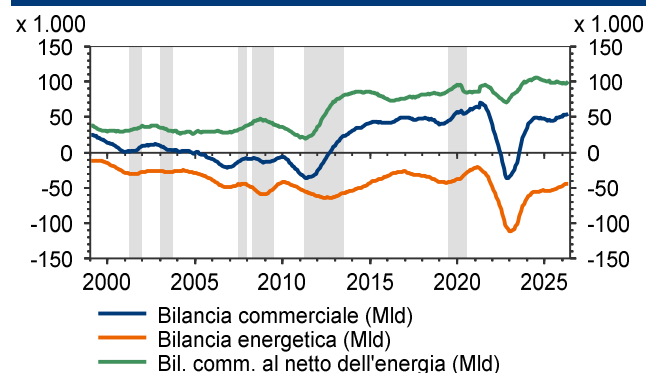
Nel mese di aprile si registra un calo congiunturale degli scambi con l'estero, diffuso sia alle esportazioni (-2,2% m/m), sia in minor misura alle importazioni (-0,6% m/m). La diminuzione dell'export riguarda sia i mercati UE (-2,1% m/m) che quelli extra-UE (-2,4% m/m), e sconta una normalizzazione dei flussi del settore della cantieristica navale, che a marzo aveva registrato vendite a elevato impatto. Su base annua, l'export continua a crescere sia in valore (+8,8%) che in volume (+3,5%); la crescita tendenziale delle esportazioni in termini monetari è più sostenuta per i mercati extra-UE (+12%) rispetto a quelli UE (+5,9%). Anche l'import registra un aumento tendenziale (+5,5% in valore, +3,6% in volume). Tra i comparti che contribuiscono maggiormente alla crescita dell'export si segnalano i metalli e i prodotti in metallo, i prodotti petroliferi raffinati, i macchinari, i prodotti chimici, gli autoveicoli e l'elettronica; viceversa, un freno arriva da agricoltura, abbigliamento e arredamento. Su base geografica, i maggiori apporti positivi vengono da Svizzera (+39,4%, per effetto soprattutto delle vendite di metalli), Stati Uniti (+12,1%), e Cina (+36,2%); in calo le esportazioni verso Turchia (-20,5%) e Belgio (-13%). Il saldo commerciale ad aprile rimane ampiamente in surplus (+4,3 miliardi) e in crescita rispetto a un anno prima, nonostante l'ampliamento del deficit energetico. In sintesi, il commercio internazionale rimane esposto ai rischi derivanti dalle tensioni geopolitiche e dall'indebolimento dell'interscambio mondiale. Riteniamo che anche nel biennio in corso, come già nel 2025, gli scambi con l'estero possano frenare il PIL italiano.

### Tocca nuovi massimi l'avanzo commerciale verso i paesi extra-UE



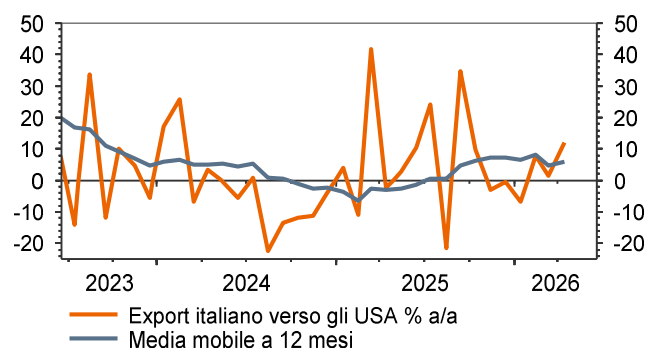
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### La bilancia energetica è destinata a peggiorare nei prossimi mesi (ma meno che nel 2022-23)



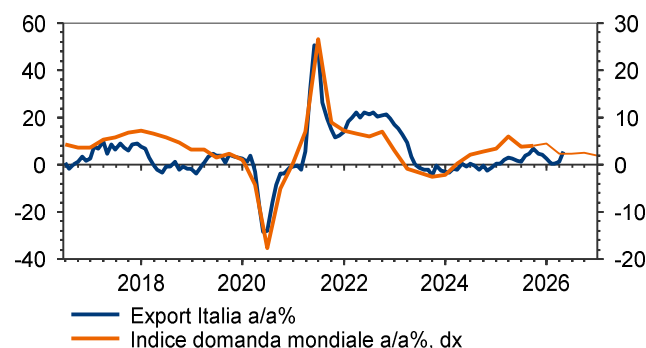
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### L'export verso gli USA mantiene una buona dinamica



