



La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Settembre 2026



Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

- Meglio del previsto, ma non ancora fuori pericolo
- Sintesi della previsione macroeconomica
- Produzione industriale in recupero solo parziale a luglio
- Le indagini manifatturiere offrono segnali ancora non convincenti di ripresa
- Il settore delle costruzioni sta vivendo una fase di "transizione"
- Il settore dei servizi resta il principale motore di crescita dell'economia
- Consumi meglio del previsto sinora, ma peseranno i nuovi rincari del gas
- Tasso di disoccupazione in risalita dai minimi storici
- Tiene l'export, ma i rischi restano al ribasso
- L'inflazione potrebbe toccare un picco nei mesi autunnali

Tendenze del settore bancario

- I prestiti a società non finanziarie hanno accelerato nei mesi estivi
- Depositi in crescita più moderata

Settembre 2026

2

2

7

8

9

Nota Mensile

10

11

Research Department

12

Macroeconomic Research

13

14

Paolo Mameli

15

Economista Macro Italia

16

Alessia Gavazzi

16

Economista

18

Elisa Coletti

Economista Banche

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Meglio del previsto, ma non ancora fuori pericolo

Lo shock inflazionistico ha, almeno per ora, pesato meno del previsto sull'economia italiana: a seguito di una prima metà dell'anno più forte delle attese, abbiamo rivisto al rialzo la stima sul PIL 2026 a 0,9%, portandola al di sopra delle previsioni esistenti prima dello scoppio della guerra nel Golfo Persico. In parte però gli effetti dello shock saranno più diluiti nel corso del tempo: il punto di minimo per i consumi si potrebbe vedere a cavallo d'anno, quando diverranno più tangibili gli effetti sulle bollette di luce e gas e quindi sul reddito disponibile delle famiglie. La prospettiva di un prosieguo del ciclo degli investimenti ci induce a mantenere invariata, allo 0,8%, la previsione sul PIL 2027.

Paolo Mameli

Lo scenario che avevamo delineato tre mesi fa, all'indomani della crisi di Hormuz, si è rivelato troppo prudente. **L'Istat ha comunicato per il 2° trimestre un incremento del PIL dello 0,2% t/t, dopo lo 0,3% del periodo invernale**, mentre il nostro scenario di giugno vedeva una contrazione: evidentemente, il robusto inizio d'anno non era legato in misura significativa a un fattore temporaneo come le Olimpiadi Invernali di Milano-Cortina. La resilienza è stata diffusa a tutte le principali componenti di domanda: i consumi sono stati più forti del previsto grazie alla tenuta del reddito disponibile e dell'occupazione, gli investimenti sono stati sostenuti dalla fase finale del PNRR, l'export ha beneficiato di un commercio mondiale in ripresa nonostante il blocco dello Stretto di Hormuz. Anche il trimestre estivo potrebbe evitare una contrazione del PIL, visto che il tono delle indagini è stato, con poche eccezioni (la caduta del PMI manifatturiero ad agosto), confortante; peraltro, un elemento di incertezza sul trimestre estivo deriva dall'ondata di calore che potrebbe avere pesato sull'attività nelle costruzioni ma anche avere sostenuto alcune componenti della spesa delle famiglie. Di conseguenza, **abbiamo rivisto a 0,9% la nostra previsione sul PIL corretto per i giorni lavorativi nel 2026, da 0,5% tre mesi fa**. Visto che il 2026 ha tre giorni lavorativi in più del 2025, questa previsione è coerente con un PIL annuo grezzo almeno pari all'1%.

L'economia italiana si sta dimostrando più resiliente del previsto allo shock energetico

Il profilo dei prezzi resta il principale elemento di rischio per la congiuntura. L'inflazione italiana è salita al 3% a/a (sull'IPCA) nel trimestre primaverile, per attestarsi a 3,2% nell'ultimo dato disponibile (agosto): tale evoluzione è in linea con le nostre previsioni di tre mesi fa. Tuttavia, la recente salita dei prezzi del gas naturale europeo fa sì che l'inflazione media da noi attesa oggi per il 4° trimestre dell'anno sia superiore a quella stimata tre mesi fa (4,3% contro 3,9%). In altri termini, **l'effetto dello shock energetico sull'inflazione e sulla spesa delle famiglie sarà più diluito nel tempo** rispetto a quanto atteso a giugno, anche perché uno shock più focalizzato sul gas che sul petrolio, come quello attuale, ha implicazioni più ritardate ma più persistenti sull'inflazione sottostante. I valori attesi per il 1° trimestre 2027 sono più elevati di quelli che prevedevamo tre mesi fa (3,8% contro 3,3%). Una normalizzazione attorno al 2% è attesa solo da maggio 2027. La media annua dell'IPCA nel 2027 è peraltro invariata rispetto alla previsione di giugno (2,4%).

L'evoluzione dell'inflazione è stata sinora in linea con le attese, ma il picco a cavallo d'anno sarà più alto di quello previsto tre mesi fa

La sorpresa più significativa del 1° semestre viene dai consumi. La spesa delle famiglie italiane è cresciuta di 0,5% e 0,4% t/t nei primi due trimestri, con una dinamica tendenziale stabilmente al di sopra dell'1%: nel confronto fra le maggiori economie dell'area euro, l'Italia è il Paese in cui i consumi hanno tenuto meglio, Spagna esclusa. **Rivediamo pertanto al rialzo in misura significativa la stima sui consumi privati per il 2026, a 1,3% dal precedente 0,7%**. Il quadro sottostante resta però fragile: l'accelerazione dei prezzi ha interrotto la fase di recupero dei salari reali, e l'Italia continua a fare peggio degli altri grandi paesi europei su questo fronte. Poiché la crescita della spesa ha verosimilmente superato quella del potere d'acquisto, il tasso di risparmio si è ridimensionato, come accade di consueto in risposta agli shock inflazionistici. **È proprio la probabile risalita della propensione al risparmio nel corso del 2027, anche alla luce dell'aumento dei tassi d'interesse reali osservato negli ultimi trimestri, a limitare i margini di ripresa dei consumi il prossimo anno**: vediamo anzi un rallentamento allo 0,6% nel 2027.

I consumi hanno retto meglio del previsto, ma il minor potere d'acquisto dovrebbe causare un rallentamento della spesa delle famiglie nel 2027

Le ripercussioni dello shock energetico e geopolitico sul mercato del lavoro si sono confermate limitate. **Il tasso di disoccupazione resta su livelli molto bassi in prospettiva storica:** rivediamo la nostra stima a 5,5% nel 2026 e 5,4% nel 2027 (da 5,4% e 5,7% rispettivamente attesi tre mesi fa). Il livello assai contenuto del tasso di disoccupazione si accompagna però a **persistenti divari generazionali (la crescita non solo dell'occupazione ma anche della partecipazione resta concentrata tra i più anziani) oltre che di genere (nella partecipazione) e territoriali, e a una produttività che rimane stagnante.** In un quadro di rallentamento della domanda di lavoro (non solo in Italia ma in tutta l'Eurozona), riteniamo che il supporto del mercato del lavoro ai consumi possa restare positivo ma confermarsi moderato nei prossimi trimestri.

Gli investimenti hanno continuato a crescere nel 2026, a differenza che in Germania e Francia: tale disallineamento potrebbe essere in buona parte riconducibile al completamento del PNRR, entrato nella fase finale e concentrato sulle opere pubbliche. **Rivediamo al rialzo la stima sugli investimenti fissi lordi a 2,9% nel 2026 (da 2,4%) e a 1,9% nel 2027 (da 1%).** Il ciclo delle costruzioni italiano resta sfasato rispetto al resto dell'area euro: mentre nelle altre maggiori economie il clima di fiducia del settore è peggiorato per effetto dell'atteso rallentamento della domanda privata, in Italia l'intonazione è rimasta positiva sulla scia dell'implementazione delle opere infrastrutturali. Riteniamo che la "coda" di lavori legati al PNRR possa sostenere ancora le costruzioni non residenziali nel 2027, mentre un calo si potrebbe vedere dal 2028. Per quanto riguarda il residenziale, molto dipenderà dal rinnovo o meno del bonus al 50% sulle ristrutturazioni dell'abitazione principale; complice anche la salita dei tassi, il comparto sembra comunque essere esposto al rischio di un ridimensionamento nei prossimi anni dopo il boom legato al Superbonus del 2021-23. Il ciclo degli investimenti privati al netto delle costruzioni non pare invece esaurito, e potrà continuare a beneficiare della spinta da transizione digitale e corsa all'IA, oltre che dalla transizione energetica/green, in un contesto in cui gli effetti delle misure sul Superammortamento incluse nella Legge di Bilancio 2026 non si sono ancora visti appieno visto che la piattaforma GSE per le prenotazioni è operativa solo dal 12 giugno 2026; in tale contesto la stretta sui tassi di interesse non sarà di aiuto ma non sembra di entità tale da determinare un irrigidimento delle condizioni finanziarie tale da arrestare il ciclo degli investimenti.

Le esportazioni italiane hanno registrato un andamento decisamente più vivace del previsto nel 2026, registrando, dopo il 2,3% t/t del 1° trimestre, un ulteriore 0,8% nel secondo, con un'espansione che ha riguardato sia le merci (0,8%) sia i servizi (1%). **Rivediamo quindi nettamente al rialzo la stima sull'export, a 3,3% nel 2026 (da 1,1%) e a 2,2% nel 2027 (da 0,5%);** anche le importazioni sono state riviste al rialzo (a 3,9% e 2,6%), sulla scia della revisione di consumi e investimenti domestici. Il contributo della domanda estera netta risulta ora solo marginalmente negativo nel biennio in corso (ovvero l'evoluzione è stata meno pessimistica di quella temuta all'indomani della svolta sulla politica commerciale statunitense un anno e mezzo fa). Una delle ragioni va ricercata nel fatto che, dopo l'escalation del 2025, le barriere tariffarie statunitensi si sono assestate su valori meno estremi, riducendo l'incertezza delle aziende esportatrici; inoltre, la domanda internazionale ha continuato a beneficiare del boom degli investimenti legati all'intelligenza artificiale (che, pur concentrati negli Stati Uniti, coinvolgono alcune filiere europee). Restiamo comunque cauti sull'export in quanto la tenuta è concentrata in alcune categorie merceologiche volatili (mezzi di trasporto, farmaceutici, metalli) e non riflette un rafforzamento diffuso della domanda estera; inoltre, le difficoltà di approvvigionamento legate alla crisi mediorientale potrebbero aver favorito anticipazioni degli ordini di beni intermedi e, per alcuni comparti come la chimica, un vantaggio competitivo transitorio rispetto ai produttori asiatici più esposti alle strozzature nelle catene di fornitura. **Ci attendiamo perciò per l'anno prossimo un rallentamento sia dell'export che dell'import** (a 2,2% e 2,8% rispettivamente).

Il quadro descritto porterà a una revisione al rialzo anche delle stime governative sul PIL. Il **Documento Programmatico di Finanza Pubblica atteso per i primi giorni di ottobre dovrebbe rivedere verso l'alto di tre-quattro decimi la previsione di crescita dello 0,6% per il 2026 e per il 2027** contenuta nel DFP di aprile, elaborato nella fase di massima incertezza all'inizio della crisi del Golfo. **Il miglioramento del ciclo dovrebbe riflettersi sui saldi tendenziali, su cui però**

Il mercato del lavoro resta solido, ma con fragilità strutturali

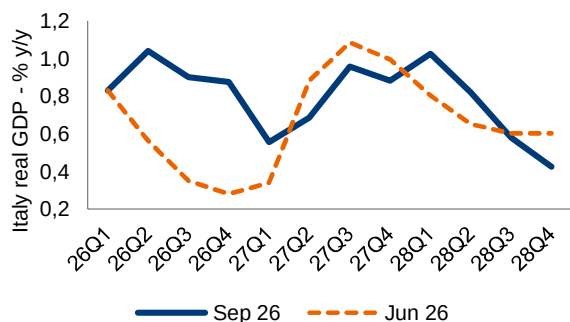
Il ciclo degli investimenti non sembra terminato, ancora sostenuto da PNRR, incentivi fiscali e transizione digitale ed energetica

L'export ha sorpreso al rialzo, ma parte della spinta è temporanea

Verso il DPFP: conti pubblici in miglioramento, ma la salita dei tassi riduce lo spazio fiscale

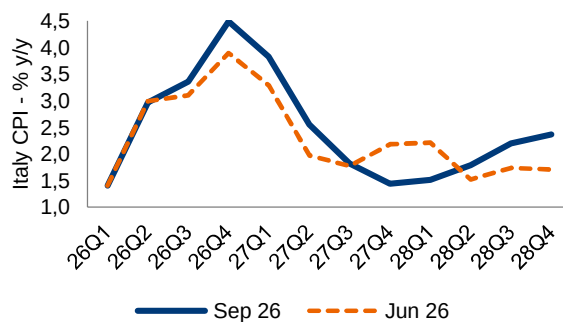
peseranno, oltre che l'aumento della spesa per interessi, nuove misure discrezionali. Nel nostro scenario per l'anno prossimo, assumiamo maggiori spese per due decimi di PIL nel 2027 (grazie alla clausola di flessibilità concessa dalla UE); ipotizziamo invece che gli oltre 8 miliardi del SAFE siano utilizzati non per spesa militare aggiuntiva ma come fonte di finanziamento alternativa alle emissioni governative. Ne deriva un disavanzo al 2,9% del PIL per tutto il triennio 2026-28 e un rapporto debito/PIL al 138,1% nel 2026 e al 137,5% nel 2027, e negli anni successivi in un trend di calo più lento rispetto a quello delle ultime stime governative. Rispetto a questo scenario centrale, i rischi su deficit e debito sono a nostro avviso al rialzo, visto che il 2027 sarà un anno elettorale e gli incentivi per inserire misure elettorali nella Legge di Bilancio (nuovi tagli fiscali, maggiore flessibilità sull'età pensionistica) non possono essere trascurati visto che l'esito delle prossime elezioni parlamentari è incerto (a nostro avviso dipenderà, più che dalla legge elettorale in corso di approvazione, dalla composizione delle due principali coalizioni). L'Italia è riuscita nell'ultimo anno a tenere sotto controllo lo spread, ma il maggior costo del debito riduce i margini di manovra per i prossimi anni: tale fattore non potrà essere ignorato, già a partire dalla manovra di bilancio 2027 che dovrà essere definita nelle prossime settimane.

Fig. 1 – Rispetto alle previsioni di tre mesi fa, l'economia italiana si è dimostrata più resiliente delle attese



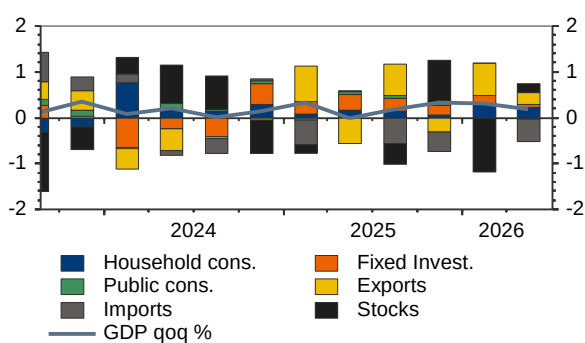
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Tuttavia, deve ancora vedersi il picco di inflazione, che ci attendiamo più elevato di quanto stimato tre mesi fa



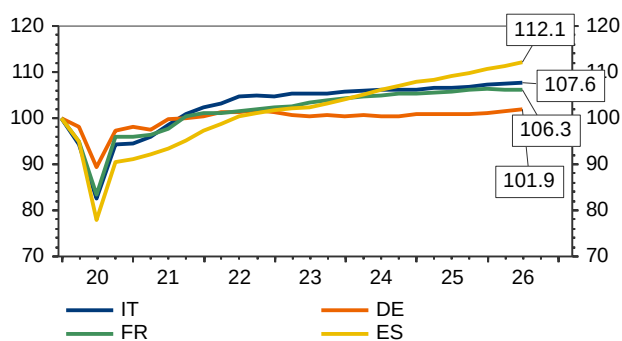
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Nonostante lo shock energetico, nel 1° semestre del 2026 il PIL ha continuato a crescere, sostenuto soprattutto dalla domanda interna



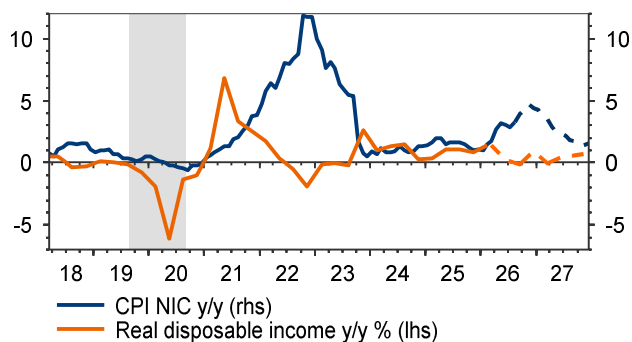
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 4 – Dalla pandemia in poi l'economia italiana ha fatto meglio di Germania e Francia, pur restando distante dalla Spagna



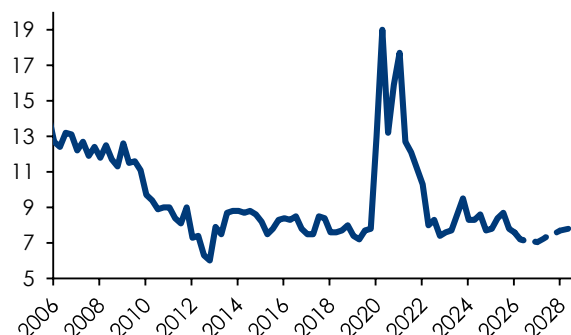
Nota: 2019 T4 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 5 – Il reddito disponibile delle famiglie rallenterà ma non cadrà in territorio negativo come nel 2022



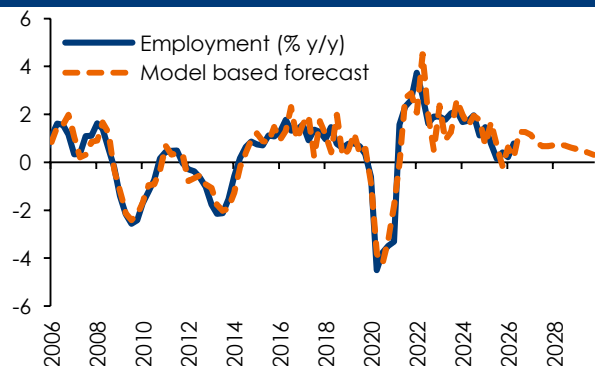
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 6 – La propensione al risparmio, dopo un minimo a cavallo d'anno, dovrebbe risalire successivamente (frenando i consumi)



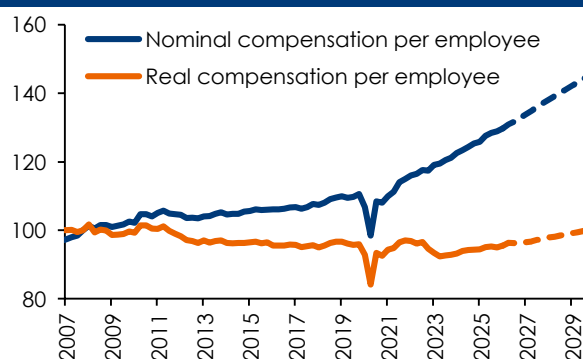
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – I redditi delle famiglie sono sostenuti più dall'occupazione che dai salari: la crescita degli occupati resta positiva, ma in rallentamento



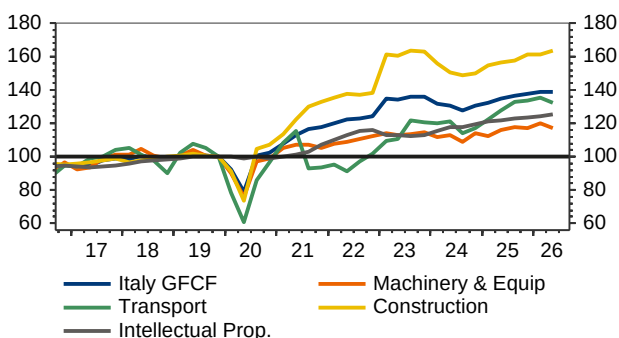
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – I salari reali cresceranno, ma molto lentamente: le retribuzioni reali per dipendente resteranno, nelle nostre ipotesi, sotto i livelli del 2007 fino alla fine del decennio



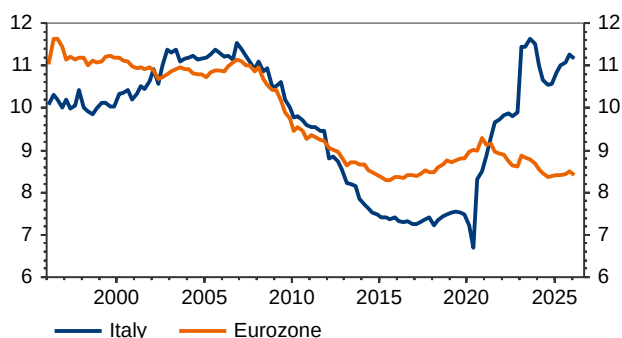
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Dopo la pandemia le costruzioni sono tornate a trainare gli investimenti italiani



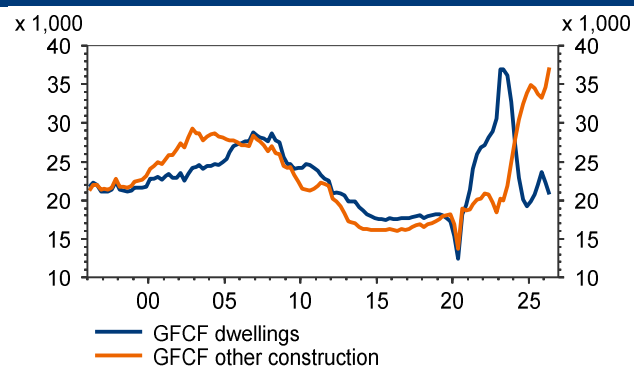
Nota: 2019 T4 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 10 – Il peso degli investimenti in costruzioni sul PIL è tornato a salire, ben al di sopra della media dell'area euro (% del PIL)



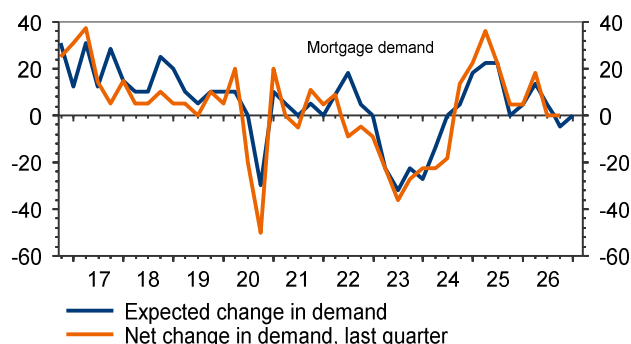
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 11 – Dal traino del Superbonus a quello del PNRR: la spinta si è spostata dall'edilizia residenziale alle infrastrutture