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

### Restiamo cauti sulle prospettive per l'export italiano, dal momento che la domanda mondiale rivolta verso l'Italia deve ancora toccare un punto di minimo

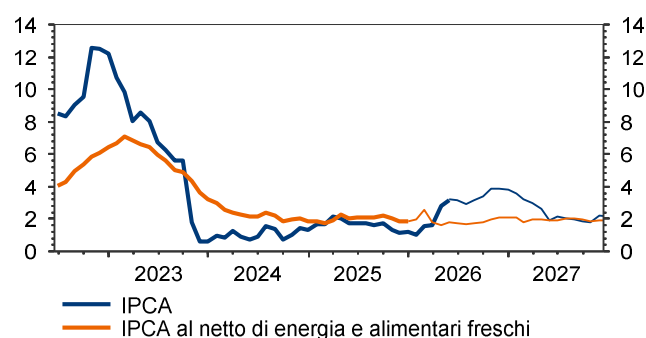


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

## L'inflazione ha ancora spazi di salita

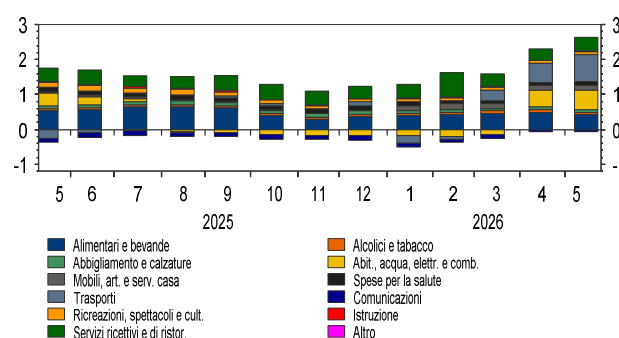
L'inflazione è salita lievemente più del previsto anche a maggio. L'IPCA è aumentato da 2,8% a 3,2% a/a (+0,3% m/m), l'indice nazionale NIC da 2,7% a 3,2% a/a (+0,4% m/m). In entrambi i casi, si tratta di un massimo da settembre del 2023. Il driver principale è ancora l'energia: i beni energetici (sul NIC) passano da +9,2% a +11,9% a/a (+0,4% m/m). I prezzi della benzina hanno risentito della riduzione del taglio delle accise, salendo di +6,9% m/m (da +1,1% a +10,7% a/a); i prezzi del gasolio per trasporto, invece, (su cui il taglio fiscale è stato confermato nella stessa misura) sono calati di -4,4% m/m e rallentano su base annua da +27,8% a +25,4%. Anche i prezzi del gas mostrano una accelerazione, da +11,8% a +12,7% a/a sul mercato tutelato (+0,8% m/m) e da +4,4% a +8,2% sul mercato libero (+0,6% m/m). In conseguenza dei rincari energetici, le spese per la casa accelerano su base annua da +5,1% a +5,8% a/a (-0,1% m/m), così come, in maggior misura, i trasporti (da +3,8% a +5,5% a/a, +0,1% m/m). Tornano ad accelerare anche i servizi di alloggio e ristorazione (+1,7% m/m, da +2,8% a +3,5% a/a), mentre il capitolo "ricreazione, sport e cultura" fa segnare un incremento congiunturale significativo (+0,8% m/m) ma una accelerazione solo modesta su base annua (da +1,1% a +1,3% a/a). I prezzi alimentari sono fermi nel mese e rallentano su base tendenziale da 2,7% a 2,3% a/a; gli alimentari freschi fanno segnare un +0,3% m/m, pur rallentando a 5,5% da 5,9% a/a: rincara la frutta mentre frenano ortaggi e legumi. L'inflazione di fondo risale da 1,6% a 1,7% a/a (sul NIC), riflettendo la riaccelerazione dei servizi (da 2,4% a 2,8%). L'inflazione sul cosiddetto "carrello della spesa" rallenta da 2,3% a 1,9% a/a, ma quella sui prodotti ad alta frequenza di acquisto sale ancora, da 4,2% a 4,4% (ai massimi da due anni e mezzo). Sull'armonizzato, i servizi accelerano da 2,3% a 2,7%, l'inflazione di fondo da 1,6% a 1,8% a/a (specularmente rispetto al mese precedente). In prospettiva, anche se "reggesse" l'accordo tra Stati Uniti e Iran, riteniamo che l'inflazione abbia ancora spazi di salita, perché 1) i rincari sui carburanti si amplieranno quando verrà meno il taglio delle accise (dal 3 luglio); 2) la trasmissione alle bollette di elettricità e gas non è completa; 3) gli alimentari non hanno ancora risentito appieno dei rincari dei fertilizzanti e dell'impatto indiretto dell'aumento di costi energetici (che agiranno con ritardo); 4) anche alcuni servizi (quelli di trasporto in primis) non sembrano aver ancora pienamente incorporato lo shock energetico. A nostro avviso, l'inflazione italiana potrebbe toccare un picco vicino al 4% nei mesi autunnali, prima di tornare sostanzialmente in linea con il 2% a partire dalla primavera del 2027.

Nel nostro scenario centrale, l'inflazione ha ancora margini di salita



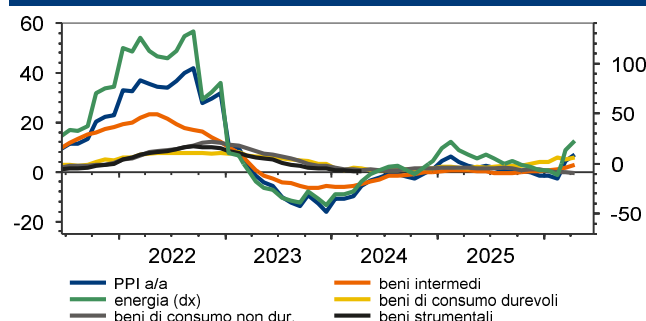
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Lo shock energetico sta impattando in particolare su trasporti e spese per la casa, resta sostenuto il contributo degli alimentari



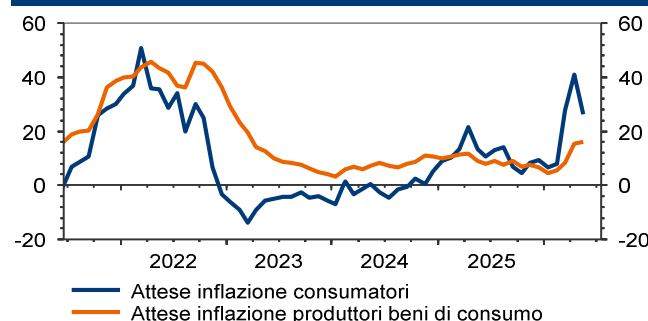
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

I prezzi alla produzione segnalano maggiori pressioni a monte della catena produttiva



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I consumatori potrebbero avere sovrastimato i rincari dei prezzi nei mesi scorsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Tendenze del settore bancario

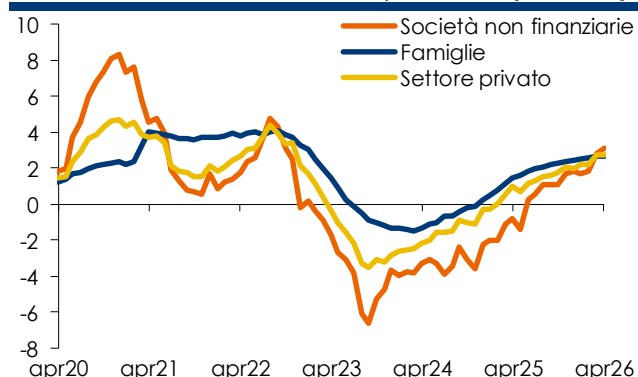
### Prestiti alle società non finanziarie in ulteriore accelerazione

Il ritmo di crescita dei prestiti alle società non finanziarie ha raggiunto il 3,1% a/a ad aprile, dal 2,8% di marzo. Alla dinamica hanno contribuito sia i prestiti a breve, con il +6,1%, sia quelli a più lungo termine, in aumento del 2%. Dal lato dei prestiti alle famiglie, i mutui hanno confermato una crescita dello stock del 3,5%, come a marzo, e una robusta dinamica del credito al consumo, con il +4,8%. Secondo dati preliminari, il buon momento è proseguito a maggio: il totale dei prestiti a famiglie e imprese risulta aver segnato una crescita del 3,0% dal 2,9% di aprile.