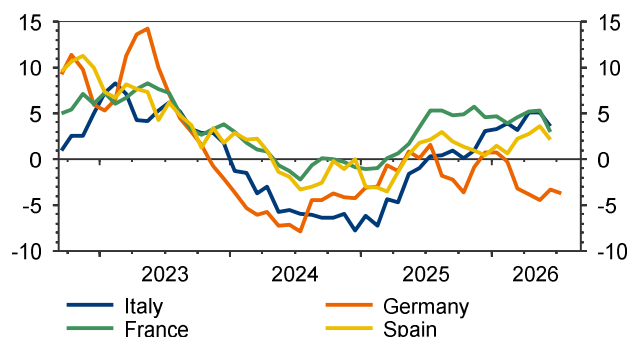
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 12 – Sulla domanda di mutui inizia a pesare l'aumento dei tassi: il comparto residenziale resta esposto al rischio di un ridimensionamento



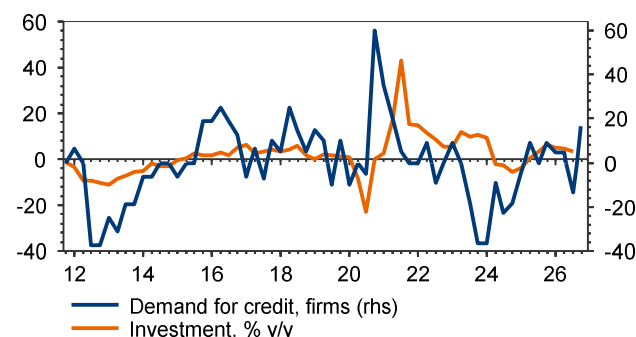
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia

Fig. 13 – 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



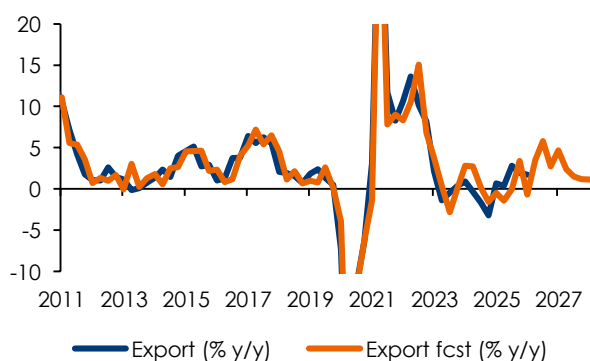
Fonte: Eurostat

Fig. 14 – Un segnale positivo per il prosieguo del ciclo degli investimenti viene dalla ripresa della domanda di credito delle imprese



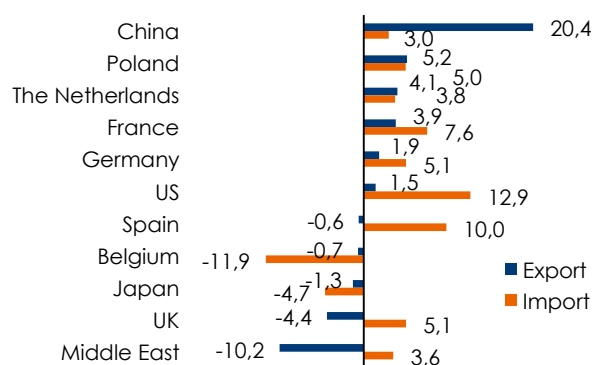
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Banca d'Italia

Fig. 15 – Dopo la sorpresa al rialzo del 2026, l'export dovrebbe restare in crescita nei prossimi trimestri, seppur a ritmi più contenuti



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 16 – Nei primi sette mesi del 2026 l'export è stato trainato da Cina e partner europei, mentre sono calate le vendite verso il Medio Oriente (var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

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	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8	1.0	0.9	0.7	0.5	0.7	1.0	1.0
- var.ne % t/t				0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
Consumi delle famiglie	1.1	1.3	0.6	0.3	0.1	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Consumi pubblici	0.6	0.3	0.2	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimenti fissi, di cui:	3.8	2.9	1.9	1.2	0.9	0.8	0.3	0.1	0.3	0.2	1.0	1.0	0.5
- in macchinari e altro	2.9	2.1	3.1	0.9	-0.1	1.8	-1.2	0.3	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
- in mezzi di trasporto	9.1	2.7	3.9	4.5	0.1	1.3	-1.9	-0.7	-0.7	2.5	2.1	1.6	1.2
- in costruzioni	4.0	3.5	0.6	1.0	1.9	0.0	1.8	-0.1	-0.1	-0.9	0.9	1.0	0.1
Esportazioni	1.4	3.3	2.2	2.3	-1.0	2.3	0.8	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
Importazioni	3.9	3.9	2.6	2.1	1.5	0.0	1.7	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
Contributo % al PIL													
Commercio estero	-0.6	-0.1	-0.1	0.1	-0.7	0.7	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	1.5	1.4	0.8	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
Var. scorte	-0.2	-0.5	0.0	-0.4	0.8	-0.9	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	-0.3	0.5	1.1	-0.1	0.5	-0.3	0.4	0.0	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	3.0	2.4	1.6	1.1	1.4	3.0	3.4	4.4	3.7	2.5	1.9	1.6
- 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	5.5	2.1	1.0	-0.5	-0.1	6.6	7.5	8.2	6.0	2.2	0.5	0.0
Disoccupazione (%)	6.0	5.5	5.4	5.9	5.7	5.5	5.6	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.3
Occupati totali	0.7	1.1	0.8	-0.2	0.3	0.3	0.6	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	3.1	2.5	2.2										
Reddito disponibile reale	0.9	0.6	0.4										
Tasso di risparmio (%)	8.2	7.5	7.3										
Bilancio dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.1	0.5	0.6										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.1	-2.9	-2.9										
Debito (% PIL)	136.7	138.1	137.5										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.05	2.80	2.76	2.03	2.05	2.11	2.34	2.65	2.80	2.84	2.79	2.77	2.76
Long term (10Y) rate (%)	3.57	3.89	4.08	3.55	3.46	3.54	3.78	4.03	4.20	4.13	4.09	4.06	4.02
BTP/Bund spread	0.94	0.78	0.87	0.86	0.74	0.68	0.77	0.82	0.84	0.81	0.87	0.90	0.90

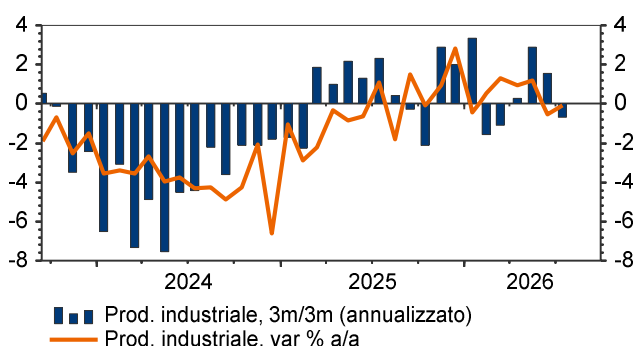
Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale in recupero solo parziale a luglio

A luglio la produzione industriale italiana ha registrato un recupero più forte del previsto, di 0,7% m/m, dopo il calo dei due mesi precedenti. La variazione annua e corretta per i giorni lavorativi è pari a zero, da -0,6% a giugno. Il rimbalzo congiunturale riguarda tutti i raggruppamenti principali di industrie con la sola eccezione dell'energia (-0,9% m/m). Il recupero è particolarmente marcato per i beni di consumo (2,1% m/m); rimbalzano anche i durevoli (+2,5% m/m), che pure restano da un anno in territorio negativo (-7,8% a/a a luglio, da -10,7% a giugno). Nel solo comparto manifatturiero, l'incremento mensile è di minore entità (0,3% m/m) e l'output rimane in calo su base annua (-0,8% a/a). Il dettaglio per settore mostra un aumento congiunturale marcato per farmaceutici (+5,4% m/m) e tessile e abbigliamento (+3,1% m/m); mentre però il primo comparto resta trainante su base annua (+7,4% a/a), il secondo rimane in rosso (-1,4% a/a). In calo sia nel mese che sull'anno settori tipicamente energy-intensive come i prodotti chimici (-2,4% m/m, -3,4% a/a) e gli articoli in gomma e plastica (-1,6% m/m, -1,5% a/a), mentre la fabbricazione di mezzi di trasporto registra una flessione congiunturale (-2% m/m) ma resta in crescita su base tendenziale (+1,8% a/a).

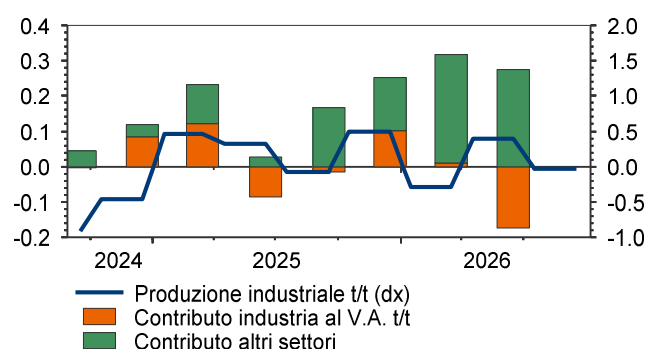
L'ampia volatilità registrata dalla produzione industriale tra giugno e luglio appare dovuta a fattori di calendario (il "ponte" della Festa della Repubblica ha pesato sul dato di giugno e ha poi favorito il recupero di luglio). Al netto di ciò, l'andamento della produzione industriale resta debole, e i settori ad alta intensità energetica non potranno non risentire della nuova fiammata dei prezzi dell'energia. Inoltre, i segnali dalle indagini non sono particolarmente confortanti: le indicazioni delle imprese manifatturiere sulla produzione sono calate ad agosto. In prospettiva, l'attività industriale potrebbe rimanere debole anche nei prossimi mesi. La fiammata dei prezzi del gas naturale ha effetti più diffusi sulla produzione rispetto a quella delle quotazioni del petrolio.

Produzione industriale in recupero parziale a luglio



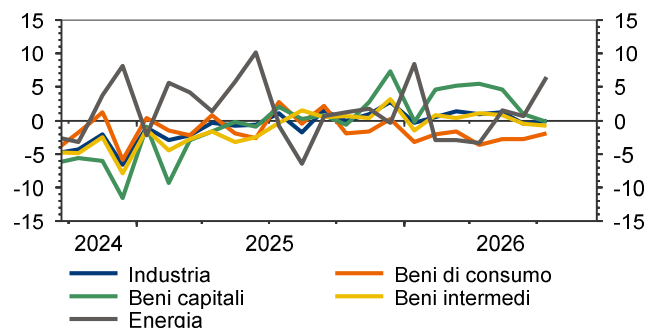
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le sorti del ciclo sono oggi sempre meno dipendenti dall'industria e sempre più legate all'andamento dei servizi



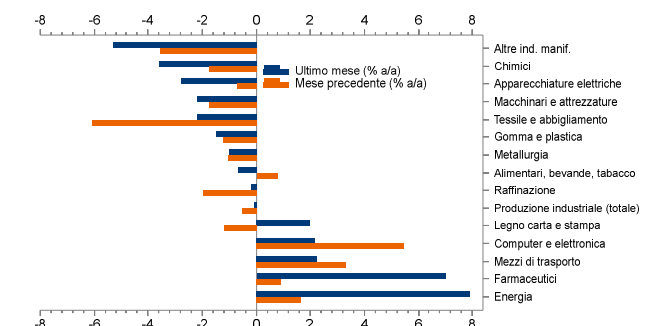
Nota: proiezione sulla variazione % t/t della produzione industriale nel 3° trimestre in caso di stabilità su base mensile ad agosto e settembre. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La variazione tendenziale della produzione è positiva solo per la produzione di energia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Farmaceutica, trasporti ed elettronica sono i settori trainanti, resta in rosso la chimica