Elisa Coletti

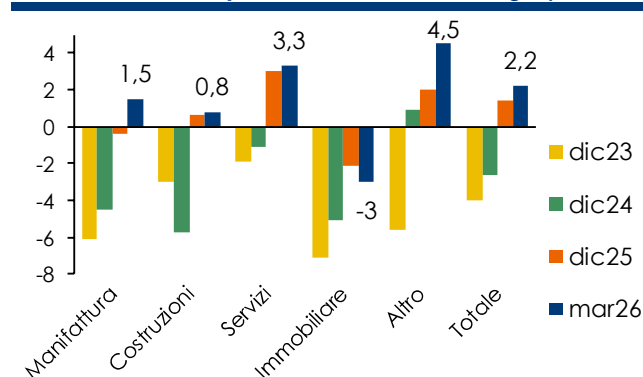
La dinamica **dei prestiti alle società non finanziarie continua a sorprendere in positivo**, rispetto alle attese espresse dalle banche nella Bank lending survey di minore domanda nel 2° trimestre e di svolta restrittiva nell'offerta, che sarebbe avvenuta già nel 1° trimestre secondo le indagini presso le imprese. Ciononostante, **le statistiche di aprile mostrano un'ulteriore accelerazione della crescita dei prestiti a società non finanziarie a +3,1%**, da +2,8% a marzo e +1,8% nei tre mesi precedenti, sorpassando la dinamica dei prestiti alle famiglie che, invece, hanno rallentato a +2,6% dal +2,7% di marzo a causa della debolezza dei prestiti alle famiglie produttrici (-6,3% rispetto al -6,1% di marzo). Anche **i dati preliminari di maggio continuano a non evidenziare impatti negativi** sull'effettiva evoluzione dei prestiti nel contesto inflattivo e di tensioni nel Golfo Persico: **il totale dei prestiti a famiglie e imprese risulta aver proseguito nel trend di crescita, segnando un leggero rafforzamento a +3,0%** dal +2,9% di aprile e 2,7% di marzo, secondo le anticipazioni ABI. Allo stesso modo, l'aggregato più ampio dei **prestiti al settore privato risulterebbe in aumento del 3,0% a maggio**, dal 2,8% di aprile e 2,7% di marzo, rispetto al 2,2% dei primi due mesi dell'anno.

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



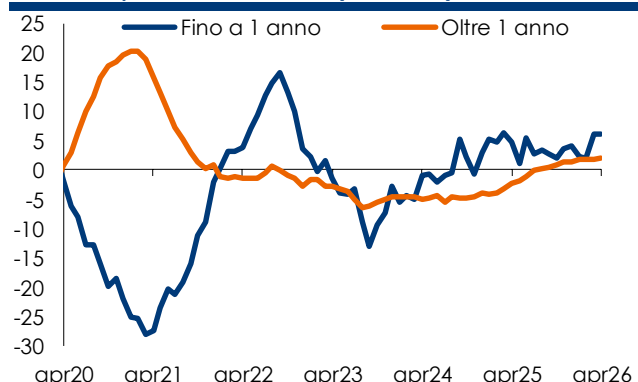
Fonte: Banca d'Italia

**Variazione % a 12 mesi dei prestiti alle imprese per macrosettore di attività economica (società non finanziarie e famiglie produttrici)**



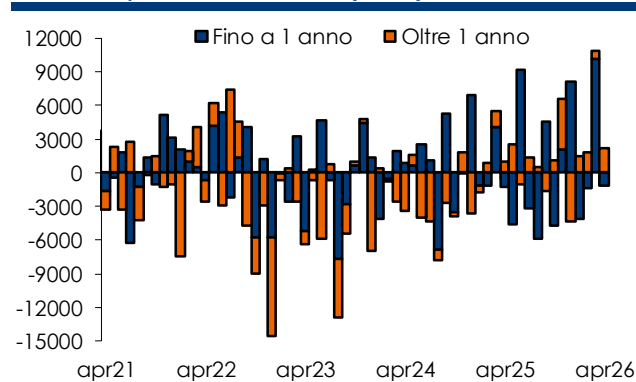
Fonte: Banca d'Italia variazioni % corrette per tenere conto dell'effetto di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore, variazioni di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni

**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 ripresa del credito alle imprese ha interessato tutti i principali macrosettori di attività. A marzo, infatti, risultano **tornati in crescita anche i prestiti alle attività manifatturiere**, del +1,5%, mentre i finanziamenti ai servizi avevano ritrovato il segno positivo già nel 2025, chiudendo l'anno a un ritmo del +3,0% confermato a marzo con il +3,3%. Anche i prestiti alle costruzioni risultano di nuovo in crescita, sebbene più modesta, del +0,6% a fine 2025 e +0,8% a marzo. Restano in calo, diversamente, i prestiti alle attività immobiliari, del -3,0% a marzo.