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

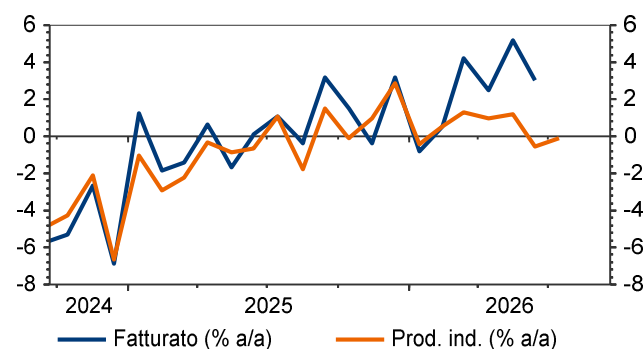
Le indagini manifatturiere offrono segnali ancora non convincenti di ripresa

Ad agosto l'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere è salito da 89,7 a 89,9: si tratta di un massimo da oltre tre anni. Le valutazioni delle imprese sugli ordini, dopo il miglioramento di luglio, sono tornate a peggiorare (da -17,1 a -20,4). I giudizi correnti sulla produzione tornano a calare significativamente (da -17,8 a -19,6), ma le attese sull'output futuro salgono per il quarto mese di fila (da 4,5 a 9,6). **Le scorte sono cresciute per il secondo mese**, da 2,8 a 3,8. Le attese sui prezzi sono poco variate, mentre le aspettative sull'occupazione, dopo il forte rimbalzo di luglio, sono tornate a moderare. **Il recupero di morale è trainato ancora una volta dai produttori di beni strumentali**, a fronte di una sostanziale stabilità per i beni di consumo, e di un calo nel settore dei beni intermedi.

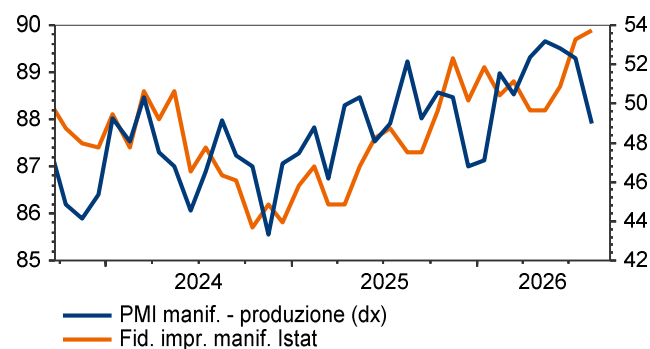
Sempre ad agosto, viceversa, il PMI manifatturiero è sceso in area di contrazione per la prima volta quest'anno, a 49,6 da 51,3 precedente. Il calo è diffuso alle valutazioni delle imprese sulla produzione (da 52,3 a 49), sugli ordini (da 49 a 46,4) e sugli acquisti (da 51,3 a 48,1). L'ulteriore calo degli ordini è dovuto al mercato interno, visto che le commesse dall'estero continuano a contrarsi, ma a un ritmo inferiore rispetto al mese precedente (a 48,4 da 47,5). **Gli indici sui prezzi mostrano minori pressioni al rialzo:** i costi degli input toccano un minimo da febbraio, a 64,2 da 69,1; i prezzi degli output rallentano in misura minore, a 56,4 da 57,7 precedente.

In sintesi, **le indagini di agosto nel settore manifatturiero forniscono segnali misti:** la survey dell'Istat segnala una conferma della resilienza del settore, l'indagine PMI suggerisce una perdita di slancio dell'attività manifatturiera. In ogni caso **il settore, pur soffrendo (almeno per ora) meno del previsto lo shock energetico, difficilmente fornirà uno stabile apporto positivo** alla crescita del PIL nei prossimi trimestri, che continuerà ad essere trainata dai servizi.

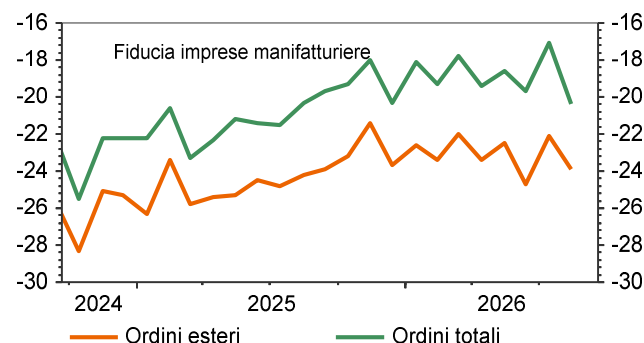
È tornata a crearsi una divergenza tra fatturato e produzione nell'industria, che si spiega soprattutto con l'aumento dei prezzi



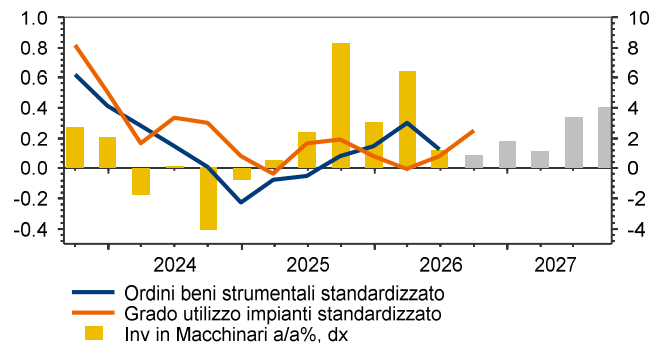
Le indagini manifatturiere di agosto sono miste: la survey dell'Istat è ai massimi da oltre tre anni, il PMI è tornato in territorio recessivo



Sulla base dell'indagine Istat, le valutazioni delle aziende sugli ordini sono tornate a calare ad agosto



Le indicazioni da ordini di beni strumentali e grado di utilizzo degli impianti suggeriscono che il ciclo degli investimenti non è esaurito



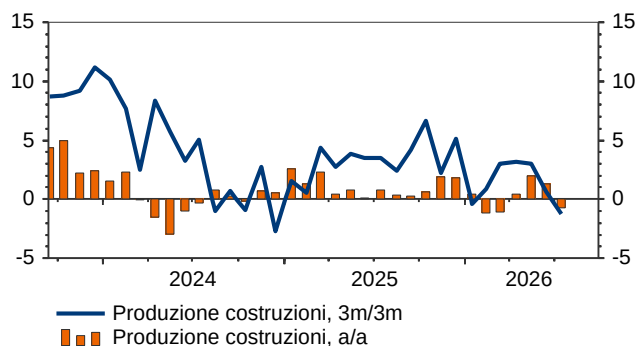
Il settore delle costruzioni sta vivendo una fase di “transizione”

A luglio l'indice della produzione nelle costruzioni è calato per il secondo mese di fila, di **-1,4% m/m**, dopo il **-2,1% m/m** di giugno. L'output nel settore è in contrazione anche su base tendenziale e corretta per gli effetti di calendario, a **-1,2%**: si tratta di un **minimo da oltre un anno e mezzo**. Il dato negativo di giugno e luglio potrebbe essere riconducibile alle temperature superiori alla media che si sono registrate a partire da fine maggio. In ogni caso, la produzione nelle costruzioni è in rotta per una flessione di ben **-2,8% t/t** nel trimestre estivo: sarebbe il dato peggiore dal 2° trimestre 2020 ovvero dalla prima ondata di Covid-19.

Le indagini di fiducia, come nel caso del settore manifatturiero, danno segnali misti. L'indagine Istat sulla fiducia delle imprese di costruzione ad agosto ha fatto registrare un recupero a **102,9** dopo il brusco calo del mese precedente a **96,8**. Il miglioramento è stato guidato dai lavori di costruzione specializzati (in presenza di una flessione nell'ingegneria civile); l'indagine registra anche un robusto incremento delle attese sull'occupazione. **Segnali negativi provengono invece dall'indice PMI costruzioni**, che ad agosto è sceso a **41,7** da **49,1** precedente, ai minimi da quattro anni, penalizzato sia dal comparto residenziale che da quello commerciale (anche in questo caso, però, le attese sull'occupazione sono confortanti).

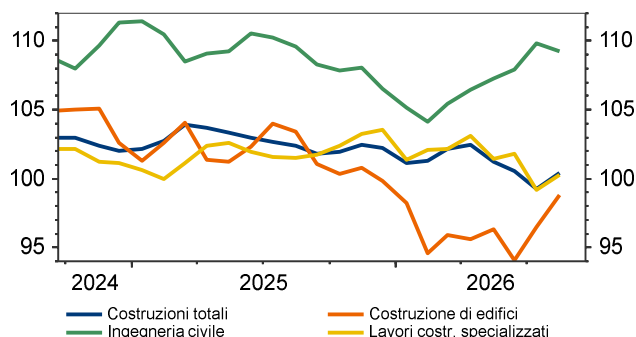
In sintesi, **il settore delle costruzioni sta vivendo una fase di transizione, caratterizzata da segnali disomogenei**. La “coda” di lavori legati al PNRR dovrebbe sostenere ancora le costruzioni non residenziali nei prossimi mesi, mentre, per quanto riguarda il residenziale, molto dipenderà dal rinnovo o meno del bonus al 50% sulle ristrutturazioni dell'abitazione principale; complice anche la salita dei tassi, il comparto residenziale sembra comunque essere esposto al rischio di un ridimensionamento nei prossimi anni dopo il boom legato al Superbonus del 2021-23.

L'output nelle costruzioni è in deciso calo



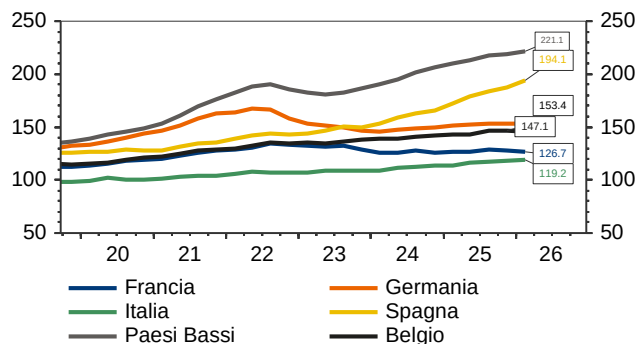
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'indagine Istat sul morale dei costruttori mostra una chiara sovraperformance dell'ingegneria civile (sostenuta dal PNRR)



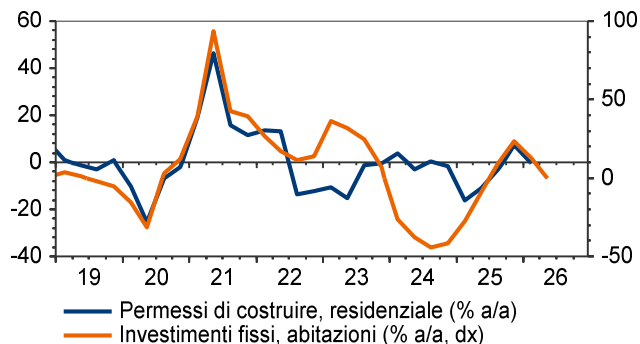
Note: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Prosegue il trend di crescita dei prezzi delle case



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il comparto residenziale è tornato a contrarsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

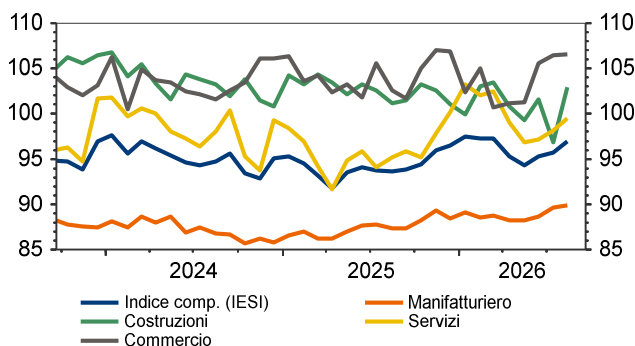
Il settore dei servizi resta il principale motore di crescita dell'economia

Ad agosto, l'indice Istat di fiducia delle imprese dei servizi di mercato è salito per il quarto mese consecutivo, a 99,5 da 98,2, ai massimi da marzo. A livello settoriale, i contributi maggiori vengono dai servizi turistici (il cui morale è cresciuto di quasi dieci punti) e dai servizi di trasporto e magazzinaggio.