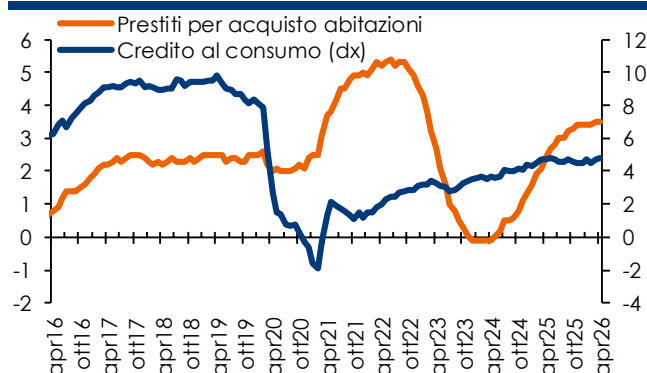
La dinamica registrata ad aprile dai finanziamenti alle società non finanziarie è stata determinata dal **proseguimento del ritmo vivace dei prestiti a breve termine** che hanno visto una sostanziale persistenza dell'ingente aumento mensile registrato a marzo e la conferma del ritmo di crescita, con il +6,1% di aprile dopo il balzo a +6,0% nel mese precedente. In dettaglio, ad aprile il flusso netto mensile dei prestiti a breve è stato negativo per -1,2 miliardi, in linea con lo stesso mese del 2025, controbilanciando solo per circa un decimo i 10,1 miliardi di incremento registrati nel mese di marzo. Anche la **ripresa dei prestiti a medio-lungo termine ha contribuito all'accelerazione dell'aggregato, segnando un +2,0% a/a**, dall'1,7% di marzo. Il tasso di crescita si conferma il più alto da settembre 2021, sostenuto da un incremento mensile dello stock di 2,2 miliardi, per un totale di +6,2 miliardi in quattro mesi di flussi netti positivi di prestiti a medio-lungo termine.

Dal lato del credito alle famiglie, la crescita dello stock di **prestiti per l'acquisto di abitazioni ha confermato il +3,5% a/a registrato a marzo** dopo quattro mesi al ritmo di 3,4%. Inoltre, anche aprile ha riportato un **incremento delle erogazioni per nuovi contratti di mutuo, del 3,6% a/a, dopo il buon risultato di marzo, con il +7%**, che faceva seguito a un primo bimestre di indebolimento. Il volume di nuovi mutui, cumulato da inizio anno, è superiore del 2,1% rispetto a quello dello stesso periodo del 2025.

Considerando la somma dei nuovi mutui e delle rinegoziazioni, **le operazioni a tasso variabile sono rimaste in crescita anche ad aprile**, con un volume più che doppio rispetto a dodici mesi prima, pari al 21% del totale processato nel mese di aprile. Le operazioni a tasso fisso hanno confermato il calo, con un -19,0% a/a, circa in linea con la media del 1° trimestre (del -21,5%), ma sono rimaste largamente preponderanti (79% del totale). La tendenza continua a essere determinata dall'evoluzione del differenziale tra tasso fisso e variabile, con quest'ultimo più basso del primo per 49pb ad aprile, uno spread leggermente più ampio rispetto ai tre mesi precedenti (38pb a marzo).

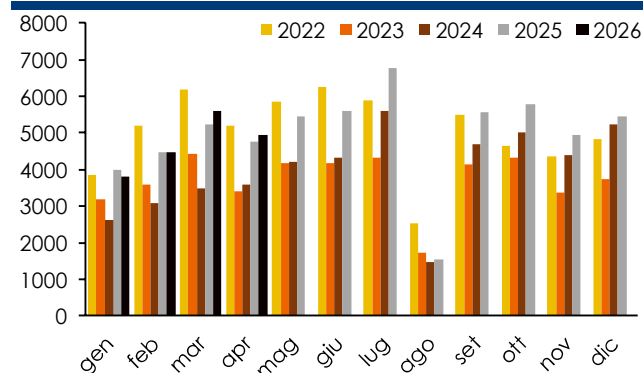
In conclusione, un cenno al **credito al consumo che ha confermato la crescita robusta, del 4,8%**, dal +4,7% di marzo.

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

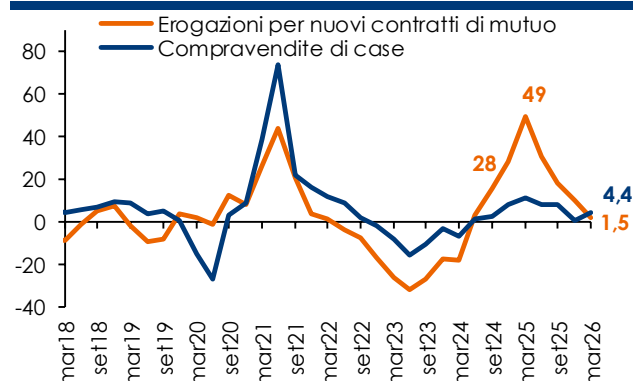


Fonte: BCE

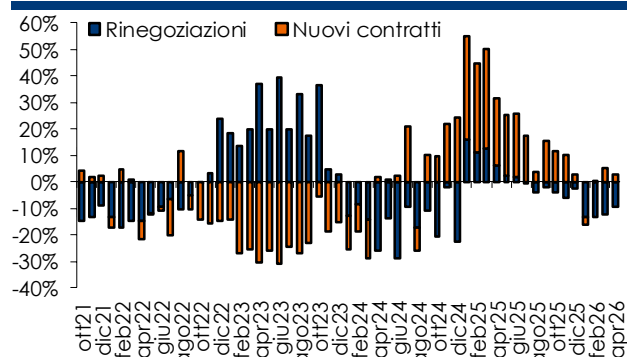
**Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: cinque anni a confronto (EUR mln)**



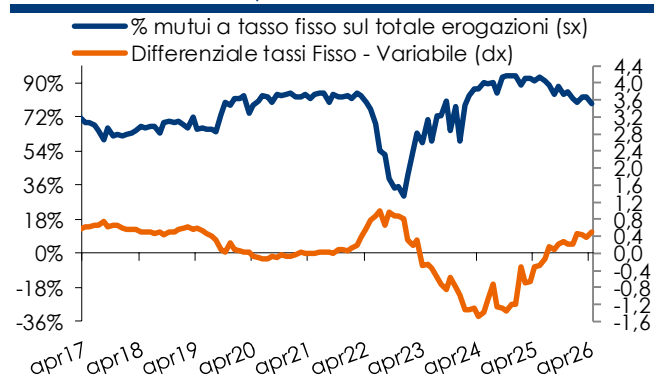
Fonte: BCE

**Erogazioni di nuovi mutui e compravendite di abitazioni  
(dati trimestrali, var. % a/a)**


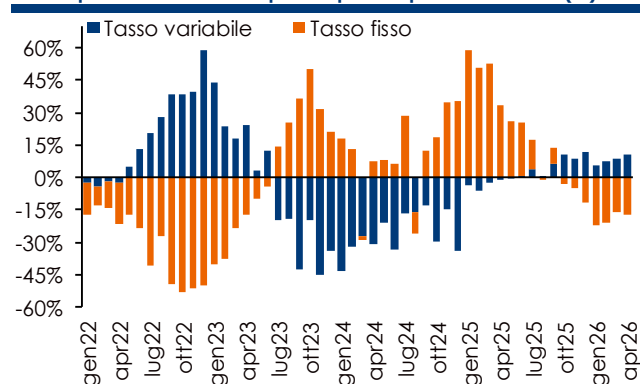
Fonte: elaborazioni Research Intesa Sanpaolo su dati Agenzia delle entrate e Banca d'Italia

**Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)**


Fonte: BCE ed elaborazioni Research Intesa Sanpaolo

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


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## Depositi ancora trainati dai conti correnti, ma rallenta il calo di quelli a tempo

Continua la crescita dei depositi, al buon ritmo del 2,9% ad aprile e leggermente più moderata a maggio secondo i dati preliminari (+2,3%). L'andamento resta trainato dai conti correnti, in aumento del 4,1%, ma dal lato delle società non finanziarie è proseguita l'allocazione di liquidità verso i depositi con durata prestabilita, per il quarto mese consecutivo.