A differenza che per industria in senso stretto e costruzioni, nel caso dei servizi i segnali dalle indagini Istat e PMI sono concordi e positivi. Infatti, sempre ad agosto l'indice PMI servizi è salito a 55,2 da 52,5: si tratta di un massimo dal mese di aprile del 2023. Tale accelerazione è stata alimentata dalla forte spinta dei nuovi ordini. Le aspettative sugli affari sono rallentate di quasi quattro punti a 59,5 da 63, mentre i giudizi sui nuovi affari sono saliti a 55,6 da 53,9. Le valutazioni sugli affari correnti sono poco variate sotto il valore-soglia (a 48,1). L'indice sull'occupazione è rimasto in espansione ma è rallentato a 52,4 da 52,7. Infine, si osserva un aumento dei prezzi pagati (a 61,5 da 61,2) e viceversa una decelerazione dei prezzi praticati (a 52,5 da 53,3).

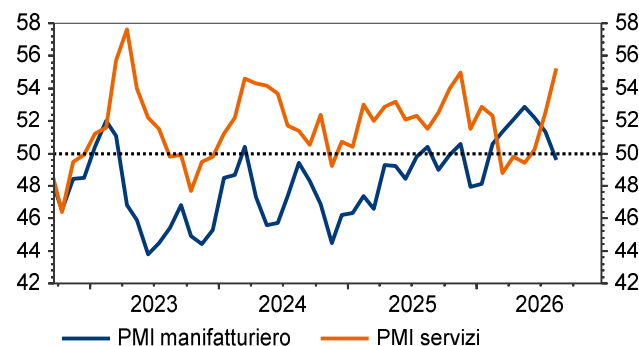
In sintesi, **il settore dei servizi continua a mostrare un'intonazione espansiva**. Anche nel 3° trimestre, complice una stagione turistica positiva (trainata dai non residenti), il terziario dovrebbe aver fornito il principale apporto positivo al PIL dal lato della formazione del valore aggiunto. Il principale rischio rimane la possibilità che le famiglie, percependo in misura più tangibile la contrazione in corso del loro reddito disponibile, possano ridimensionare la loro spesa in servizi. Le imprese del settore però, almeno al momento, non sembrano molto preoccupate di questa eventualità.

Il miglioramento del morale delle imprese ad agosto, secondo l'indagine Istat, è trainato da servizi e costruzioni



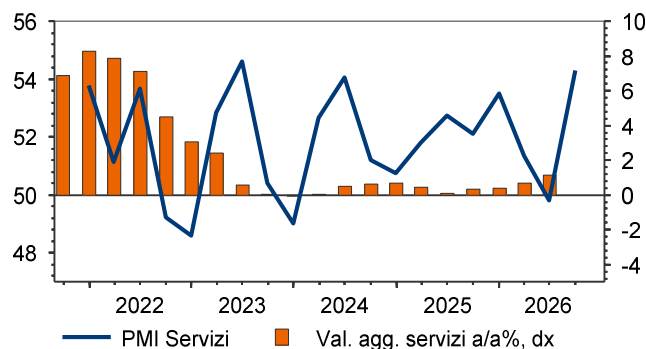
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche l'indagine PMI mostra un'intonazione decisamente espansiva per il settore dei servizi (a differenza che per l'industria)



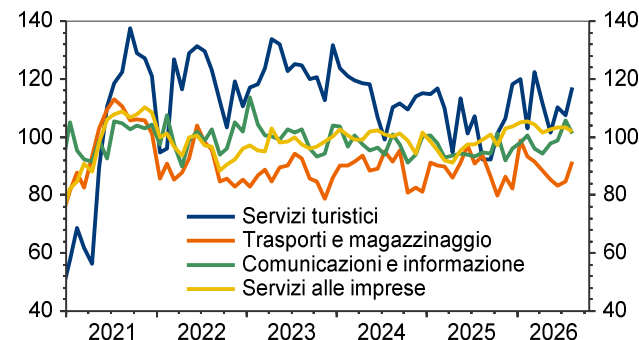
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il PMI servizi suggerisce un'ulteriore crescita del valore aggiunto nel settore nel 3° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

In luglio e agosto si registra un recupero, sia pur parziale, del morale delle imprese nel settore dei trasporti e magazzinaggio



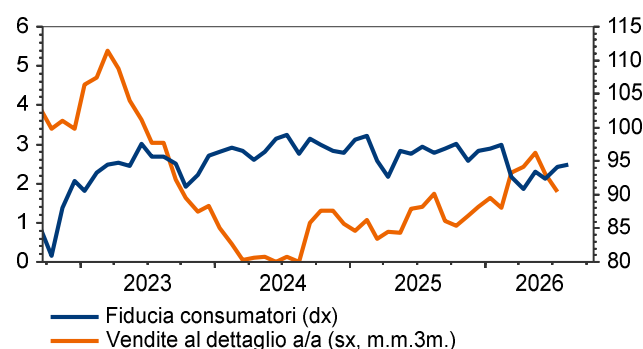
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Consumi meglio del previsto sinora, ma peseranno i nuovi rincari del gas

A luglio le vendite al dettaglio sono calate per il secondo mese di fila, sia in valore (-0,4% m/m) che in volume (-0,5% m/m). Su base annua si registra una crescita dello 0,8% a/a in valore e un calo di -0,6% in volume. Sempre sull'anno, i beni alimentari aumentano in valore dello 0,3% e diminuiscono in volume (-1%), così come i beni non alimentari (+1,1% in valore, -0,2% in volume). Per questi ultimi, l'aumento maggiore su base tendenziale è stato registrato dagli elettrodomestici (+6,1%), mentre il calo più consistente riguarda calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-2,8%). Nel mese di agosto, **la fiducia delle famiglie è migliorata per il secondo mese ma in misura più contenuta rispetto a luglio, da 94,2 a 94,5**: si tratta di un massimo da febbraio, sia pure su livelli ancora di molto inferiori alla media dei primi due mesi dell'anno (97,1). Si nota un maggiore ottimismo in merito al clima economico, mentre il clima personale è invariato rispetto al mese precedente; migliorano in egual misura valutazioni correnti e aspettative per il futuro. In merito sia alla situazione economica dell'Italia che alle condizioni della famiglia, gli intervistati sono meno pessimisti circa la situazione attuale ma più preoccupati per il futuro. Sempre le famiglie hanno rivisto al ribasso l'inflazione percepita negli scorsi 12 mesi e hanno corretto al ribasso anche le aspettative di inflazione nei prossimi 12 mesi. Infine, sempre ad agosto, **il morale delle imprese nel settore del commercio al dettaglio è cresciuto per il quarto mese consecutivo**. In sintesi, sinora i consumi hanno tenuto meglio del previsto allo shock energetico. Tuttavia, permangono dei rischi: gli effetti sulla spesa potrebbero essere maggiori quando le famiglie percepiranno in misura più tangibile i rincari ovvero, riteniamo, nelle bollette di elettricità e gas dei mesi autunnali. Pertanto, **pensiamo che il punto di minimo per la crescita di consumi si possa vedere a cavallo tra il 4° trimestre 2026 e il 1° trimestre 2027**.

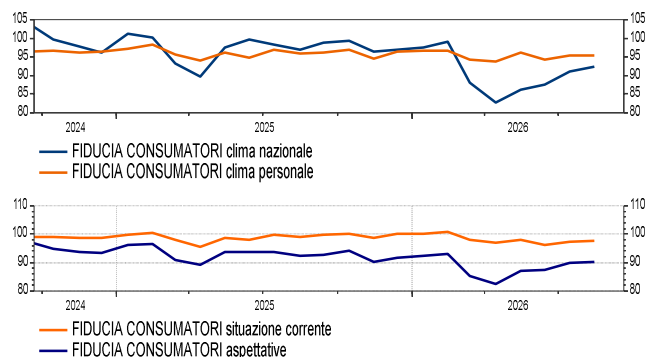
Su base annua si registra una crescita dello 0,8% a/a in valore e un calo di -0,6% in volume. Sempre sull'anno, i beni alimentari aumentano in valore dello 0,3% e diminuiscono in volume (-1%), così come i beni non alimentari (+1,1% in valore, -0,2% in volume). Per questi ultimi, l'aumento maggiore su base tendenziale è stato registrato dagli elettrodomestici (+6,1%), mentre il calo più consistente riguarda calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-2,8%). Nel mese di agosto, **la fiducia delle famiglie è migliorata per il secondo mese ma in misura più contenuta rispetto a luglio, da 94,2 a 94,5**: si tratta di un massimo da febbraio, sia pure su livelli ancora di molto inferiori alla media dei primi due mesi dell'anno (97,1). Si nota un maggiore ottimismo in merito al clima economico, mentre il clima personale è invariato rispetto al mese precedente; migliorano in egual misura valutazioni correnti e aspettative per il futuro. In merito sia alla situazione economica dell'Italia che alle condizioni della famiglia, gli intervistati sono meno pessimisti circa la situazione attuale ma più preoccupati per il futuro. Sempre le famiglie hanno rivisto al ribasso l'inflazione percepita negli scorsi 12 mesi e hanno corretto al ribasso anche le aspettative di inflazione nei prossimi 12 mesi. Infine, sempre ad agosto, **il morale delle imprese nel settore del commercio al dettaglio è cresciuto per il quarto mese consecutivo**. In sintesi, sinora i consumi hanno tenuto meglio del previsto allo shock energetico. Tuttavia, permangono dei rischi: gli effetti sulla spesa potrebbero essere maggiori quando le famiglie percepiranno in misura più tangibile i rincari ovvero, riteniamo, nelle bollette di elettricità e gas dei mesi autunnali. Pertanto, **pensiamo che il punto di minimo per la crescita di consumi si possa vedere a cavallo tra il 4° trimestre 2026 e il 1° trimestre 2027**.

La fiducia delle famiglie è salita moderatamente ad agosto...