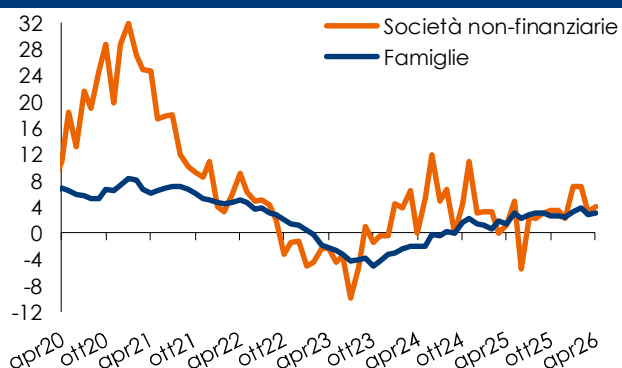
Elisa Coletti

**La crescita dei depositi prosegue a buon ritmo, del 2,9% ad aprile, leggermente rafforzato** rispetto al 2,5% di marzo, mentre i dati preliminari di maggio segnalano il ritorno alla variazione più moderata di fine 2025 (+2,3% secondo le stime ABI).

Ad aprile sono risultati lievemente più vivaci sia i **depositi delle società non finanziarie, cresciuti del 4% rispetto al 3,3% di marzo**, sia quelli delle famiglie, in aumento del 3,1% dopo il +2,8% del mese precedente. **Dal lato delle società non finanziarie si è osservata una riallocazione di liquidità dai conti correnti ai depositi con durata prestabilita**, aumentati di quasi 1,1 miliardi nel mese, con un impatto sul totale dei depositi molto modesto (-63 milioni di deflusso mensile). Nel complesso dei primi quattro mesi dell'anno le società non finanziarie hanno utilizzato liquidità per circa 14 miliardi, un importo più contenuto rispetto ai -21 miliardi dello stesso periodo del 2025.

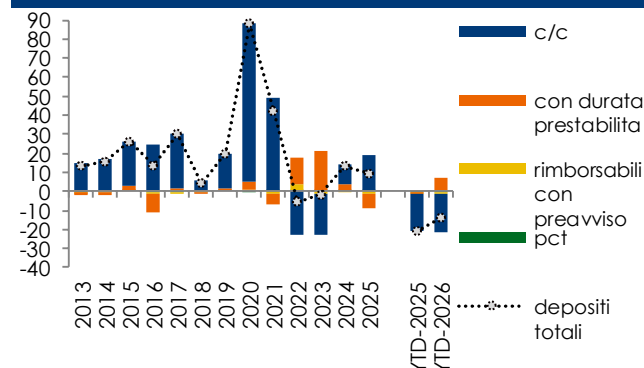
Diversamente, ad aprile, **le famiglie hanno versato 3,6 miliardi sui depositi bancari, di cui 3,4 sui conti correnti** mentre i depositi con durata prestabilita hanno registrato un calo mensile di circa 800 milioni. Il dato positivo dei depositi segue il deflusso di circa 9 miliardi nel mese precedente, connesso alle sottoscrizioni della settima emissione di BTP Valore.

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



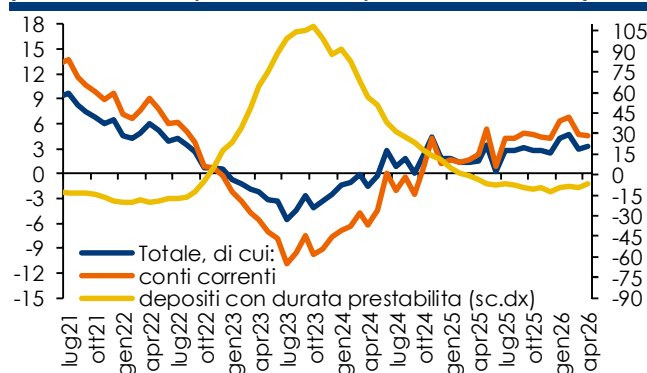
Fonte: BCE

**Flussi netti verso i depositi delle società non finanziarie, dati annuali e primi 4 mesi del 2026 a confronto con il 2025 (EUR mld)**



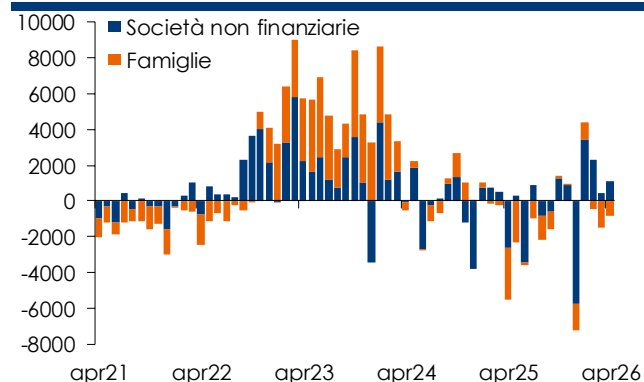
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**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

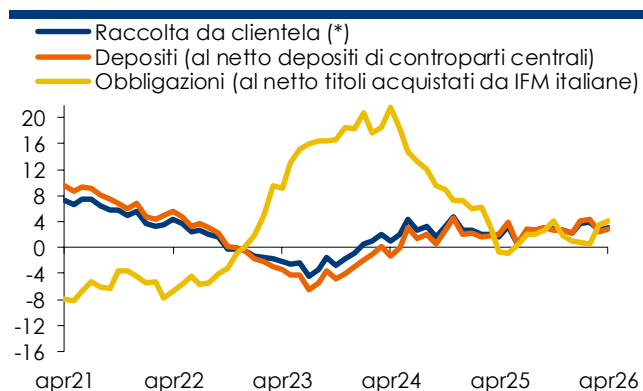
Nel complesso, **i conti correnti sono rimasti trainanti, mantenendo il tasso di crescita del 4,1% già segnato a marzo**. Al contempo, **i depositi con durata prestabilita hanno riportato un altro incremento mensile dal lato delle società non finanziarie, il quarto da inizio anno**, che ha controbilanciato il deflusso da parte delle famiglie. Si è registrato, quindi, un **minor calo dei depositi con durata prestabilita, del -6,3%** rispetto al -10% circa del 1° trimestre (dati riferiti al totale di famiglie e imprese). In particolare, con il -0,2% di aprile si è osservato un sostanziale arresto della flessione dei depositi a tempo delle società non finanziarie, dopo 14 mesi di segni negativi significativi.

**Le obbligazioni bancarie hanno confermato il tono più robusto registrato a marzo**, mostrando una crescita del 4,2% a/a, dal 3,5% del mese precedente, rispetto alla debolezza del primo bimestre. **L'andamento più sostenuto è confermato per maggio, del +5,0%** secondo le anticipazioni ABI.

La crescita della **raccolta da clientela si è quindi rafforzata leggermente ad aprile, con un +3,1% dal 2,6% del mese precedente**, mentre a maggio risulta essere tornata al ritmo di marzo, per effetto dell'andamento più moderato dei depositi.

La **raccolta bancaria complessiva**, che include il rifinanziamento BCE e i depositi da non residenti, **ha rallentato a +3,4%** dal +4,6% di marzo, continuando a risentire delle oscillazioni dei depositi di non residenti in Italia (+8,9% ad aprile da +14,0% a marzo) che, come osservato nel caso della forte frenata di febbraio (a+8,9% da +26,5% di gennaio), possono risentire di operazioni significative effettuate da singoli intermediari.

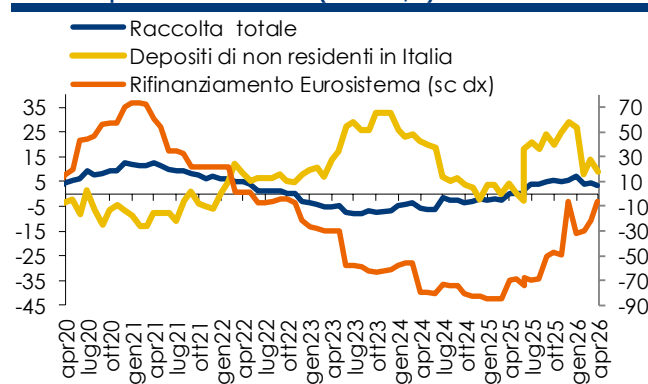
**Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (\*)**



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.intesaspanpaolo.com](http://www.imi.intesaspanpaolo.com)) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da

parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

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

### Metodologia di valutazione

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

### Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

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

### Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

#### Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

[elisa.coletti@intesasnpaolo.com](mailto:elisa.coletti@intesasnpaolo.com)

Valentina Dal Maso

[valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com](mailto:valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com)

Eloisa Fassio

[eloisa.fassio@intesasnpaolo.com](mailto:eloisa.fassio@intesasnpaolo.com)

Carol Salvadori

[maria.salvadori@intesasnpaolo.com](mailto:maria.salvadori@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

Riccardo Bellesia

[riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com](mailto:riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com)

Mario Di Marcantonio

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

Alessia Gavazzi

[alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com](mailto:alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com)

Andrea Volpi

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)