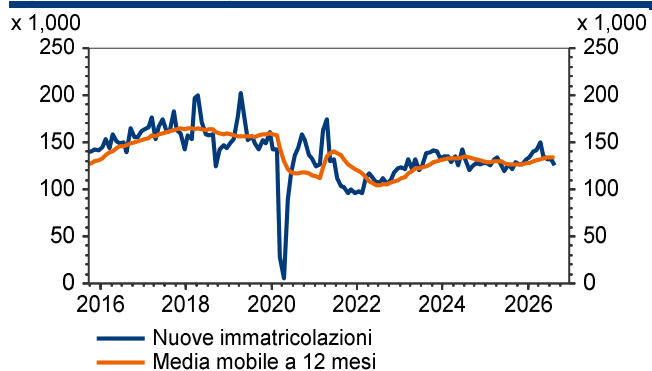
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...grazie soprattutto a un minor pessimismo sul clima nazionale



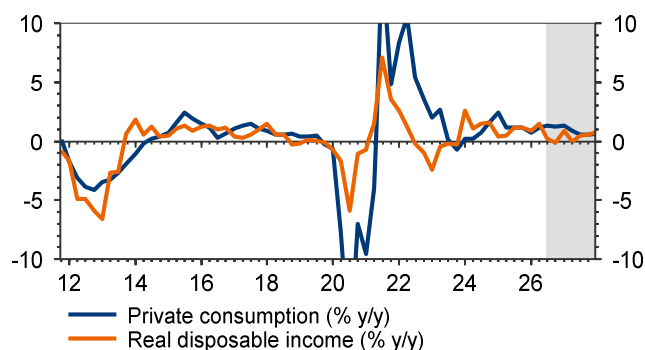
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le immatricolazioni auto sono tornate a rallentare a partire da luglio (+3,2% a/a ad agosto)



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Vediamo un rallentamento dei consumi nei prossimi trimestri, sulla scia del minor potere d'acquisto delle famiglie



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

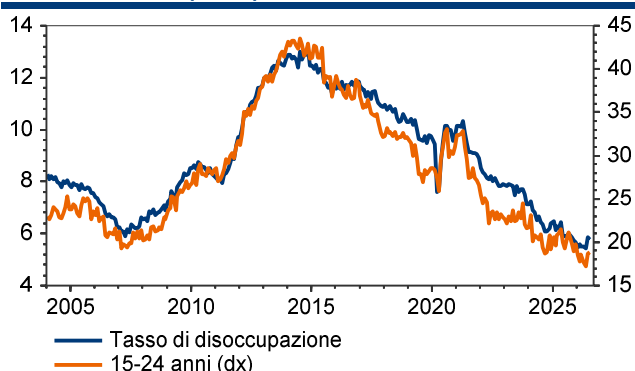
Tasso di disoccupazione in risalita dai minimi storici

A luglio il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 5,8%, mentre quello giovanile è cresciuto al 18,9% da 18,7% precedente. Il numero di occupati è pressoché stabile, con un marginale aumento di circa 3 mila unità nel mese (+1,3% a/a). Il tasso di occupazione è rimasto parimenti stabile al 63,2%, un massimo storico. La sostanziale stabilità dell'occupazione riflette andamenti eterogenei tra le diverse componenti: crescono gli occupati uomini (+19 mila unità), i lavoratori permanenti (+53 mila unità), gli autonomi (+13 mila unità), e gli occupati nella fascia d'età che va dai 35 ai 49 anni (+41 mila unità), mentre diminuiscono le donne occupate (-17 mila unità), i lavoratori a termine (-64 mila unità) e gli occupati nelle restanti classi di età. **Il tasso di disoccupazione maschile è calato al 5,2% da 5,4% precedente, mentre quello femminile è salito al 6,6% da 6,4% di giugno.**

Rispetto a luglio 2025, si registrano 77 mila occupati in più fra i 25 e i 34 anni (+1,8% a/a) e un aumento degli occupati over-50 del 3,6% a/a; i 35-49enni fanno segnare un calo di -0,9% a/a, e i più giovani (fra i 15 e i 24 anni) una contrazione di ben -5,2% a/a. **Il tasso di inattività è calato di sette decimi di punto percentuale rispetto a un anno prima (32,8% da 33,6% precedente);** tale calo è distribuito a tutte le fasce della popolazione ad eccezione dei 15-24enni, il cui tasso di inattività sale di quattro decimi a 78,9%.

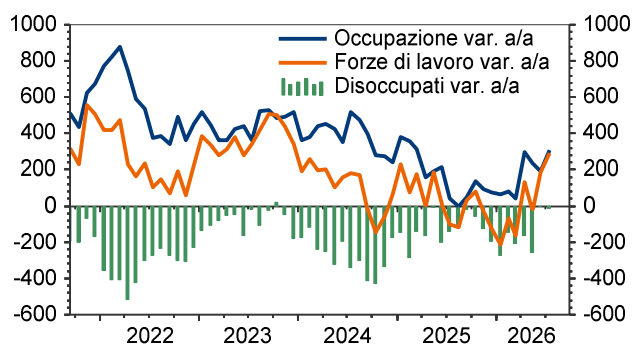
In sintesi, il mercato del lavoro appare resiliente. Le aziende non segnalano una contrazione degli organici nonostante l'incertezza sulle prospettive dell'attività. **Riteniamo che il tasso dei senza-lavoro possa riprendere una tendenza moderatamente discendente nei prossimi mesi, anche per la spinta derivante dalle trasformazioni demografiche.**

Negli ultimi mesi il tasso di disoccupazione è risalito dai minimi storici toccati nella prima parte dell'anno



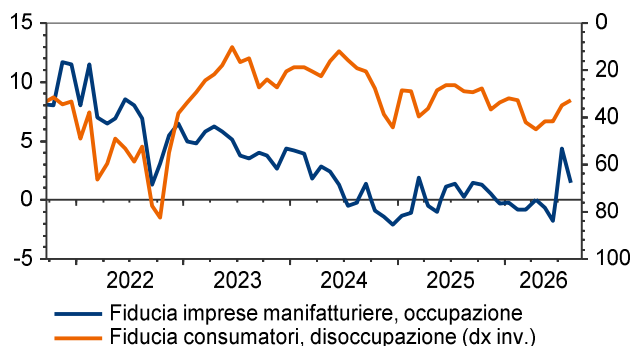
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Sia gli occupati che le forze di lavoro sono in ripresa su base annua



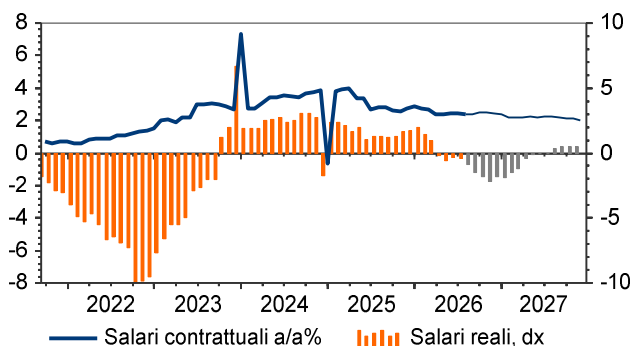
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le valutazioni sull'occupazione di imprese e famiglie restano relativamente ottimistiche



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nei prossimi mesi, i salari reali potrebbero tornare a registrare una flessione su base annua (di entità minore di quella del 2022-23)

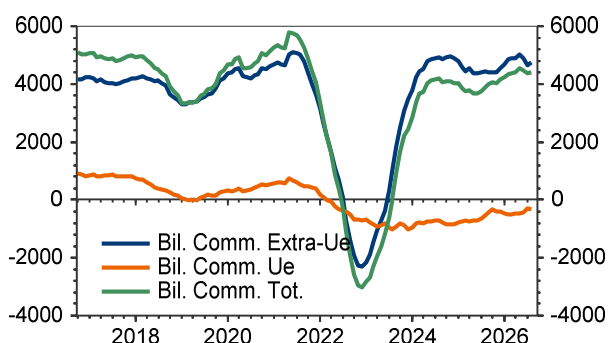


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Tiene l'export, ma i rischi restano al ribasso

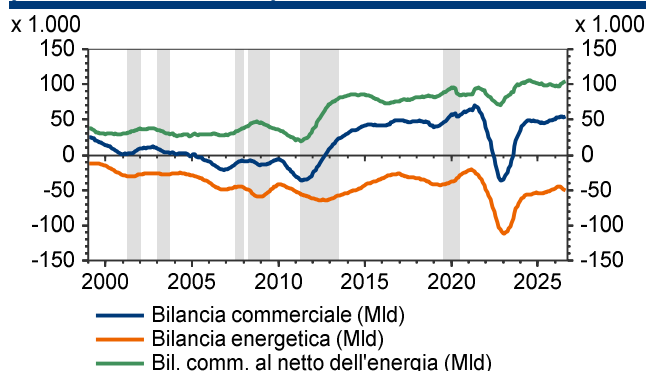
Nel mese di luglio le esportazioni sono cresciute moderatamente (+0,3% m/m, da +1,6% m/m a giugno) **mentre le importazioni sono calate** (-1,2% m/m, da +1% il mese precedente). La crescita dell'export nel mese è stata influenzata dal **calo delle vendite nel settore della cantieristica navale, al netto delle quali sarebbe stata pari a +1% m/m**. Si osserva un aumento delle vendite verso i mercati extra-UE (+6,9% m/m) a fronte di una riduzione di quelle verso l'area UE (-5,6% m/m). La crescita delle esportazioni su base mensile è stata guidata dalle maggiori vendite di energia (+6%) e di beni di consumo. Il calo mensile delle importazioni ha riguardato tutti i raggruppamenti ad esclusione dei beni strumentali (+0,4% m/m). Le importazioni dai mercati extra-UE hanno registrato un calo di -3,6% m/m, mentre quelle provenienti dai mercati UE sono cresciute dello +0,8% m/m. **Su base annua, l'export cresce del 4,7% in valore, trainato dalle vendite di metalli e prodotti petroliferi raffinati** e, su base geografica, dai mercati extra-UE (+6,6%). **Su base annua, l'import registra un aumento del 4,6% in valore**, diffuso sia ai mercati UE (+4,9%) che extra-UE (+4,2%). I settori che registrano una contrazione dell'export nell'anno sono: l'abbigliamento, l'elettronica e il comparto degli altri mezzi di trasporto. Sul fronte geografico, la Svizzera continua a fornire il maggior contributo alla crescita annua dell'export (sebbene concentrato nel settore dei metalli); seguono OPEC, Cina e Francia. In calo, tra gli altri, le esportazioni verso ASEAN, Romania e Belgio. Il saldo commerciale resta in surplus a luglio (+8,2 miliardi di euro) ed è in miglioramento rispetto allo stesso mese dello scorso anno. In sintesi, i dati recenti suggeriscono una **tenuta del commercio con l'estero, grazie soprattutto ai mercati extra-UE**. Tuttavia, **permangono rischi al ribasso per i mesi a venire, legati all'elevata incertezza del contesto internazionale, alle tensioni commerciali globali e a un possibile rallentamento della domanda dai maggiori partner**.

Avanzo commerciale ancora vicino ai massimi



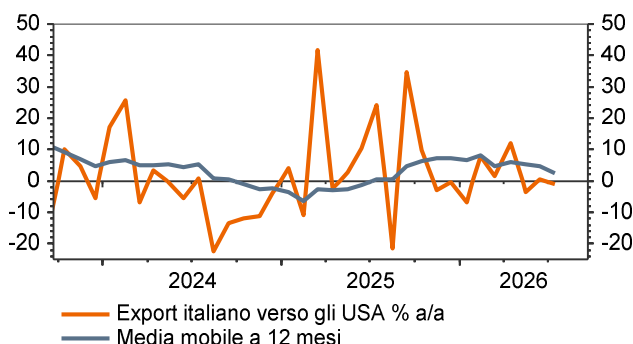
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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



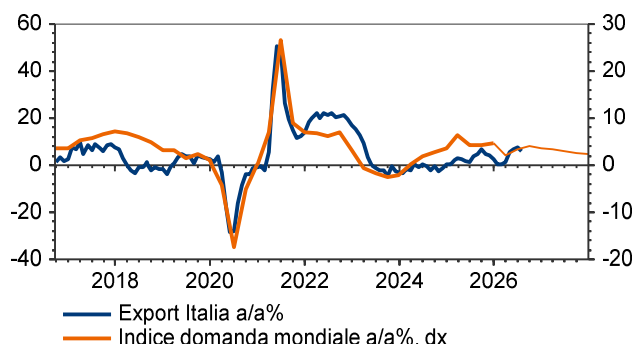
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'export verso gli Stati Uniti è in rallentamento



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Restiamo cauti sulle prospettive per l'export italiano

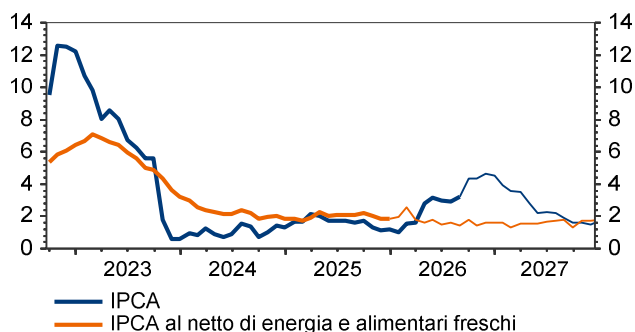


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

L'inflazione potrebbe toccare un picco nei mesi autunnali

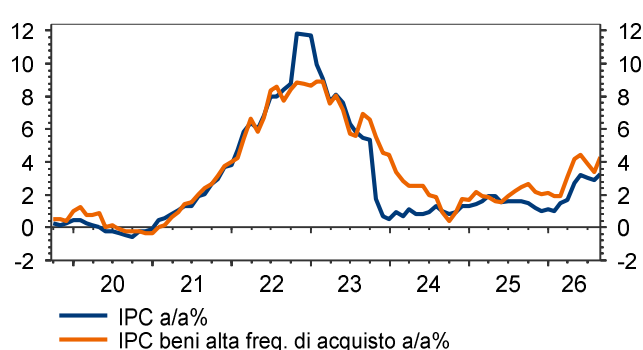
Nel mese di agosto l'inflazione annua è salita al 3,2% dal 2,9% precedente (+0,1% su base mensile); l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) ha registrato una variazione annua del 3,3% dal 2,9% di luglio (+0,5% m/m). L'aumento dell'inflazione è dovuto soprattutto ai **rincari dell'energia, in crescita del 17,1% a/a** (dall'11,6% a/a precedente): gli energetici regolamentati hanno registrato un aumento a +18,6% a/a da +14,8% a/a precedente, quelli non regolamentati hanno fatto segnare un +17% a/a da +11,4% precedente. In particolare, il gas sul mercato tutelato registra un +6,2% m/m (+31% a/a); il gasolio per riscaldamento sale del +10,7% m/m (+31,8% a/a); fra i carburanti si osserva inoltre un aumento dei prezzi della benzina del +6,3% m/m (+16,3% a/a) e del gasolio per i mezzi di trasporto (+5,2% m/m, +26,7% a/a). **L'accelerazione su base annua del NIC è dovuta soprattutto alle componenti più legate all'energia, come le spese per la casa (+9,1% a/a da +7,2% precedente) e i trasporti (+6,1% a/a da +4,3%). I servizi registrano un rallentamento ad agosto a +2,4% a/a da +2,7% a/a precedente**, spinti al ribasso dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona e dai servizi di trasporto. L'inflazione di fondo, calcolata al netto di energia e alimentari freschi, cala marginalmente nel mese di agosto da 1,6% a 1,5% a/a, insieme a quella del cosiddetto "carrello della spesa" (da 1% a 0,9% a/a). **Riteniamo che gli effetti dello shock energetico eserciteranno pressioni al rialzo sull'inflazione anche nei prossimi mesi, quando si potrebbe raggiungere un picco sopra il 4%. A nostro avviso, l'inflazione scenderà verso il 3% entro il 1° trimestre del 2027 e attorno al 2% a giugno 2027.**

Nel nostro scenario centrale circa l'evoluzione della crisi in Medio Oriente, l'inflazione ha ancora margini di salita



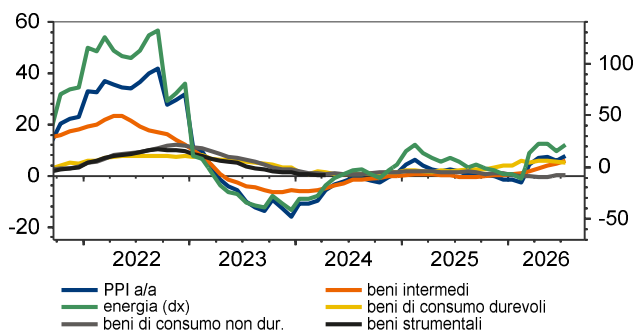
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Accelera sia l'inflazione media che quella sui prodotti ad alta frequenza di acquisto



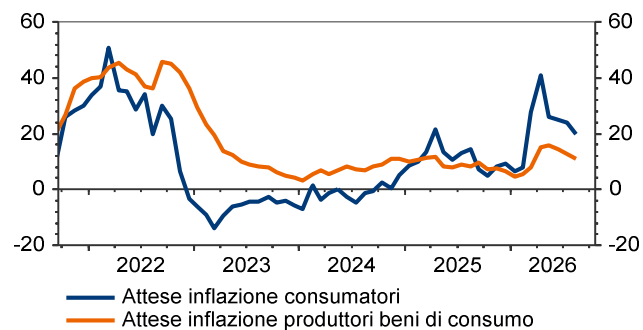
Fonte: Istat, Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I consumatori potrebbero avere sovrastimato i rincari dei prezzi nei mesi scorsi, ma l'inflazione attesa resta storicamente elevata



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tendenze del settore bancario

I prestiti a società non finanziarie hanno accelerato nei mesi estivi

Elisa Coletti

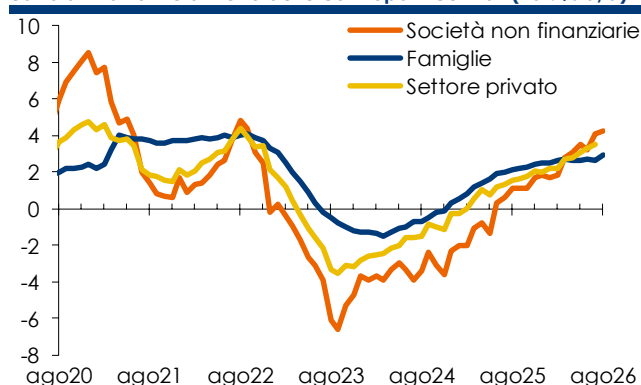
La crescita dei prestiti a società non finanziarie ha continuato a sorprendere in positivo, con un 4,2% ad agosto, dal 3,3% del 2° trimestre. La dinamica è rimasta trainata dai finanziamenti a breve, ma anche quelli a più lungo termine hanno mostrato un buon momento. Circa i prestiti alle famiglie, i mutui hanno confermato una crescita robusta, sebbene lievemente più moderata, del 3,2% ad agosto, dal 3,4% del 2° trimestre. Il credito al consumo ha tenuto il ritmo del +4,8%.

A luglio e agosto la crescita dei **prestiti alle società non finanziarie** ha continuato a sorprendere in positivo, registrando **un'accelerazione a +4,1% e +4,2%** nell'ordine dei due mesi, dal 3,3% medio del 2° trimestre. A tale andamento potrebbe aver contribuito l'anticipazione delle richieste di credito nella prospettiva di ulteriori aumenti del costo del finanziamento, a fronte di un'offerta intonata favorevolmente. Al contempo, i **prestiti alle famiglie hanno mantenuto il passo, del 2,6% a luglio**, in linea con la media del 1° semestre, mostrando un **rimbalzo a +2,9% ad agosto**. Nel complesso, i **finanziamenti al settore privato** sono risultati in aumento del 3,5% a luglio e del 3,9% ad agosto secondo le anticipazioni ABI.

Ancora una volta, la dinamica dei prestiti a società non finanziarie è stata sostenuta dal **ritmo vivace di quelli a breve termine**, del 7,1% a luglio, poco distante dalla media di 7,3% nel 2° trimestre, arrivando a segnare +9,1% ad agosto, nuovo massimo da novembre 2022. Anche i **prestiti a medio-lungo** hanno confermato il buon momento, segnando un tasso di crescita del 3,1% a/a a luglio e del 2,6% ad agosto, entrambi superiori al 2% medio del 2° trimestre. In particolare, l'accelerazione di luglio è stata sostenuta da un flusso netto mensile di 6,9 miliardi, che ha contribuito a portare a 12,5 miliardi l'aumento segnato dallo stock da inizio anno ad agosto.

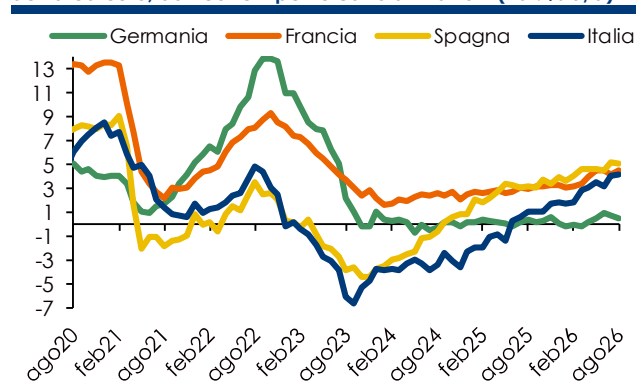
Pertanto, per il 5° mese consecutivo, **il ritmo dei prestiti alle società non finanziarie italiane è rimasto allineato a quello registrato a livello di area euro**, pari a +3,8% nel bimestre luglio-agosto. Anche **Francia e Spagna hanno accelerato nei mesi recenti**: +4,5% in Francia ad agosto, come a maggio-giugno, mentre in Spagna da luglio la crescita ha superato il +5% a/a. **Si conferma la debolezza osservata in Germania**, sebbene **con un modesto miglioramento da maggio** rispetto alla stagnazione prolungata durata oltre due anni (+0,5% ad agosto, da +0,7% a luglio).

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

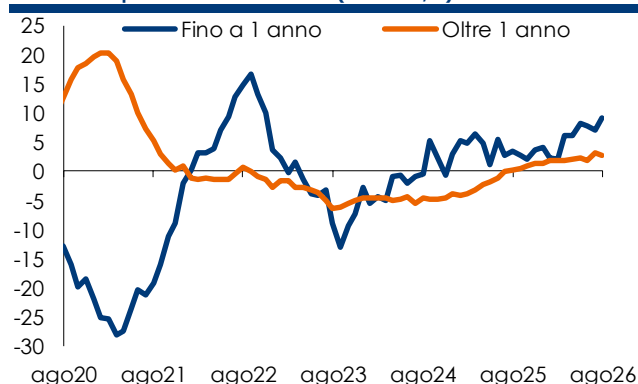


Fonte: Banca d'Italia

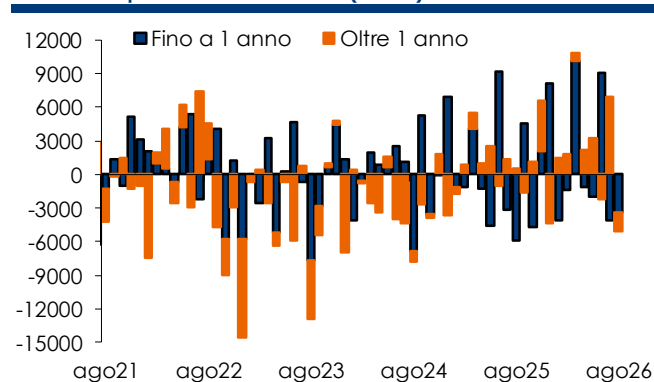
Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

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

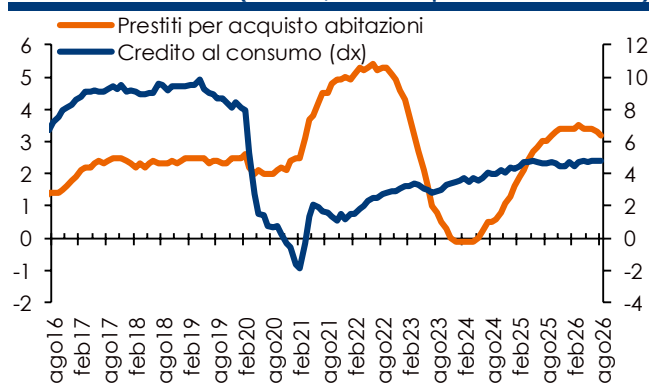
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

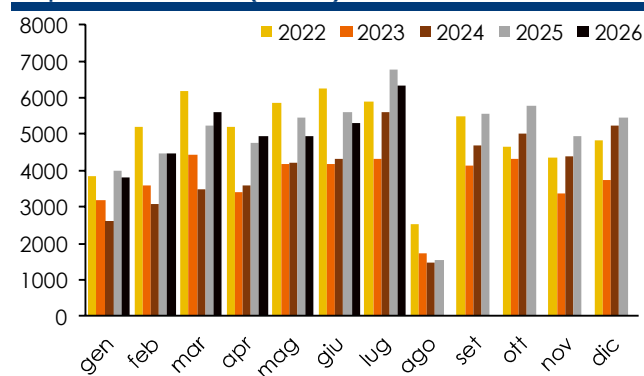
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riguardo al credito alle famiglie, lo stock di **prestiti per l'acquisto di abitazioni ha continuato a segnare una crescita robusta, anche se in lieve rallentamento** nei mesi estivi, dal +3,4% a/a del 2° trimestre, al +3,3% di luglio e +3,2% di agosto. D'altro canto, **le erogazioni di nuovi mutui hanno riportato un calo da maggio a luglio** (-6,8% in questo mese), dopo due rilevazioni in leggero recupero a marzo e aprile, al traino delle attese di aumento dei tassi BCE, poi verificatosi da giugno. Nel complesso dei primi sette mesi dell'anno, le erogazioni per nuovi contratti di mutuo si sono ridotte del 2,4%. L'andamento è coerente con l'indebolimento del mercato residenziale (+0,1% le compravendite nel 2° trimestre).

Infine, anche il **credito al consumo ha confermato la crescita robusta, stabilmente sul +4,8% da giugno** ad agosto.

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

Depositi in crescita più moderata

I depositi hanno registrato un rallentamento della crescita, a +2,4% a luglio, seguito da un +1,8% ad agosto secondo i dati preliminari ABI. Questa tendenza ha interessato sia i depositi delle famiglie sia quelli delle società non finanziarie, con un aumento dell'1,4% e dell'1,2% rispettivamente. I conti correnti hanno rallentato significativamente nel caso delle società non finanziarie, a +0,5% ad agosto, e meno marcatamente in quello delle famiglie, a +2,1%.

Elisa Coletti

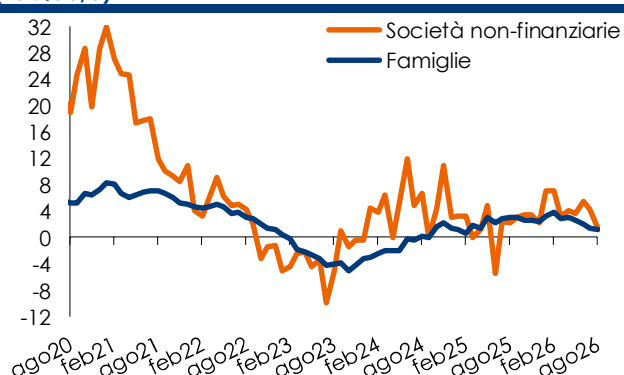
I depositi hanno registrato un moderato rallentamento della velocità di crescita nei mesi estivi: dopo la tenuta del ritmo nel 2° trimestre, del 2,8% in media, **la variazione annua è scesa a +2,4% a luglio, seguita da un +1,8% ad agosto** secondo i dati preliminari ABI. L'aggregato dei depositi di famiglie e imprese conferma il rallentamento di agosto, al +1,3% dal +2,2% di luglio e +2,9% di giugno. Questa tendenza ha interessato sia i depositi delle famiglie sia quelli delle società non finanziarie, con una convergenza del tasso di variazione, dopo che i secondi avevano mostrato una maggior vivacità per tutti i primi sette mesi dell'anno. Inoltre, per entrambi i segmenti il flusso mensile verso i depositi è stato ad agosto più contenuto rispetto a quello registrato nello stesso mese dei due anni precedenti.

In dettaglio, **i depositi delle società non finanziarie sono cresciuti dell'1,4% ad agosto, dal 4,3% di luglio.** In termini di flusso mensile, agosto ha mostrato un incremento netto di 2,4 miliardi, decisamente più contenuto rispetto ai 14,3 miliardi confluiti nello stesso mese del 2025. Di conseguenza, la variazione netta da inizio anno è peggiorata: nel complesso degli otto mesi, le società non finanziarie hanno utilizzato le disponibilità sui depositi bancari per un importo netto di circa -5,4 miliardi, rispetto ai -2 miliardi dello stesso periodo del 2025.

Dal lato delle **famiglie l'afflusso di agosto è stato ancora più contenuto**, pari a 1,3 miliardi rispetto ai 5,4 miliardi di dodici mesi prima, **portando a un tasso di crescita dell'1,2%** dal 1,5% di luglio, un ritmo ancora positivo ma dimezzato rispetto al +3% del 1° semestre. La somma dei flussi netti da inizio anno è negativa per 2,7 miliardi, mostrando un'inversione di segno rispetto all'apporto di risparmi per +13,1 miliardi nei primi otto mesi del 2025.

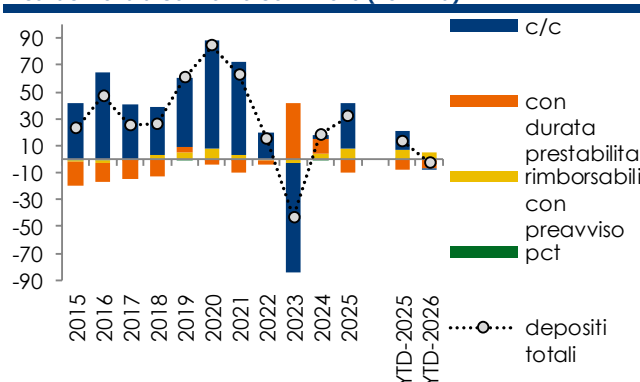
I conti correnti hanno rallentato significativamente nel caso delle società non finanziarie, a +0,5% ad agosto da 3,8% a luglio e 5% medio nel 2° trimestre. Nel complesso, i conti correnti hanno segnato una crescita del 2,1%, dal 2,9% di luglio e 3,5% di giugno. Simile è stato l'andamento di quelli delle famiglie (2,1%, dal 2,5% di luglio e 3,2% di giugno). **I depositi con durata prestabilita hanno riportato un decremento mensile in entrambi i segmenti.** Si è quindi interrotta la serie di sette mesi in positivo registrati dai depositi a tempo delle società non finanziarie, seppure per un importo contenuto (-609 milioni ad agosto, rispetto ai +10,4 miliardi nei sette mesi precedenti). È comunque proseguito il graduale **minor calo dei depositi con durata prestabilita, del -2,6% ad agosto e -2,7% a luglio**, rispetto al -10% del 1° trimestre (dati riferiti al totale di famiglie e imprese).

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

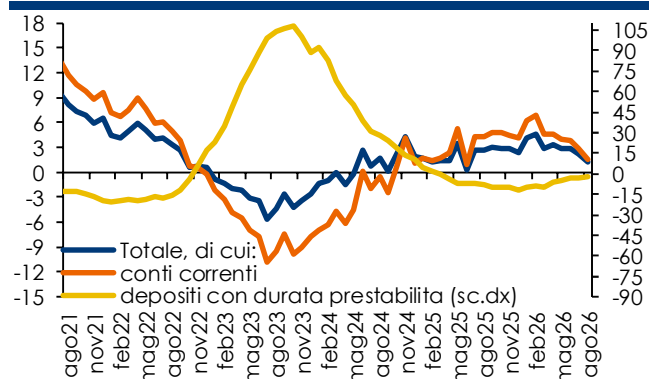


Fonte: BCE

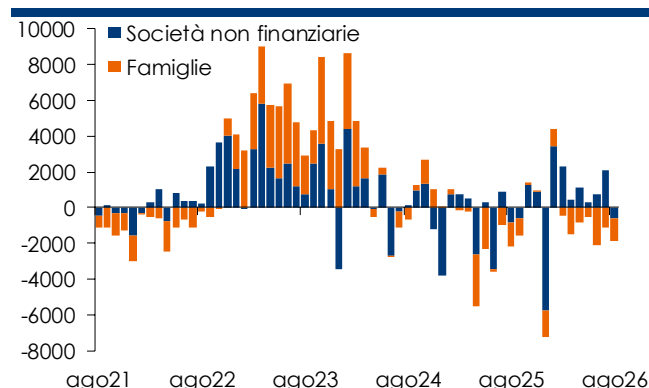
Flussi netti verso i depositi delle famiglie, dati annuali e primi 8 mesi del 2026 a confronto con il 2025 (EUR mld)



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

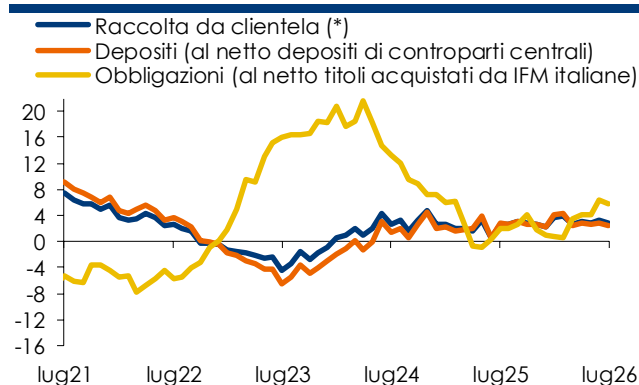
Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR milioni)


Fonte: BCE

Le obbligazioni bancarie hanno registrato un ulteriore rafforzamento del tasso di crescita, salito a 6,4% a giugno e 5,7% a luglio, da circa 4% nel periodo marzo-maggio. Agosto ha confermato il ritmo dei due mesi precedenti, con un +6,0% secondo le anticipazioni ABI.

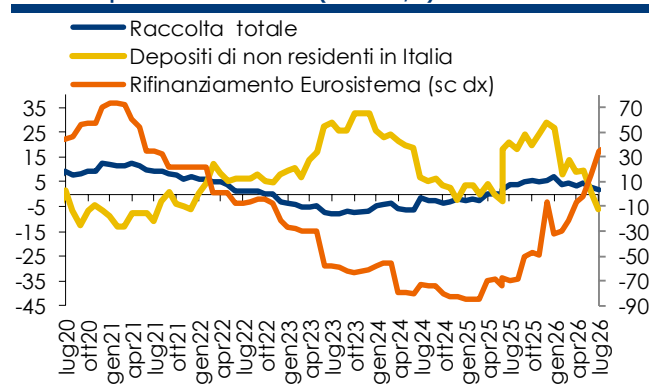
La crescita della **raccolta da clientela ha seguito l'andamento dei depositi da residenti, con un rallentamento a luglio a 2,8%**, dal 3,2% di giugno, e a 2,3% ad agosto secondo le anticipazioni ABI.

La **raccolta bancaria complessiva ha risentito, altresì, della frenata dei depositi da non residenti, mentre il rifinanziamento BCE è tornato a segnare variazioni positive**, seppure su volumi che restano molto modesti in valore assoluto. Il risultato è stato un rallentamento della crescita della raccolta complessiva, al +1,8% di luglio, dal 3,1% di giugno e 4,4% di maggio.

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) - 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)

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

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com